

## **Sommaire**

Remerciements

Sommaire

Liste des tableaux

Liste des graphiques

Liste des acronymes

Introduction

PARTIE I :

### *APPROCHE THEORIQUE*

CHAPITRE I : Fondement du marché interbancaire

- I. Le marché interbancaire
- II. Les défaillances du secteur bancaire

CHAPITRE II : Les principes de la formulation de la politique monétaire

- I. Fondements théoriques
- II. Formulation de la politique monétaire : cas de Madagascar

PARTIE II :

### *APPROCHE EMPIRIQUE*

CHAPITRE III : La politique monétaire et le système bancaire

- I. Contexte
- II. Structure de la liquidité

CHAPITRE IV: Les opérations de gestion de la liquidité

- I. La prévision des facteurs autonomes
- II. Les actions de la Banque Centrale sur le SCB

Conclusion

Bibliographie

Annexes

Table des matières

Résumé

## **Liste des tableaux**

Tableau 1 : Dépôts en Devise des résidents (millions de DTS), 2008-2013

Tableau 2 : Evolution des dépôts/prêts à la clientèle du secteur bancaire, 2008- 2013

Tableau 3 : Encours de portefeuille de crédits du secteur bancaire par catégories d'agents économiques, 2008- 2013 (en %)

Tableau 4 : Facteurs restrictifs et expansifs du SCB

Tableau 5 : Résultats modèle économétrique de la prévision FA

Tableau 6 : Evolution des encours du BTA, du niveau des RO, des opérations d'OM (en million d'Ar), 2015

Tableau 7 : Résultats du modèle économétrique

## **Liste des graphiques**

Graphique 1 : Fonctionnement du marché interbancaire

Graphique 2 : Réserve de certain pays de l'Afrique (en % du total des dépôts bancaire)

Graphique 3 : contribution des coefficients a, b et de la base monétaire au cumul de l'expansion de M3

Graphique 4 : Evolution du taux directeur de Madagascar, 1994-2001

Graphique 5 : Les banques du système bancaire malagasy

Graphique 6 : Evolution de la surliquidité bancaire, 2012-2015 (en % RO)

Graphique 7 : Evolution des échanges interbancaires, 2012-2013 (en mds d'Ar)

Graphique 8 : Evolution de la liquidité et du facteur billet, 2013- 2015 (en mds d'Ar)

Graphique 9 : Evolution des encours bruts de crédits par nature du secteur bancaires (en % total des crédits), 2008- 2013

Graphique 10 : Part de l'encours des BTA par secteur, 2008- 2013

Graphique 11 : Evolution des excédents par rapport aux RO, 2015 (en mds d'AR)

Graphiques 12 : Opérations d'interventions de la BCM

## **Liste des acronymes**

AON : Appel d'Offres Négatifs

AOP : Appel d'Offres Positifs

AR : Ariary

BCM : Banque Centrale de Madagascar

BNS : Banque Nationale Suisse

BTA : Bon de Trésor par Adjudication

C/C : Compte Courant

CFA : Communauté Financière Africaine

DAT : Dépôts à terme

DAV : Dépôts à Vue

DCR : Direction de Crédit

DEM : Deutsch Mark

EC : Etablissements de Crédit

FA : Facteur Autonome

FRF : Francs Français

IFNB : Institution Financière Non Bancaire

MGF : Franc Malgache

MID : Marché Interbancaire de Devise

OM : Open Market

PAS : Programme d'Ajustement Structurel

RO : Réserves Obligatoires

SCB : Solde en Compte des Banques

USD : Dollar Américain

## **Introduction**

« *Celui qui contrôle l'argent de la nation contrôle la nation* » disait Thomas Jefferson. La monnaie se situe actuellement au cœur de l'économie moderne dans laquelle, quasiment la plupart des échanges s'effectue sous forme monétaire. Depuis que l'économie monétaire a succédé l'économie de troc, différentes approches ont été effectuées par divers théoriciens afin de définir ce bien devenu familier et utile à la vie quotidienne des agents économiques. Une définition classique décrit la monnaie comme étant : « le rapport d'échange entre deux biens ». Pour dire les choses autrement, la monnaie joue un rôle phénoménal dans le fonctionnement de l'économie et elle doit être largement acceptée par tout le monde. Au cours des siècles, la monnaie a évolué sous différentes formes (coquillage, orge, or, argent, billets, ...) et son rôle reste un sujet de divergence pour divers économistes. Ceux issus de l'école classique, par exemple, ont une conception métalliste de la monnaie. Selon quoi la valeur de la monnaie est déterminée par rapport à la quantité d'or disponible. Ici, « la monnaie est une marchandise comme une autre ». Quant à la conception nominaliste de la monnaie, elle s'oppose au premier point de vue en stipulant que la valeur de la monnaie n'est pas liée à la quantité d'or disponible mais à sa capacité à obtenir un bien en échange. Ces deux conceptions ont toujours pris une part importante dans les différents débats monétaires et représente le fond du problème de la conception de la politique monétaire.

Selon les monétaristes, la transparence et l'indépendance de la Banque Centrale s'avère indispensable tout en appliquant une politique monétaire crédible ayant une importance considérable dans la lutte contre l'inflation, dont elle constitue l'unique objectif<sup>1</sup>. Ainsi, dans les années 80 et 90, l'indépendance a été accordée à la plupart des Banques Centrales après celle accordée à la Réserve Fédérale et à la Deutsche Bundesbank (1951), sous le motif de les éloigner des pressions d'un pouvoir politique susceptible d'utiliser l'instrument monétaire à des fins de relance conjoncturelle. Et de même, la lutte contre l'inflation est devenue le premier objectif de ces autorités monétaires<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Marc Montoussé, Nouvelles théories économiques, Clés de lecture, 2002

<sup>2</sup> Christophe Destais, L'indépendance des banques centrales : une question pas mal posée. In : CEPII le blog. Monnaies & Finance- Politique économique, Mars 2013

Actuellement, les banques se fondent sur le même principe : « le maintient de la stabilité des prix » mais sont divergentes quant aux étapes à suivre. Devenue indépendante le 10 Juin 1994, la BCM est passée du régime fixe au régime flottant et a adopté une stratégie de politique monétaire quantitativiste où l'objectif intermédiaire se définit en termes de masse monétaire.

Le problème de ce sujet consiste à tracer cette stratégie mise en place par la Banque Centrale de Madagascar ainsi que ses moyens d'intervention sur le marché interbancaire afin que cette institution puisse devenir un acteur du bon fonctionnement du rouage économique. Le renforcement de la capacité de la BCM est un élément essentiel pour autant que le marché interbancaire malagasy présente une défaillance sur certain domaine notamment au niveau de la régulation de la liquidité. *Dans quelle mesure le choix stratégique de politique monétaire de la Banque Centrale de Madagascar est-elle donc pertinente vis-à-vis de la défaillance du marché interbancaire ?*

Autant, il est confirmer de choisir comme thème de mémoire « **Le marché interbancaire et la Banque Centrale de Madagascar** », divers moyens d'observations ont été préconisés pour mener à bien le plan du travail. Sur le plan matériau des données quantitatives et qualitatives ont été recueillies auprès de la Banque Centrale de Madagascar et des études du comportement des établissements de crédits ont été effectuées accompagnés de la mise en avant des situations observées par certains auteurs.

Cependant pour mieux cerner le sujet, des analyses économétriques ont aussi été effectuées. L'univers de l'analyse se situant sur le marché interbancaire, les unités d'analyse seront donc essentiellement les différents intervenants au niveau de ce marché entre autres : les différents établissements de crédits, le Trésor public est la Banque Centrale. Cette dernière se situant au cœur du marché, la globalité des instruments d'analyse seront retirés auprès de celle-ci à l'aide des différentes données d'archives en sa possession. Enfin, n'oubliant pas la nécessité d'un fondement théorique basé essentiellement sur la vision monétariste, le corpus de cette analyse sera généralement constituée de divers articles et quelque ouvrage fondamental sur les théories monétaires. Notons que la pensée monétaire constitue un point essentiel dans l'économie et présente certaines divergences.

Dans cette optique, l'organisation du présent document se fera comme suit. La première partie sera consacrée aux approches théoriques. Ainsi, les fondements du marché interbancaire y seront définis étant donné que l'univers de l'analyse s'y situe. Chaque intervenant du marché interbancaire sera, donc mise en avant dans cette partie ainsi que les différents rôles qu'ils remplissent au niveau du marché interbancaire afin que cette dernière puisse accomplir sa mission. Cependant, le marché interbancaire peut présenter des défaillances comme le décrivent les théories des nouveaux keynésiens<sup>3</sup> ainsi le système bancaire d'un pays fréquemment en crise comme Madagascar peut avoir un déséquilibre du côté de la liquidité. Le rôle de la BCM est donc de gérer au mieux ce déséquilibre par la mise en œuvre d'une politique monétaire. La formulation de cette dernière varie selon les zones monétaires mais sur des fondements théoriques qui seront détaillés toujours dans cette première partie. Afin de concrétiser ses théories, le principe de formulation de la politique monétaire de Madagascar sera mis en pratique.

Quant à la seconde partie, des approches empiriques y seront établies. Tout d'abord, il y a lieu de faire un aperçu général de l'évolution de la politique monétaire à Madagascar afin de pouvoir mieux situer l'analyse dans le temps. Mais le secteur bancaire aussi est un système en évolution, d'où une petite remise en vue de son historique. Le secteur bancaire pour financer l'économie a besoin de liquidité. Dans le cas de Madagascar, ce n'est pas l'insuffisance de cette dernière qui pose problème mais son abundance ainsi, certains mis aux points seront établis sur l'évolution et les issus de cette quantité importante de liquidité. Enfin pour clore l'analyse, les opérations effectuées par la BCM pour gérer cette liquidité seront examinées de près pour pouvoir définir si le choix d'application de ces actions dans le but de mener à bien la stratégie de politique monétaire est judicieux.

---

<sup>3</sup> Courant de pensée économique né en 1980 issu de l'œuvre de Keynes.

PARTIE I :

***APPROCHE  
THEORIQUE***

## **CHAPITRE I : Fondement du marché interbancaire**

### I. **Le marché interbancaire**

#### A. **Définition**

Le marché interbancaire, un compartiment du marché monétaire<sup>4</sup>, est le lieu où les établissements financiers ainsi que le Trésor Public s'échangent entre eux des actifs financiers dans le but de pouvoir se refinancer à court terme. Ce marché est un lieu d'intervention privilégié de la Banque Centrale pour gérer la masse de liquidité en circulation. En effet, la Banque Centrale, par sa fonction d'autorité monétaire, peut injecter de la liquidité ou en retirer à l'ensemble du système bancaire, selon les décisions de politique monétaire prise par son conseil, via le marché interbancaire. Par ailleurs, divers acteurs peuvent participer au marché interbancaire, à savoir : les établissements de crédit, le Trésor et la Banque Centrale.

#### 1. **Les établissements de crédit**

L'article 3 de la loi n°95-30 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit de la Banque Centrale de Madagascar définit les établissements de crédit comme étant « des organismes qui : effectuent à titre habituelle des opérations de banques, assurent la gestion pour compte de tiers de portefeuilles de valeurs mobilières en recevant à cet effet des fonds assortis d'un mandat de gestion, ou apportent leur concours au placement de valeurs mobilières ». Par opérations de banques, on peut mettre en évidence :

- ➔ La réception du fonds du public et la gestion de leur dépôts par laquelle de multitude propositions de services annexes seront facturés aux clients sous forme de commission ;
- ➔ L'opération de crédit qui consiste à remettre les fonds recueillis, à titre rémunéré, à des particuliers. Cette opération s'effectuant par de simple écriture de la part des banquiers, en

---

<sup>4</sup> Le lieu où sont rapportés et empruntés des capitaux à court terme, contrairement au marché obligataire, par les entreprises, les particulier et l'Etat. Ce lieu est qualifié de virtuel, étant donné que la confrontation entre l'offre et la demande se passe par téléphone, fax et écran informatique. Le marché monétaire est constitué de deux compartiments : le marché des titres de créances négociables et le marché interbancaire. Si le second est réservé aux établissements de crédit, au Trésor et à la Banque Centrale, le premier, quant à lui, est ouvert à tous les intervenants.

créditant le compte de celui qui demande le crédit est l'origine de la création de monnaie scripturale.

Hormis ces principales fonctions, les banques secondaires peuvent aussi effectuer des opérations connexes à leurs activités comme les opérations de change, le conseil et l'assistance en matière de gestion de patrimoine ou matière de gestion financière, les opérations de crédit-bail<sup>5</sup>, et l'émission et la gestion de monnaie électronique.

Il se peut qu'un établissement de crédit présente une insuffisance de liquidité c'est-à-dire que l'établissement est dans l'incapacité de satisfaire les demandes de monnaie de ses clients dépositaires. Dans ce cas l'établissement de crédit en question peut intervenir sur le marché monétaire en tant qu'emprunteur tant que l'établissement en excédent de trésorerie peut s'y présenter en tant que prêteur. Cependant, il se peut que ce soit le système bancaire (à l'exception de quelques banques) qui soit en manque (ou en excès) de liquidité, dans ce cas, c'est la Banque Centrale qui intervient pour corriger le déséquilibre.

## 2. La Banque Centrale

La Banque Centrale est une institution, chargée par l'Etat, de gérer les crises potentielles ou réelles du marché monétaire en termes de liquidité. Dans cette optique, le rôle de la Banque Centrale est de :

- assurer l'émission des billets de banque et des pièces de monnaies,
- veiller à la stabilité interne et externe de la monnaie, au bon fonctionnement du système bancaire et financier et au bon fonctionnement du système de paiement,
- gérer et assurer la garde du compte courant du Trésor et des valeurs mobilières appartenant à l'Etat ou aux collectivités publiques et superviser les banques territoriales et d'agir comme le prêteur en dernier ressort.

La Banque Centrale, comme étant la banque des banques, détient les comptes des différentes banques commerciales du système bancaire. Ainsi, cette autorité monétaire peut aussi procéder à une création de monnaie scripturale en gérant ces comptes. Les banques sont dans l'obligation d'approvisionner leur compte en monnaie centrale, billet et monnaie scripturale

---

<sup>5</sup> Les opérations de location simple de biens immobiliers ou mobiliers faites par les banques pour des établissements.

gérés par la Banque Centrale. Et cette dernière, peut leur imposer un prix d'approvisionnement (taux d'intérêt) ou des restrictions quantitatives afin d'influencer de manière indirecte les politiques de crédit adoptées par les banques secondaires. La Banque Centrale est aussi conduite à créer de la monnaie scripturale en contrepartie des devises apportées par les banques et provenant de leurs clients.

Pour accomplir ses missions, la Banque Centrale présente une certaine indépendance vis-à-vis de l'Etat afin que, selon les nouveaux économistes classiques<sup>6</sup>, la politique monétaire puisse échapper à toutes manipulations possibles de la politique électoraliste<sup>7</sup> et dans le but d'atteindre ses objectifs elle est attitrée à intervenir régulièrement et/ou selon les besoins du système bancaire sur le marché interbancaire.

### 3. Le Trésor public

« *Le terme de Trésor continue à désigner, dans la terminologie officielle comme dans le langage courant, tantôt les fonds qui sont destinés à l'acquittement des dépenses publiques, tantôt la caisse où ces fonds sont déposés, tantôt l'administration qui est chargée de les centraliser pour en régler l'emploi* »<sup>8</sup>. Pour mener efficacement ses fonctions, le Trésor intervient sur le marché interbancaire en tant qu'emprunteur afin de répondre aux besoins de financements des administrations publiques. Ce mode de refinancement du Trésor s'effectue par son émission de Bons du Trésor sur le marché interbancaire dont le taux et la durée du bon sont variables.

Le Trésor peut aussi être considéré comme une banque puisqu'il détient le compte des administrations publiques et gère les recettes et les dépenses de celles-ci. Effectivement, c'est le Trésor qui perçoit les impôts et taxes et exécute les différents versements des dépenses effectuées par les administrations. Le Trésor public est aussi une des institutions ayant la capacité de créer des monnaies scripturales dans la mesure où il existe un décalage entre l'échéance des recettes et celle des dépenses. Pour certains pouvoirs publics ayant encore la possibilité de demander une avance à la Banque Centrale, ils sont alors à l'origine d'une création monétaire puisque cette dette constitue une source de création de monnaie scripturale.

---

<sup>6</sup> La nouvelle économie classique (NEC) : école de pensée économique inspirée des théories néoclassiques dont les principaux précurseurs sont : Robert Luca, Thomas Sargent et Edward Prescott

<sup>7</sup> Marc Montoussé , Nouvelles théories économiques, Clés de lecture, 2002

<sup>8</sup> François Bloch-Lainé, Introduction à une étude du Trésor public en France, Revue économique, 1951, volume2, n°2, p.129

La théorie de la monnaie exogène développe le concept que la monnaie est créée par les Banques Centrales en fonction de la politique de celle-ci ou de la quantité disponible dont la monnaie est faite. Cette monnaie est définie sous le terme de monnaie fiduciaire et dont la Banque Centrale en met une certaine quantité à la disposition des établissements de crédit (EC) pour qu'ils puissent les distribuer dans l'économie. Cependant, depuis l'abandon de l'étalon-or, la nature de la monnaie s'est complètement modifiée. La théorie de la monnaie endogène a fait surface et a défini le volume de la monnaie en circulation par les demandes de crédits des agents. La Banque Centrale, les établissements financiers et même le Trésor public sont les points de départ de cette création.

#### ***B. Les fonctions du marché interbancaire***

##### **1. La redistribution entre les banques elles-mêmes**

En tant qu'intermédiaire financier, les banques font en sorte de gagner plus de profits. Ces derniers sont issus, dans la plus part du temps, des intérêts que les établissements de crédit perçoivent via les prêts qu'elles accordent et les rémunérations des services annexes à la gestion des comptes de sa clientèle. Pour attirer plus de profit, les banques essayent de ne pas garder de liquidité dormant. Néanmoins, il arrive que les remboursements d'emprunt soient plus lents, ou que la banque a trop prêté, ou encore que de nombreux clients retirent leurs argent, dans ces cas, les banques se retrouvent sans réserve de liquidité nécessaire pour les prochains retraits. Pour éviter de recourir à ce risque, certaines banques octroient moins de crédits qu'elles ne perçoivent de dépôts. Elles se retrouvent donc en situation de surliquidité.

Le marché interbancaire consiste, pour les banques en insuffisance de liquidité de ce refinancer et pour les banques en surliquidité d'emprunter à ses consœurs. Les banques peuvent traiter et négocier librement et le taux de cet échange est convenu entre les banques. Cependant, il est le plus souvent fixé autour du taux directeur. Quant à la forme des prêts, on distingue :

- Les prêts interbancaires en blanc c'est-à-dire sans exigence de garanties,
- Les prêts interbancaire gagés où le gage est un titre mis en pension (délivré mais non livré),

- La pension livrée, l'emprunt est conditionné par la vente au comptant simultanée, avec livraison de TCN<sup>9</sup> à l'échéance du prêt de numéraire de l'opération.

Le marché interbancaire est un marché de gré à gré et les banques se prêtent entre chaque jour des sommes considérables. Ces échanges ne sont pas improvisés et font au contraire l'objet de règles rigoureuses. Lorsque la fluctuation permanente des excédents de ressources ou des besoins de ressources des banques est amplifiée par le phénomène de crédit, c'est le système qui est susceptible d'être déficitaire, si les crédits distribués à un moment donné dépassent l'épargne disponible. Et quand il s'agit du déséquilibre du système c'est alors que la Banque Centrale intervient pour faire l'appoint.

## **2. La régulation de la liquidité bancaire par la Banque Centrale**

L'intervention de la Banque Centrale sur le marché monétaire est légitimée dans la mesure où cette intervention sert à piloter l'argent disponible circulant dans l'économie. En effet, si la situation de surliquidité (respectivement d'insuffisance de liquidité) s'observe au niveau du système bancaire, à l'exception de quelques banques, c'est la Banque Centrale qui s'interpose sur le marché monétaire pour ponctionner (respectivement injecter) de la liquidité. Cette régulation se réalise par des opérations d'open market, ou par des facilités permanentes, ou par la manipulation des réserves obligatoires.

Dans cet effet, plusieurs analyses ont été effectuées et ont désigné l'intervention de la Banque Centrale sur marché interbancaire nécessaire en tant que « *préteur en dernier ressort* ». Cette fonction a été formalisée par Bagehot<sup>10</sup> en mettant en exergue le rôle de la Banque Centrale dans l'économie et dans la gestion des crises bancaires<sup>11</sup>. C'est alors au moment où les banques sont tétanisées face au financement de l'économie que la Banque Centrale doit intervenir afin de garantir la pérennité de l'activité bancaire et d'assurer le bon fonctionnement de l'économie.

Comment la Banque Centrale assure t-elle, alors, le bon fonctionnement de l'économie ? La principale fonction de la Banque Centrale est de veiller à la stabilité interne et externe de la monnaie. La stabilité interne d'une monnaie correspond à la stabilité des prix et du pouvoir

<sup>9</sup> Titres de créances négociables : obligations, bons de Trésor,...

<sup>10</sup> Walter Bagehot (1826-1877), économiste et journaliste britannique, auteur du fameux « Lombard Street : a description of the money market » en 1873

<sup>11</sup> Jérôme Boyer & Ricardo Solis Rosales, Les approches classiques du préteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey », Cahier d'économie politique, 2003/2, n°45, p79-100

d'achat des ménages lors de l'achat de biens et services. La hausse du niveau général de ces prix est déterminée par le terme d'inflation. Quant à la stabilité externe d'une monnaie, elle correspond à celle du taux de change de la monnaie nationale en devises étrangères. La stabilité externe peut, être considérée comme un corollaire de la stabilité interne. C'est pourquoi, il paraît encore plus essentiel, pour la Banque Centrale de maintenir, avant tout, le niveau d'inflation. Or selon la *théorie quantitative de la monnaie*<sup>12</sup>, formalisée par Irving Fisher, toute augmentation de la masse monétaire se traduit par une inflation sans la hausse de la production. Par ailleurs, il est possible de lutter contre l'inflation en restreignant la masse monétaire, sans conséquence sur le niveau réel de la production.

Cependant, le choix du mécanisme de transmission de la politique monétaire varie selon les décisions du conseil de la Banque Centrale de la zone monétaire. Dans la plupart du temps, c'est la variation de la base monétaire qui influence le plus l'altération de la masse monétaire. La base monétaire peut alors être considérer comme étant l'agrégat monétaire restreint idéale pour contrôler l'expansion de la masse monétaire et donc pour l'atteinte de l'objectif final qui est la stabilité des prix. Ainsi, la Banque Centrale met en œuvre la politique monétaire en intervenant sur le marché interbancaire via la bonne gestion de la liquidité bancaire.

### **3. Le refinancement des administrations publiques**

Le principal problème auquel le Trésor fait face est le déficit budgétaire de l'Etat même si certains économistes (comme Keynes) prétendent que le déficit budgétaire peut jouer différents rôles. Le fait que les recettes de l'Etat soient inférieures à ses dépenses rend indispensable son recours au marché monétaire pour combler cet écart<sup>13</sup>. Pour ce faire le Trésor émet divers obligation sur le marché financier.

Cependant, le marché interbancaire est réputé pour les échanges d'actifs à court terme, hormis les titres de créances négociables dont l'échange s'effectue sur un autre compartiment du marché monétaire. L'intervention du Trésor sur le marché interbancaire s'effectue ainsi par l'émission des Bons de Trésor dont la durée est généralement comprise entre zéro et deux ans et

---

<sup>12</sup> MV=PT avec M la masse monétaire et V sa vitesse de circulation, P le niveau général de prix et T le volume de transaction

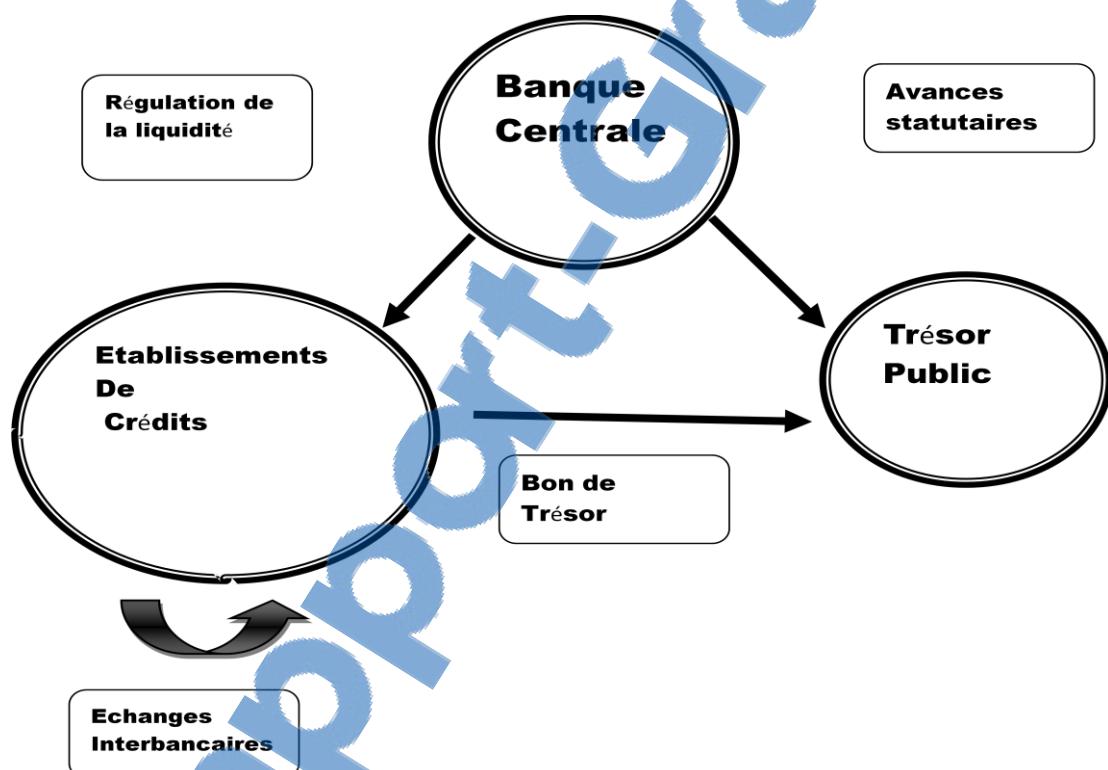
<sup>13</sup> Jérôme Boyer & Ricardo Solis Rosales, Les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey », Cahier d'économie politique, 2003/2, n°45, p79-100

la sollicitation de l'Etat pour placer ses bons s'effectue régulièrement sous forme d'adjudication<sup>14</sup>.

Le marché des nouvelles émissions des bons de Trésor s'appelle le marché primaire dont l'accès est autorisé aux souscripteurs du bon. Le prix d'émission du bon est déterminé à l'issue de l'enchère et est à payer par le souscripteur au moment de l'émission du bon. Le revenu du bon de Trésor représente l'intérêt que l'Etat a à verser au créancier à une date déterminée à l'avance. Le lancement de l'appel émane du Trésor par voie de presse ou par affichage.

Le Trésor sélectionne un intermédiaire du marché pour jouer le rôle d'interface entre le Trésor et les souscripteurs. Il sélectionne également un organisme centralisateur<sup>15</sup> chargé de gérer la gestion des matières des adjudications ainsi que les titres sur le marché primaire et secondaire, de tenir les comptes courants du BTA, de dénouer les opérations entre intermédiaires règlement/livraison, de centraliser toutes les opérations et de publier les taux de référence.

**Graphique 1 : Fonctionnement du marché interbancaire**



**Source :** Initiative personnelle

<sup>14</sup> Mise aux enchères

<sup>15</sup> Banque Centrale de Madagascar, Direction générale du Trésor, Marché des bons de trésor par adjudication-Manuel de procédures, Novembre 2006

## II. Les défaillances du secteur bancaire

### A. Les imperfections du marché interbancaire

#### 1. La théorie de l'agence et la théorie de la sélection adverse

M.C Jensen et W.H Meckling, les précurseurs de la théorie de l'agence en 1976, ont établit un modèle expliquant les structures de financement et d'actionnariat d'une entreprise fondé sur les hypothèses d'asymétrie d'information et de conflit d'intérêt. Selon ces deux auteurs, « *il existe une relation d'agence lorsqu'une personne a recours aux services d'une autre personne en vue d'accomplir en son nom une tache quelconque* »<sup>16</sup> (ici, la première personne sera qualifiée sous le terme de « principale » tant que la deuxième est ce qu'on va appeler « l'agent »). Dans certains cas, l'agent peut adopter un comportement opportuniste en poursuivant ses propres objectifs sans se soucier de l'exécution du contrat établi avec le principal. Dans le cadre d'une relation actionnaires/dirigeants, « *les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'il s'y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que des associés apportent souvent dans le maniement de leur fonds* »<sup>17</sup>. Cette hypothèse comportementale de l'agent pourra alors générer des coûts entre autres, les coûts d'agence qui représentent la perte de valeur par rapport à une situation idéale.

Dans d'autres cas, la sélection adverse peut venir lésée le contrat établi entre agent et principal. Certainement, l'agent peut disposer d'informations que le principal n'est pas en mesure d'avoir<sup>18</sup> (par exemple dans la relation actionnaires/dirigeants, il peut s'agir de l'environnement dans laquelle se situe l'entreprise, le salaire même des dirigeants, etc.) et pourtant cette information peut être à l'encontre de l'attente du principal. Cette situation se rapporte à la conception de la « rationalité limitée » de Simon<sup>19</sup> qui explique l'existence de « *limites que rencontre l'agent vis-à-vis de l'accès à l'information* »<sup>20</sup> et réfute le modèle de marché à concurrence pure et parfaite de la théorie néoclassique.

---

<sup>16</sup> M.C. JENSEN & W.H MECKLING « Theory of the firm, Managerial Behavior, Agency Costs & Ownership Structure », Strategic Management Journal, 1976

<sup>17</sup> A. SMITH (1776), Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations, Tome 2, p.401

<sup>18</sup> Guy Numa, Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19<sup>ème</sup> siècle, Revue d'économie Industrielle, n°125, p.105-128

<sup>19</sup> Hebert Alexander Simon (1916-2001), économiste, psychologue, personnalité politique, sociologue et professeur d'université américain, prix Nobel d'économie en 1978

<sup>20</sup> Bernard Chavance, L'économie institutionnelle, éd. La Découverte, Paris, p.62

George A. Akerlof, économiste américain représentant du courant nouveau keynésianisme, a illustré, dans son écrit : « The Market for Lemon : Quality Unerctainty and the Market Mechanism », la manifestation de la sélection adverse par l'exemple des automobiles d'occasion. Selon l'étude d'Akerlof, un acheteur venant se présenter à un marchand de voiture d'occasion n'est pas en mesure de connaître la qualité des voitures en vente contrairement au vendeur qui connaît l'état réel de la voiture. Cette théorie, comme la plupart des théories issues de la nouvelle économie keynésienne, suppose que les agents sont rationnels et du coup, Akerlof prétend que la rationalité de l'acheteur le conduise à proposer un prix plus bas pour compenser la probabilité de tomber sur une voiture de mauvais état. Ce comportement adopté par l'acheteur incite le vendeur à vendre que les mauvaises voitures, ainsi la probabilité pour l'acheteur de tomber sur des mauvaises voitures augmente. Au fur et à mesure que la qualité des voitures se dégrade, les acheteurs feront aussi diminuer les prix d'achat et au final, le marché sera inondé de voitures en mauvaises états et les échanges pourront se suspendre.

Le marché du crédit constitue un des piliers essentiels du bon fonctionnement de l'économie car il permet le financement de ce dernier. Cependant, dans la plupart des cas, ce marché est caractérisé par un permanent problème d'agence.

## **2. Théorie de rationnement du crédit**

Précédemment, on a vu que les principales fonctions des établissements de crédits sont la collecte de dépôts provenant de sa clientèle et l'octroi de crédit vis-à-vis de celle-ci. La théorie de rationnement de crédit est une application de la théorie de la sélection adverse sur le système bancaire notamment, lors de la distribution de crédit des banques. En effet, l'emprunteur (l'agent) a une meilleure information sur l'affectation du prêt et les caractéristiques de son projet que le prêteur (le principal). De ce fait, ce dernier ne sera pas en mesure de s'assurer que l'utilisation du fond que compte faire l'emprunteur est conforme au contrat établit. De plus, l'agent peut être emmené à adopter un comportement opportuniste et modifier les caractéristiques du contrat sans que le principal puisse être au courant. Face à ce dilemme, le banquier se trouve dans une situation d'incertitude en supposant que tous les prêteurs peuvent adopter ce comportement. Le banquier n'est alors pas en mesure de distinguer les bons ou les mauvais emprunteurs. Ce problème d'asymétrie d'information a déjà été mis en évidence par A. Smith et repris par

Thornton<sup>21</sup> et Schumpeter<sup>22</sup> selon l'ouvrage établit par Sylvie Diatkine : « LES FONDEMENTS DE LA THEORIE BANCAIRE, des textes classiques au débats contemporains », Donud 2002.

En 1981, Stiglitz et Weiss ont élaboré une analyse qui se rapporte, justement, sur les réactions des banquiers face à cette incertitude. Sur ce, la banque va rationner le crédit de manière à ce que le montant du prêt accordé soit largement inférieur à la demande des emprunteurs et à moins long terme ou a ce que le taux d'intérêt soit élevé. Ce rationnement va alors ériger une barrière à l'entrée des bons emprunteurs (supposons que ceux sont les emprunteurs dont le projet est peu risqué) et les influencés à sortir du marché tant dis que les mauvais emprunteurs (projet moins risqué) seront moins sensible face au rationnement. Par conséquent, le rationnement du crédit va limiter l'offre de crédit effectué par les banques de manière à ce que certains demandeurs de crédits ne soient pas capables d'accéder au marché de crédit.

### **3. Problème d'agence entre la Banque Centrale et les établissements de crédits**

Par la théorie de rationnement, on peut dire que les banques font un effort pour que les prêts qu'ils accordent soit moins risqués et moins douteux afin d'assurer un potentiel remboursement. Mais il se peut que ces banques soient incitées à prendre des risques et accorde des prêts de manière excessive puisque sa réelle motivation est de maximiser son profit via l'octroi de crédit. Ce comportement peut induire une hausse générale des prix, ce qui perturberait la stabilité interne et corolairement la stabilité externe de la monnaie. Cette situation ne favorise pas la Banque Centrale soucieuse de la stabilité du système de paiement et de la stabilité de la monnaie. Ce que la Banque Centrale apprécierait, c'est la prudence des banques vis-à-vis des prêts qu'elles vont accorder pour assurer l'efficience de la politique monétaire qu'elle adoptera.

Nonobstant, le concept d'aléa moral avancé par les nouvelles économies keynésiennes<sup>23</sup> peut léser cette attente de l'autorité monétaire à l'égard des établissements de crédit.

---

<sup>21</sup> Henry Thornton (1760-1815), homme politique, philanthrope, banquier, abolitionniste et économiste. Auteur de l'époque classique en analyse monétaire connu pour son Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain

<sup>22</sup> Joseph Schumpeter (1883-1950), économiste autrichien connu pour ses théories sur les fluctuations économiques, la destruction créatrice et l'innovation

<sup>23</sup> Courant de pensée économique paru en 1980

Effectivement, la Banque Centrale ne pourra pas contrôler les efforts que vont fournir les établissements et ces derniers pourront adopter un comportement opportuniste afin de poursuivre à tout prix leur objectif (augmenter leurs gains) quitte à octroyer une importante quantité de crédits. Ce comportement d'opportunisme ont été la source de nombreuses crises bancaires et constraint la Banque Centrale à intervenir sur le marché monétaire en injectant de la liquidité importante afin d'assurer la stabilité du système bancaire. Il y donc une relation caractérisée par un problème d'agence entre la Banque Centrale et les établissements de crédit et qui induit à un fonctionnement non performant du marché interbancaire.

Conformément aux différentes thèses de la nouvelle économie keynésienne, ce manque de transparence au niveau du marché prouverait que l'économie est en déséquilibre permanent et comme pour la majorité des marchés, celui de la monnaie n'échappe pas aux problèmes qu'induit une information imparfaite. Dans le cas du marché interbancaire, la véritable difficulté que rencontrent les autorités monétaires est l'instabilité du niveau de la liquidité bancaire qui varie en fonction de la méfiance des banquiers vis-à-vis de sa clientèle ou de leur comportement à aimer à prendre des risques. Pour les PED<sup>24</sup>, les banquiers sont plutôt vigilants par rapport à l'offre de crédit. La surliquidité bancaire est l'issus de ce comportement de méfiance des banques.

## ***B. La liquidité bancaire***

### **1. Optique économique de la liquidité bancaire**

Selon l'angle de vue considéré, deux optiques peuvent être mises en évidence pour porter quelques éclaircissements sur la notion de liquidité bancaire :

- Du point de vue microéconomique, Allen Brunnermeier, Rochet ou Aglietta ont, dans leurs travaux, sur le marché monétaire, expliqué les sources de défaillance de ce marché et de l'insuffisance de liquidité. C'est dans cette même optique que la notion de liquidité sera mise en avant à travers le ratio de liquidité, conformément établit par les règles de Bâle III<sup>25</sup>. Ce dernier stipule l'obligation des banques à travers le monde à mettre en considération deux (2) règles qui touche la liquidité : la mise en place du ratio de liquidité (LCR : Liquidity Coverage Ratio) défini par la formule ci après :

---

<sup>24</sup> Pays En Développement

<sup>25</sup> Bâle III est une ligne directrice et de norme de surveillance pour le secteur bancaire mondiale établie par la Banque des Règlement Internationaux.

**(Encours d'actifs liquides de haute qualité/Total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours calendaires suivants) ≥ 100%**

Et celle du ratio de liquidité à long terme (NSFR : Net Stable Funding Ratio) formalisé comme suit :

**(Montant de financement stable disponible/ Montant de financement stable exigé)> 100%**

Ces règles ont été établies dans le but d'assurer à ce que les banques détiennent suffisamment de liquidité pour assurer convenablement sa fonction.

- Du point de vue macroéconomique, la liquidité bancaire est définie comme l'ensemble des réserves des banques à la Banque Centrale. En effet, considérée comme étant des clients de la Banque Centrale, les banques ainsi que le Trésor public détiennent des comptes auprès de la BC. Le SCB sont essentiellement constituées de réserves obligatoires, des placements en appel d'offre négatif, des dépôts en compte courant et des encaisses.

## **2. La liquidité bancaire dans la littérature**

Soumaila Doumbia, auteur de l'article : « Surliquidité bancaire et « sous-financement de l'économie » » dans la Revue Tiers Monde en 2011, n°205 (p. 151-170) met en évidence le concept de liquidité bancaire en la caractérisant en deux aspects différents : d'un côté, il définit la *liquidité du marché* comme étant «... *la capacité d'une banque à négocier rapidement sans délai ni perte en capital, un actif non monétaire contre de la liquidité ultime par excellence qu'est la monnaie Banque Centrale* »<sup>26</sup>. Cette définition, du point de vue de la littérature bancaire, introduit le fait qu'une banque a une obligation de détenir une certaine quantité ou réserve de monnaies centrales, que l'auteur définit, d'un autre côté, comme étant la *liquidité de financement*, qui permet à la banque d' « *honorier les demandes de retrait à court terme des contreparties ou pour couvrir leurs opérations* »<sup>27</sup>. En effet, les actifs sont caractérisés par leur degrés de liquidité variant d'un actif à l'autre, certains sont même illiquides par nature (immobilier physique, certain compartiment de l'immobilier papier, etc.). Ainsi, la banque peut se trouver dans une situation de besoin de trésorerie à un certain moment dû au décalage entre l'encaissement et le décaissement.

---

<sup>26</sup> P.163

<sup>27</sup> P.164

La liquidité bancaire évoque les risques prises par les banques du fait, qu' hormis la menace de non remboursement, elles peuvent accorder des crédits sur le long terme financer par des ressources (dépôts) à moyen terme ou à court terme. Pourtant, ces dépôts, surtout s'ils sont à vue, peuvent être retirés à tout moment par les épargnants. La mise en place d'une réglementation prudentielle au sein de la banque est donc nécessaire afin d'éviter de se retrouver dans les situations susmentionnées ou dans une situation de gaspillage de liquidité. Justement, il se peut que la banque après avoir collecté des dépôts ait du mal à les redistribuer en tant que crédits généralement par l'adoption d'un rationnement de crédit.

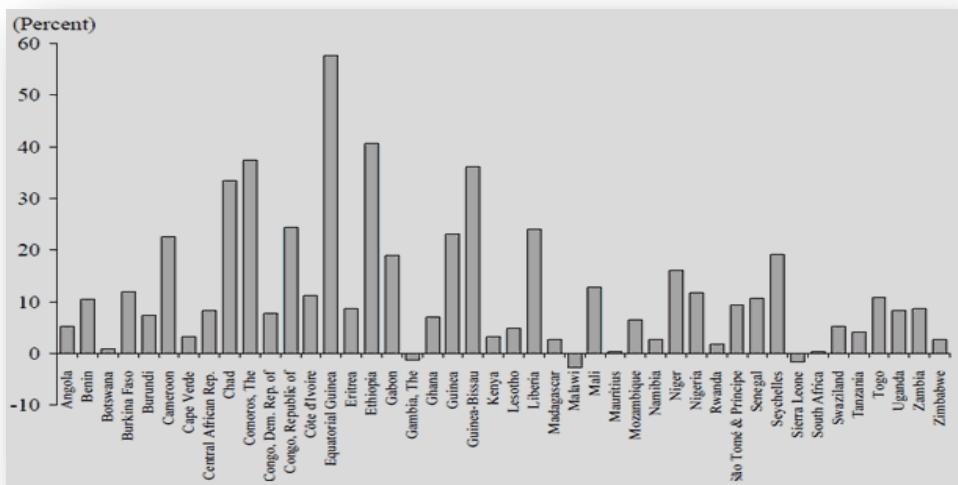
Certains agents, entre autre ; les agents non bancaires peuvent être les sources de variation du niveau de la liquidité des banques. Dans une illustration plus simple, un agent qui augmente sa demande en billets fera diminuer le niveau de la réserve bancaire et dans un autre sens, un agent qui haussera son offre en billets la diminuera. Quant à la Banque Centrale, grâce à ses fonctions d'injection et de ponction de la liquidité, elle est en mesure de faire varier le niveau de celle-ci.

A ce sujet, la littérature montre que la majorité du système monétaire de l'Afrique Subsaharienne est particularisé par un état de surliquidité permanent. « *Dans ces pays, ce ne sont pas les ressources qui font défauts, mais le mécanisme d'intermédiation qui consiste à transformer ces ressources en prêts aux agents à besoin de financement* »<sup>28</sup>. L'oisiveté de la liquidité au sein de ces pays se traduit par une situation dans laquelle le montant total des réserves constituées par les banques est nettement supérieur au montant des réserves obligatoires. Le graphique ci-après, représentant le niveau réserves des 44 pays du continent Africain en 2004, laisse entrevoir une certaine hétérogénéité des pays.

---

<sup>28</sup> P. 154

**Graphique 2 : Réserves de certains pays de l'Afrique (en % du total des dépôts bancaires)**



**Sources:** Saxegaard (2006)

D'après le graphique ci-dessous, Madagascar ne sort pas du lot et présente une surliquidité bancaire même si son niveau ne dépasse pas les 10%. Néanmoins, cette situation risque d'être néfaste pour l'économie puisque, d'un côté, rien ne garantie à la Banque Centrale que les établissements financiers ne mobiliseraient pas cette liquidité pour une octroi massive de crédits. Et d'un autre côté, une forte proportion d'argent dormant ne favoriserait pas le financement de l'économie. C'est pourquoi, la Banque Centrale de Madagascar doit être en mesure de gérer au mieux le niveau de liquidité au sein de sa zone monétaire.

## **CHAPITRE II : Les principes de la formulation de la politique monétaire**

### **I. Fondements théoriques**

Les actions mises en place par les autorités monétaires dans l'objectif de garantir la stabilité des prix ou de moduler l'activité économique est un sujet qui reflète une incessante évolution de la même manière que le développement de la littérature monétaire qui distingue différentes variables intervenant dans le processus de la politique monétaire. Vis-à-vis de ces diverses variables qui animent la littérature monétaire, l'analyse de la politique monétaire se porte sur trois dimensions dont les instruments de la politique monétaires, les objectifs intermédiaires et les objectifs finals. Pour que les effets du maniement des instruments puissent se propager dans l'économie, les actions de la politique monétaire traversent une succession de transmission. Le délai et le résultat de ces transmissions sont incertains et agissent avec un retard<sup>29</sup> c'est pourquoi, les Banques Centrales font appel à une troisième catégorie de variable mis à part le choix des instruments et des objectifs finals.

#### **A. Les instruments, objectifs opérationnels et intermédiaires**

##### **1. Les instruments de la politique monétaire**

Les instruments sont les outils dont dispose la BC pour mettre en œuvre sa politique monétaire et affecter en finalité le comportement économique et financier des agents. Ces outils permettent à la Banque Centrale de fixer le cadre législatif qui réglemente l'activité des institutions financières et de réguler la quantité de monnaie en circulation. Pour se faire, les autorités monétaires possèdent deux types d'instruments, entre autres : les moyens de contrôle direct et les moyens de contrôle indirect.

Les instruments directs regroupent le contrôle des taux d'intérêt et le rationnement de crédit qui permettent de fixer directement une norme de progression des crédits bancaires. Les Banques Centrales, pour assurer le financement de l'économie tout en préservant la valeur de la monnaie ont eu recours aux instruments directs de la politique monétaire, durant l'hégémonie de

---

<sup>29</sup> Armor J., et A. Côté, L'efficacité des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation : survol de la littérature. In Revue de la Banque du Canada, Hiver 1999-2000, pp. 47-61.

la théorie keynésienne, généralement au système d'encadrement de crédit. Pour que les autorités monétaires puissent contrôler l'offre de crédit des banques de second rang afin de maîtriser la création monétaire, une mesure règlementaire s'impose à elles. Les Banques doivent respecter un certain pourcentage d'augmentation annuelle des crédits qu'elles distribuent. En cas de dépassement de cette restriction, les banques sont soumises à des sanctions.

Cependant, le contrôle direct du crédit ou des taux d'intérêt ne sont efficaces que dans une économie où le marché financier est moins développé. Ainsi, dès le développement du marché financier et dès sa libéralisation et sa globalisation dans les années 80, les Banques Centrales, surtout celles des pays développés ont privilégié l'utilisation des instruments indirects. Ils consistent à influencer la masse monétaire et/ou le taux d'intérêt par l'intermédiaire du marché monétaire<sup>30</sup>. Pour ce faire, la Banque Centrale dispose des réserves obligatoires, des opérations de refinancement et des opérations de ponction de liquidités.

Les réserves obligatoires est « *une quantité minimum de monnaie centrale que les établissements de crédit doivent détenir, sous forme de dépôts à la Banque Centrale* »<sup>31</sup>. Instauré pour la première fois aux Etats-Unis, le système de RO incite les établissements de crédit à gérer leur actif et leur passif dans un sens conforme aux objectifs de la politique monétaire. L'imposition de la BC aux banques secondaires d' « *un certain ratio fixe entre leur réserve et leur dépôt* »<sup>32</sup> font augmenter les besoins des secondes en monnaie centrale et facilite la politique de la première. Le besoin des banques en monnaies centrales est favorable à la Banque Centrale dont la mesure où plus les banques nécessitent de demander de la monnaie centrale, plus elles sont sous le contrôle de la Banque Centrale et facilite la transmission de la politique monétaire.

Les opérations de refinancement sont les instruments que les Banques Centrales pilotent afin d'influencer la création monétaire par la fixation du niveau du taux directeur. Ces opérations peuvent être réalisées soit à l'initiative de la BC désignées par le terme d'opération d'injection de liquidité, soit à la demande des banques mais son principe reste le même. Elles consistent en un prêt en monnaie centrale que la BC accorde à une banque secondaire moyennant d'un transfert de titres avec engagement de reprise à terme.

---

<sup>30</sup> A. Rasolofo, Les instruments de la politique monétaire et ses canaux de transmission, 2013

<sup>31</sup> Patat Jean-Pierre, Du bon usage des réserves obligatoires. In Revue d'économie financière, n°3, 1987, La crise financière, pp 47

<sup>32</sup> A. Rasolofo, Les instruments de la politique monétaire et ses canaux de transmission, 2013, p.9

Les opérations de ponction de liquidité consistent à des ventes de Bon de Trésor ou d'autre titre de créance négociable de la Banque Centrale dont le but est de fournir une certaine quantité de liquidité au système bancaire. Les opérations de ponctions ainsi que les opérations d'injection de liquidité agissent directement sur l'offre de monnaie centrale et sont contrôlables par la Banque Centrale puisqu'elles sont à son initiative. Si la Banque centrale, par exemple désire ralentir la création de monnaies des banques, elle va vendre des titres (bon de Trésor par exemple) aux banques. Ces dernières, pour acheter les titres vont céder de la monnaie banque centrale, ce qui réduit la possibilité des banques à octroyer de crédits.

## 2. Les objectifs opérationnels

Les objectifs opérationnel est le support lié à l'achat et à la vente des titres lors des opérations d'open market. Son implantation journalière permet une meilleure gestion de la liquidité et une parfaite signalisation des intentions de la Banque Centrale aux participants du marché monétaire. Si quasiment la totalité des Banques Centrales ont d'abord porté leur choix sur les objectifs opérationnels basés sur la fixation des quantités, à partir des années 90, les autorités monétaires des économies développées ont commencé à opter pour le contrôle des prix.

Concernant la théorie de Poole le sujet de la conduite de la politique monétaire, Le choix de la cible opérationnelle optimale doit se faire sur l'offre de monnaie si la courbe IS du modèle IS-LM<sup>33</sup> keynésien est plus instable. Au contraire, si c'est la courbe LM qui est la plus instable, la politique des taux est la plus adapté dans la mise en œuvre de la politique monétaire<sup>34</sup>. Le contrôle des quantités consiste à fixer le montant de monnaie centrale à injecter lors des opérations de refinancements ou le montant à ponctionner et le taux d'intérêt des opérations peuvent varier selon le souhait des soumissionnaires. La BC agit donc sur les banques de second rang en les alimentant en monnaie et en modifiant le taux de réserves obligatoires. Quant au contrôle du prix, il repose sur sa capacité à permettre la BC à renvoyer des informations aux banques de second rang. Ce système de contrôle agrée la fixation de la BC d'un prix et laissant les diverses banques déterminer la quantité de monnaie à leur convenance. La fixation de ce taux varie d'une zone monétaire à une autre.

---

<sup>33</sup> Modèle économique élaboré par John Hicks (1937) résidant dans la détermination simultanée, en économie fermée, du revenu national et du taux d'intérêt à partir d'une interaction entre le marché des biens et services (IS) et le marché de la monnaie (LM).

<sup>34</sup> Jacques Méliot, Usage optimale des instruments monétaires en régime de changes flexible. In Revue économique, vol 30, n°5, 1979, pp. 780-807

Le choix entre les deux objectifs opérationnels (contrôle des quantités ou contrôle des prix) appelle à considérer le degré d'ouverture des marchés financiers de la zone monétaire et le degré d'indépendance qui existe entre la politique fiscal et le financement auprès de la BC du pays. C'est pourquoi, dès lors la libéralisation financière, diverses Banques Centrales ont adopté le système de contrôle par le prix surtout dans la mesure où le choix du taux d'intérêt en tant qu'objectif opérationnel permet à la BC d'avoir une influence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et de véhiculer les intentions de la Banque.

### **3. Les objectifs intermédiaires**

Les objectifs intermédiaires sont des objectifs quantitatifs sur le long terme et qui permet d'obtenir l'objectif final. Ces objectifs interviennent dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, de manière causale ou non. Liés à l'objectif final, ils sont contrôlables par la Banque Centrale et servent de repère pour les agents économiques ainsi que pour la Banque Centrale sur l'état actuel et/ou futur de l'économie. Variant d'un régime monétaire à une autre, ces mesures intermédiaires, appliquées pour l'atteinte de l'unique objectif final de la politique monétaire, peuvent être considérées soit comme des cibles soit comme des indicateurs.

Comme mesures intermédiaires, certaines autorités monétaires optent pour la fixation d'une cible intermédiaire. Ce régime monétaire est axé sur la théorie monétariste selon lequel toute évolution des prix repose sur des phénomènes monétaires. Le régime fut établi dans les années 70 et adopté par de nombreuses zones monétaires dans les buts de freiner l'importante évolution de l'inflation à cette époque. En effet, avant cette période, la politique monétaire était fixée sur le guidage du taux d'intérêt selon la politique discrétionnaire keynésienne. Cependant, cette politique n'a pas pu contrecarrer l'inflation dans les années 30.

M. Friedman pour expliquer l'échec de ce régime et pour apporter des solutions pour remédier à cette conjoncture a établi une politique misant sur l'application d'une politique de règle<sup>35</sup> qui consiste pour les autorités de fixer un taux de croissance pour l'augmentation annuelle de la masse monétaire. D'où la déclaration de la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Humphrey-Hawkins Full Employment Act) en 1978, sous l'influence de ce concept de M. Friedman : « *maintenir la croissance de long terme des agrégats monétaires et de crédit au rythme du potentiel* ».

---

<sup>35</sup> Marc Montoussé, Nouvelles théories économiques, Clés de lecture, 2002

*de long terme de croissance du produit de l'économie, de façon à promouvoir efficacement les objectifs de l'emploi maximal, de stabilité de prix et de taux d'intérêt de long terme modérés ».*

D'autres objectifs intermédiaires peuvent aussi être établis dont l'accomplissement assurerait la réalisation de l'objectif final et donne à la Banque Centrale le droit d'intervenir à chaque fois que la déviation par rapport à la valeur ciblée menace l'accomplissement de l'objectif final. Parmi ces objectifs, il y a d'un côté, les objectifs du taux d'intérêt qui amènent les autorités monétaires à fixer un niveau souhaitable de taux sans déterminer un taux précis car cette action revient au mécanisme du marché de l'offre et de la demande de la monnaie. D'un autre côté, il y a les objectifs de change qui commence à prendre une place importante. La Banque Centrale peut utiliser les instruments monétaires pour atteindre un certain niveau de taux de change de la monnaie nationale.

Pour une variable n'ayant pas une relation structurelle avec l'inflation mais ayant la capacité d'anticiper l'inflation, elle peut être considérée comme étant un indicateur informationnel. Ce dernier doit donc détenir un pouvoir de prédiction qui détermine la qualité du signal et de l'information qu'il peut renvoyer. Cet indicateur doit aussi avoir une avance dans le temps pour qu'il puisse être un point de repère pour la politique monétaire future. Le fondement des indicateurs informationnels repose sur le fait que pour obtenir une politique monétaire plus visible, la Banque Centrale doit observer de près toute une batterie de variables qui affecte la transmission des actions de la politique monétaire de manière directe ou indirecte. Dans ce cas, les autorités monétaires vont considérer une multitude de canaux de transmission qui peuvent opérer simultanément. Cette stratégie est la conséquence d'absence de consensus sur un canal de transmission prédominant à travers lequel la politique monétaire opère au sein de la politique monétaire.

Sur le plan théorique, l'approche par les variables informationnelles correspond à une orientation vers l'application d'une politique active. L'adoption d'un régime se focalisant directement sur l'inflation insiste sur le rôle de la transparence et de la crédibilité de la politique monétaire en tant que critère de performance vis-à-vis de la stabilité des prix, qui lui accorde le privilège de la discréction. Sur le plan pratique, on peut prendre le cas de BNS qui a recours à l'utilisation des indicateurs informationnels, depuis la fin des années 90. Pour ce faire, la Banque Nationale Suisse publie chaque trimestre les prévisions d'inflation et qui porte sur les trois prochaines années. Cette prévision intègre également les informations décisives sur les cours de

change, la conjoncture et les agrégats monétaires. La politique monétaire sera alors ensuite adaptée par rapport à ces diverses prévisions<sup>36</sup>.

### ***B. Les objectifs finaux***

Les objectifs de la politique monétaire rejoignent aussi les objectifs de la politique économique que sont la croissance économique, le plein emploi des facteurs de production, l'équilibre de la balance de paiement et la stabilité des prix. Mais ces objectifs sont difficiles à atteindre et la politique monétaire ne peut pas agir directement sur ces objectifs. En revanche, elle peut agir sur certaines variables de l'économie qui elles-mêmes influencent sur les objectifs susmentionnés. C'est pourquoi, les objectifs finaux poursuivis par la Banque Centrale réagissent avec des décalages assez longs et variables aux impulsions de la politique monétaire. Faisant régulièrement objet d'un débat théorique, la politique monétaire et les objectifs qu'elle vise ont évolué selon ses fondements théoriques.

#### ***1. La théorie quantitative de la monnaie***

Apparue au XVI<sup>e</sup> siècle lors de l'afflux des métaux précieux de l'Amérique latine qui provoqua de très fortes augmentations des prix en Europe, la théorie quantitative de la monnaie trouve l'un de ses plus anciens fondements avec Jean Bodin, un mercantiliste français<sup>37</sup>. La thèse est ensuite reprise par les classiques dans la théorie dichotomique. Les économistes classiques, se sont accordés sur le fait que « *les phénomènes monétaires n'ont pas d'incidence sur les conditions de l'échange* »<sup>38</sup> puisque la monnaie est un voile. Ricardo<sup>39</sup> et Mill<sup>40</sup> ont, sous cette hypothèse, élaboré la théorie dichotomique qui opposait la sphère réelle et la sphère monétaire. La seconde étant la sphère où sont fixés les prix est indépendante de la première qui est matérialisée par les biens.

---

<sup>36</sup> Thomas. J. Jordan, Enzo Rossi, Inflation et politique monétaire de la Banque nationale Suisse. In *La Vie économique : Revue de politique économique*, 2010

<sup>37</sup> Jean Bodin () : économiste, philosophe et théoricien politique français connu par la formulation de ses théories économiques et de ses principes du « bon gouvernement ».

<sup>38</sup> Arnaud Diemer, La politique monétaire. In <http://www.oeconomia.net>, Rubrique Economie générale – Cours politique et actualité économique, pp 19

<sup>39</sup> David Ricardo (1772-1823) : économiste britannique libéraux l'un des plus influent de l'école classiques connu pour son œuvre maîtresse « Des principes de l'économie politique et de l'impôt » (1917)

<sup>40</sup> John Stuart Mill (1806-1873) : philosophe, logicien et économiste britannique partisan de l'utilitarisme et l'un des derniers représentants de l'école classique.

Il appartient, alors à l'économiste Irving Fisher d'avoir mis en forme cette idée, au début du XX<sup>e</sup> siècle dans son œuvre « Le pouvoir d'achat de la monnaie » en 1911. . Selon l'équation de Fisher, si il ya trop de demande et très peu de produits offert, l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation fait augmenter d'u coup la demande globale. En effet, la fonction de demande de monnaie ( $M_d$ ) est une fonction croissante du niveau d'activité de l'économie par contre elle est décroissante de la vitesse de circulation de la monnaie d'où la formule :  $M_d = \frac{P \cdot T}{V}$ .

Cependant, à l'équilibre, l'offre de monnaie ( $M_o$ ) doit être égale à la demande de monnaie ainsi,  $M_d = M_o = \frac{P \cdot T}{V}$  ou  $M \cdot V = P \cdot T$ , avec  $V$  la vitesse de transaction de la monnaie,  $P$  le niveau général des prix et  $T$  le volume de transaction.

Selon cette théorie, la vitesse de circulation de la monnaie et le volume des transactions sont constants et que la masse monétaire est une variable exogène dont le niveau est fixé par les autorités monétaires. Par ailleurs une variation de la quantité de monnaie engendre la variation du niveau des prix. En conséquence, la quantité de monnaie doit s'adapter aux échanges de biens dans une économie afin d'éviter l'inflation. Cette théorie implique que les variations de la masse monétaire se répercutent entièrement sur les niveaux de prix, donc l'inflation est un phénomène strictement monétaire.

Cependant, Claude Ponsard, dans son article, annonce que « *le Professeur Carlo M. Cipolla réfute la théorie selon laquelle, la hausse des prix durant le XIVème siècle est provoquée par l'afflux de l'or et d'argent provenant de l'Amérique* »<sup>41</sup>. Pour expliquer son point de vue, le Professeur Cipolla s'est fié aux données statistiques de l'Italie durant ce XVIIe siècle. La hausse des prix constatée en Italie n'est pas la conséquence d'une entrée importante d'or dans le pays mais par les investissements de reconstruction effectués après la guerre.

D'autres théories de l'inflation ont été également mises en évidence depuis Samuelson qui distingue par exemple deux autres types d'inflations : l'inflation par la demande et l'inflation par les coûts. Ce dernier, est caractérisée par une hausse des prix de vente due à une hausse des coûts de production tels que : les prix des matières premières (ex: le prix de l'énergie), le coût du facteur travail (ex : le prix de la main d'œuvre), le coût du capital ou le prix des interventions publiques<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Claude Ponsard, La théorie quantitative de la monnaie, in Annales. Economies, Sociétés, Civilisations, 14ème année, N° 1, 1959, pp. 106

<sup>42</sup> Note de cours de Mr Diemer: Déséquilibre économique et monétaire : chômage et inflation, IUFM Auvergne, Economie Générale.

Quant à l'inflation par la demande, elle se rapporte surtout à la théorie keynésienne qui explique que si le prix est le fruit est le produit de l'interaction entre l'offre et la demande, il se peut que la demande excède l'offre et le prix va augmenter automatiquement. Si cette situation se généralise sur tous les marché, on assiste à une hausse du niveau général des prix d'où la présence d'un écart inflationniste. La critique de Keynes sur la théorie quantitative de la monnaie ne se porte pas seulement sur l'origine de l'inflation mais également sur le fondement théorique de la politique monétaire.

## 2. Keynes et la politique monétaire

Keynes conteste d'abord les hypothèses de la théorie classique sur les points suivant<sup>43</sup> :

- La demande de monnaie n'obéit pas seulement à la motivation de transaction mais également au motif de précaution et au motif de spéculation et le taux d'intérêt est le prix à payer pour compenser la préférence pour la liquidité;
- L'équilibre sur le marché monétaire n'est pas le même que pour les néoclassique parce que l'offre ne crée pas sa propre demande, seule la stimulation de la demande effective permet d'égaliser l'offre globale et la demande globale ;
- Les prix sont fixes à court terme.

Ensuite, en insistant sur l'inexistence d'une dichotomie entre les marchés réels et les marchés monétaires, il dénonce certains points de la TQM en remarquant qu'une augmentation de la masse monétaire ne conduit pas nécessairement à la hausse des prix. Il se peut que l'économie se trouve dans une situation de sous emploi, dans ce cas, une augmentation de la quantité de monnaie sur le marché monétaire, qui conduit la Banque Centrale à acheter des titres fournis par les banques secondaires contre de la monnaie entraîne la baisse du taux d'intérêt ; celle-ci induit à son tour la hausse des investissements des entreprises. Ainsi, l'augmentation de la masse monétaire induit un accroissement de l'activité économique qui peut être destiné à lutter contre le chômage. Avec son modèle IS-LM, cette pensée keynésienne s'est imposée pour devenir la théorie économique standard. Ainsi, durant la période de l'après-guerre, la politique monétaire était au service de la politique budgétaire pour stimuler la croissance et faire baisser le chômage

---

<sup>43</sup> Arnaud Diemer, La politique monétaire. In <http://www.oeconomia.net>, Rubrique Economie générale – Cours politique et actualité économique, pp 1-88

sous l'hypothèse qu'il existe une relation inverse entre la demande de travail et le salaire réel et que les prix ainsi que les salaires sont rigides.

Ce point de vue de Keynes a été renforcé par la découverte de la découverte de la courbe de Phillips (1958) qui peut justifier un interventionnisme monétaire pour arbitrer entre l'inflation et le chômage. A partir d'un constat empirique entre la croissance des salaires et le taux de chômage sur des données britannique, William Phillips<sup>44</sup> a mis en évidence une relation statistique entre ces deux variables entre 1861-1913 et 1867-1957. Ensuite, il a étendue ce constat en examinant les courbes d'inflations et de chômage de différents pays. Il en est sorti qu'il existe une relation instable entre le chômage et l'inflation. L'idée est que lorsque les salaires et les prix augmentent, les ménages et les entreprises vont augmenter leur dépense et leur production dopant ainsi la demande globale et baissant le chômage.

L'arbitrage à court terme entre l'inflation et le chômage justifiait alors l'usage de la politique monétaire discrétionnaire pour le réglage conjoncturel de l'économie. La combinaison entre la politique monétaire et la politique budgétaire peut contribuer de manière discrétionnaire au financement de la politique monétaire mais n'assure pas la parfaite indépendance de la Banque Centrale. De plus, à partir de la moitié des années 70, une importante inflation s'est manifestée dans de nombreux pays de l'OCDE entraînant le ralentissement de l'activité économique et la dégradation de l'ancrage nominal dans ces pays. La théorie keynésienne commence alors à s'effondrer de même que la gestion du taux d'intérêt en tant qu'instrument de la politique monétaire et l'objectif final de plein emploi.

### **3. Le monétarisme**

Suite à ces événements indésirables au courant des années 70, l'analyse monétariste dont le chef de fil est l'économiste américain Milton Friedman réhabilite la théorie quantitative de la monnaie. Friedman reprend certains points de la théorie classique entre autre l'existence d'une dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire et la considération que l'inflation est partout d'ordre monétaire.

Pour critiquer la courbe de Phillips, le principe des anticipations adaptives, Friedman va montrer que la relation entre l'inflation et le chômage est instable. Le salaire nominal de la courbe

---

<sup>44</sup> William Phillips (1914- 1975) : économiste néo-zélandais dont la contribution la plus connue est la courbe de Phillips.

de Phillips sera substitué en salaire réel or le taux de croissance du salaire réel est une fonction croissante du taux de chômage. Par conséquent, à long terme, l'augmentation du revenu ou la baisse du chômage ne peut pas être soutenue puisque les agents économiques finiront par sortir de l'illusion monétaire et s'apercevoir que le revenu réel reste inchangé lorsque l'inflation augmente. Tout accroissement de la quantité monétaire dans le but de diminuer le chômage est inutile au tant qu'à long terme, le chômage diminuera alors que l'inflation est durablement stimulée.

Ajouter à ces points de vue monétaristes, les Nouvelles écoles classiques, démontre l'incompatibilité des hypothèses de W. Phillips avec le principe de la rationalité. Les individus étant utilitaristes ne se contente pas seulement des informations du passé mais cherche aussi à anticiper l'avenir avec précision<sup>45</sup>. Ainsi, les arbitrages inflations-chômage devient obsolète même à court terme. Seuls les effets de surprises peuvent avoir un effet sur l'activité réel mais de façon temporaire. Une politique monétaire discrétionnaire finit par être inefficace.

La politique activiste élaborée par les keynésiens développe le phénomène d'incohérence temporelle compte tenu de la capacité des agents économiques à anticiper l'avenir. Les autorités monétaires arrivent à un stade où il semble difficile de duper les agents et donc agir sur le chômage et la croissance. L'unique objectif favorable à la politique monétaire est, donc la maîtrise de l'inflation car tôt ou tard, l'état de cette politique monétaire finira par affecter l'évolution du prix. Selon Friedman, il est préférable que les Banques Centrales mettent en place une politique monétaire au profit des règles en se basant sur la croissance de la masse monétaire.

A partir des années 70, la politique monétaire est mise en œuvre dans l'unique but de stabiliser les prix et les Banques Centrales devrait s'abstenir de procéder à un réglage fin de l'évolution conjoncturelle. La conduite de la politique monétaire plaident pour l'usage des règles qui doivent se porter sur un instrument bien défini et observable et qui doivent être explicite, précise et transparente. Cette dernière, exige la mise en place d'un consensus entre les agents économiques et les autorités monétaires pour que la conduite de la politique monétaire ne soit pas une source de conflit entre les deux entités.

---

<sup>45</sup> Marc Montoussé, Nouvelles théories économiques, Clés de lecture, 2002

## **II. Formulation de la politique monétaire : cas de Madagascar**

Le choix d'un instrument, d'une mesure intermédiaire ou d'un objectif final varie d'une zone monétaire à une autre selon la structure économique de la zone et l'environnement dans lequel la politique monétaire agit. Pour le cas de la Banque Centrale de Madagascar, l'article 6 de ses statuts spécifie que : « la BCM a pour mission de veiller à la stabilité interne et externe de la monnaie ». Par la gestion de la demande, il est à noter que la stabilité externe de la monnaie peut être considérée comme un corollaire de la stabilité interne. Cependant, cet objectif final est non contrôlable par les autorités monétaires d'où la nécessité d'une analyse des aspects stratégiques de la formulation de la politique monétaire incluant l'objectif intermédiaire et l'objectif final et d'une analyse selon l'aspect tactique qui recouvre le choix des instruments et de la cible opérationnel

### **A. L'aspect stratégique de la politique monétaire**

#### **1. La maîtrise de l'inflation et la monnaie au sens large**

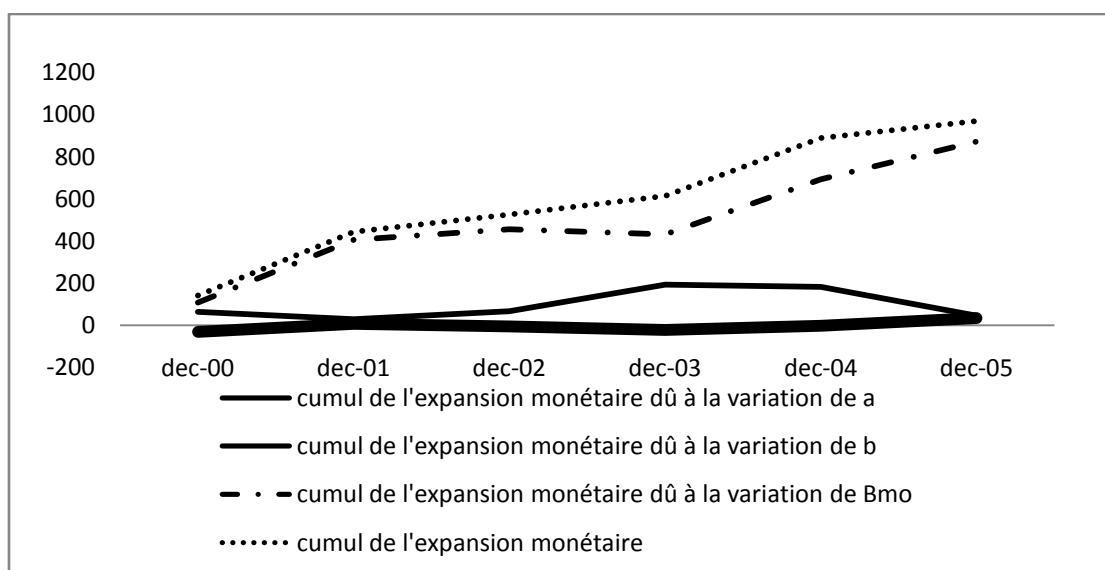
La politique monétaire est un volet de la politique économique générale susceptible de concourir à plusieurs objectifs. Nonobstant, la crédibilité des décisions de la politique monétaire actuelle prend une importance considérable dans la lutte contre l'inflation. De ce fait, cette dernière devient le principal objectif de la Banque Centrale de Madagascar. Parmi les points d'ancrage de la théorie économique, la stratégie de la Banque Centrale de Madagascar repose sur deux principes : l'inflation est en tout temps un phénomène monétaire et c'est l'application d'une politique de règle qui permet de maîtriser cette inflation.

Pour sa part, la Banque Centrale de Madagascar, a défini la monnaie au sens large (M3) comme pilier pour permettre d'évaluer les risques d'inflation. Cet agrégat monétaire est composé des monnaies manuelles (billets et pièces), des dépôts à vue ainsi que des dépôts à terme jusqu'à deux ans, des encaisses des banques et des encaisses du Trésor public. Toujours est-il, qu'en expliquant l'origine d'une éventuelle fluctuation de la masse monétaire par la formule de la multiplication monétaire, on peut constater que cette fluctuation peut provenir de trois institutions: les banques primaires, le Trésor public et la Banque Centrale.

La formule du multiplicateur monétaire met en évidence l'existence d'un lien étroit entre la masse monétaire et la base monétaire mais en plus de cela, la base monétaire est l'élément de la masse monétaire directement contrôlable par la Banque Centrale. Ainsi, il est possible d'atteindre l'objectif de la monnaie large via la base monétaire. Cette formule s'écrit comme suit :  $Mmo(t) = k \cdot Bm0$ , avec ( $Mmo(t)$ ) le stock de masse monétaire à la date t, ( $Bm0(t)$ ) le stock de la base monétaire à la date t et (k) le multiplicateur monétaire tel que :  $k = [(1+a) / (a+b)]$  où  $a(t)$  est le « cash ratio » c'est-à-dire le rapport entre le stock de circulation fiduciaire au temps t et le stock de dépôts collectés par les banques à la date t. Quant à  $b(t)$ , c'est le rapport entre le montant des réserves constituées par les banques dans leur compte à la BCM à la date t et le stock de dépôts.

Parmi ces éléments constitutifs de la masse monétaire, les études ont montré que c'est la variation de la base monétaire qui influence le plus l'altération de la masse monétaire et que sur le long terme, l'oscillation de la masse monétaire reflète celle de la base monétaire. Ces faits sont démontrés dans le graphique suivant :

**Graphique 3 : Contribution des coefficients a, b et de la base monétaire au cumul de l'expansion de M3, 2000 et 2005**



**Source** : Bulletin de la Banque Centrale de Madagascar- N°5

***B. L'aspect tactique de la politique monétaire***

**1. La cible opérationnelle : la base monétaire**

La cible opérationnelle est contrôlée à partir des instruments de la politique monétaire. Pour le cas de Madagascar, c'est l'émission de monnaie centrale qui détermine l'expansion de la masse monétaire d'où le choix de la base monétaire en tant que cible opérationnelle. En effet, la base monétaire est un agrégat monétaire restreint idéale pour contrôler l'expansion de la masse monétaire et donc pour l'atteinte de l'objectif final qui est la stabilité des prix. La BCM a l'aptitude de fixer un niveau de la base monétaire arbitrable face à cet objectif. Les actions de la BCM vis-à-vis de cette opération cible passent par les principaux déterminants de la base monétaire soit les avoirs extérieurs et les crédits au gouvernement.

De ce fait, Banque Centrale peut agir sur le premier en intervenant sur le MID et le marché monétaire afin de mieux réguler les réserves bancaires et de mieux conjuguer le degré des réserves internationales avec le montant des créances sur le gouvernement. Quant aux crédits du gouvernement, la BCM en tant que banque de l'Etat peut conseiller le gouvernement dans le domaine financier et économique. Mais elle n'est pas habilitée à intervenir directement dans les éléments du bilan du Trésor pour ne pas s'approprier le rôle de la politique budgétaire.

Néanmoins, pour agir sur ces deux éléments, la BCM peut mettre l'accent sur l'utilisation des instruments de la politique monétaire dont elle dispose, à savoir les réserves obligatoires, le taux directeur et les opérations sur le marché monétaire. Ainsi, le maniement de ces instruments est l'un des principales actions de la Banque Centrale de Madagascar.

**1. La manipulation des instruments indirects**

La BCM s'est orientée vers la manipulation des instruments indirects et ce depuis l'année 1994. Ce changement est allé de paire avec le passage du régime de change fixe au régime de change flottant. En optant pour l'utilisation des moyens de contrôle indirects, les autorités monétaires peuvent se servir de deux différentes catégories d'instruments. Soit, des instruments

structurels tels que le taux de réserve obligatoire, soit des instruments de marché comme le taux directeur, les opérations de refinancement ou les opérations de ponction de liquidités.

L'instrument structurel :

La fixation d'un taux de réserve obligatoire par la BCM permet de réguler l'expansion du crédit et ainsi de la masse monétaire, dans le cadre de sa politique monétaire. Le taux de réserve obligatoire est fixé en fonction de l'orientation politique de la Banque. Et actuellement, il est de l'ordre de 13% pour Madagascar. L'établissement de l'assiette des réserves se fait à partir des éléments suivants :

- Les dépôts à vue et assimilable (en Ariary et en devise) dont on peut classer les comptes ordinaires, les dépôts de garantie, les charges à payer et autres dues à la clientèle, les bons de caisse échus et les charges à payer sur bon de caisse ;
- Et les dépôts à terme et d'épargne (en Ariary et en devise) ainsi que les bons de caisse en cours.

La constatation des réserves obligatoires se fait à la base des éléments du mois ( $m-1$ ) à travers d'un processus de déclarations aux arrêtés de compte de fin de mois. La constitution du réserves a lieu pendant 1 mois à partir du 1er jusqu'au dernier jour ouvré du mois  $m$ . Les banques ont une dizaine de jours pour envoyer leur déclarations et jusqu'à réception de cette déclaration, le suivi de la situation de l'établissement de crédit, qui se fait de manière journalière, est effectué provisoirement sur la base des réserves obligatoires requises du mois précédent. Les banques n'ayant pas respecté les délais impartis aux envoies de déclaration ou ayant communiqués des renseignements ou des documents inexacts sont passibles de sanctions. Quant aux banques qui n'ont pas pu constituer le montant minimum de réserves exigés, elles seront également pénalisées. La pénalité sera calculée en fonction de l'insuffisance constatée et du nombre de jours que comporte la période.

Les intérêts de la pénalité sont évalués au taux de pension majoré de cinq (5) points soit au taux directeur plus un 1 point puis plus cinq (5) points. Le montant de la pénalité sera débité sur le compte courant de la banque ouvert dans les livres de la BCM. La date de passation de l'écriture est communiquée à l'établissement de crédit concerné. Le tableau représentant le mode de calcul du montant de sanction à payer par les banques en cas d'insuffisance est établi dans l'annexe.

Les instruments du marché :

- Le taux directeur que propose la Banque Centrale permet de porter à la connaissance des agents économiques les intentions politiques de la Banque. Ce taux est réglé dans un contexte de nature prospective et est liée aux vues de la BCM sur l'inflation future. Au service de la BCM, le taux directeur permet de régulariser l'économie, dû aux faits qu'il peut être un moyen de limiter l'inflation ou de favoriser la croissance économique.

D'après les études empiriques effectuées au niveau de la Direction des Etudes et des Relations Internationales de la BCM, le degré de pass-through du taux débiteur, désignant une certaine transmission du taux directeur aux taux d'intérêt bancaire, est supérieur à celui du taux créditeur. Effectivement, le délai de transmission du taux directeur au taux débiteur est estimé entre 4 à 5 mois. Or, pour le cas du taux créditeur, il ne réagit que 35 mois plus tard. Ainsi, le taux créditeur est plus ou moins indifférent face à la fluctuation du taux directeur.

- Les opérations d'open market sont effectuées en fonction de la situation du système bancaire à Madagascar. Elles incluent d'un côté les opérations de refinancement qui consistent à des opérations de cession temporaire de liquidité. Ces opérations de refinancement peuvent s'effectuer soit à l'initiative des établissements de crédit suivant leurs besoins en liquidité. En effet, il se peut que ces établissements se trouvent à cours de liquidité et viennent se refinancer auprès de la BCM. Les mises de pension s'opèrent à un taux fixé par la BCM à un (1) point au dessus du taux directeur au terme de un (1) jour, renouvelable. Pour le cas actuel, avec un taux directeur de 8.7%, le taux pour une mise en pension des banques commerciales est donc de 9.7%. Soit à l'initiative de la BCM, en fonction des insuffisances de liquidités qu'elle prévoit pour le période couverte par cette intervention.

D'un autre côté, il y a les opérations de ponction qui permet à la Banque Centrale de pallier l'imperfection du marché qui représente les excédents de liquidité. Ces opérations de ponction peuvent être des appels d'offre négatifs dont l'échéance est court terme ou des ventes de titres pour des échéances à plus long terme.

PARTIE II :

*APPROCHE  
EMPIRIQUE*

## **CHAPITRE III : La politique monétaire et le système bancaire**

### **I. Contexte**

#### **A. Aperçu général de l'évolution de la politique monétaire à Madagascar**

Lorsque la Banque Centrale de Madagascar commença son activité en 1925, elle fut la première institution à émettre des billets et es monnaies sur le territoire malagasy sous la dénomination de Banque de Madagascar. Suite à l'indépendance de la grande île, l'Institution d'Emission Malgache assura l'émission du Franc CFA, la monnaie du pays à l'époque. Ce 12 Juin 1973 que la Banque Centrale de Madagascar a pris ses fonction en succédant l'institution d'Emission Malgache.

A partir de l'institution de la BCM, la politique monétaire a accédé à son indépendance malgré le maintien du recours aux réserves en devises détenues en FRF auprès de Trésor Français pour soutenir la parité fixe. L'accord de coopération monétaire entre Madagascar et France restait encore d'actualité et les échanges extérieur étaient restreints. Entre le milieu des années 80 et le milieu des années 90, les actions de la politique monétaire s'opéraient par l'usage des instruments directs comme l'encadrement de crédit. Cette période a été marquée par la dégradation du système de change de Madagascar (pénurie des devises, menace de cessation de paiement et dévaluation successive de la monnaie nationale) et par la mise en place du PAS qui réclame la libéralisation de l'économie avec l'arrimage du MGF à cinq paniers de devise : FRF, USD, DEM et JPY.

Depuis le milieu des années 90, plusieurs changements se sont effectués :

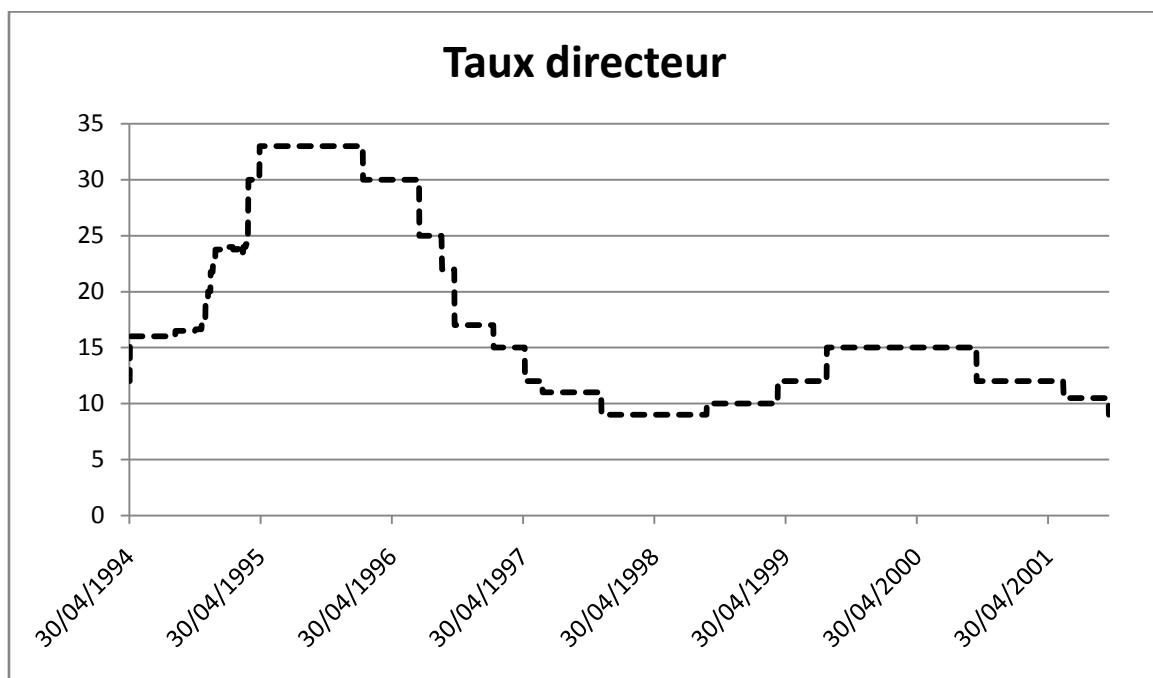
- Abandon de l'intervention directe ;
- Usage des instruments indirects: taux directeur, coefficient des réserves obligatoire, opération d'open market ;
- Flottement du MGF ;
- Intervention de la BCM pour favoriser le bon fonctionnement du marché de change.

Une décennie après ce grand tournant pour la politique monétaire, la croissance des crédits a ralenti après la crise de 2009 et s'est progressivement reprise depuis le troisième trimestre de l'année 2012. Cependant, au second semestre de l'année 2015, les conditions de crédits ont durci

ainsi la Banque Centrale a ramené le taux de réserve obligatoire de 15 à 13% et le taux directeur de 9.5 à 8.7%, une révision de ces taux que la BCM n'a pas effectué depuis 2009.

Depuis la mise en place du taux directeur pour la mise en œuvre de la politique monétaire à Madagascar, ce taux a fait l'objet de plusieurs révisions jusqu'au début des années 2000. Cette évolution du taux directeur entre 1994-2001 est mise en avant dans le graphique 4.

**Graphique 4 : Evolution du taux directeur de Madagascar, 1994-2001**



**Source :** Banque Centrale de Madagascar

Si pour les pays industrialisés le taux directeur se trouve à un niveau suffisamment bas, celui de Madagascar stagne encore dans les environs des 8.5%. Ce niveau a fait progression depuis 1994 durant laquelle le taux directeur a atteint les 30%. La réforme qui s'est opérée pour la gestion de la politique monétaire n'a pas encore permis à la BCM de manipuler aisément les instruments d'intervention d'où cette fréquente révision du taux directeur jusqu'en 2001. Quant au coefficient de réserves obligatoires, étant un instrument structurel, il fait rarement l'objet d'une révision. De 2004 jusqu'en Octobre 2015, le taux de réserves obligatoires était de 15% sur tous les dépôts. Puis le 1<sup>er</sup> octobre 2015 ce taux a été revu à la baisse pour la relance de l'économie.

A partir du flottement du MGF, la monnaie locale, devenue l'ariary en 2003, s'est stabilisée. Néanmoins, une forte inflation intérieure du pays par rapport à ces partenaires commerciaux a fait apprécier l'ariary en 2012. C'est pourquoi la BCM a effectué des opérations d'aller-retour pour faciliter la politique des changes. Accompagnées de ces opérations, la BCM s'engage à mettre plus de transparence sur le marché des changes en publiant chaque jour les taux de change minimum et maximum en plus du taux moyen. De plus, de nouvelles directives concernant l'investissement et la gestion des réserves ont été approuvées suite à la réduction des réserves extérieures de changes et à la diminution des dépôts en devise des résidents. Le tableau ci-dessous confirme que la variation annuelle des dépôts en devises des résidents a fortement diminué.

**Tableau 1 : Dépôts en Devise des résidents (millions de DTS), 2008-2013**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Dépôts en devise des résidents</b>	523.0	573.1	665.8	707.9	803.2	666.5
<b>Variation annuelle (en %)</b>	14.5	9.6	16.2	6.3	13.6	-17.1
<b>En pourcentage du PIB</b>	3.2	3.4	3.7	3.6	3.7	2.8

**Sources :** Banque Centrale de Madagascar

## B. *Le système bancaire malagasy*

### 1. Historique

Tout a débuté dans les années 70, la période durant laquelle le système bancaire malagasy cessait de ne constituer que des banques françaises. À l'issus de la révolution socialiste, trois (3) nouvelles banques ont commencé à animé le système, telles que : la « Bankin'ny Tantsaha Mpamokatra » (BTM), la Banque Nationale de l'Industrie (BNI) et la « Banky Fampandrosoana ny Varotra » (BFV). Ces banques, nationalisées par l'Etat, ont dirigé leur intérêt vers le secteur productif de l'île : l'agriculture, l'industrie et le commerce. Suite à l'adoption du Programme d'Ajustement Structurel dans les années 90, la Banque Mondiale et le FMI<sup>46</sup> ont exigé la privatisation des sociétés commerciales et des banques. Le secteur bancaire commençait alors à s'ouvrir avec l'extérieur et de nouvelles banques ont surgi à savoir, la Banque Malgache de l'Océan Indien (BMOI), l'Union Commercial Bank (UCB), Madagascar Express Bank and Trust et la banque off-shore Madagascar International Development Bank. Suite à l'exécution des obligations

<sup>46</sup> Fond Monétaire International

imposées par les institutions internationales, l'Etat a cédé une part de sa participation au sein de la BFV, ainsi que celle de la BNI au Crédit Lyonnais et celle de la BTM à la Société Générale et à la Bank Of Africa.

Profitant de la libéralisation du système bancaire, d'autres banques ont fait leur émergence entre autre : la State Bank of Mauritius (SBM) filiale de la SBM à Maurice, la Banque de Solidarité Malgache (BSM) et la banque INVESTICO. Plus tard, durant le 21<sup>ème</sup>, certaines banques ont cessé leur activité tant dis que d'autres ont fait surface d'où le structure du système bancaire malagasy actuel composé des onze (11) banques ci-après classées selon leur années de création.

#### **Graphique 5 : Les banques du système bancaire Malagasy**

1989	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>Banque Malgache de l'Océan Indien</b> (BMOI) fut créée dans le cadre d'une nouvelle loi bancaire, elle est l'une des filiales de la Banque Nationale de Paris et son capital social est détenu dans sa majorité par des actionnaires étranger.</li> </ul>
1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>BNI-Madagascar</b> est passé de son statut de l'industrie à une banque universelle dont les principaux actionnaires sont: le Crédit Agricole, l'Etat malagasy et l'International Finance Corporation.</li> </ul>
1992	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>MCB</b> est une société anonyme dont le capital social esr détenu par The Mauritius Commercial Bank Ltd-Maurice, BFCOI- La Réunion et Manohisoa Financière</li> </ul>
1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>BFV-SG</b> est issue de la Banque Commerciale de Madagascar et de Banque Financière et Commerciale Malgache Mandroso et est actuellement une banque 100% privatisée.</li> <li>• La <b>SBM</b> est une banque privée dont la majorité de son capital est détenue par la State Bank of Mauritius et le reste par le porteur du même groupe</li> </ul>
1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>BOA-Madagascar</b> , née de la BTM est détenue par des société étrangères telles que: la Société African Financial Holding Ocean Indien, la Société Financigraver International et la Société Néerlandaise pour le développement ainsi que par l'Etat malagasy.</li> </ul>
2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'<b>ACCES BANQUE de Madagascar</b> est une banque spécialisée en microfiance et à reçu la qualité de banque territoriale avec l'aide de nombreux professionnels du métier qui partage son capital qui sont: Access Holding Allemagne, la BFV-SG, Triodos-Doen de Pays Bas , la SFI et KFW de l'Allemagne.</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>MICROCRED</b> a été crée en 2005 par plaNet Finance et divers investisseurs partenaires en tant qu'entreprise de microcrédit et est devenue une banque territoriale en 2010, ses actionnaires sont: MICROCRED S.A, la BOA, la Société Financière Internationale et l'Africa Invest.</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>BGIF Bank</b> est une banque dont la Banque Gabonaise et la Française Internationale y dispose d'un fond propre.</li> </ul>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>Banque des Mascareignes de Madagascar</b> est l'une des filiales de la Banque des Mascareignes à l'île Maurice.</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La <b>Société d'Investissement pour la promotion des Entreprise de Madagascar</b></li> </ul>

**Source :** Initiative personnelle

## 2. La précarité du système bancaire à Madagascar

### Un faible taux de bancarisation :

La bancarisation représente le pourcentage de population ayant accès aux services bancaires. Elle est l'un des éléments qui permettent de caractériser le niveau de développement d'un pays. Dans le cas de Madagascar, le taux de bancarisation est à l'ordre de moins de 5%<sup>47</sup>, ce taux est l'un des taux le plus bas en Afrique.

Les principaux moyens de paiement local à Madagascar sont la monnaie fiduciaire, les règlements scripturaux et les cartes de paiements. La première, constituée de billets et de pièces de banque, est utilisées principalement par les particuliers pour effectuer des paiements à proximité. Elle est la monnaie le plus utilisé dans le pays et ce dans tous les secteurs, généralement dans le secteur agricole. En 2005, d'après les données de la Banque Centrale de Madagascar, par exemple, la monnaie fiduciaire a constituée 41% des disponibilités monétaires. Cette résignation de la population à l'utilisation de cette forme de monnaie peut se justifier par le manque de confiance vis-à-vis du système financier, le faible taux d'alphabétisation et l'aversion au risque de la plupart des établissements de crédits qui concentrent leurs opérations sur les mêmes secteurs d'activité et sur les mêmes clients.

Quant à la monnaie scripturale, elle a fortement évoluée et s'est beaucoup diversifiée. Toutefois, l'utilisation du chèque reste toujours dominante et surtout que cette utilisation est limitée aux entreprises et quelques particuliers. Par rapport à la monnaie fiduciaire, le chèque n'est pas parfaitement liquide et présente un risque de non paiement assez élevé, c'est pourquoi, la population éprouve certaine méfiance vis-à-vis celui-ci. Les carte de paiements dont la principale fonction à Madagascar est de permettre les retraits d'espèces aux distributeurs de billets quant à elle, est de plus en plus utilisée dans le pays dans la mesure que les différents établissements de crédits essaient de vulgariser divers gammes de celle-ci. Il est à noter que le développement de ces deux derniers moyens de paiement est bénéfique pour les banques car ils permettent à ces dernières de justifier une nouvelle source de revenue par les différentes commissions afférée à l'utilisation de ces instruments.

L'une des particularités de la population des PED pour le recours au secteur bancaire est le fait que les banques sont surtout utiles pour accéder à divers crédits. En effet, dans les pays

---

<sup>47</sup> N.R, Banque- Vers une hausse du taux de bancarisation. In La Vérité, Mai 2015

occidentaux, la banque est surtout nécessaire pour les affaires et non pour les nécessités personnelles, et même si tel est le cas, elle est utilisée pour épargner de l'argent. En Afrique, la réelle motivation des gens pour détenir un compte bancaire est pour pouvoir faire face aux urgences financières familiales, pour les divers frais importants, pour l'envoi et/ou recevoir de fonds et rarement pour effectuer des épargnes.

Une faible compétitivité du secteur bancaire :

La croissance d'une entreprise se réalise dans sa capacité à faire face à ses concurrents et à maintenir sa part de marché. Dans le marché interbancaire malagasy, les parts de marché des banques ne sont pas clairement définies. Ce manque de détermination sur l'environnement du marché peut d'un côté être expliqué par le fait que la part du marché des banques varie en termes de produits, de dépôts, de crédits et de réseaux de couverture. Cependant, les quatre plus grandes banques de l'île sont celles qui détiennent 88% du total des crédits et collectent 88% des dépôts en 2013<sup>48</sup>.

D'un autre côté, les établissements de crédits ne semblent pas être logiques dans la gestion de leur liquidité. Le principe auquel ses établissements se fondent est de collecter les dépôts et ne pas emprunter. Pourtant l'emprunt est la principale source de financement de l'activité bancaire. La raison de ce comportement observé au niveau des banques malagasy est sans doute comme il a été dit plus haut, due à l'imperfection de l'information. La création d'un environnement institutionnel et judiciaire stable paraît donc une des meilleures solutions à ce problème.

Mais la surliquidité bancaire peut aussi être expliquée par ce manque de concurrence au niveau du système bancaire. Contrairement à un marché à concurrence pure et parfaite, défini par les néoclassiques, les banques malagasy sont des « price-makers » et non des « price-takers ». En effet, la motivation des banques est de pouvoir limiter les risques et non d'attirer la clientèle. Par ailleurs, ces banques n'ont pas de soucis à se faire même si le taux élevé des prêts présente une barrière à l'entrée pour certaines entreprises qui diminueront leur demande de crédits. Le système bancaire malagasy est donc, comme dans la plupart des systèmes dans les pays de l'Afrique Subsahariens, caractérisé par une faible participation de la population dans le

---

<sup>48</sup> Banque Centrale de Madagascar

secteur bancaire mais surtout par une forte existence et permanente d'excès de liquidité. La cause de cette dernière a été mise en avant par Stiglitz et Weiss dans la théorie de rationnement.

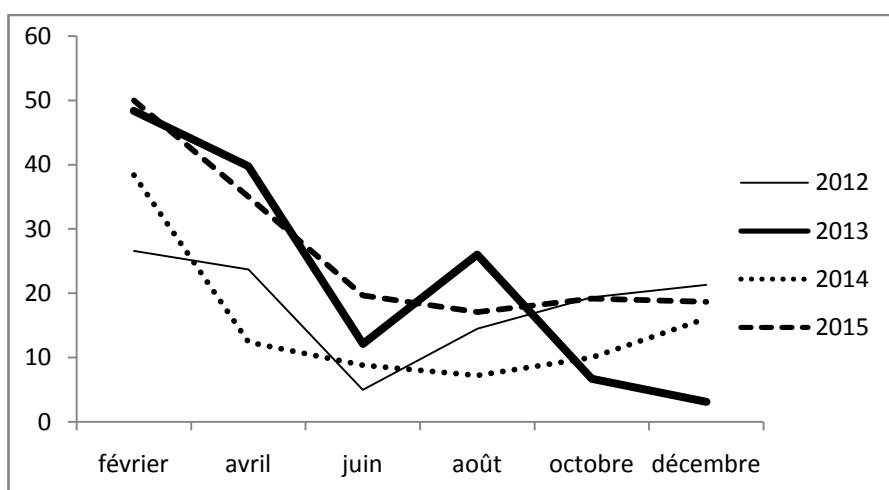
## II. Structure de la liquidité

### A. La surliquidité bancaire à Madagascar

#### 1. Evolution globale

Le bilan du système bancaire malagasy se caractérise par une surliquidité structurelle et les besoins de liquidité sont ponctuels et ne concerne qu'un nombre restreint de banque. Les banques présentent dans sa globalité un niveau de liquidité excédentaire puisqu'elles sont réfractaires aux risques présents dans le pays et préfèrent accorder moins de crédit. Dans une économie saine, les excédents que présentent les banques devraient être mobilisés par les octrois de crédit afin de favoriser les investissements. Or, dans le cas de Madagascar, les banques préfèrent placer leur argent, dans les BTA par exemple, plutôt que de les mobiliser vers les crédits. Ce niveau de liquidité permet peut être de faire face à des demandes inattendues de fonds au niveau des banques secondaires mais limite la capacité du système bancaire à financer l'économie. Le graphique 6 qui montre l'évolution de la liquidité du système bancaire en pourcentage des RO justifie cette structure excédentaire du système bancaire malagasy.

**Graphique 6 : Evolution de la surliquidité bancaire, 2012-2015 (en % RO)**



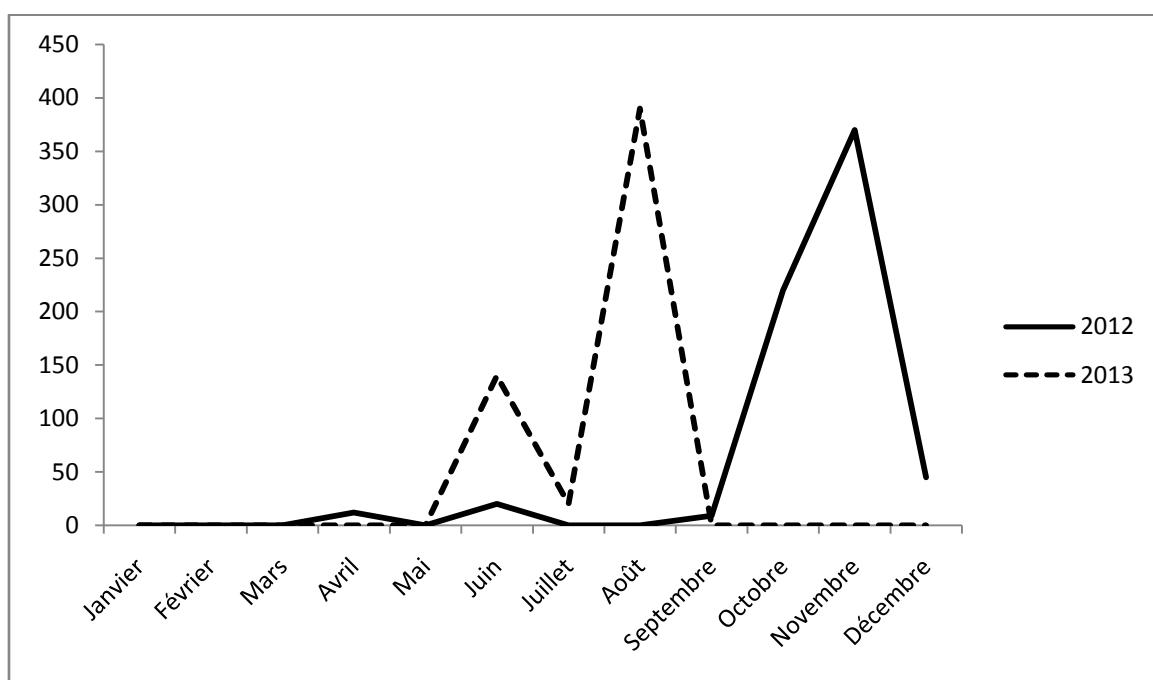
**Source :** Banque Centrale de Madagascar

La saisonnalité de la liquidité du système bancaire est ici mise en évidence : les deux premiers mois de l'année sont caractérisés par un niveau important de la liquidité tant qu'à partir du mois de Mars, les excédents s'estompent. En 2014 par exemple, la différence entre le

solde en compte courant des banques et le réserves obligatoires requise en pourcentage des RO est de 38.4 en mois de Février et diminue jusqu'à 8.8 durant le mois de Juin. A partir de cette période, la surliquidité s'amenuise.

Par rapport à cette surliquidité, seule trois banques détiennent près de 80%<sup>49</sup> des liquidités et les échanges interbancaires restent limités et la totalité des transactions se fait au jour le jour. Par ailleurs, en raison de la disparité de la position de chaque banque par rapport aux RO, les interventions des banques secondaires sur le marché interbancaire sont moins fréquentes et s'effectue surtout durant le second semestre de l'année comme l'indique le graphique ci-après.

**Graphique 7: Evolution des échanges interbancaires, 2012-2013 (en mds d'Ar)**



**Source :** Banque Centrale de Madagascar

## 2. Evolution par Facteurs Autonomes

La BCM mesure le niveau de la liquidité bancaire via le SCB qui est constitué de facteurs autonomes. La variation de ces derniers est celle qui influence la fluctuation de la réserve bancaire. Ces facteurs sont classés en cinq catégories selon leur nature. Pour la méthode de

<sup>49</sup> Banque Centrale de Madagascar

flux, les facteurs autonomes sont « toutes les opérations qui affectent quotidiennement le compte courant des EC »<sup>50</sup> dont on distingue :

- Les facteurs « billets » qui enregistrent les dépôts et les retraits d'espèces entrepris par les banques auprès de la BCM ;
- Les Facteurs « extérieur » qui tiennent en compte les achats et les ventes en devises des banques et de la BCM sur le MID ;
- Les facteurs « Trésor » qui regroupe les opérations entre le Trésor et les clients des banques étant donné que le Trésor détient un compte au niveau des banques territoriales. Ces facteurs concerne aussi les encaisses ou rejet de mandat, les remboursements nets de BTA, les échéances de lettre de change, les virements CCP ainsi que les soldes de compensation ;
- Les facteurs « divers » qui englobent les produits nets d'intérêts des interventions de la BCM, les virements de la BCM en faveur des clients des banques ou pour approvisionner les comptes ouverts dans les banques.

D'un point de vue général, les FA « billets » sont les facteurs les plus expansifs. En effet, les banques sont plus restrictifs au niveau des octroie de crédits et il y a alors plus de dépôts au niveau des banques que des retraits. Le tableau ci-après justifie ce comportement des banques qui relève les causes de la surliquidité au niveau du système bancaire.

**Tableau 2 : Evolution des dépôts / prêts à la clientèle du secteur bancaire, 2008-2013**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ratio dépôts de la clientèle/total des prêts</b>	179.2	183.5	175.0	188.2	188.3	158.2

Source : Banque Centrale de Madagascar

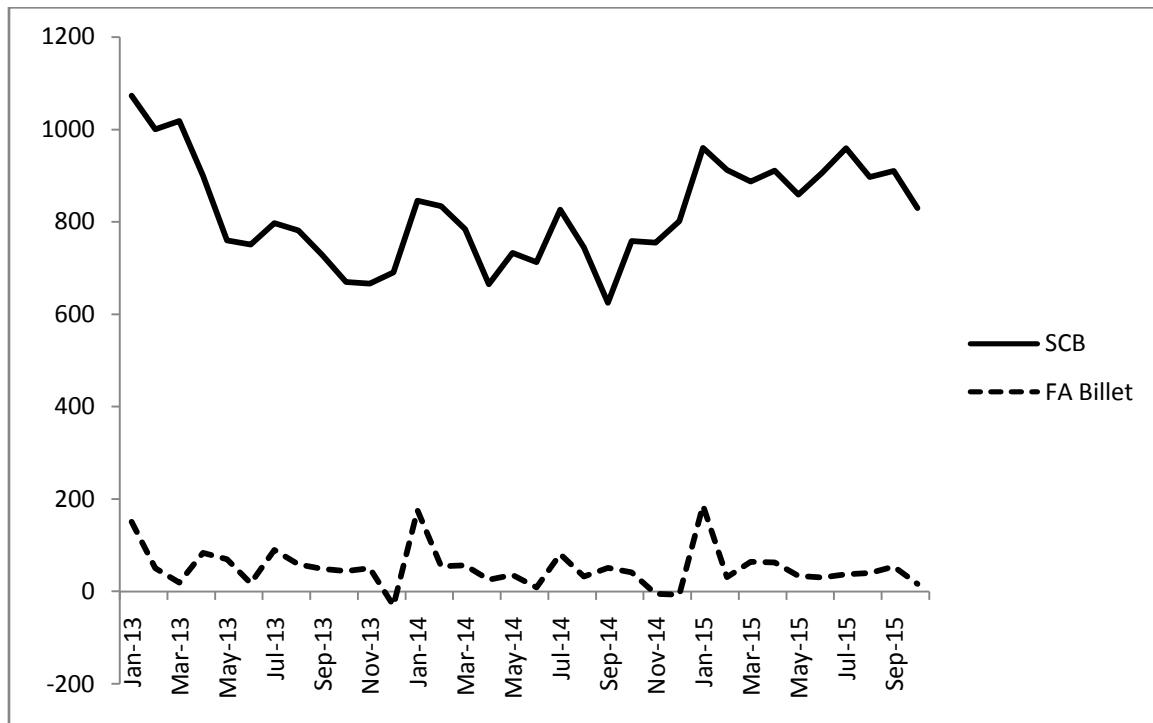
Le niveau de liquidité du secteur bancaire à diminuer en 2013 (cf. graphique 6). Ceci est confirmé par les replis du ratio dépôts/ prêt de la clientèle durant cette année. Néanmoins, ce ratio est plus ou moins stable durant les six années d'observation. Cette importance des dépôts au

---

<sup>50</sup> Manuel de procédures – DCR- 301 – Gestion de la liquidité bancaire : méthodologie et procédures, Banque Centrale de Madagascar, Novembre 2010

niveau des banques justifie l'idée que la liquidité évolue dans le sens des facteurs billets comme représente le graphique ci-après.

**Graphique 8 : Evolution de la liquidité et du facteur billet, 2013-2015 (en mds d'AR)**



**Source :** Banque Centrale de Madagascar

Ainsi, sur la période de 2013-2015, le niveau de la liquidité est plus ou moins stable de même que les opérations des banques en monnaies fiduciaires. La saisonnalité de la liquidité susmentionnée est toujours d'actualité. Effectivement, durant les mois de janvier, les versements des banques au niveau de la BCM sont importants, ce qui augmente le niveau de la liquidité. Tant dis qu'au mois de novembre, il y a retrait net des banques au niveau des guichets de la BCM, d'où la baisse du niveau de la liquidité.

Du côté des facteurs trésor, le fait que le Trésor soit de nature prêteur au niveau du marché monétaire, les opérations du Trésor sont, dans la plus part du temps, restrictives de la liquidité. Les diverses opérations ainsi que les opérations avec l'extérieur affectent la liquidité de façon moins conséquentes.

## ***B. Affectations de la liquidité bancaire***

Les activités bancaires à Madagascar ne présentent pas d'énorme évolution. Les fonctions principales des banques sont encore axées autour de l'intermédiation financière c'est-à-dire le collecte de fonds et l'octroi de crédit, des activités de marchés de devises et des activités de marchés des dettes publiques.

Comme il a été vu plus haut, le ratio dépôt/prêt des banques sont assez élevé (cf. tableau ...). Néanmoins, une partie de la liquidité bancaire est affectée à des octroie de crédits et la plus part des banques sont des fervents participants au marché des bons de trésor.

### **1. Octroi de crédit**

Dans le secteur bancaire malagasy, les crédits évoluent de manière progressive. Le ratio créances brutes à Madagascar ne dépasse pas le seuil des 15% de 2010 à 2013. En comparaison avec les autres pays de l'Afrique, ce ratio est l'un des plus faibles avec celui du Cameroun.

Si à l'île Maurice, ce ratio est de 122.4%<sup>51</sup> en 2013, à Madagascar, il n'est de l'ordre que de 11.8 durant la même année. Les fonds collectés par les banques devront être redistribués dans le secteur non bancaire par l'octroi de crédit déduits des réserves obligatoires.

Cependant, pour le cas de Madagascar, les banques préfèrent garder un « matelas » et n'affecte qu'une partie des dépôts. Au niveau des crédits accordés, les entreprises privées non financières sont les principaux bénéficiaires représentant plus de 70% des encours dont la nature des encours bruts de crédits est surtout le crédit de fonctionnement.

---

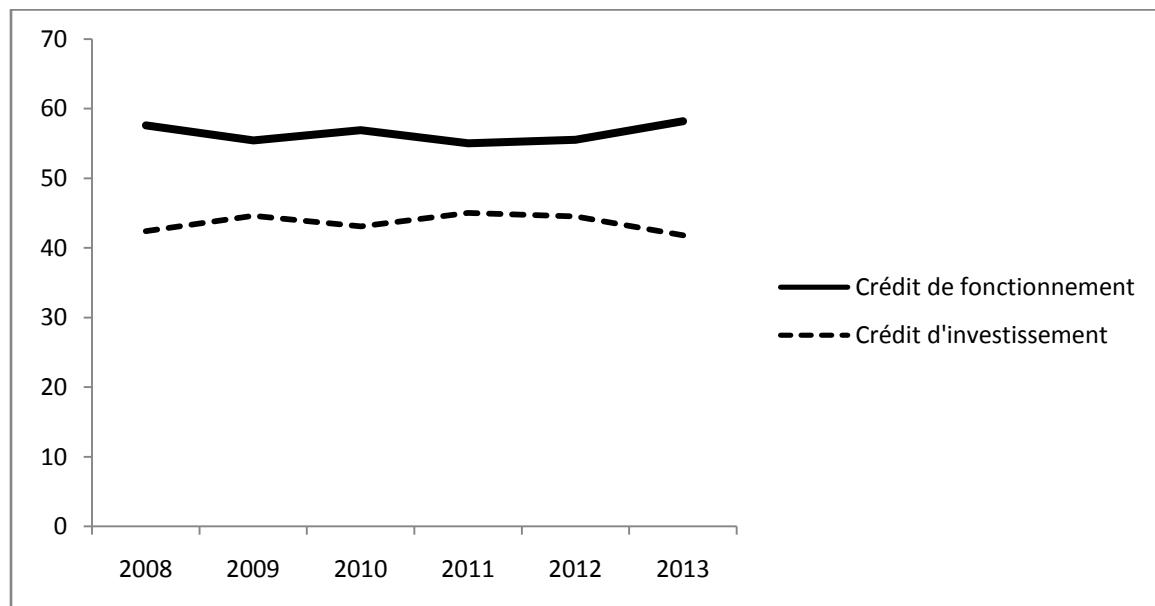
<sup>51</sup> Banque Centrale de Madagascar

**Tableau 3 : Encours de portefeuille de Crédits du secteur bancaire par catégories d'agents économiques, 2008-2013 (en %)**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Particuliers</b>	17.1	18.2	18.8	22.6	26.1	27.4
<b>Entreprises privée</b>	79.9	77.8	78.1	73.2	64.6	69.1
<b>Entreprises publiques</b>	1.4	2.4	1.8	1.8	2.6	2.2
<b>Divers</b>	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Non-résidents</b>	1.4	1.5	1.3	2.4	1.6	1.2

**Source :** Banque Centrale de Madagascar

**Graphique 9 : Evolution des encours bruts de crédits par nature du secteur bancaire (en % total des crédits), 2008-2013**



**Source :** Banque Centrale de Madagascar

Plus de la moitié des crédits vont en faveur des entreprises privées même si à partir de 2009, cette part connaît une baisse en considérant l'impact de la crise politique sur les activités des entreprises. Les autres agents économiques ne disposent qu'une d'une faible proportion de crédit avec 27.4% pour les particuliers en 2013 et seulement 2.2% pour les entreprises publiques.

Au niveau des entreprises privées, la croissance des crédits de fonctionnement est plus rapide que celle des crédits d'investissement c'est-à-dire que les banques sont plutôt en faveur des crédits à court terme que ce à moyen et long terme. En 2013, suite à la crise, une forte croissance d'octroi de crédits a été observée mais cette expansion ne peut être interprétée comme un début de relance des investissements. Elle peut être traduite comme une difficulté de trésorerie que rencontrent les entreprises mais aussi par le fait que les banques sont favorables à leur clientèle habituelle.

## 2. Marché du BTA

Le marché des BTA est le marché où le Trésor public émet des bons pour financer le fonctionnement des administrations publiques dont la souscription se réalise par une séance d'adjudication. Les procédures d'émission se font par voie de presse dans laquelle le Trésor publie un calendrier trimestriel d'émission avec annonce des offres compétitives pour chaque maturité. Quant au lancement de l'appel d'offre, il s'effectue par voie de presse également ou par affichage deux jours avant la séance d'adjudication. Tout agent économique dont la signature ne figure pas sur la liste des signatures écartées du refinancement auprès de la Banque Centrale peut participer au marché. Une fois la séance d'adjudication faite, l'ensemble des résultats est affiché en permanence au sein de l'Organisme centralisateur, c'est-à-dire la Banque Centrale, jusqu'à la prochaine émission.

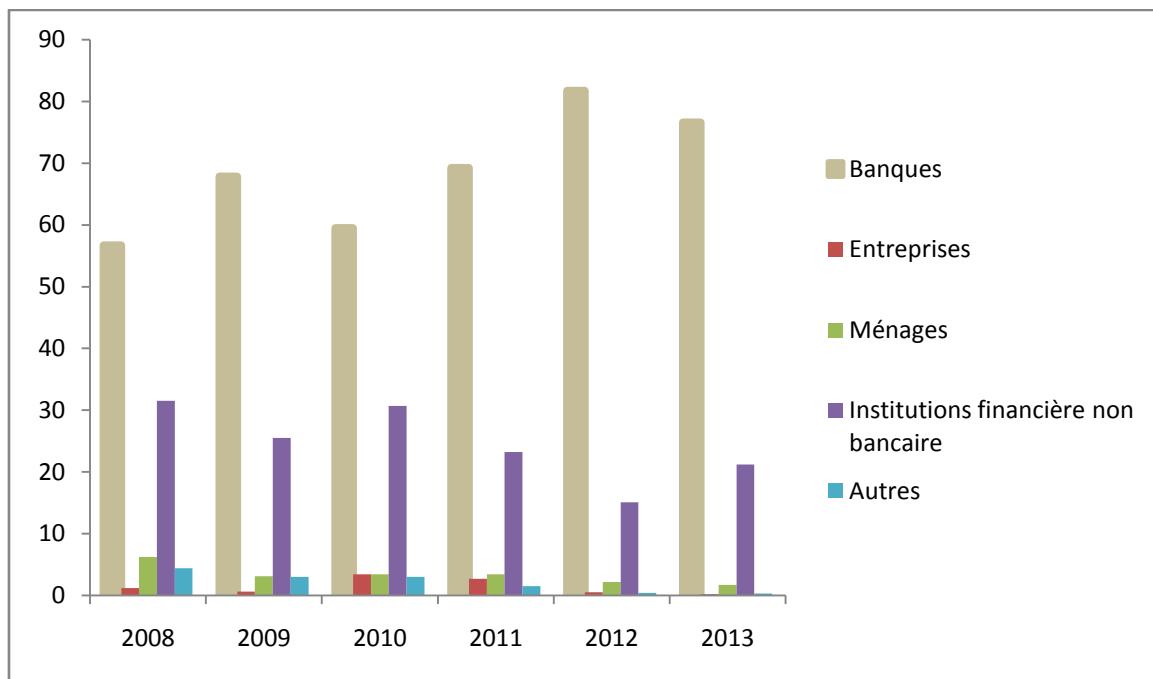
Les maturités du bon de trésor par adjudication sont de quatre, douze, vingt-quatre et cinquante deux semaines et les taux de chaque maturité varient selon les soumissionnaires. Dans la plupart du temps, ils se situent entre les taux débiteurs et les taux créditeurs des banques commerciales. En Décembre 2011 par exemple, le taux moyen pondéré des BTA était de 8.98. Or celui du taux débiteurs bancaires était de 14.62% et le TMP global créditeur se situait à 2.64%<sup>52</sup>.

---

<sup>52</sup> Banque Centrale de Madagascar

A Madagascar, si les banques constituent les seuls acteurs du marché interbancaire et le marché des changes, sur le marché des BTA, elles sont les principaux souscripteurs des BTA et accapare jusqu'à 76.6%<sup>53</sup> du marché en 2013 comme le présente le graphique 10.

**Graphique 10 : Part de l'encours des BTA par secteur, 2008-2013**



**Source :** Banque Centrale de Madagascar

La participation des différents secteurs au marché du BTA est reste constante durant la période d'observation. Les entreprises y participent à peine sauf en 2010, l'année durant laquelle la part des entreprises augmente à 3.4%. Les banques territoriales sont les plus présentent sur le marché pour y placer les surplus de liquidité qu'elles détiennent. En 2013, les encours du BTA à atteint la somme de 1132.5 milliards d'ariary dont la part du secteur bancaire était de 867.495 milliards d'ariary. Le secteur bancaire affecte, donc une grande partie de la liquidité au marché du BTA soit environ le tier des crédits que le secteur accorde. En effet, en 2013, les créances brutes du secteur bancaire étaient évaluées à 2807<sup>54</sup> milliards d'ariary.

<sup>53</sup> Banque Centrale de Madagascar

<sup>54</sup> Banque Centrale de Madagascar

## **CHAPITRE IV: Les opérations de gestion de la liquidité**

### **I. La prévision des facteurs autonomes**

Pour le maintient du niveau de l'inflation, le réel problème auquel la BCM fait face est l'abondance de liquidité des banques. En effet, un niveau de liquidité trop élevé peu accroître l'octroi des crédits des banques et de ce fait, hausser la capacité de demandes des agents économiques. Pourtant quand la demande excède l'offre, la hausse des prix devient insoutenable. La Banque Centrale suit alors de prêt l'évolution des réserves bancaires pour ne pas échouer dans sa mission. Ainsi, chaque mercredi, un comité de liquidité est mis en place pour permettre à la BCM d'intervenir correctement sur le marché monétaire.

Ce Comité permet d'échanger les divers points vues entre les différentes entités, de formuler des propositions afin d'assurer l'efficacité de la gestion de la liquidité et d'évaluer l'atteinte des objectif de la politique monétaire en générale. Les entités qui participent à ce Comité de Liquidité sont les représentants des directions suivantes :

- La Direction Générale du Trésor ;
- La Direction des Etudes de la BCM ;
- La Direction des Services Etrangers de la BCM ;
- La Direction de la Circulation Fiduciaire de la BCM ;
- La Direction des Systèmes de Paiement et
- La Direction du Crédit de la BCM.

#### **A. Les méthodes de calcul des FA**

Comme il a été dit plus haut, c'est la variation des facteurs autonome qui influence la fluctuation de la réserve bancaire. Or la hausse ou la baisse des facteurs autonomes sont indépendantes des actions de la Banque Centrale. Pour mieux appréhender ces facteurs, la BCM les classe selon deux méthodes entre autre la méthode de flux et la méthode des stocks.

La méthode de flux enregistre les opérations effectuées par les banques seulement et regroupe les facteurs autonomes en quatre catégories : le facteur « billet », le facteur

« extérieur », le facteur « trésor » et le facteur divers. Le tableau ci-après met en évidence les éléments qui influencent les SCB tenus à la BCM :

**Tableau 4: Facteurs restrictifs et expansifs des SCB**

Facteurs Autonomes	Expansif de la liquidité (+)	Restrictif de la liquidité (-)
Billet	Les banques versent des fonds à vérifiés à la BCM	Retraits en numéraires par les banques à la BCM Retraits par chèque des personnels de la BCM
Trésor	Trésor donne l'ordre aux banques d'effectuer des virements en faveur de leurs fournisseurs ou paiement de solde de pension Remboursement net de BTA par le Trésor Virement CCP	Virement des clients des banques en faveur du Trésor : paiement taxes fiscales et douanières levée nette de BTA par le Trésor Echéance des lettres de change
Extérieurs	Vente de devises des banques sur le MID Achat de devises sur le MID par la BCM Virement de la BCM vers les comptes des non-résidents domiciliés dans les banques	Achat de devise des banques sur le MID Vente de devises de la BCM sur le MID
Divers	Règlement charge d'intérêt de la BCM sur AON ou TCN Approvisionnement comptes de la BCM domiciliées dans les banques Virement de la BCM en faveur des clients des banques	Produits d'intérêts des AOP ou Pensions perçus par la BCM

**Sources** : Banque Centrale de Madagascar

Quant à la méthode de stock, elle enregistre les opérations réalisées au niveau de la BCM. En plus des quatre FA cités plus haut, la méthode des stocks en ajoute un autre élément qui englobe les actifs financiers c'est-à-dire les opérations entre la BCM et ses agents. En effet, les agents de la BCM détiennent un compte au niveau de l'institution et peuvent y effectuer des demandes de crédits et y épargner. Ces opérations sont donc enregistrées dans ce facteur autonome.

### ***B. La prévision par facteur***

Les participants du comité de la liquidité pour faciliter la prise de décision du service de la politique monétaire essaie de mettre en œuvre une bonne prévision de la future variation du FA. Pour ce faire, la DSE<sup>55</sup> fournit de manière hebdomadaire des données de prévision de la FA « extérieur » ainsi que des informations complémentaires qu'elle fait parvenir d'une manière quasi-quotidienne à la DCR. Quant au Trésor Public, il fournit à la BCM une prévision décadaire de ses opérations qui pourront affecter le facteur autonome « trésor ». Cette prévision concerne à la fois la situation de la « créance nette de la BCM » vis-à-vis de l'Etat, qui correspond aux composantes en compte du facteur autonome « Trésor », mais également la décomposition des opérations qui expliquent le mouvement du solde du compte du compte courant de l'Agent Comptable Central du Trésor (ACCT). Le facteur «divers », regroupant six facteurs autonomes, a une variation quasi-certaine pour les facteurs « diverses LC<sup>56</sup> », « divers extérieur » et « divers stables ». Pour la circulation fiduciaire ainsi que les autres rubriques du facteur divers («divers CCP »<sup>57</sup>, «divers CF »<sup>58</sup> et « autres divers instables »<sup>59</sup>) la prévision nécessite l'utilisation d'un modèle économétrique. Celui du facteur « circulation fiduciaire » est formulé comme suit<sup>60</sup> :

$$\begin{aligned}
 Billet_t = & \alpha_1 Billet_{t-1} + \alpha_2 Billet_{t-2} + \alpha_3 Billet_{t-30} + \sum_{k=1}^5 \beta_k Jour_{k,t} + \sum_{k'=1}^5 \beta_{k'} Semaine_{k',t} + \\
 & + \sum_{h=1}^5 \lambda_h avférie_{t-h} + \sum_{h'=1}^5 \lambda_{h'} apférie_{t+h'} + \sum_{i=1}^2 \lambda_i avfete_{t-i} + \sum_{i'=1}^2 \lambda_{i'} apfete_{t+i'} + \sum_{s,s'} Jour_{s,t} * avférié_{t-s'} + \\
 & \sum_{s,s'} Jour_{s,t} * apférié_{t+s'} + \theta + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

<sup>55</sup> Direction Service Exterieur

<sup>56</sup> Comptes qui représentent les lettres de changes mis en conservation ou en recette

<sup>57</sup> Les comptes définissant le secteur enregistrant les mouvements des comptes des chèques postaux

<sup>58</sup> Les comptes inscrits en actif et au passif définissant ce facteur sont relatifs aux billets et monnaies

<sup>59</sup> Facteur figurant tous les autres comptes qui n'ont pas pu être classés ailleurs

<sup>60</sup> Banque Centrale de Madagascar

Avec :

**Jourk** sont des variables dichotomiques représentant les cinq jours ouvrables de la semaine.

**Semaineek** sont des variables dichotomiques représentant les cinq semaines d'un mois ; chaque semaine, à l'exception de la dernière, comportant sept jours.

**Avfériét-h** sont des variables dichotomiques et qui prennent la valeur 1 si « h » jour avant la journée t est un jour férié (la veille, avant-veille, il y a trois jours etc. sont des jours fériés). Le jour férié coïncide à un jour ouvrable de la semaine.

**Apfériét+h** sont des variables dichotomiques et qui prennent la valeur unitaire si « h » jour après t sera un jour férié (le lendemain, le surlendemain, dans trois jours etc.).

**Avfetet-i** prend la valeur 1 si le samedi ou le dimanche précédent est un jour de fête, sinon 0

**Apfetet+i** prend la valeur 1 si le samedi ou le dimanche suivant est un jour de fête, sinon 0.

$\theta$  : constante et  $\epsilon$  : erreur.

Les variables qui contribuent significativement à la hausse de la circulation fiduciaire sont les variables dichotomiques suivantes (par ordre de significativité):

**Billett-1** Circulation fiduciaire de la veille

**d\_p3fete** : Le dimanche dans trois jours est un jour de fête

**ap3\_2**: deux jours après un lundi férié

**semaine2** : Deuxième semaine du mois

**ap4ferie** : quatre jours après un férié

**jour2** : Le jour est un mardi

**semaine1**: La première semaine du mois

**Billett-2** Circulation fiduciaire de l'avant-veille

**Ap3ferie** : trois jours après un férié

**Av1ferie3** : Lundi, trois jours avant un férié

**Ap2fete** : deux jours avant un jour de fête

**semaine3** : Troisième semaine du mois

A l'opposé, les variables qui contribuent significativement à la baisse de la circulation fiduciaire sont :

**av3ferie** : trois jours avant un férié

**av4ferie** : quatre jours avant un férié

**Billett-7 :** Circulation fiduciaire d'il y a sept jours

**Jour5:** Le jour est un vendredi

**Ap2ferie :** deux jours après un jour férié

Ce modèle est fondé sur l'hypothèse théorique selon lequel le volume de la circulation fiduciaire évolue en fonction de la qualité des jours et qu'il existe une certaine saisonnalité des données suivant des périodes déterminées (saisonnalité hebdomadaire, mensuelle, ....). Ainsi, il a fallu créer des variables quantitatives pouvant refléter la qualité de chaque journée. C'est pour cela que l'on a eu recours à la création de plusieurs variables exogènes dichotomiques (qui ne prennent que la valeur 1 ou 0).

#### Résultats économétriques :

**Tableau 5 : Résultats modèle économétrique de la prévision FA**

Source	SS	df	MS	Number of obs	280
				F (17, 262)	1965.47
Model	552751.2	17	32514.8	Prob > F	0
Residual	4334.3	262	16.5	R-squared	0.9922
				Adj R-squared	0.9917
Total	557085.5	279	1996.7	Root MSE	4.0673

Variable	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
Billett-1	0.9	0.1	12.3	-	0.8	1.1
d_p3fete	10.0	2.4	4.2	-	5.3	14.8
av3_2	9.4	2.5	3.7	-	4.4	14.4
semaine2	2.3	0.7	3.2	0.0	0.9	3.7
ap4ferie	4.5	1.4	3.1	0.0	1.6	7.3

Jour2	1.9	0.6	3.0	0.0	0.7	3.2
semaine1	1.7	0.7	2.5	0.0	0.4	3.1
Billett-2	0.2	0.1	2.3	0.0	0.0	0.3
Ap3ferie	3.2	1.4	2.3	0.0	0.4	5.9
Av1ferie3						
	7.5	3.6	2.1	0.0	0.4	14.5
Ap2fete	6.6	3.2	2.1	0.0	0.3	13.0
semaine3						
	1.3	0.7	1.9	0.1	-0.0	2.7
av3ferie	- 7.0	2.1	- 3.3	0.0	-11.2	-2.9
av4ferie	- 5.0	1.6	- 3.1	0.0	-8.2	-1.8
Billett-7	- 0.1	0.0	- 3.0	0.0	-0.2	-0.0
Jour5	- 1.9	0.7	- 2.8	0.0	-3.2	-0.5
Ap2ferie	- 4.2	1.9	- 2.2	0.0	-7.9	-0.4
_cons	- 4.6	3.8	- 1.2	0.2	-12.1	2.9

**Source :** Banque Centrale de Madagascar

*SS (model) : Total des erreurs expliquées par le modèle*

*SS (résidual) : Total des erreurs non expliquées par le modèle*

*Df : Degré de liberté (degree of freedom)*

*MS=SS/df*

*F (17, 262) : Coefficient de Fisher lié au modèle*

*Prob>F : probabilité de nullité de tous les coefficients*

*R-squared (ou R2) =1-(somme des carrés des erreurs)/somme des carrés des réalisations*

*Adj R-squared : R2 ajusté=R2\*(n-k)/k (k est le nombre de variables)*

*Root MSE : Erreur moyenne quadratique*

*Coef : Coefficient relatif à chaque variable*

*Std. Err : écart-type de l'estimateur du coefficient*

*t : coefficient de Student=Coef/Std. Err*

*P>|t| : Probabilité que le coefficient s'écarte de son écart-type*

*[95% Conf. Interval] : Intervalle de confiance du coefficient à 95%*

Après avoir été étudié les variations observés et à venir des FA lors du Comité, la DCR procède ensuite au traitement de ces prévisions. Afin d'assurer une meilleure prévision, la DCR a établi un indicateur qui permet de définir la qualité des prévisions. Cet indicateur détermine l'écart entre la prévision et la réalisation des FA pour une période donnée. Elle est formulée comme suit :

$$\text{RMSH (e)} = \sqrt{\frac{1}{n} * \sum_{i=1}^n e_i^2}$$

Pour une bonne qualité de la prévision des mouvements des FA, la période de prévision s'effectue sur sept jours. Une bonne qualité de la prévision permet aux autorités monétaires d'intervenir correctement sur le marché.

## II. Les actions de la Banque Centrale sur le SCB

### A. Etablissement du modèle

La somme des FA forme le solde des comptes des banques au niveau de la BCM. Quelque soit la méthode utilisée (méthode de flux ou méthode de stock) pour calculer ce solde, le résultat obtenu sera le même. Ainsi, il n'y a qu'un seul SCB. Ce dernier détermine le niveau de liquidité du système bancaire sans l'intervention de l'autorité monétaire. Effectivement, c'est en fonction de ce niveau que la Banque Centrale détermine les moyens d'intervention convenable.

Le réel niveau de la liquidité, qu'on va noter SCB', après l'intervention de la BCM correspond donc au formule suivant :

$$\text{SCB}' = \text{SCB} (\text{ou solde FA}) \pm \text{intervention de la BCM}$$

Il convient alors de définir, lequel des instruments permettent au mieux de faire fluctuer le niveau de la sole en compte des banques. Le modèle économétrique ci-après est établit précisément pour permettre cette définition. Le modèle prend comme variable exogène : le BTA, le montant des RO fournies par les banques et les opérations d'Open Market.

Le BTA est un moyen de financement des administrations publiques et ne font pas parti des outils d'intervention de la BCM. Cependant, il permet, d'une façon ou d'une autre de ponctionner les liquidités bancaires. Les initiatives des ventes de ces Bons ne proviennent pas de la Banque Centrale mais du Trésor public, la BCM n'est que prestataire de service dans l'adjudication des Bons afin de garder l'anonymat des soumissionnaires vis-à-vis de l'Etat. Le BTA n'est donc un outil manié par la BCM même si il permet de réduire les excédents de liquidités détenues par les banques car dans la plus part du temps, ce sont les établissements financiers qui sont les gros soumissionnaires du BTA. Ainsi dans le modèle suivant, la variable  $x_1$  correspond à la variation de liquidités ponctionnées par l'Etat,  $x_2$  est la variation de la réserve obligatoire que le système bancaire doit fournir et la variable  $x_3$ , celle des opérations d'injection et de ponction. Le taux directeur étant stable tout au long de la période d'observation, il ne sera pas pris en compte dans le modèle.

$$\text{Liquidité} = \alpha_1 \text{BTA} + \alpha_2 \text{RO} + \alpha_3 \text{Open Market} + \Theta + \varepsilon$$

Le tableau ci-après développe les évolutions des encours de BTA, du niveau des RO et des opérations d'OM effectuées par la BCM ainsi que de la liquidité. La période d'observation s'est effectuée toutes les deux semaines dans la mesure que les séances de BTA s'effectuent tous les quinze jours. Ce tableau va servir de base pour résoudre le modèle développé précédemment.

**Tableau 6 : Evolution des encours du BTA, du niveau des RO, des opérations d'OM (en million d'Ar\*), 2015**

	Liquidités	BTA (en mds)	RO	OM
<b>14 Janvier</b>	954,7	63.5	778.79	-35.8
<b>28 Janvier</b>	1032.51	87.09	763.07	-32.1
<b>11 Février</b>	1063.7	78	747.35	-85
<b>25 Février</b>	1095.8	87.52	753.72	-46.8
<b>11 Mars</b>	1126.7	87.7	759.72	-64.5
<b>25 Mars</b>	1120.3	80	778.18	-82
<b>08 Avril</b>	1014.3	76	768.955	-24
<b>22 Avril</b>	1077.8	78	779.99	-45
<b>06 Mai</b>	1058.7	70.23	781.57	-75
<b>20 Mai</b>	1017.9	71.66	785.185	-25
<b>03 Juin</b>	971.7	33.7	788.8	-21
<b>17 Juin</b>	941.5	55.04	788.8	134
<b>01 Juillet</b>	944.2	42.6	792.18	76
<b>15 Juillet</b>	983.5	85	792.18	461
<b>30 Juillet</b>	953.1	59.21	801.86	228
<b>12 Août</b>	1586	49.35	803	141.6
<b>26 Août</b>	901.4	42.42	800.07	67
<b>09 Septembre</b>	933.6	70.37	797.88	105
<b>23 Septembre</b>	848.4	28.34	750.38	136.5
<b>07 Octobre</b>	906.4	83.12	696.1	0
<b>21 Octobre</b>	845.7	78.89	697.08	0
<b>04 Novembre</b>	827.7	84.47	701.03	0
<b>18 Novembre</b>	717.6	90	701.03	-40
<b>02 Décembre</b>	817.24	113.17	701.03	-30
<b>16 Décembre</b>	917.7	120.36	701.03	-220

**Sources :** Banque Centrale de Madagascar et calcul personnel

\*sauf indications contraires

### ***B. Résultats***

**Tableau 7 : Résultats du modèle économétrique**

<i>Statistiques de la régression</i>	
Coefficient de détermination multiple	0,15723106
Coefficient de détermination R^2	0,02472161
	-
Coefficient de détermination R^2	0,12926972
Erreur-type	0,25595207
Observations	23

## ANALYSE DE VARIANCE

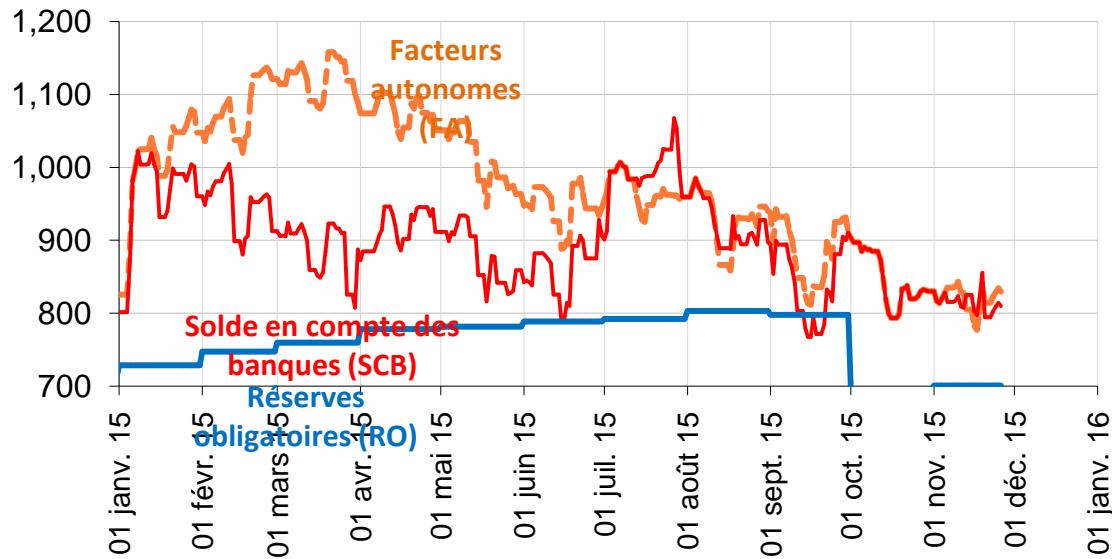
	Degré de liberté	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Valeur critique de F
Régression	3	0,03155142	0,01051714	0,16053895	0,92155539
Résidus	19	1,2447178	0,06551146		
Total	22	1,27626923			

	Coefficients	Erreur-type	t	Statistique Probabilité	Limite inférieure pour seuil de confiance =	95%	Limite supérieure pour seuil de confiance =	95%	Limite inférieure pour seuil de confiance =	95,0%	Limite supérieure pour seuil de confiance =	95,0%
					95%	95,0%	95%	95,0%	95%	95,0%	95%	95,0%
Constante	0,04266915	0,05502026	4,77551706	0,44757996 0,15782788	-	-	0,07248958	0,15782788	-	-	0,07248958	-
Variable X 1	0,06270509	0,10898964	3,57533075	0,57181896 0,16541285	0,29082304	0,16541285	0,29082304	-	-	-	-	-
Variable X 2	0,19027863	1,71751019	4,11078748	0,91294679 -3,4045115	3,78506876	-3,4045115	-	-	-	-	3,78506876	-
Variable X 3	0,00672853	0,02298727	4,29270698	0,77291877 0,04138438	0,05484145	0,04138438	0,05484145	-	-	-	-	-

**Source :** Calcul de l'auteur

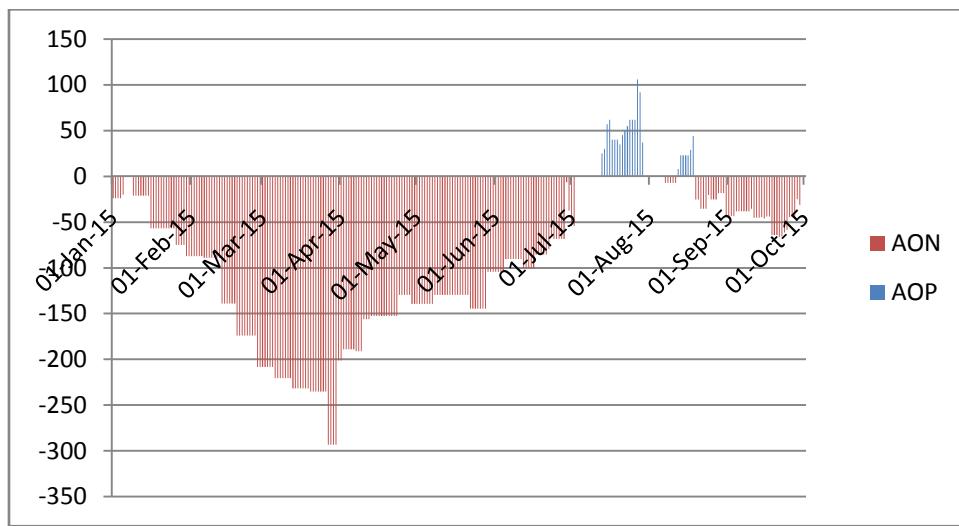
Le coefficient t étant supérieur à 2.6 pour les vingt-cinq échantillons, on peut en déduire d'après les résultats ci-dessus que les réserves obligatoires jouent le plus grand rôle pour la maîtrise du niveau de la liquidité par rapport aux autres moyens. La manipulation du taux de la réserve obligatoire permet à la Banque Centrale de soutenir le niveau de la liquidité. Or la réserve obligatoire est un instrument structurel d'où la nécessité d'effectuer des interventions temporaires. Les graphiques ci-après représentent le niveau de la Reserve Obligatoire, du solde des facteurs autonomes et des soldes en compte des banques après intervention de la BCM du système bancaire malagasy du 1<sup>er</sup> janvier au 01 octobre 2015. Les données inscrites dans le graphique à partir du mois d'octobre sont les prévisions faites par la DCR avec le comité de la liquidité (graphique 11) et les interventions effectuées par la BCM du mois de janvier 2015 au mois d'octobre.

**Graphique 11 : Evolution des excédents par rapport aux RO, 2015 (mds d'Ar)**



**Source :** Banque Centrale de Madagascar

**Graphique 12: Opération d'interventions de la BCM, 2015**



**Source :** Service de la politique monétaire Banque Centrale de Madagascar

L'écart entre la graphe des facteurs autonomes et le SCB' (graphique 11) indique les interventions de la Banque Centrale pour réduire le niveau de la liquidité. Entre le mois de Février et le mois de Juin, on peut remarquer que les FA excèdent largement les RO. Justement, entre

cette période, le graphique 3 monter que face à cette oisiveté de la liquidité bancaire, la BCM a effectué plusieurs appels d'offre négative et des ventes de titres. La participation des banques face à ces interventions sont plus ou moins importantes (tableau 12), mais n'empêche que le niveau des réserves des banques a été largement réduits.

Durant le mois de septembre de l'année 2015 et le mois d'août surtout, le niveau du SCB' était au-dessus de celui des FA. Effectivement, le dernier graphique met en évidence une importante injection de monnaie de la part de la BCM. Cette injection correspond aux remboursements nets des interventions de ponctions. Ces périodes coïncident les ventes de titres et AON, les AOP ainsi que le paiement des intérêts et les remboursements des opérations de refinancement effectués dans des périodes antérieures.

Les opérations du marché effectué par la BCM dans le but de maintenir le niveau de la liquidité afin de maîtriser le niveau de l'inflation selon les points des vues des monétaristes ne sont donc que temporaires et ne garanti pas l'évolution future de la masse monétaire. De plus les banques ne se trouvent pas dans l'obligation de s'orienter dans le sens de la Banque Centrale dans la mesure où celles-ci détiennent un quantité de liquidité suffisante pour ne pas faire appel à des opérations de mise en pension ou participer aux opérations de prise en pension.

## **Conclusion**

Au terme des différentes analyses, la question de départ reste d'actualité : « *dans quel mesure le choix stratégique de politique monétaire de la Banque Centrale de Madagascar est-il pertinent étant donné la surliquidité que présente le système bancaire malagasy ?* »

Il est d'abord à noter que depuis l'hégémonie de la vision keynésienne, la politique monétaire a pris une place importante dans l'économie et a fait l'objet de divers controverses. A l'heure actuelle, cette politique est axée sur des principes monétaristes selon quoi les autorités monétaires ne devront plus jouer le rôle de correctrices de conjoncture mais se fixer sur un unique objectif : la stabilité des prix. Cet objectif est, cependant, hors du contrôle de ces autorités d'où la nécessité de fixer un objectif intermédiaire ayant une relation structurelle avec l'inflation. Pour les autorités malagasy, le choix de l'objectif intermédiaire se porte sur la monnaie au sens large ou la M3. Dans d'autres pays, les objectifs intermédiaires consistent à se fixer des indicateurs informationnels qui facilitent la prévision du niveau de l'inflation pour en prendre les mesures adéquates. Mais qu'il s'agit de cible ou d'indicateur, la mise en œuvres de la politique monétaire nécessite le maniement de divers instruments. Ici encore, la quasi-totalité des Banque Centrales sont unanimes sur l'usage des instruments d'intervention indirects comme le taux directeur, les opérations de refinancement ou les opérations de ponction et le coefficient de réserves obligatoires. Pour véhiculer ses intentions dans la manipulation de ses outils d'intervention, la Banque Centrale fait aussi appel à des cibles opérationnelles dont le choix se porte entre le contrôle des prix ou celui des quantités. Le contrôle des quantités comme le cas de Madagascar consiste à émettre des appels d'offres positifs (respect. Négatifs) en fixant la quantité de monnaie à injecter (respect. Ponctionner) et la fixation des taux revient au banques.

Ensuite, les principaux rôles des banques territoriales étant de collecter les dépôts auprès des ménages et de les redistribuer pour financer l'économie, elles sont tout de même contraintes de garder une somme minimum de dépôt conforme au taux de réserves obligatoires pour préserver leur solvabilité vis-à-vis de ces clients. D'une manière ou d'une autre il se peut que ces banques n'aient pas pu respecter ces contraintes imposées par la Banque Centrale en octroyant une énorme quantité de crédit. Dans ce cas, les banques se

trouvent en insuffisance de liquidité. D'autres au contraire peuvent être en situation de surliquidité. Pour respecter ses engagements vis-à-vis de ces clients épargnants dans la mesure où ces derniers vont retirer de l'argent et pour éviter d'être pénalisées par la Banque Centrale, les banques en insuffisance de liquidité sont contraintes de recourir au marché interbancaire pour s'approvisionner en liquidité. C'est là que le marché interbancaire joue son rôle de redistribution entre les banques. En effet, les banques en surliquidité peuvent venir en aide à ses consœurs en les empruntant de la liquidité moyennant le paiement d'intérêts. Mais il arrive que la banque surliquide préfère garder leur argent ou que l'insuffisance affecte un bon nombre de banques. Dans ce cas, c'est la Banque Centrale qui joue son rôle de régulatrice de liquidité par l'intermédiaire du marché interbancaire.

Les historiques du système bancaire malagasy montre que depuis 2009, la surliquidité bancaire commençait à prendre son ampleur. Malgré le fait que seule trois banques détiennent près de 80% de ces liquidités. Il est à rappeler que cette période coïncide avec la crise politique à Madagascar. Les banques devaient donc vigilants par rapport aux octroi de crédit et préféraient accumuler les dépôts. Par cet effet, la variation annuelle de créance brute du secteur bancaire n'était que 7% en 2009 si ce taux a été près de 25.5% en 2008. La théorie de rationnement de crédit, prolongement de la théorie de la sélection adverse, élaborée par Stiglitz et Weiss explique ce comportement des banques. Celles-ci, n'étant pas en mesure de définir clairement les intentions des débiteurs ni leur capacité de remboursement durcissent les conditions de crédits ce qui les rend inaccessibles surtout pour les petits agents économiques. Ainsi les dépôts ne sont pas correctement redistribués et s'accumulent, ce qui augmenterait le niveau de la liquidité. Cependant, cette variation a eu une tendance à la hausse à partir de 2013 jusqu'au second semestre de l'année 2015. Cette décision des banques en 2015 à inciter la Banque Centrale à assouplir la politique monétaire en rabaisant le taux directeur de 9.5 à 8.7% ainsi que le taux de réserves obligatoires de 15 à 13%.

Par sa stratégie de politique monétaire, la BCM se concentre sur la maîtrise de la masse monétaire puisqu'effectivement, la théorie quantitative de la monnaie insiste sur le fait que toute variation de la masse monétaire fera varier le prix dans le même sens. Toutefois, la situation du système bancaire malagasy présente une surliquidité bancaire. Ainsi, la Banque Centrale a pour mission de gérer au mieux cette liquidité afin de maîtriser

l'inflation. Les opérations de gestion de la liquidité doivent passer par des prévisions des FA que les différentes directions de la Banque Centrale ainsi que des représentants du Trésor effectuent lors d'un comité de liquidité. Une fois que les FA, qui influencent la variation des SCB, ont fait l'objet d'une prévision, la BCM prend les mesures nécessaires par rapport au niveau de liquidité prévue. Durant l'année 2015 par exemple, plusieurs opérations de ponction de liquidités ont été effectuées par la Banque Centrale entre le mois de février et mois de juin, ce qui ramenait le niveau de la surliquidité de 50 à 19% par rapport aux RO. Ce dernier étant évalué dans les 700 milliards d'Ariary en moyenne.

Ainsi, les interventions d'open market opérées par la Banque Centrale de Madagascar permettent de faire varier le niveau de la liquidité mais de façon temporaires. En effet, par exemple, si la BCM établit un appel d'offre négatif, à l'échéance, généralement d'une semaine, cette liquidité ponctionnée sera réaffectée dans le système majoré des intérêts, ce qui ramène le niveau de la liquidité un peu au dessous de son niveau initial. De plus, les instruments d'intervention permettant d'intervenir qu'indirectement, la Banque Centrale ne pourra pas obliger les banques de second rang de se souscrire à leur appel. Les banques ont donc la possibilité de se passer des interventions de la BCM surtout qu'elles détiennent un volume important de matelas. Ce qui diminue les marges de manœuvre de la BCM.

Contrairement à ces opérations du marché, l'existence de restriction du non respect des conditions de réserves obligatoire oblige les banques à s'y conformer. Et par ce biais, la BCM a la capacité d'orienter les banques dans le sens de sa politique. Comme il a été dit plus haut, la Banque Centrale arrive à geler en moyenne 700 milliard d'Ariary via la manipulation du taux de réserves obligatoires. Les placements des banques au niveau du BTA éponge aussi indirectement cet excès de liquidité. D'autant plus que les banques y sont les principaux soumissionnaires. Par ailleurs, le coefficient de réserves obligatoires étant un outil toujours efficace pour la maîtrise du niveau de la masse monétaire, tant que le niveau, important, de liquidité reste dormante, la BCM peut encore aisément appliquer sa stratégie de politique monétaire. Mais au moment où les banques décident d'affecter toute cette liquidité dans le financement de l'économie, les mesures prises par la Banque Centrale peuvent s'avérer inefficace surtout si la vitesse de circulation de la monnaie devient instable et le marché financier se développe considérablement.

## **Bibliographie**

Armor J., A. Côté, *L'efficacité des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation : survol de la littérature.* In Revue de la Banque du Canada, Hivers 1999- 2000, p 47-61.

Bloch-Lainé François, *Introduction à une étude du Trésor public en France.* In Revue économique, 1951, volume2, n°2.

BoyeJerôme r & Rosales Ricardo Solis *Les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey.* In Cahier d'économie politique, 2003, n°45, p79-100.

Chavance Bernard, *L'économie institutionnelle*, éd. La Découverte, Paris.

Chouraqui Jean-Claude, *Comment formuler la politique monétaire ? Les enseignements de l'expérience récente.* In Revue française d'économie, 1990, vol 5, n°4, p 5-28.

Christophe Destais , *L'indépendance des banques centrales : une question pas mal posée.* In : CEPII le blog. Monnaies & Finance- Politique économique, 2013.

Jordan Thomas. J., Rossi Enzo, *Inflation et politique monétaire de la Banque nationale Suisse.* In La Vie économique : Revue de politique économique, 2010.

Manuel de procédures – DCR- 301 – *Gestion de la liquidité bancaire : méthodologie et procédures, Banque Centrale de Madagascar*, Novembre 2010

Mélitz Jacques, *Usage optimale des instruments monétaires en régime de changes flexible.* In Revue économique, 1979, vol 30, n°5, pp. 780-807.

Montoussé Marc, *Nouvelles théories économiques*, Clés de lecture, 2002.

N.R, *Banque- Vers une hausse du taux de bancarisation.* In *La Vérité*, 2015.

Numa Guy, *Théorie de l'agence et concessions de chemins de fer français au 19ème siècle.* In Revue d'économie Industrielle, n°125, p 105-128.

Patat Jean-Pierre, *Du bon usage des réserves obligatoire.* In Revue d'économie financière, 1987, n°3, La crise financière.

Ponsard Claude, *La théorie quantitative de la monnaie.* In Annales. Economies, Sociétés, Civilisations, 14ème année, 1959, N° 1, p 106-121

Rapport du FMI, Novembre 2015, Fonds Monétaire International, n° 15/325.

Rasolofo A., *Les instruments de la politique monétaire et ses canaux de transmission*, 2013.

# Annexes

**Annexe I: Assiette des RO**

	Banque A	Banque B
Total réserves requises (1)		
RO requises sur DAV		
RO requises sur DAT		
Cumul solde en C/C en date d'opération (2)		
Durée en nombre de jours (3)		
Réserve effectivement constituées (4) (Moyenne solde compte- courant)		
$(4) = (2) / (3)$		
Situation en fin de période (5) $(5) = (4) - (1)$		
Excédent de la période si $(5) > 0$		
Insuffisance de la période si $(5) < 0$		

**Source :** Banque Centrale de Madagascar

**Annexe II : Etat de contrôle des RO**

	Banque
PERCEPTION D'INTERETS	
Montant de l'insuffisance (M)	
Taux d'intérêts moratoires (t)	14.70
Durée en nombres de jours (d)	
(i)= (M*d*t)/ 36000	
TVA (i)*20%	
Intérêts + TVA	
Date de valeur	

**Source :** Banque centrale de Madagascar

**Annexe III: Evolution des échanges interbancaire, 20012- 2013**

	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Janvier</b>	0	0
<b>Février</b>	0	0
<b>Mars</b>	0	0
<b>Avril</b>	12	0
<b>Mai</b>	0	0
<b>Juin</b>	20	140
<b>Juillet</b>	0	20
<b>Août</b>	0	390
<b>Septembre</b>	9	0
<b>Octobre</b>	220	0
<b>Novembre</b>	370	0
<b>Décembre</b>	45	0

**Source :** Banque Centrale de Madagascar

**Annexe IV: Part de l'encours des BTA par secteur, 2008-2013**

	<b>Banques</b>	<b>Entreprises</b>	<b>Ménages</b>	<b>IFNB</b>	<b>Autres</b>
<b>2008</b>	56.7	1.2	6.2	31.5	4.4
<b>2009</b>	67.8	0.6	3.1	25.5	3
<b>2010</b>	59.5	3.4	3.4	30.7	3
<b>2011</b>	69.2	2.7	3.4	23.2	1.5
<b>2012</b>	81.7	0.5	2.2	15.1	0.4
<b>2013</b>	76.6	0.2	1.7	21.2	0.3

**Source :** Banque Centrale de Madagascar

## **Table des matières**

Remerciements .....	3
Sommaire .....	4
Liste des tableaux .....	i
Liste des graphiques .....	ii
Liste des acronymes .....	iii
Introduction.....	5
PARTIE I : <i>APPROCHE THEORIQUE</i> .....	8
CHAPITRE I : Fondement du marché interbancaire.....	9
I.    Le marché interbancaire.....	9
A.    Définition .....	9
1. <b>Les établissements de crédit</b> .....	9
2. <b>La Banque Centrale</b> .....	10
3. <b>Le Trésor public</b> .....	11
B.    Les fonctions du marché interbancaire.....	12
1. <b>La redistribution entre les banques elles-mêmes</b> .....	12
2. <b>La régulation de la liquidité bancaire par la Banque Centrale</b> .....	13
3. <b>Le refinancement des administrations publiques</b> .....	14
II.    Les défaillances du secteur bancaire.....	16
A.    Les imperfections du marché interbancaire.....	16
1. <b>La théorie de l'agence et la théorie de la sélection adverse</b> .....	16
2. <b>Théorie de rationnement du crédit</b> .....	17
3. <b>Problème d'agence entre la Banque Centrale et les établissements de crédits</b> .....	18
B.    La liquidité bancaire .....	19
1. <b>Optique économique de la liquidité bancaire</b> .....	19
2. <b>La liquidité bancaire dans la littérature</b> .....	20
CHAPITRE II : Les principes de la formulation de la politique monétaire .....	23
I.    Fondements théoriques .....	23
A.    Les instruments, objectifs opérationnels et intermédiaires .....	23
1. <b>Les instruments de la politique monétaire</b> .....	23
2. <b>Les objectifs opérationnels</b> .....	25
3. <b>Les objectifs intermédiaires</b> .....	26
B.    Les objectifs finaux .....	28
1. <b>La théorie quantitative de la monnaie</b> .....	28

2. <b>Keynes et la politique monétaire</b> .....	30
3. <b>Le monétarisme</b> .....	31
II. Formulation de la politique monétaire : cas de Madagascar.....	33
A. L'aspect stratégique de la politique monétaire.....	33
1. <b>La maîtrise de l'inflation et la monnaie au sans large</b> .....	33
B. L'aspect tactique de la politique monétaire.....	35
1. <b>La cible opérationnelle : la base monétaire</b> .....	35
PARTIE II : <i>APPROCHE EMPIRIQUE</i> .....	38
CHAPITRE III : La politique monétaire et le système bancaire .....	39
I. Contexte .....	39
A. Aperçu général de l'évolution de la politique monétaire à Madagascar .....	39
B. Le système bancaire malagasy .....	41
1. <b>Historique</b> .....	41
2. <b>La précarité du système bancaire à Madagascar</b> .....	43
II. Structure de la liquidité .....	45
A. La surliquidité bancaire à Madagascar .....	45
1. <b>Evolution globale</b> .....	45
B. Affectations de la liquidité bancaire.....	49
1. <b>Octroie de crédit</b> .....	49
2. <b>Marché du BTA</b> .....	51
CHAPITRE IV: Les opérations de gestion de la liquidité .....	53
I. La prévision des facteurs autonomes.....	53
A. Les méthodes de calcul des FA.....	53
B. La prévision par facteur.....	55
II. Les actions de la Banque Centrale sur le SCB.....	59
A. Etablissement du modèle .....	59
B. Résultats .....	61
Conclusion .....	65
Bibliographie.....	68
Annexes .....	iv
Table des matières .....	69
Résumé .....	71