



n°9511/E

LE MARCHÉ INTERBANCAIRE DES DEVICES :
bilan après un an d'existence

Septembre 1995

JOSEPH Anne

RESUME

Après un an de fonctionnement, il est temps de tirer quelques conclusions sur le fonctionnement du MID. Ce marché est principalement alimenté par les recettes des exportateurs qui ont 90 jours pour rapatrier 90 % de leurs recettes. Ces devises ne sont pas suffisantes pour satisfaire la demande. Cela explique pourquoi en général, les importateurs ne sont pas satisfaits du fonctionnement du MID ; ils reprochent également aux banques un manque de communication. Les demandes non satisfaites des banques privées sont relativement faibles par rapport à leurs achats. La BCM ne peut jouer son rôle de régulateur de marché : elle est acheteuse nette et ses demandes non satisfaites représentent pratiquement le quart des demandes non satisfaites totales.

L'information n'est pas transparente sur le MID. L'étude de la nature des demandes non satisfaites montre que le prix n'est pas la variable qui permet à l'offre et à la demande de s'ajuster. De plus, les volumes échangés sont gonflés à cause des opérations d'aller-retour.

Le bilan que l'on peut tirer du MID est donc mitigé, les opérateurs peuvent désormais détenir des comptes en devises et le cours du FMG n'est plus déterminé administrativement mais le MID n'est toujours pas un marché efficient. De plus, le MID a permis de réduire les échanges sur le marché parallèle mais ils n'ont pas disparu. La principale interrogation sur le bilan du MID concerne sa part de responsabilité dans l'accélération de l'inflation.

SOMMAIRE

| | |
|---|-----------|
| INTRODUCTION | 3 |
| I. - LE FONCTIONNEMENT DU MID | 3 |
| IA - LE FONCTIONNEMENT INSTITUTIONNEL DU MID..... | 3 |
| IB - LES PRINCIPAUX INTERVENANTS SUR LE MID..... | 4 |
| 1 Les importateurs | 5 |
| 2 Les exportateurs | 6 |
| 3 Les commissions de change..... | 6 |
| 4 Comment les opérateurs perçoivent ils le MID? | 7 |
| II. - LE MID PERMET-IL DE SATISFAIRE LA DEMANDE DE DEVISES? | 8 |
| III. - QUEL EST LE ROLE DES DIFFERENTES BANQUES SUR LE MID ? | 9 |
| IV.- LE MID EST IL UN MARCHÉ EFFICIENT ? | 10 |
| IVA - LE CMP PEUT IL ÊTRE CONNU AVANT LE COMMENCEMENT DE LA SEANCE ?..... | 11 |
| IVB - LE MARCHÉ EST IL EFFICIENT AU SENS OU TOUTE L'INFORMATION DISPONIBLE SUR LE MARCHÉ EST DETENUE PAR TOUS LES AGENTS ? | 11 |
| IVC - LA VARIATION DU CMP REFLECTE T-ELLE LES VARIATIONS DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE ? | 12 |
| V.- ANALYSE DYNAMIQUE DU VOLUME ET DU NOMBRE D'OPÉRATIONS | 14 |
| VA - ANALYSE DES VARIABLES DÉTERMINANTES DU VOLUME | 14 |
| VB - ANALYSE DES VARIABLES DÉTERMINANTES DU NOMBRE D'OPÉRATIONS | 15 |
| VI.- QUEL BILAN PEUT ON TIRER DU MID ? | 16 |
| CONCLUSION | 18 |

INTRODUCTION

Le MID a été instauré afin de réduire les transactions sur le marché parallèle et pour que le cours soit déterminé par des mécanismes de marché. Après avoir décrit le fonctionnement de ce marché, nous étudierons s'il permet de répondre aux besoins et aux attentes des opérateurs tout en regardant quel est le rôle des différentes banques. Nous examinerons également l'efficacité du MID et les interactions entre les différentes variables déterminantes de ce marché. Enfin, nous nous interrogerons pour savoir quelles peuvent être les causes possibles de l'accélération de l'inflation à Madagascar.

I.- LE FONCTIONNEMENT DU MID

IA - LE FONCTIONNEMENT INSTITUTIONNEL DU MID

La compréhension du fonctionnement institutionnel du MID nous permettra de mieux répondre aux différentes questions posées dans cette étude.

Seuls les ordres supérieurs à 20 000 FF sont exécutés sur le MID et les banques doivent apporter sur ce marché tous les ordres qu'elles reçoivent : interdiction de compenser au niveau interne. Les montants inférieurs à 20 000 FF sont exécutés au guichet des banques au cours moyen pondéré de la veille. Lors de la mise en place du MID, on avait prévu qu'il serait possible d'échanger des devises pour un montant inférieur à 20 000 FF dans des bureaux de change, mais il n'existe toujours pas de bureaux de change à Madagascar.

Les ordres reçus sont fixés au mieux ou au cours limite. Les ordres au mieux doivent être exécutés quel que soit le cours. Pour les ordres limites, les clients indiquent un cours auquel ils veulent que soit exécuté leur ordre. Cependant, pour un ordre d'achat, la transaction pourra se faire à un cours inférieur au cours limite indiqué et inversement pour un ordre de vente. Si le cours demandé n'est pas atteint durant la séance de criée, l'ordre est reporté au lendemain.

Un ordre à cours limite est donc un ordre valable jusqu'au dernier jour de cotation du mois, et il tombe de lui-même s'il n'a pas été exécuté dans ce délai. Les ordres à cours limite peuvent donner lieu à des exécutions partielles. Un ordre passé à un cours limite qui est atteint lors de la séance n'implique pas forcément son exécution si les volumes ne correspondent pas. Avant le début de la séance, chaque banque effectue un classement de l'ensemble des ordres reçus en fonction de leur date d'arrivée et du niveau limite indiqué par les clients en traitant séparément les ordres d'achats et de ventes. Les ordres d'achats au mieux seront considérés comme étant passés à un cours immédiatement supérieur au cours limite le plus élevé. Inversement, les ordres de vente au mieux seront considérés comme ayant été passés à un cours immédiatement inférieur au cours limite le plus bas. Les ordres au mieux seront passés de façon prioritaire par rapport aux ordres à cours limite.

Le marché se tient à la criée dans les locaux de la BFV. Les échanges sur le MID se font le matin, et à 12H00, le cours moyen pondéré de la journée est déterminé en pondérant les prix par les volumes traités.

Les banques interviennent sur le MID pour leur compte propre (pour leurs propres besoins, par exemple pour le paiement des fournisseurs ou pour des interventions spéculatives en position de change) ou pour le compte de leurs clients. Cependant, il est difficile d'obtenir des informations sur l'importance des opérations pour le compte propre des banques. Afin d'éviter les conflits d'intérêt, les cambistes ne sont pas autorisés à effectuer des transactions pour leur propre compte sur le MID. La banque centrale intervient sur le marché pour sa clientèle ou dans le cadre des opérations de gestion des réserves de change du pays.

Le comité de marché (composé d'un représentant de la BCM, d'un représentant de l'APB et d'un représentant d'une banque commerciale qui change chaque mois) a un rôle de surveillance de la régularité des opérations, il traite les litiges, il établit un calendrier pour les dates de valeur et vérifie la détermination du CMP. Ce comité est habilité à prononcer des sanctions.

La mise en place d'un marché à terme avait été envisagée lors de la création du MID, mais ce projet n'est plus d'actualité pour le moment. Les opérateurs qui souhaitent acquérir à l'avance des devises peuvent faire des achats au préalable, ou sinon recourir au compte en différé.

Pour les règlements, le transfert financier se fait dans les 48 heures (valeur 2 jours). Cependant, ces délais pourront être modifiés en fonction des jours de fermeture des marchés des changes français et malgaches. Au début de la mise en place du MID, certaines banques ne pouvaient respecter ces délais, mais ce n'est plus le cas actuellement. En cas de litige, le comité de marché pourra demander à la BCM de débiter le compte de la banque fautive en faveur de la partie lésée. Dans le cas de non-livraison de devises, le montant en francs malgaches reversé sera celui de la transaction de change concernée. En aucun cas les différends surgissant des transactions ne doivent être réglés par un ajustement du prix des transactions ultérieures. Toute exécution d'un ordre commercial ne satisfaisant pas aux conditions réglementaires expose la banque à des sanctions.

Sur le MID, la devise la plus échangée est le FF. Beaucoup d'échanges ont également lieu en dollars. Pour calculer le taux de change du \$ contre le FMG, on considère le cours du dollar en FF la veille sur la place de Paris. Certains opérateurs font remarquer que cette pratique ne permet pas de rendre compte des véritables échanges qui s'établissent entre l'économie malgache et américaine.

Les banques transmettent chaque jour à la Commission de Supervision Bancaire et Financière, les statistiques sur les achats et les ventes qu'elles ont effectuées. Elles fournissent leur position de change du mois précédent le 25 du mois en cours à la banque centrale.

IB - LES PRINCIPAUX INTERVENANTS SUR LE MID

Les principaux intervenants sur le MID sont les importateurs et les exportateurs. Selon un sondage effectué par une des banques de la place en mai 1995,

86 % de ses ordres d'achats sont imputables aux importateurs et 67 % de ses ordres de vente proviennent des exportateurs. Les autres intervenants sont les restaurateurs, les hôteliers, les compagnies aériennes (pour payer les taxes de survol), les particuliers qui effectuent les transferts financiers autorisés par le FINEX, les consulats et ambassades, les associations et oeuvres de bienfaisance. La part des interventions des entreprises de la zone franche est négligeable étant donné qu'elles peuvent disposer de comptes à l'étranger. Elles interviennent sur le MID uniquement pour leurs besoins en FMG c'est à dire pour payer les salaires, les charges et les taxes.

Les importateurs

Depuis l'interdiction des importations sans cession de devises, les entreprises d'import-export ne peuvent plus payer leurs importations avec les devises acquises par leurs exportations mais doivent systématiquement intervenir sur le MID.

Jusqu'au début de l'année 1995, la notion d'importations sans cession de devises était assez vague, et de nombreux importateurs considéraient que leurs opérations ne rentraient pas dans le cadre de celles qualifiées « sans cession de devises ». Début 1995, le gouvernement a donc redéfini la notion d'importation sans cession de devises : il s'agit de toute importation qui n'est pas domiciliée auprès d'une banque.

Lorsqu'un importateur passe une commande auprès de son fournisseur, on lui remet une facture proformat et il dépose une fiche statistique d'importation (FSI) qui permet de récolter au niveau national des données sur les importations. Le fournisseur peut demander à être payé par crédit documentaire ou par remise documentaire. En général, les crédits documentaires sont favorisés par rapport aux remises documentaires.

Pour les remises documentaires, l'importateur établit un ordre de virement pour son fournisseur et en même temps, il établit un ordre d'achat sur le MID. Une fois que la banque a pu acheter les devises dont le client a besoin, elle débite son compte et établit le transfert pour le fournisseur. Les opérations de remises documentaires peuvent être couvertes par l'acquisition de devises au comptant 15 jours avant la date de règlement. Les devises acquises dans le cadre de cette procédure sont créditées dans un compte en devises. Elles ne peuvent être affectées à des opérations autres que celles pour lesquelles elles ont été acquises. Le délai maximum est de 15 jours afin de ne pas inciter la clientèle à spéculer. Dans la pratique, les opérateurs ont des difficultés à se procurer des devises pour les remises documentaires et les achats au préalable pour cette procédure sont rares. Les files d'attente sont en effet constituées par les remises documentaires en attente d'allocation de devises.

Les crédits documentaires peuvent être couverts par des opérations de change au comptant comme pour les remises documentaires ou par des opérations de change au comptant différé. Avec la couverture de change au comptant, l'importateur peut acheter les devises dont il a besoin 120 jours avant la date de règlement. Avec la couverture de change au comptant différé, la banque acquiert les devises à son propre nom mais pour le compte de son client. Les devises sont achetées au plus tôt sur le

marché des changes le jour de l'ouverture du crédit documentaire, et leur validité maximum est de 180 jours. Ces devises sont revendues le jour de leur acquisition par la banque à l'importateur avec paiement différé à la livraison. Le prix de vente est celui de l'acquisition des devises qui sera majoré ou minoré d'un intérêt de différé (qui dépendra de l'évolution du cours du FMG et de la devise concernée). Cet intérêt de différé ne pourra pas excéder 2 % par mois. Le prix pourra également être majoré d'une commission de change ou de bourse.

Les exportateurs

Les exportations doivent faire l'objet soit d'une ouverture de crédit documentaire soit d'un règlement par remise documentaire. Les exportateurs ont 90 jours pour rapatrier 90 % de leurs recettes. Ils peuvent en détenir 10% sur un compte en devises. Si le délai de rapatriement est suffisamment rapide, les exportateurs sont autorisés à ne rapatrier que 80 % de leurs recettes. Des dérogations existent, elles concernent les exportations d'une valeur inférieure à un million de FMG, celles contre-remboursement dont le montant est inférieur à 5 millions de FMG, les exportations temporaires et les réexportations par suite d'un régime douanier suspensif.

Pour les exportateurs qui ne rapatrient pas les devises dans les délais, une pénalité de 10% du montant est appliquée pour le premier mois de retard, de 50 % pour le deuxième mois et de 100 % pour le troisième. Ils ne sont plus autorisés à détenir 10 % de leurs recettes sur un compte en devises et ils risquent même l'interdiction provisoire ou définitive d'exercer une activité d'exportation. Les différents exportateurs que nous avons interrogés vendent leurs devises sur le MID pour respecter la règle des 90 jours, mais aussi pour des contraintes de trésorerie et pour spéculer contre le FMG. Les exportateurs qui sont dans les temps pour rapatrier leurs devises proposent sur le MID un cours élevé. Les ordres de vente au mieux proviennent d'exportateurs qui ont atteint le délai de 90 jours ou qui ont un besoin urgent de trésorerie.

Selon les banquiers interrogés, le taux de rapatriement des 90 % des recettes d'exportations est correcte et se situe entre 60 et 95 %. Cependant, il semblerait qu'il y ait encore de nombreux exportateurs qui ne rapatrient pas toutes leurs devises en pratiquant de la fausse facturation.

Les commissions de change

En général, quelques soient les banques, la commission appliquée est de 0,5 % sur le volume des transactions exprimé en FMG. Cette commission concerne aussi bien les ordres d'achats que de ventes. Elle est théoriquement la même pour tous les clients, mais dans la pratique, il existe certains avantages préférentiels selon les clients; le taux appliqué est alors de 0,3 ou 0,4 %. Les commissions dépendent du client mais également de l'objet de l'opération : pour les importations de produits de première nécessité, les commissions prélevées par les banques sont relativement faibles.

Comment les opérateurs perçoivent ils le MID?

En général, les vendeurs de devises sont satisfaits du fonctionnement du MID alors que ce n'est pas le cas des acheteurs : les demandes non satisfaites sont beaucoup plus importantes que les offres non satisfaites.

Les acheteurs trouvent que leurs ordres ne sont pas exécutés assez rapidement. Selon les importateurs interrogés, le délai moyen entre la date de dépôt et l'exécution des ordres est normalement de 5 à 7 jours. Cependant, pour les achats importants, la durée d'attente peut atteindre 20 jours. Entre le moment où un importateur ouvre un dossier et le moment où son fournisseur est payé, il peut très bien s'écouler deux à trois mois.

En plus de ce problème de délai, qui n'est pas forcément imputable aux banques mais au manque de devises, les opérateurs rencontrés notent tous un manque de communication de la part des banques. Selon les importateurs que nous avons rencontrés, les banques se contentent de prendre les ordres déposés par les clients mais ne leur donnent aucun conseil.

Lorsque la banque ne peut exécuter les ordres d'achat des importateurs, faute de devises disponibles, elle n'informe pas forcément les clients qui doivent sans cesse faire des démarches pour savoir où en est leur situation. Bien souvent, la banque présente une facture globale sans détailler les cours auxquels elle a pu acheter les devises. Il arrive même que le client reçoive une facture qui englobe à la fois le prix des devises achetées et les commissions.

Les clients reprochent également aux banques de ne pas passer les ordres sur le MID en fonction de leur arrivée chronologique mais en fonction de la clientèle à privilégier alors que les cambistes ne sont pas censés connaître l'identité de leur client.

Le souhait des clients est une simplification des procédures : alors que l'un des principaux importateurs de la place détient à 100 % la société qui importe pour son compte, il est obligé à chaque fois de fournir de nombreux documents à la banque.

Les entreprises qui ont une capacité financière suffisante n'ont pas de problèmes mais ce n'est pas le cas pour les petites entreprises qui doivent constituer des provisions avant que les banques ne leur achètent des devises.

Les banquiers notent que les reproches des opérateurs viennent souvent du fait qu'ils n'ont pas encore très bien compris le mécanisme de marché, et en particulier qu'il est impossible d'exécuter tous les ordres d'achat s'il n'y a pas d'offre en face. Les banquiers remarquent que bien souvent, les opérateurs confondent ordres limites et ordres au mieux : ils pensent qu'un ordre au mieux est un ordre assorti des conditions les meilleures, alors que c'est le contraire. Pour combler ce manque de communication, il faudrait organiser des réunions entre banquiers et clients sur le MID.

Les banquiers font remarquer que le MID a été imposé par les bailleurs de fonds alors qu'ils ne souhaitaient pas sa mise en place. On leur reproche maintenant

d'être responsables de la dérive du FMG alors qu'ils ne font que transmettre les ordres de leurs clients. De toutes les façons, il est clair qu'actuellement les banques bénéficient d'une situation d'oligopole (il n'y a que 6 intervenants sur le marché). Pour cette raison, un certain nombre d'opérateurs souhaiteraient que le marché s'ouvre à des intervenants non financiers.

II.- LE MID PERMET-IL DE SATISFAIRE LA DEMANDE DE DEVISES?

Tableau 1
Demandes non satisfaites

| mois | Pourcentage des demandes non satisfaites sur les demandes d'achats totales | Demandes non satisfaites/vol. moyen quotidien de chaque mois |
|----------------|--|--|
| mai 1994 | 73.59 | 33.47 |
| juin 1994 | 7.4 | 1.76 |
| juillet 1994 | 5.29 | 1.14 |
| août 1994 | 1.96 | 0.44 |
| septembre 1994 | 7.53 | 1.79 |
| octobre 1994 | 3.23 | 0.66 |
| novembre 1994 | 10.01 | 2.36 |
| décembre 1994 | 7.84 | 1.93 |
| 1994 | 20.87 | 43.55 |
| janvier 1995 | 26.2 | 7.45 |
| février 1995 | 35.69 | 11.09 |
| mars 1995 | 37.25 | 12.47 |
| avril 1995 | 28.6 | 7.21 |
| mai 1995 | 21.7 | 5.56 |
| juin 1995 | 10.72 | 2.04 |

Le MID ne permet pas de satisfaire la demande des acheteurs de devises : à part les mois d'août et d'octobre 1994, les demandes non satisfaites représentent systématiquement plus de 5% des demandes totales.

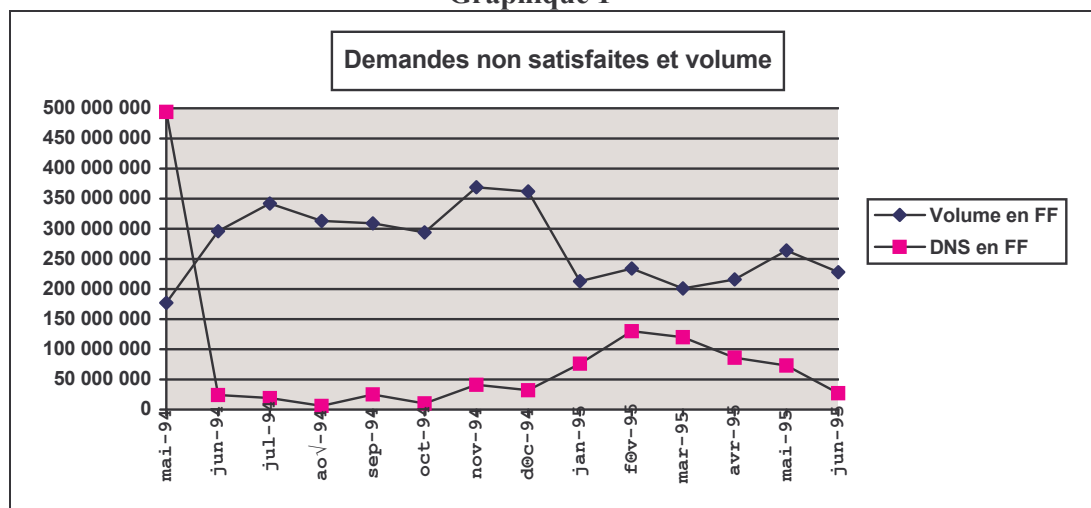
Au mois de mai 1994, les demandes non satisfaites ont été supérieures aux volumes échangés. Durant le reste de l'année 1994, les demandes non satisfaites représentent moins de 10 % des demandes totales, soit moins de 2 jours et demi de volume. En effet, au cours des quelques mois qui ont suivi la mise en place du MID, les réserves de devises étaient suffisamment importantes. Les banques avaient gardé un déblocage Stabex depuis novembre 1994 pour spéculer. Elles ont également vendu des devises pour que leur position de change n'excède pas 40 % des fonds propres, le délai qui leur était accordé prenant fin le 31 juillet 1994. De plus, les règlements des exportations se font à partir du mois de juin.

De janvier à mai 1995, le pourcentage des demandes non satisfaites par rapport aux demandes totales est très important, il est compris entre 21 et 38 % et les demandes non satisfaites représentent systématiquement plus de 5 jours de volumes. Ces files d'attente importantes correspondent à la période de règlement des importations des produits de première nécessité (riz, sucre, huile) et des intrants agricoles importés en novembre. De plus, cette année, les importations ont été encore plus importantes que d'habitude à cause des cyclones qui ont ravagé une bonne partie des cultures.

En juin 1995, les files d'attente étaient de nouveau réduites c'est à dire inférieures à deux jours de volume (période de règlement des exportations).

Les mois où les demandes non satisfaites sont importantes sont des mois où les volumes échangés ont été faibles, et où il y a eu peu de vendeurs sur le marché.

Graphique 1



III. - QUEL EST LE ROLE DES DIFFERENTES BANQUES SUR LE MID ?

Tableau 2
Part de marché et demandes non satisfaites de chaque banque

| Banques | Achats | Ventes | Part des demandes non satisfaites totales | Part des demandes rejetées au sein de la banque |
|---------|--------|--------|---|---|
| BCM | 20 % | 5 % | 23.66 % | 18.52 % |
| BFV | 13 % | 17 % | 8 % | 8.69 % |
| BMOI | 13 % | 16 % | 3.73 % | 4.36 % |
| BNI | 24 % | 30 % | 6.93 % | 4.47 % |
| BTM | 26 % | 27 % | 57.5 % | 25.55 % |
| UCB | 4 % | 5 % | 0.18 % | 0.76 % |

Les chiffres calculés dans ce tableau prennent en compte la période juin 94-mars 95. La part des demandes rejetées au sein de chaque banque par rapport aux demandes totales a été assez faible en 1994 et beaucoup plus élevée pour les trois premiers mois de 1995. Les chiffres présentés ci dessus sont donc une moyenne de ces deux périodes.

Les demandes non satisfaites de la BTM et de la BCM représentent plus des trois quarts des demandes non satisfaites totales (plus de la moitié uniquement pour la BTM) alors que ces deux banques représentent moins de 50 % des achats. La BTM est très sollicitée pour les achats de devises pour les importations des produits de première nécessité. Jusqu'en janvier 1995, elle était chargée d'acheter les devises pour

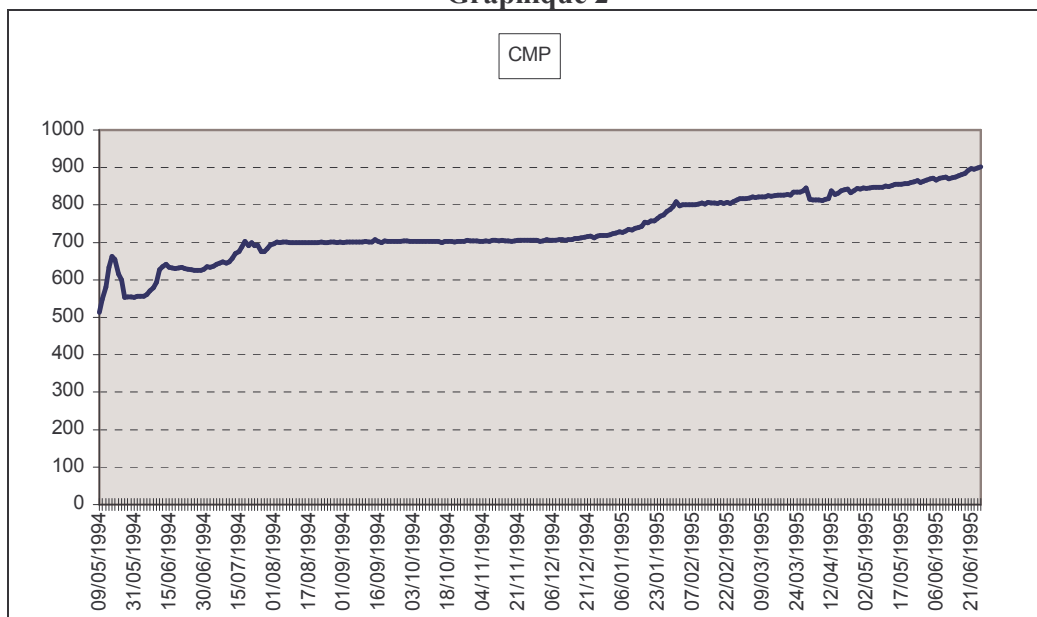
la facture pétrolière, qui représentent environ 7 millions de dollars par mois. Depuis fin janvier, les autres banques de la place sont également chargées d'acheter des devises pour la Solima. Cependant, cette mesure n'a pas permis de réduire significativement la part des demandes non satisfaites de la BTM (la diminution engendrée n'est que de 2 %). Les demandes non satisfaites des trois banques privées, BMOI, BNI et UCB représentent environ 11 % des demandes non satisfaites totales alors que leurs achats représentent plus de 41 % des achats totaux. C'est la raison pour laquelle les importateurs que nous avons rencontrés adressent leurs demandes essentiellement aux banques privées.

Le fait que la BCM soit structurellement acheteuse (ses achats représentent 20 % des achats du marché alors que les ventes ne représentent que 5%) et qu'un ordre d'achat sur 5 soit rejeté au sein de cette banque montre qu'elle ne joue pas le rôle de régulateur de marché qui devrait être le sien.

Sur les trois premiers mois de 1995, les demandes au mieux non satisfaites de la BCM représentent 100 % de ses demandes non satisfaites alors que ce pourcentage n'est que de 35 % pour la BNI. Sans précision sur la nature des ordres d'achats qui ont été satisfaits, il est difficile d'interpréter ces résultats, cependant, on peut dire qu'il existe un lien entre le fait qu'un pourcentage important des demandes d'une banque soit rejeté et le fait que la plupart de ses demandes non satisfaites soient des demandes au mieux.

IV.- LE MID EST IL UN MARCHÉ EFFICIENT ?

Graphique 2



Source : Comité de marché

Depuis sa création en mai 1994, on peut décomposer l'évolution du cours du FMG en trois périodes distinctes. Dans un premier temps, le cours a fortement varié, il a progressé de 36% entre le 9 mai 1994 et le premier août 1994. Dans une deuxième phase, il est resté stable jusqu'à mi-décembre 1994. Depuis cette date, le cours a progressé de 27 % : il a augmenté de la mi-décembre à fin janvier pour atteindre un palier en février, et depuis il augmente régulièrement (à part une nette diminution pendant une semaine début avril).

Afin de déterminer si le marché a été efficient au cours de ces trois périodes, nous avons étudié s'il était possible de connaître le CMP avant le début de la séance. Nous avons également cherché à déterminer si l'information circulait parfaitement sur le MID. D'autre part, nous avons regardé si le CMP reflétait les variations de l'offre et de la demande.

IVA - LE CMP PEUT IL ETRE CONNU AVANT LE COMMENCEMENT DE LA SEANCE ?

Etant donné que les offres non satisfaites sont négligeables, le volume des échanges est pratiquement égal à l'offre ex ante de devises. De plus, étant donné que de nombreuses demandes au mieux ne sont pas satisfaites, les vendeurs sont pratiquement sûrs que leurs ordres vont pouvoir être exécutés et peu d'ordres de ventes sont passés au mieux. De ce fait, pour avoir ex ante une approximation du CMP, il suffit de pondérer le volume des offres de vente avec le prix proposé. En connaissant le poids de ses ventes dans les ventes totales, un cambiste pourra facilement évaluer quel sera le CMP déterminé à la fin de la séance. Au lieu de respecter l'ordre chronologique d'arrivée des ordres, il sera facile de favoriser un client en passant son ordre au moment opportun selon l'évolution probable du CMP.

IVB - LE MARCHE EST IL EFFICIENT AU SENS OU TOUTE L'INFORMATION DISPONIBLE SUR LE MARCHE EST DETENUE PAR TOUS LES AGENTS ?

La raison d'être d'un marché est la différence d'anticipations entre les acheteurs et les vendeurs. Mais si cette différence est trop marquée, cela signifie que le marché n'est pas complètement transparent c'est à dire que le prix ne reflète pas toutes les informations disponibles. Pour le MID, nous avons cherché à déterminer s'il existe une grande différence d'opinion entre les acheteurs et les vendeurs et pour ce, nous avons étudié l'importance de l'écart qui existe entre le cours maximum et minimum lors d'une séance. Si le marché est efficient et que tous les agents détiennent la même information, cet écart devrait être relativement faible. Afin de tenir compte de la tendance haussière sur le MID, nous avons calculé cet écart en pourcentage du CMP.

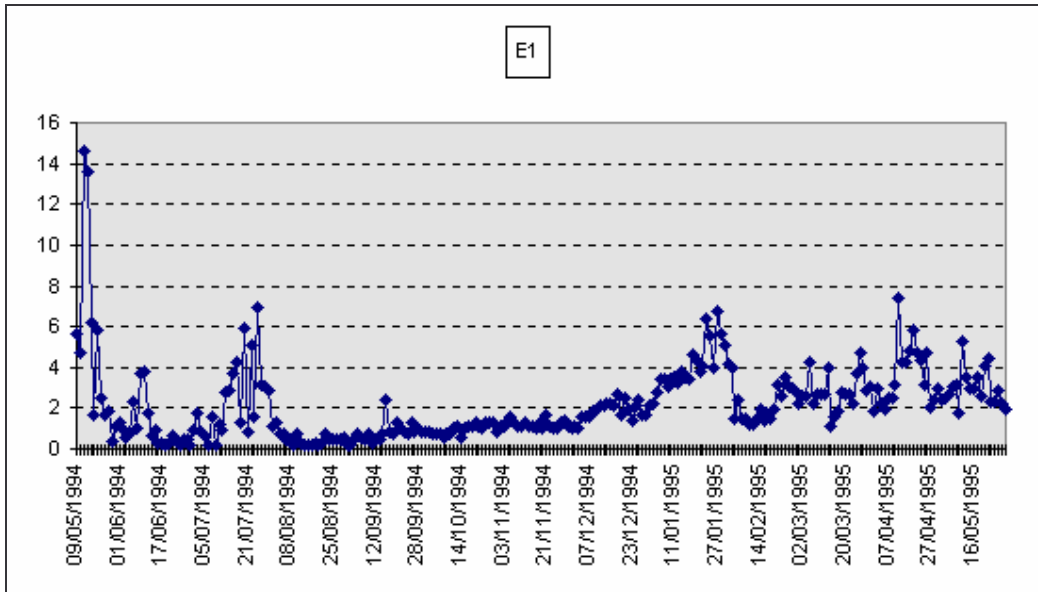
$$E1 = ((H-B) / \text{CMP}) * 100$$

H = cours maximum

B = cours minimum

CMP = cours moyen pondéré

Graphique 3



Source : nos propres calculs avec les données du comité de marché.

Ce graphique montre que l'écart entre le cours minimum et maximum a une tendance à augmenter depuis la mise en place du MID. Nous avons considéré que le marché est efficient si l'écart entre le cours minimum et maximum est relativement faible, c'est à dire si E1 est inférieur à 2 % du CMP. Cette analyse nous permet de conclure qu'en moyenne, le marché n'a pas été efficient dans 43 % des cas.

IVC - LA VARIATION DU CMP REFLETE T-ELLE LES VARIATIONS DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE ?

Sur un marché efficient, une augmentation de l'offre entraîne une diminution du cours.

En se basant sur cette hypothèse nous avons testé dans le tableau suivant quelle est l'influence du taux de croissance du volume sur le taux de croissance du cours moyen pondéré.

Tableau 3
Estimation du CMP

| $TXCMP_t$ | Constante | TXQ_t | R^2 | DW |
|--------------------------------------|-----------------|----------------------|--------|------|
| mai 94 - juin 95 (t de student) * | 0.20 (1.21) | -0.0021 (-2.56) | 0.26 | 1.9 |
| Période 1 (t de student) * | 0.92 (1.13) | -0.004 (-1.65) | 0.36 | 1.9 |
| Période 2 (t de student) | 0.035 (1.69) | -0.001 (-4.62) | 0.18 | 2.6 |
| Période 3 (t de student) | 0.19 (3.54) | -0.00004 (-0.056) | 0.0000 | 2.38 |

Source : Comité de marché

*L'estimation du taux de croissance du CMP tient compte de l'autocorrélation des perturbations.

$TXCMP_t$ = taux de croissance du CMP entre (t-1) et t

TXQ_t = taux de croissance du volume échangé en FMG entre (t-1) et t

R^2 = coefficient de corrélation linéaire

DW = Durbin Watson

Avant d'analyser les résultats de cette régression, il convient de rappeler pourquoi sur un marché efficient, le cours est censé baissé lorsque l'offre augmente. Sur un marché efficient, les demandes qui ne sont pas satisfaites émanent des demandeurs non disposés à payer un prix assez élevé. Dans un marché où la demande est supérieure à l'offre, toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation des volumes échangés signifiera que des échanges supplémentaires ont permis de satisfaire les demandes non satisfaites auparavant. Cela signifie que les vendeurs ont accepté de baisser leurs prix pour pouvoir satisfaire plus de demandes. De tels échanges supplémentaires entraîneront une diminution du cours moyen.

En ce qui concerne le MID, de mai 1994 à juin 1995 et pour les deux premières sous périodes étudiées, une augmentation du taux de croissance du volume entraîne une diminution du taux de croissance du CMP. Cela signifie les échanges supplémentaires permis par l'augmentation de volume (donc de l'offre ex ante) ont été réalisés à un cours inférieur aux autres échanges. Les offreurs de devises ont donc proposé des cours moins élevés. Le fait que les vendeurs soient enclins à vendre moins cher signifie qu'ils sont pressés de vendre leurs devises. Ce comportement provient d'entreprises qui ont des besoins de trésorerie urgent ou d'exportateurs qui ont atteint la limite des 90 jours pour rapatrier leurs devises.

Le fait que le taux de croissance du CMP soit négativement corrélé au taux de croissance des volumes échangés ne signifie pas forcément que le MID est un marché efficient.

Il faut en plus étudier la nature des demandes non satisfaites et vérifier qu'elles émanent bien des demandeurs prêts à payer un faible prix.

Tableau 4
Evolution du CMP et des demandes non satisfaites

| | CMP | DNS / Demandes totales |
|----------------------|-----------------|-------------------------------|
| juin - juillet 1994 | en augmentation | relativement faibles |
| août - décembre 1994 | stable | relativement faibles |
| janvier - mai 1995 | en augmentation | élevées |
| juin 1995 | en augmentation | relativement faibles |

Ce tableau montre qu'il n'y a pas de relation entre l'évolution du CMP et les demandes non satisfaites. Le prix n'est donc pas la variable qui permet d'ajuster l'offre à la demande. Afin d'expliquer ce phénomène, nous avons cherché à savoir quelle était la nature des demandes non satisfaites.

Les demandes au mieux non satisfaites des 3 premiers mois de 1995 représentent 92 % des demandes non satisfaites totales. Soit cela signifie que les banques privilégient les ordres avec des cours limites, soit cela signifie que la plupart des ordres d'achats sont passés au mieux. Dans un cas comme dans l'autre, nous concluons que le marché n'est pas parfaitement efficient.

Sur un marché parfait où les prix ajustent l'offre à la demande, les demandes non satisfaites émanent des demandeurs qui ne sont pas prêts à payer le prix fort. Il est donc surprenant de constater que sur le MID la plupart des demandes non satisfaites sont au mieux c'est à dire émanent des demandeurs prêts à payer un prix élevé. D'un point de vue concret cela signifie que les cambistes ne passent pas les ordres dans l'ordre d'arrivée. Contrairement aux règles de fonctionnement du marché,

ils privilégient les clients qui passent des ordres au cours limite et n'amènent pas en priorité les ordres au mieux. Au contraire, si l'on considère que la plupart des demandes sont au mieux, pourquoi les vendeurs ne proposent-ils pas des prix beaucoup plus élevés? Y a-t-il des pressions pour maintenir l'évolution du cours du FMG sur le MID ?

On peut également se poser la question de l'efficacité du MID en étudiant la possibilité pour les opérateurs de modifier les ordres non exécutés. Les ordres non exécutés sur le MID sont systématiquement reportés à la séance de crie de lendemain, et ce jusqu'à la dernière séance du mois. S'il n'y a pas de variation de la tendance du CMP, plus la date de fin de mois approche, plus la masse des ordres non satisfaits sera gonflée. Le seul recours pour les opérateurs est d'annuler leur ordre et de passer un nouvel ordre. Ce mécanisme montre qu'il est compliqué pour les opérateurs d'ajuster leurs ordres en fonction de l'évolution du CMP, ce qui ne permet pas à la demande et à l'offre de s'ajuster parfaitement aux variations du CMP au cours du mois.

V.- ANALYSE DYNAMIQUE DU VOLUME ET DU NOMBRE D'OPERATIONS

VA - ANALYSE DES VARIABLES DETERMINANTES DU VOLUME

Tableau 5
Estimation de Q_t

| | Constante | P_{t-1} | Q_{t-1} | R^2 | DW |
|-----------------------------|--------------------|----------------|----------------|-------|-------|
| mai 1994-juin 1995 | 14.52 (7.82) | 0.30 (1.35) | 0.27 (4.92) | 0.09 | 2.05 |
| | Constante | P_{t-1} | Q_{t-1} | R^2 | DW |
| Période 1 (t de student) | 1.3 (0.24) | 2.55 (2.8) | 0.22 (1.8) | 0.26 | 2.006 |
| Période 2 (t de student) | -206.38 (-2.76) | 34.6 (3.04) | 0.12 (1.22) | 0.10 | 1.90 |
| Période 3 (t de student) | 9.23 (2.20) | 1.21 (1.96) | 0.24 (2.77) | 0.10 | 2.02 |

Source : Comité de marché

avec :

Q_t = log du volume ne FMG de la séance t

P_{t-1} = log du CMP de la séance (t-1)

Q_{t-1} = log du volume ne FMG de la séance (t-1)

R^2 = coefficient de corrélation linéaire

DW = Durbin Watson

La quantité de devises échangées croît avec le cours moyen de la séance précédente pour les périodes 1 et 2. Durant la première période, les banques doivent vendre leurs devises avant fin juillet pour que leur position de change n'excède pas 40 % des fonds propres; elles profitent donc d'une hausse du CMP de la séance précédente pour amener leurs devises sur le marché. Au cours de la deuxième période, caractérisée par une relative stabilité du cours, dès que le cours de la séance précédente progresse, les détenteurs de devises en profitent pour vendre, craignant que le cours rediminue à la séance suivante.

Pour la troisième période et la période totale (mai 1994-juin 1995), la quantité de devises échangées dépend du volume de la séance précédente. Etant donné que le

volume dépend des quantités de devises offertes, ce résultat est lié à un comportement de mimétisme des détenteurs de devises. La quantité de devises apportées dépend des besoins spécifiques de chaque opérateur et aussi du comportement des autres opérateurs. Le volume de devises échangées ne dépend pas du CMP de la veille, ce qui signifie que les vendeurs diffèrent le plus possible la date de vente de leurs devises quel que soit le cours qui s'est établi à la séance précédente car ils savent que ce cours va encore monter.

Cependant, la relation entre la quantité de devises échangées en t et les volumes et les prix de (t-1) est à relativiser compte tenu des opérations d'aller-retour. De telles opérations permettent aux banques de contourner l'interdiction de faire de la compensation au niveau interne. La banque X a un ordre d'achat et un ordre de vente au même cours pour le même volume. Elle vend des devises à la banque Y qui les revend à la banque Z et X les rachète à Z. Les volumes échangés sont ainsi systématiquement gonflés. Certaines séances, ces opérations d'aller-retour représentent entre 80 et 90 % des ordres et il ne reste plus que 10 à 20% d'opérations « normales», ce qui fausse le jeu du marché.

Tableau 6
Moyenne des volumes échangés

| | Pourcentage de fois où la moyenne quotidienne calculée sur une base hebdomadaire est supérieure à la moyenne quotidienne calculée sur une base mensuelle. | | |
|---------------------|---|--------------------|-------------|
| | Période complète | mars/juin/sept/dec | autres mois |
| 1ère semaine | 38 | 40 | 38 |
| 2ème semaine | 46 | 60 | 38 |
| 3ème semaine | 71 | 40 | 89 |
| 4ème semaine | 71 | 80 | 67 |

Si l'on regarde l'évolution de la quantité de devises échangées au niveau mensuel, il est très net que cette quantité augmente les deux dernières semaines du mois : dans 71 % des cas, la moyenne des volumes quotidiens calculés sur une base hebdomadaire est supérieure à la moyenne quotidienne calculée sur une base mensuelle lors des deux dernières semaines, alors que ces pourcentages ne sont que de 38 et 46 % pour les deux premières semaines du mois. Etant donné que l'on n'observe pas d'évolution notable du CMP à la fin de chaque mois, cela signifie que cette augmentation du volume correspond à la fois à une augmentation de la demande et de l'offre.

Les exportateurs qui vendent leurs devises pour des besoins de trésorerie le font à la fin du mois, juste avant les échéances à honorer. Inversement, il y a augmentation des demandes de devises à la fin du mois pour faire face aux échéances de l'étranger. Cette tendance est encore plus marquée pour les fins de mois correspondants à des échéances trimestrielles : la moyenne quotidienne calculée sur une base hebdomadaire est dans 80 % des cas supérieure à la moyenne quotidienne calculée sur une base mensuelle pour la quatrième semaine des mois de mars, juin, septembre et décembre (contre 67 % pour les autres mois).

VB - ANALYSE DES VARIABLES DETERMINANTES DU NOMBRE D'OPERATIONS

Tableau 7
Estimation de N_t

| | Constante | Q_t | M_{t-5} | CMP | R^2 | DW |
|--------------------|--------------------|-----------------|-------------------|------------------|-------|------|
| Mai 94 - Juin 95 * | -151.29 (-1.27) | 9.03 (6.70) | -11.65 (-3.01) | 37.68 (3.47) | 0.44 | 2.26 |
| Période 1 | 239.47 (2.28) | 10.02 (3.76) | -1.55 (-0.35) | -69.9 (-4.51) | 0.38 | 1.99 |
| Période 2* | -480.15 (-0.29) | 7.78 (4.82) | -0.83 (-0.17) | 53.29 (0.2) | 0.28 | 2.02 |
| Période 3* | -175.55 (-0.85) | 10.59 (4.72) | -15.43 (-2.67) | 49.28 (1.73) | 0.37 | 2.18 |

* Les coefficients ont été estimés en tenant compte de l'autocorrélation des perturbations.

avec :

N_t = nombre de transactions échangées à la séance t

Q_t = logarithme népérien du volume en FMG

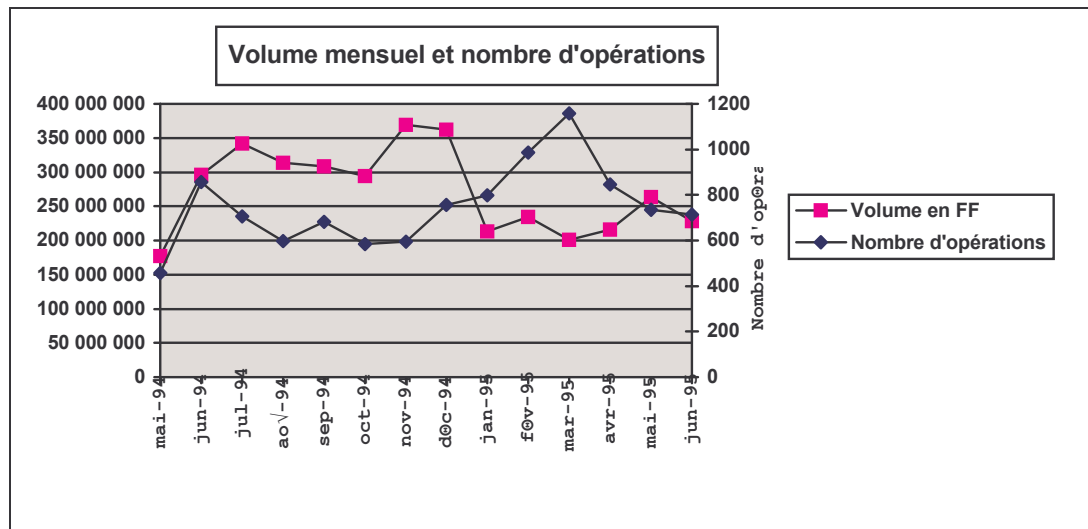
M_{t-5} = moyenne du volume en FMG échangé au cours des 5 dernières séances, exprimé en logarithme népérien

CMP_t = logarithme népérien du CMP à la séance t

Au cours des périodes 1 et 2, le volume échangé au cours de la semaine précédente (M_{t-5}) n'a aucun effet sur le nombre de transactions de la séance qui dépend du volume échangé de la séance. A la période 2, plus le CMP est élevé, plus le nombre de transactions est faible. Cela signifie que lorsque les vendeurs proposent des prix élevés, ils ne morcellent pas leurs ordres. Cela leur permet de vendre une grosse quantité tant que le cours du marché est élevé car ils anticipent une diminution du CMP étant donné qu'il est très stable sur cette période.

Pour la période allant de mai 1994 à juin 1995 et pour la sous période 3, les clients anticipent quel sera le volume échangé au cours de la séance en se basant sur la moyenne des volumes échangés au cours de la semaine précédente la séance (M_{t-5}). Toute diminution de cette moyenne entraînera un fractionnement des ordres pour qu'ils puissent être exécutés. Au cours de la séance t, plus le volume échangé est important, plus le nombre de transactions est grand.

Graphique 4



Toutes choses étant égales par ailleurs, le nombre de transactions au cours d'une séance augmentera avec une hausse du CMP de la séance. En effet, les vendeurs savent que le CMP qui sera déterminé à l'issue de la séance dépendra principalement des cours indiqués pour les offres de vente (la demande est peu élastique au prix). Plus le cours qu'ils proposent est élevé, plus ils savent que le CMP qui sera déterminé sera élevé et plus ils fractionnent leurs ordres pour pouvoir bénéficier d'une tendance haussière du marché au cours de la séance.

Au niveau mensuel, le graphique suivant montre que plus le volume est faible, plus les agents fractionnent leurs ordres pour être sûrs qu'ils soient exécutés sur le marché.

VI.- QUEL BILAN PEUT ON TIRER DU MID ?

Pour faire un bilan du MID, nous avons examiné quels sont les points positifs du MID, nous avons regardé si les objectifs fixés avaient été atteints, enfin nous avons cherché à déterminer les conséquences de l'implantation de ce marché sur l'accélération de l'inflation.

Le MID n'est pas encore un marché parfait mais désormais les opérateurs peuvent détenir des comptes en devises et le cours du FMG est déterminé par le jeu de l'offre et de la demande, il reflète plus la réalité que lorsqu'il était déterminé administrativement.

Un des objectifs de la mise en place du MID était de réduire l'importance du marché parallèle. Un an après l'installation du MID, il semblerait que les transactions sur ce marché aient diminué mais n'aient pas disparu. Ce marché finance les importations illicites pour éviter de payer les frais de douanes. Cela permet à certaines entreprises de vendre des produits importés deux fois moins chers que les importateurs que nous avons rencontrés. Un certain nombre de clients sont même retournés sur le marché parallèle après avoir été échaudés par les commissions prélevées par les banques sur le MID.

En avril 1994 avant la mise en place du MID, l'écart de taux entre le marché parallèle et le marché officiel était de 45 % (480 FMG contre 1 FF sur le marché parallèle et 330 sur le marché officiel). En septembre 1994 cet écart était nul, le cours sur le marché officiel a même été légèrement supérieur à celui sur le marché parallèle. En octobre 1994, le différentiel était de 7 %. En juin 1995, il était d'environ 5 % (900 FMG contre 1 FF sur le marché officiel contre 950 sur le marché parallèle). Si l'on considère que les volumes échangés sur ce marché varient dans le même sens que le différentiel de taux entre le marché parallèle et le MID, on peut dire qu'après avoir été très serrées jusqu'en septembre 1994, les transactions sur le marché parallèle auraient repris, mais en juin 1995 elles seraient de nouveau en diminution.

La question qui préoccupe le plus les agents économiques et qui suscite le plus d'analyses divergentes est celle de la responsabilité du MID sur l'accélération de l'inflation. En effet, en glissement mensuel, l'indice des prix à la consommation

familiale calculé par l'Institut National de la Statistique a augmenté de 67 % entre décembre 1993 et décembre 1994. Après avoir rappelé quelles sont les raisons de la dérive du FMG sur le MID, nous nous interrogerons pour savoir si d'autres variables ne seraient pas à même d'expliquer l'inflation à Madagascar.

Outre la supériorité de la demande par rapport à l'offre, sur le MID, il est clair que le manque de confiance des opérateurs nourrit les anticipations inflationnistes. Par exemple, les premiers échanges sur le MID se sont effectués aux alentours de 500 FMG contre 1 FF car durant le mois d'avril 1994, les opérateurs avaient entendu dire que le cours monterait à 500 FMG (alors qu'à la veille de la mise en place du MID, le cours était à 333). Le comportement de mimétisme des différents intervenants et le manque de confiance dans la monnaie entretiennent la dérive du FMG : il s'est déprécié de 75 % entre et mai 94 et juin 95.

Faute de devises, la BCM ne peut jouer son rôle de régulateur de marché. Il est à craindre que le marché ne soit pas efficient tant qu'il en sera ainsi. La BCM contribue même à faire augmenter le cours du FMG car comme elle n'a pas de contrainte de rentabilité, elle achète les devises dont elle a besoin à n'importe quel prix.

Afin de limiter la dérive du FMG sur le MID, les banques ne publient plus les cours maxima et minima sur le MID depuis février 1995. En effet, pour fixer leur cours de vente, les exportateurs se référaient systématiquement au cours maximum de la veille, alors que celui-ci ne pouvait représenter qu'une seule transaction d'un faible volume. Cependant, pour plus de transparence, les bailleurs de fonds et la CSBF souhaiteraient que les banques publient au moins les cours maxima et minima du premier et dernier décile ou quart.

Outre la dérive du FMG, il faut noter qu'entre 1990 et 1994, la masse monétaire a augmenté plus que proportionnellement à l'augmentation du PIB. En 4 ans, elle est passée de 15 % à 25 % du PIB. La principale cause de l'inflation ne serait elle pas l'excédent de liquidité par rapport à la production? Si tel est le cas, le remède serait une maîtrise des dépenses publiques et une collecte des recettes efficace (pour l'instant le ministère des finances ne reçoit que 7 % des recettes fiscales).

De plus, ne doit on pas se demander si l'inflation à Madagascar serait de la même ampleur si les aides bilatérales et multilatérales avaient été débloquées comme cela avait été prévu? Alors que les mesures d'accompagnement lors de la dévaluation du FCFA en zone franc ont en partie permis de limiter l'inflation, Madagascar attend toujours les mesures d'accompagnement après l'installation du MID. De même, la suppression des aides à la balance des paiements, pour payer les importations des produits de première nécessité (pétrole, riz) n'a t-elle pas été trop rapide ? La principale cause de l'inflation à Madagascar ne serait elle pas une inflation par les prix à cause du renchérissement des prix des produits importés?

Quelles que soient les raisons de l'inflation, les tergiversations du gouvernement en place sont en grande partie responsable du manque de confiance des agents dans l'économie et dans le FMG. L'interruption des négociations avec la Banque Mondiale et le FMI n'est pas de nature à rassurer les opérateurs. Pour rétablir la confiance, il est nécessaire que le processus de négociation avec les bailleurs de

fonds aboutisse. Un accord avec le FMI et la Banque Mondiale, espéré vers la fin de l'année 1995, permettrait un déblocage des autres bailleurs de fonds, rassurerait les opérateurs et casserait les anticipations des spéculateurs.

CONCLUSION

Un an après sa mise en place, le MID ne permet pas aux opérateurs de se procurer toutes les devises dont ils auraient besoin. Les demandes non satisfaites ont été particulièrement importantes entre janvier et mai 1995 (elles ont représenté entre 5 et 12 jours de volumes) et ont diminué en juin 1995. La BCM est structurellement demandeuse et ses demandes non satisfaites représentent quasiment 25 % des demandes non satisfaites totales. Cette banque est incapable de jouer son rôle de régulateur de marché.

Les différences d'anticipation entre les acheteurs et des vendeurs montrent que le marché n'est pas complètement efficient du point de vue de la transparence de l'information. Le taux de croissance du CMP est négativement corrélé au taux de croissance des volumes échangés entre mai 1994 et juin 1995, mais cela ne prouve pas que le MID est un marché efficient car la plupart des demandes non satisfaites sont des demandes passées au mieux. Soit cela signifie que les cambistes favorisent les clients qui passent des demandes au cours limite, soit cela signifie que le prix n'est pas la variable qui équilibre l'offre à la demande et que le cours est maintenu artificiellement à un certain niveau. Quel serait alors le niveau du CMP qui permettrait d'équilibrer l'offre et la demande ? Si le cours du FMG devait encore augmenter, quelles en seraient les conséquences sur l'inflation ? Quelles sont d'ailleurs les raisons de l'accélération de l'inflation depuis mai 1994 ? Les réductions du déficit public et de la croissance de la masse monétaire suffiront-ils à endiguer cette inflation ? La réduction de l'inflation ne serait-elle pas plutôt conditionnée par l'apport de devises sur le MID par l'intermédiaire des bailleurs de fonds ?

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

COGNEAU (1995) Rapport de mission à Madagascar du 4 au 20 mai 1995

CONVENTION DE PLACE DU MID (1994)

MADIO (1994) : Dynamique des prix à la consommation depuis le flottement

MADIO (1994) Etude du marché interbancaire de devises à Madagascar, état des lieux six mois après

WORLD TABLES 1994

ARTICLES DE PRESSE

L'EXPRESS DE MADAGASCAR

« Les banques dans le collimateur du FMI », 27 juin 1995

MADAGASCAR TRIBUNE (1995), « La lettre d'intention du FMI », n° 1897, 21 mars 1995

MIDI ECONOMIE (1995) « Loi bancaire : l'agrément des établissements du ressort de la commission de contrôle financier », juin 1995

ROI MADAGASCAR (1995) Marché interbancaire des devises, état des lieux, mars 1995

TRIBUNE

« Importations sans cession de devises », 31/01/95