

*Pour tous renseignements concernant cette publication, s'adresser à :*

**BANQUE CENTRALE DE MADAGASCAR  
DIRECTION DE LA DOCUMENTATION ET DES CENTRALES D'INFORMATIONS**

**Boîte Postale : 550**

**Téléphones : (261) 20 22 642 26, (261) 20 22 236 73, (261) 20 22 627 81**

**Fax : (261) 20 22 345 32**

**[bcm.doc@bfm.mg](mailto:bcm.doc@bfm.mg)**

**[www.banque-centrale.mg](http://www.banque-centrale.mg)**

**101 – ANTANANARIVO  
MADAGASCAR**



# SOMMAIRE

<b>SYNTHESE.....</b>	<b>1</b>
<b>PREMIERE PARTIE : RAPPORT SUR LA STABILITE MONETAIRE.....</b>	<b>5</b>
<b>A/LE CONTEXTE MACROECONOMIQUE.....</b>	<b>6</b>
<b>I. L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE INTERNATIONAL .....</b>	<b>6</b>
<b>1. LA CROISSANCE ECONOMIQUE DANS LE MONDE .....</b>	<b>6</b>
1.1. Economies avancées .....	6
1.2. Pays émergents et en développement .....	6
<b>2. L'EVOLUTION DES MARCHES FINANCIERS.....</b>	<b>8</b>
<b>3. LES PRIX DES PRODUITS DE BASE .....</b>	<b>9</b>
<b>II. LE CONTEXTE MACROECONOMIQUE NATIONAL.....</b>	<b>11</b>
<b>1. LA CROISSANCE ECONOMIQUE .....</b>	<b>11</b>
1.1. Les origines de la croissance.....	12
1.2. Les emplois du PIB.....	18
<b>2. LES FINANCES PUBLIQUES.....</b>	<b>20</b>
2.1. L'évolution des Opérations Globales du Trésor.....	20
2.2. Le marché des Bons du Trésor par Adjudication .....	26
<b>3. LA BALANCE DES PAIEMENTS.....</b>	<b>32</b>
3.1. Les transactions courantes .....	33
3.2. Les opérations en capital et financières .....	41
3.3. Le stock de la dette extérieure et la position extérieure globale.....	42
<b>4. LES FACTEURS AUTONOMES DE LA LIQUIDITE BANCAIRE.....</b>	<b>43</b>
4.1. Les effets des finances publiques.....	44
4.2. Les effets des flux extérieurs .....	45
4.3. Les effets des facteurs billets et divers.....	45
<b>B/LA POLITIQUE MONETAIRE ET LA POLITIQUE DE CHANGE .....</b>	<b>47</b>
<b>I. LES STRATEGIES.....</b>	<b>47</b>
<b>1. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET DE CHANGE .....</b>	<b>47</b>
<b>2. LES PRINCIPAUX DEFIS POUR 2014.....</b>	<b>47</b>

<b>II. LA MISE EN ŒUVRE de la politique monétaire .....</b>	<b>49</b>
1. LES INTERVENTIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE .....	49
1.1. Les refinancements .....	50
1.2. Les ponctions .....	50
2. LA COORDINATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE.....	51
3. LES INTERVENTIONS SUR LE MID .....	52
<b>III. LES RESULTATS.....</b>	<b>54</b>
1. LES CONTREPARTIES DE LA MASSE MONÉTAIRE .....	54
1.1. Les avoirs extérieurs nets .....	54
1.2. Les créances nettes sur l'Etat.....	56
1.3. les créances sur l'économie .....	57
1.4. Les autres postes nets .....	60
2. LES AGREGATS MONÉTAIRES .....	62
2.1. La liquidité bancaire et la base monétaire.....	62
2.2. La masse monétaire et ses composantes.....	64
3. LES INDICATEURS DE STABILITE.....	68
3.1. Les taux d'intérêt .....	68
3.2. Le taux d'inflation .....	74
3.3. Le taux de change.....	76
3.4. Les réserves internationales .....	81
<b>DEUXIEME PARTIE : RAPPORT D'ACTIVITES DE LA BANQUE CENTRALE.....</b>	<b>85</b>
<b>I. L'EMISSION MONÉTAIRE.....</b>	<b>86</b>
1. LES EMISSIONS DE BILLETS ET MONNAIES.....	86
2. LES BILLETS ET MONNAIES EN CIRCULATION.....	86
3. LES MOUVEMENTS DES BILLETS AUX GUICHETS DE LA BANQUE CENTRALE.....	87
<b>II. LA STABILITE FINANCIERE.....</b>	<b>88</b>
<b>III. LES SYSTEMES DE PAIEMENT .....</b>	<b>89</b>
1. LES PAIEMENTS DE MASSE.....	89
1.1. L'évolution globale.....	89

1.2.	L'importance de la télécompensation .....	90
1.3.	L'intégration des instruments de paiement dans le sous-Système de Télécompensation.....	92
1.4.	L'utilisation des instruments de paiement par le public .....	95
<b>2.</b>	<b>LES OPERATIONS URGENTES ET DE GROS MONTANT (RTGS) .....</b>	<b>95</b>
2.1.	L'évolution globale.....	95
2.2.	L'analyse par type de transaction .....	97
<b>IV.</b>	<b>LA COOPERATION MONETAIRE ET FINANCIERE REGIONALE .....</b>	<b>100</b>
<b>1.</b>	<b>COMMON MARKET FOR EASTERN AND SOUTHERN AFRICA (COMESA).....</b>	<b>100</b>
1.1.	Le respect des critères de convergence.....	100
1.2.	Mise en place du Conseil de Convergence.....	100
1.3.	Promotion du Système de Paiement Régional.....	101
1.4.	Suivi de la stabilité financière.....	101
1.5.	Renforcement de capacité.....	101
<b>2.</b>	<b>SOUTH AFRICAN DEVELOPMENT COMMUNITY (SADC) .....</b>	<b>101</b>
2.1.	Respect des critères de convergence .....	101
2.2.	Harmonisation des pratiques sur les marchés financiers .....	102
2.3.	Renforcement de capacité.....	102
2.4.	Gestion de continuité d'activité ou Business Continuity Management .....	103
<b>3.</b>	<b>ABCA.....</b>	<b>103</b>
<b>V.</b>	<b>LA GOUVERNANCE .....</b>	<b>104</b>
<b>1.</b>	<b>LE GOUVERNEUR.....</b>	<b>104</b>
<b>2.</b>	<b>LE DIRECTEUR GENERAL.....</b>	<b>104</b>
<b>3.</b>	<b>LE CONSEIL D'ADMINISTRATION .....</b>	<b>104</b>
<b>4.</b>	<b>LES CENSEURS .....</b>	<b>105</b>
<b>5.</b>	<b>LES DIRECTIONS .....</b>	<b>105</b>
<b>VI.</b>	<b>LES RESSOURCES HUMAINES .....</b>	<b>106</b>
<b>1.</b>	<b>LES RESSOURCES HUMAINES .....</b>	<b>106</b>
1.1.	Le personnel.....	106
1.2.	Le renforcement des capacités .....	107
<b>TROISIEME PARTIE : RAPPORT FINANCIER DE LA BANQUE CENTRALE .....</b>		<b>109</b>

<b>I. LE BILAN</b> .....	<b>110</b>
1.1. Les actifs .....	110
1.2. Les passifs et les fonds propres.....	113
<b>II. LE COMPTE DE RESULTAT</b> .....	<b>116</b>
1.1. Le produit net bancaire .....	116
1.2. Les autres produits et charges opérationnels .....	117
1.3. Le résultat de change latent .....	117
<b>III. L'OPINION DE L'AUDITEUR</b> .....	<b>119</b>
<b>ANNEXES</b> .....	<b>121</b>

# TABLEAUX

Tableau 1 - Indicateurs économiques.....	7
Tableau 2 - Principaux indices boursiers internationaux.....	8
Tableau 3 – Indice des cours des produits de base, pétroliers et non pétroliers, 2010-2014.....	10
Tableau 4 - Produit Intérieur Brut aux prix constants.....	12
Tableau 5 - Croissances sectorielles et contribution à la croissance du PIB.....	13
Tableau 6 - Secteur primaire : valeur ajoutée aux prix constants.....	13
Tableau 7 - Secteur secondaire : valeur ajoutée aux prix constants.....	16
Tableau 8 - Secteur tertiaire : valeur ajoutée aux prix constants.....	18
Tableau 9 - Structure des emplois du PIB.....	18
Tableau 10 - Evolution des Opérations Globales du Trésor et du financement du déficit.....	20
Tableau 11 - Evolution du financement du déficit des OGT (base caisse).....	21
Tableau 12 - Evolution des recettes publiques.....	23
Tableau 13 - Structure des recettes publiques.....	24
Tableau 14 - Evolution des dépenses publiques.....	25
Tableau 15 - Structure des dépenses publiques.....	25
Tableau 16 - Evolution des transactions sur le marché secondaire.....	31
Tableau 17 - Extrait de la Balance des paiements.....	33
Tableau 18 - Variation des volumes et des prix moyens des importations.....	35
Tableau 19 - Structure des exportations de biens des entreprises de la Zone Franche.....	38
Tableau 20 - Stock total de la dette extérieure publique et de la BCM.....	42
Tableau 21 - Extrait de la Position Extérieure Globale.....	43
Tableau 22 - Evolution des facteurs autonomes.....	44
Tableau 23 - Récapitulatif des refinancements en 2014.....	50
Tableau 24 - Récapitulatif des AON en 2014.....	51
Tableau 25 - Les opérations sur le MID.....	52
Tableau 26 – Cours des principales devises.....	52
Tableau 27 - Les avoirs extérieurs nets du système bancaire.....	55
Tableau 28 - Les créances nettes sur l'Etat.....	56
Tableau 29 - Les créances sur l'économie.....	57
Tableau 30 - Les autres postes nets du système bancaire.....	60
Tableau 31 - Evolution de la base monétaire et ses contreparties.....	63
Tableau 32 - Répartition de l'origine de la croissance de la masse monétaire.....	65
Tableau 33 - La masse monétaire et ses composantes.....	66
Tableau 34 - Evolution des taux moyens pondérés débiteurs par terme des crédits accordés par les banques en ariary.....	72
Tableau 35 - Evolution des taux moyens pondérés des dépôts en ariary du système bancaire.....	73
Tableau 36 - Evolution des taux moyens pondérés en <i>dollar</i> du système bancaire (en pourcentage).....	74
Tableau 37 - Evolution des taux moyens pondérés des dépôts en <i>euro</i> du système bancaire.....	74
Tableau 38 - Variation annuelle des prix à la consommation (en pourcentage).....	75
Tableau 39 - Soldes des opérations de la BCM sur le MID.....	78
Tableau 40 - Volume cumulé des transactions sur le MID.....	79
Tableau 41 - Extrait du cash flow de la Banque Centrale de Madagascar.....	83
Tableau 42 - Emissions de billets et monnaies.....	86
Tableau 43 - Emissions de billets et monnaies.....	86
Tableau 44 - Circulation Fiduciaire.....	86
Tableau 45 - Structure de la Circulation fiduciaire.....	87
Tableau 46 - Mouvements des billets.....	87
Tableau 47 - Mouvements des billets.....	87
Tableau 48 - Opérations de tri.....	87
Tableau 49 - Directions et Directeurs au Siège.....	105
Tableau 50 - Représentations territoriales et Directeurs.....	105
Tableau 51 - Secrétariat Général de la Commission de Supervision Bancaire et Financière.....	105
Tableau 52 - Tableau de répartition de l'effectif par catégorie.....	106
Tableau 53 - Tableau de répartition de l'effectif par âge et par sexe.....	106
Tableau 54 - Recrutements effectués en 2013.....	107



# GRAPHIQUES

Figure 1 - Evolution de la structure de la consommation, des investissements, et de l'épargne .....	20
Figure 2 - Evolution du financement du déficit des OGT .....	22
Figure 3 - Evolution des recettes publiques (en milliards d'ariary) .....	23
Figure 4 - Evolution des dépenses publiques (en milliards d'ariary) .....	26
Figure 5 - Evolution des opérations sur le marché des BTA, en moyenne par adjudication (en milliards d'ariary) .....	27
Figure 6 - Evolution des annonces par maturité, en moyenne par adjudication (en milliards d'ariary) .....	28
Figure 7 - Evolution des soumissions par maturité, en moyenne par adjudication .....	29
Figure 8 - Structure des soumissions par catégorie de soumissionnaires (en pourcentage) .....	29
Figure 9 - Evolution des montants adjugés par maturité sur le marché primaire en moyenne par adjudication .....	30
Figure 10 - Structure des montants adjugés par catégorie de souscripteurs (en pourcentage) .....	31
Figure 11 - Evolution de l'encours des BTA par catégorie de souscripteurs .....	32
Figure 12 - Importations par groupe de produits CAF .....	36
Figure 13 - Exportations par produits et groupe de produits, FOB .....	37
Figure 14 - Destinations des textiles de la Zone franche .....	39
Figure 15 - Evolution des facteurs autonomes (FA) .....	44
Figure 16 - Contribution de chaque facteur autonome à la variation de l'ensemble .....	45
Figure 17 - Variation annuelle des avoirs extérieurs nets du système bancaire .....	54
Figure 18 - Evolution des avoirs extérieurs nets du système bancaire .....	55
Figure 19 - Variation annuelle des créances nettes du système bancaire sur l'Etat .....	56
Figure 20 - Evolution par terme des créances bancaires sur l'économie et glissement annuel .....	58
Figure 21 - Variation annuelle des créances bancaires sur l'économie .....	58
Figure 22 - Evolution par fiche des crédits bancaires à court terme .....	59
Figure 23 - Evolution des crédits bancaires à moyen et court terme .....	60
Figure 24 - Variation annuelle des autres postes nets .....	61
Figure 25 - Evolution des interventions de la BCM et de la liquidité bancaire .....	62
Figure 26 - Evolution des interventions de la BCM et de la liquidité bancaire .....	63
Figure 27 - Evolution et croissance annuelle de la base monétaire et de la masse monétaire .....	64
Figure 28 - Variation annuelle de la masse monétaire et de ses composantes .....	65
Figure 29 - Structure de la masse monétaire .....	67
Figure 30 - Evolution des taux sur le marché monétaire .....	69
Figure 31 - Evolution des taux moyens pondérés des BTA sur le marché primaire (en pourcentage) .....	70
Figure 32 - Evolution des taux moyens pondérés des BTA sur le marché secondaire .....	71
Figure 33 - Evolution de l'IPC et de ses composantes .....	76
Figure 34 - Evolution du cours de l'euro sur le marché international .....	77
Figure 35 - Offre et demande de gros montants sur le MID et solde des opérations de la BCM .....	78
Figure 36 - Evolution du taux de change de l'ariary, taux de fin de période et solde des opérations de la BCM (axe de droite) .....	79
Figure 37 - Evolution du TCER, du TCEN et DIFFINFLATION .....	80
Figure 38 - Paiements de masse : Evolution du nombre total d'opérations traitées .....	89
Figure 39 - Paiements de masse : Evolution du montant total des opérations traitées (en millions d'ariary) .....	90
Figure 40 - Paiements de masse : Evolution du nombre total d'opérations traitées au niveau de chaque système .....	90
Figure 41 - Paiements de masse : Evolution du montant total des opérations traitées au niveau de chaque système (en millions d'ariary) .....	91
Figure 42 - Paiements de masse : Répartition du nombre d'opérations traitées entre les deux systèmes .....	91
Figure 43 - Paiements de masse : Répartition des montants traités entre les deux systèmes (en millions d'ariary) .....	92
Figure 44 - Télécompensation : Evolution du nombre d'opérations traitées par instrument de paiement .....	93
Figure 45 - Télécompensation : Evolution du montant total des opérations traitées par instrument de paiement (en millions d'ariary) .....	93
Figure 46 - Paiements de masse : Répartition du nombre de chèques traités entre les deux systèmes au cours de l'année 2013 .....	94
Figure 47 - Paiements de masse : Répartition du nombre de lettres de change traitées entre les deux systèmes au cours de l'année 2013 .....	94
Figure 48 - Paiements de masse : Evolution du nombre total des opérations traitées par instrument de paiement .....	95
Figure 49 - RTGS : nombre total d'opérations réglées .....	96
Figure 50 - RTGS : Montants totaux réglés (en milliards d'ariary) .....	96

Figure 51 - RTGS : Evolution du nombre d'opérations traitées par type de transaction au cours des trois dernières années .....	97
Figure 52 - RTGS : évolution du nombre d'opérations réglées par type de transaction (en milliards d'ariary).....	98
Figure 53 - RTGS : évolution des montants réglés par type de transaction (en milliards d'ariary).....	99
Figure 54 - Pyramide des âges (ensemble du personnel).....	107

# ANNEXES

Annexe 1 - Les Opérations Globales du Trésor.....	122
Annexe 2 - Situation monétaire .....	123
Annexe 3 - Situation de la BCM.....	124
Annexe 4 - Situation des banques de dépôts.....	125
Annexe 5 - Balance des paiements.....	126
Annexe 6 - Taux de change.....	127
Annexe 7 - Evolution des importations.....	128
Annexe 8 - Evolution des exportations .....	129
Annexe 9 - Bilan de la Banque Centrale de Madagascar : ACTIFS.....	130
Annexe 10 - Bilan de la Banque Centrale de Madagascar : PASSIFS ET FONDS PROPRES.....	131
Annexe 11 - Compte de résultat de la Banque Centrale de Madagascar .....	132
Annexe 12 - Situation du hors bilan de la Banque Centrale de Madagascar.....	133
Annexe 13 - Etat de variation des fonds propres de la Banque Centrale de Madagascar .....	134
Annexe 14 – Situation de la comptabilité matières .....	135



# LISTE DES ABBREVIATIONS

<b>ABCA</b>	:	Association des Banques Centrales Africaines
<b>AGOA</b>		African Growth and Opportunity Act
<b>AON</b>	:	Appels d'Offre Négatifs
<b>AOP</b>	:	Appels d'Offre Positifs
<b>APD</b>	:	Aide Publique au Développement
<b>ARIARY</b>	:	Unité monétaire de Madagascar
<b>BAD</b>	:	Banque Africaine de Développement
<b>BCA</b>	:	Banque Centrale Africaine
<b>BCE</b>	:	Banque Centrale Européenne
<b>BCM</b>	:	Banque Centrale de Madagascar
<b>BIRD</b>	:	Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement
<b>BISIP</b>		Bank International for Settlement Investment Pool
<b>BRI</b>	:	Banque des Règlements Internationaux
<b>BTA</b>	:	Bons du Trésor par Adjudication
<b>BTP</b>	:	Bâtiments et Travaux Publics
<b>CAF</b>	:	Coût Assurance Fret
<b>CCP</b>	:	Compte Chèques Postaux
<b>CDLC</b>		Créances douteuses, litigieuses et contentieuses
<b>CEM</b>	:	Caisse d'Épargne de Madagascar
<b>COMESA</b>	:	Common Market for Eastern and Southern Africa
<b>CRDA</b>	:	Commission de Réforme du Droit des Affaires
<b>CSBF</b>	:	Commission de Supervision Bancaire et Financière
<b>DTS</b>	:	Droits de Tirages Spéciaux
<b>EDBM</b>	:	Economic Development Board of Madagascar
<b>FAD</b>	:	Fonds Africain de Développement
<b>FED</b>	:	Federal Reserve Bank
<b>FICBCE</b>	:	Fichier Central des Bilans et de Cotation des Entreprises
<b>FICIP</b>	:	Fichier Central des Incidents de Paiements
<b>FICRI</b>	:	Fichier Central des Risques et des Incidents sur les Crédits
<b>FICOBAM</b>	:	Fichier Central des Comptes Bancaires de Madagascar
<b>FISEM</b>	:	Fichier Signalétique des Entreprises de Madagascar
<b>FMA</b>	:	Fonds Monétaire Africain
<b>FMI</b>	:	Fonds Monétaire International
<b>FOB</b>	:	Free On Board
<b>FRLT</b>	:	Facilités de Refinancement à Long Terme
<b>IAS</b>	:	International Accounting Standards
<b>IDA</b>	:	Association Internationale de Développement
<b>IDE</b>	:	Investissements Directs Etrangers

<b>IFM</b>	:	Institution Financière Mutualiste
<b>IFRS</b>	:	International Financial Reporting Standards
<b>IMA</b>	:	Institut Multilatéral d'Afrique
<b>IMF</b>	:	Institution de Microfinance
<b>INSTAT</b>	:	Institut National de la Statistique
<b>IPC</b>	:	Indice des Prix à la Consommation
<b>MID</b>	:	Marché Interbancaire de Devises
<b>MIS</b>	:	Management Information System
<b>OGT</b>	:	Opérations Globales du Trésor
<b>OMC</b>	:	Organisation Mondiale du Commerce
<b>ONG</b>	:	Organisations Non Gouvernementales
<b>OPCA</b>	:	Organismes Publics à Caractère Administratif
<b>PIB</b>	:	Produit Intérieur Brut
<b>PIP</b>	:	Programme d'Investissement Public
<b>PNB</b>	:	Produit Net Bancaire
<b>PPTE</b>	:	Pays Pauvres Très Endettés
<b>RBTR</b>	:	Règlement Brut en Temps Réel
<b>RCS</b>	:	Registre du Commerce sur les Sociétés
<b>RTGS</b>	:	Real Time Gross Settlements
<b>SADC</b>	:	Southern African Development Community
<b>SGDD</b>	:	Système Général de Diffusion des Données
<b>SII</b>	:	Système Intégré d'Informations
<b>SIIE</b>	:	Système Intégré d'Informations sur les Entreprises
<b>SRPR</b>	:	Système Régional de Paiement et de Règlement
<b>SVT</b>	:	Spécialiste en Valeur du Trésor
<b>TCEN</b>	:	Taux de Change Effectif Nominal
<b>TCER</b>	:	Taux de Change Effectif Réel
<b>TCN</b>	:	Titres de Créances Négociables
<b>TVA</b>	:	Taxe sur la Valeur Ajoutée
<b>TVAPP</b>	:	Taxe sur la Valeur Ajoutée des Produits Pétroliers
<b>UNITAR</b>	:	United Nations Institute for Training and Research

---

# SYNTHESE

## ***L'économie mondiale a été principalement caractérisée par une reprise faible et inégale entre les principaux pays des zones géographiques,...***

L'activité économique mondiale a continué de se raffermir durant l'exercice 2014, mais d'une manière modérée et hétérogène entre les régions. La dynamique de croissance a été constatée dans l'ensemble des pays industrialisés, notamment aux Etats-Unis et au Royaume Unis. La zone euro a fait état d'une bonne tenue de conjoncture affichant un taux de croissance positif sur l'année. En revanche, le Japon qui est de nouveau rentré en récession, est apparu en retrait des autres économies en raison des effets négatifs de la poursuite de la politique qualifiée d'« *Abenomics* » et de la hausse de la Taxe sur la Valeur Ajoutée.

Les économies émergentes se sont essouffées, suite à des tensions géopolitiques conjuguées à des entraves structurelles de divers ordres. L'essoufflement a marqué surtout la Russie et le Brésil. La Chine a été également frappée mais dans une moindre ampleur.

## ***... et la baisse des cours des matières premières, particulièrement les prix du pétrole.***

L'inflation mondiale a enregistré une évolution modérée en 2014, en raison de la baisse des prix des matières premières, y compris les prix du pétrole. Ces derniers ont progressivement diminué à partir du second semestre de l'année réduisant à des niveaux inférieurs à 60 dollars US le baril à fin décembre 2014, soit une chute de 43 pour cent du prix sur cette période. La diminution des prix du pétrole résulte de la robustesse de l'offre alors que la demande a été plus faible qu'attendue.

## ***Au niveau national, la progression de la situation du secteur réel durant l'exercice de 2014 par rapport à l'année précédente...***

L'année 2014 a été marquée par un début de la reprise des activités après des années de crise sévissant l'économie locale. Le pays a dénoué la crise socio politique et cette situation a reconquis les investisseurs privés. La reprise entamée a été tirée par le regain dynamique des investissements. La croissance économique durant cette année a dépassé celle de l'année 2013, principalement générée par les exploitations de l'industrie extractive et le secteur tertiaire. Elle s'est chiffrée à 3,3 pour cent sur cette année, avec une contribution de 1,6 point de pourcentage de la consommation finale et 1,3 point de pourcentage du commerce extérieur.

## ***...suivi du redressement de la situation de la balance des paiements et les débloquages des aides extérieures...***

La tendance à la dégradation des règlements internationaux s'est inversée durant l'année 2014, suite à l'impact positif du dénouement de la crise interne du pays. Ainsi, après la forte contraction de la balance des paiements en 2013, la situation extérieure est redevenue excédentaire de 16,6 millions de DTS sur cette année. Ce résultat a été le fruit de la forte réduction du gap au niveau des comptes de transactions courantes, y compris l'évolution favorable de la balance commerciale et dans une moindre mesure des balances des prestations de services. Quant aux opérations en capital et financières, elles se sont détériorées car les investisseurs étrangers ont montré une réticence reflétée par la chute des flux d'investissements directs étrangers, malgré l'instauration d'un Etat constitutionnel.

---

***... n'ont pas pu atténuer le creusement du déficit des opérations globales du Trésor.***

Le profil des finances publiques a été marqué par un creusement du déficit budgétaire global à 2,4 pour cent du PIB après 2,0 pour cent en 2013. Les manques à gagner au niveau des recettes fiscales et l'accélération de l'exécution des dépenses, notamment de fonctionnement, ajoutés au paiement des arriérés intérieurs ont été à l'origine de ce déficit.

Coté financement, le déficit a été couvert à 49,5 pour cent par les ressources extérieures et à 50,5 pour cent par les ressources locales. L'année 2014 a été une nouvelle tournure après la crise sociopolitique compte tenu de la reprise des déblocages des aides budgétaires. L'apport local est principalement constitué des tirages sur les avances statutaires et de la mobilisation des dépôts de l'Etat auprès de la BCM.

***Néanmoins, l'évolution de la liquidité bancaire est restée contenue...***

Les facteurs autonomes, définis par la liquidité bancaires avant intervention de la BCM, ont exercé un impact expansif de 23,5 milliards d'ariary sur les trésoreries des banques primaires. Chaque composante a généré un effet expansif à l'exception du facteur « trésor ». A la fin de l'année 2014, l'excédent entre le niveau des facteurs autonomes et les réserves obligatoires (RO) s'est chiffré à 16,1 pour cent par rapport aux RO, contre 22,7 pour cent des RO en décembre 2013.

***...et l'intervention des Autorités monétaires a été modérée, de manière à ne pas entraver la reprise de l'économie nationale.***

Avant toute intervention sur le marché monétaire, la BCM a encouragé les échanges de liquidités entre les banques primaires. En dépit de la dynamique des échanges, certaines banques n'ont pas surmonté le problème au niveau de leur trésorerie. A cet effet, la BCM, en tant que prêteur de dernier ressort, a refinancé le marché à travers des appels d'offres positifs ainsi qu'à la mise en pensions ordinaires.

En parallèle, afin de contrecarrer toute menace à la stabilité de la monnaie et dans le cadre de réglage fin de la liquidité bancaire, la BCM a effectué des ponctions de liquidités en lançant des appels d'offres négatifs sur le marché monétaire.

En somme, les interventions de la BCM se sont soldées par une libération nette de liquidité de 86,8 milliards d'ariary, en raison principalement du non renouvellement des titres de recapitalisation échus au mois de juillet 2014.

***Par conséquent, malgré des difficultés au niveau du secteur des finances publiques, les résultats en termes d'objectifs macroéconomiques ont été relativement acquis.***

La dynamique de l'inflation en 2014 a été contenue dans une faible fluctuation. Le taux d'inflation annuel a évolué autour de 6,0 pour cent durant toute l'année. Le taux moyen annuel a été de 6,1 pour cent en 2014, légèrement accéléré comparé à celui de 5,8 pour cent en 2013. La remarque porte sur l'envolée des coûts de l'énergie.

La masse monétaire s'est accrue de 11,1 pour cent en termes de glissement annuel à fin décembre 2014, contre 5,3 pour cent un an auparavant. L'accélération a été due à la bonne tenue de la distribution des crédits à l'économie qui explique 8,9 points de pourcentage de la croissance totale. Le déblocage des aides extérieures vers la fin de l'année a occasionné la reconstitution des avoirs extérieurs.

---

Sur le marché des changes, l'ariary s'est déprécié en termes nominaux de 2,9 pour cent par rapport à l'Euro et de 16,1 pour cent par rapport à l'USD. A fin décembre 2014, un euro s'échangeait pour 3 167,3 Ariary et un dollar US pour 2 596,7 Ariary. Par contre, la monnaie nationale s'est appréciée en termes réels sur l'ensemble de l'année, mais subdivisée en deux périodes sur la base infra annuelle. Au début, le taux de change effectif réel a augmenté de 4,9 pour cent jusqu'au mois de juillet 2014, en raison principalement de la dépréciation nominale sur cette période. Puis, la tendance s'est inversée en une appréciation réelle du cours de l'ariary jusqu'en décembre 2014, tirée par la faiblesse de la monnaie locale combinée à une inflation intérieure plus significative sur cette période.



# **PREMIERE PARTIE : RAPPORT SUR LA STABILITE MONETAIRE**

# A/LE CONTEXTE MACROECONOMIQUE

## I. L'ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE INTERNATIONAL

### 1. LA CROISSANCE ECONOMIQUE DANS LE MONDE

En 2014, l'économie mondiale a enregistré des développements différents entre les principales zones géographiques avec comme toile de fond la montée des tensions géopolitiques en Ukraine et au Moyen-Orient mais surtout par la forte chute des prix du pétrole et ceux moins significatifs des autres produits de base.

Globalement les pays développés ont connu une accélération de la croissance économique, avec notamment un retour à un taux de croissance positif dans la zone euro et une confirmation de la reprise aux Etats-Unis. Par contre, l'activité s'est nettement ralentie au Japon. Ce ralentissement a également été observé dans les pays émergents et en développement, plus particulièrement au Brésil et en Russie, mais aussi, dans une moindre mesure, en Chine. De tout ce qui se précède, la croissance mondiale s'est établie à 3,3 pour cent en 2014, soit pratiquement le même niveau que l'année d'avant.

#### 1.1. ECONOMIES AVANCEES

*Aux Etats-Unis*, malgré un recul du PIB au premier trimestre du fait des conditions climatiques désastreuses, l'activité a fortement rebondi sur le reste de l'année, boostée par le retour de la confiance, favorisant l'investissement des entreprises et la création d'emplois, d'une part, et l'augmentation de la consommation issue de l'accroissement des revenus, d'autre part. Sur l'ensemble de l'année 2014, la croissance économique a légèrement dépassé celle de l'année 2013 : 2,4 pour cent contre 2,2 pour cent.

*Au Japon*, l'année 2014 a été marquée sur le plan intérieur par la faiblesse de l'activité sous l'effet de la hausse de la TVA en Avril. L'annonce d'une extension de sa politique monétaire expansionniste effectuée en Octobre par la Banque du Japon a provoqué une nette dépréciation du Yen par rapport au dollar américain, entraînant une dégradation du déficit commercial de l'ordre de 12,0 pour cent (-12 816 milliards de yens en 2014, après -11 468 milliards de yens en 2013) sur le plan extérieur. Sur l'année, le taux de croissance du Japon est tombé à 0,1 pour cent, après 1,6 pour cent un an plus tôt.

Dans la *zone euro*, l'activité est restée médiocre sur les neuf premiers mois, matérialisée par la faiblesse de l'investissement privé. A partir du quatrième trimestre, la croissance a commencé à s'accélérer sous l'effet de la baisse des prix du pétrole, des taux d'intérêt relativement bas et de l'affaiblissement de l'euro principalement vis-à-vis du dollar. Sur l'ensemble de l'année, l'activité s'est redressée et la croissance est sortie d'une zone négative en 2013 (-0,5%) pour s'établir à 0,8 pour cent l'année suivante.

#### 1.2. PAYS EMERGENTS ET EN DEVELOPPEMENT

Le ralentissement de la croissance économique dans les pays émergents s'est poursuivi en 2014. Les impacts de la baisse des prix du pétrole et des autres produits de base ne se sont pas reflétés de la même manière pour les pays exportateurs et les pays importateurs.

*Au Brésil*, la croissance a fortement chuté en 2014. De 2,5 pour cent en 2013, celle-ci est tombée à 0,1 pour cent, sous l'effet d'une demande intérieure faible causée par la détérioration

de la confiance des consommateurs et des crises sociales liées à l'organisation des élections présidentielles et la coupe du monde de football. Sur le plan externe, la baisse des prix des produits de base ainsi que le ralentissement de l'activité, notamment en Chine ont également pesé sur la production.

*En Russie*, la situation économique a été affectée par deux chocs externes majeurs : la chute des prix du pétrole et les sanctions infligées par la communauté internationale dans le cadre du conflit géopolitique avec l'Ukraine, ce qui a eu pour effet un effondrement du rouble et une détérioration des paiements extérieurs. La montée des tensions géopolitiques, la baisse de la confiance, la dure chute du rouble ont fortement altéré l'activité qui est tombée à 0,6 pour cent, après 1,3 pour cent l'année écoulée.

*L'économie chinoise* est entrée dans une phase de ralentissement après le boom observé dans les années 2000 où le taux de croissance a tourné autour des 10,0 pour cent. La croissance a malgré tout atteint un niveau assez significatif de 7,4 pour cent en 2014, légèrement en deçà des 7,8 pour cent observés en 2013. Les raisons de ce ralentissement progressif de la croissance incluent des faibles gains de productivité liés à la forte migration de la main d'œuvre productive vers le secteur des services.

**Tableau 1 - Indicateurs économiques**  
(variations en pourcentage, sauf indication contraire)

Rubriques	2013	2014
Croissance mondiale	3,3	3,3
dont		
Pays avancés	1,3	1,8
Etats-Unis	2,2	2,4
Zone euro	-0,5	0,8
Japon	1,6	0,1
Pays émergents et en développement	4,7	4,4
Brésil	2,5	0,1
Russie	1,3	0,6
Inde	5,0	5,8
Chine	7,8	7,4
Afrique Subsaharienne	5,2	4,8
Volume du commerce mondial (biens et services)	3,4	3,1
Importations		
Economies avancées	2,0	3,0
Pays émergents et en développement	5,5	3,6
Exportations		
Economies avancées	3,1	3,3
Pays émergents et en développement	4,6	3,4
Cours des produits de base (en dollars US)		
Pétrole	-0,9	-7,5
Produits non pétroliers	-1,2	-4,0
Produits alimentaires	1,1	-4,2
Matières premières agricoles	1,6	1,9
Métaux	-4,3	-10,3
Taux du LIBOR à six mois (en pourcentage)		
Dépôts en dollars US (6mois)	0,4	0,3
Dépôts en euros (3mois)	0,2	0,2
Dépôts en yen (6mois)	0,2	0,2

*World Economic Outlook – FMI, janvier 2015*

A l'inverse des autres pays émergents, *l'Inde* a enregistré un essor significatif de son activité en 2014 après le mouvement de décélération observé depuis deux ans. Le taux d'inflation est resté à un niveau raisonnable de 7,8 pour cent (par rapport à une moyenne de 10,4 pour cent au cours des cinq dernières années) du fait d'un important recul des prix alimentaires, dans un contexte de baisse des prix internationaux de matières premières. Les mesures prises par les autorités

à fin 2013 pour soutenir l'investissement ont commencé à porter leurs fruits et l'activité a redécollé au deuxième trimestre 2014. Sur la période, le taux de croissance est passé de 5,0 pour cent à 5,8 pour cent.

En *Afrique subsaharienne*, la croissance est demeurée vigoureuse quoique la baisse des prix du pétrole conjuguée à celle des produits de base n'ait pas eu les mêmes effets selon les régions. Dans certains pays exportateurs, l'apparition du virus Ebola a altéré l'activité. Par contre pour les pays importateurs de la région, les bénéfices tirés du recul des prix du pétrole ont été largement compensés par la performance des exportations issue de la baisse des prix de base exportés. La croissance s'est poursuivie pendant toute l'année 2014 au rythme soutenu de 4,8 pour cent, légèrement inférieur à celui enregistré en 2013 qui a été de 5,2 pour cent.

## 2. L'EVOLUTION DES MARCHES FINANCIERS

En 2014, les principales banques centrales ont annoncé différentes politiques qui ont influencé considérablement l'évolution des marchés financiers. Aux Etats-Unis, la *Federal Reserve* a adopté une stratégie de sortie de sa politique monétaire très accommodante qui s'est traduite dans un premier temps par la réduction des achats de titres de 10 milliards de dollars par mois, entre janvier et octobre. Malgré ces mesures, les taux d'intérêts sont restés autour de leur plus bas niveau historique. En zone euro, l'année 2014 a été caractérisée par une baisse historique des taux dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire de la BCE et de la mise en place de programmes d'achats de titres adossés à des actifs. Au Japon, l'assouplissement de la politique monétaire s'est poursuivi par le lancement d'un nouveau programme d'achats de titres par la Banque du Japon visant à relancer l'activité. Cependant cette politique a eu pour effet un affaiblissement de la devise japonaise, principalement vis-à-vis du dollar. Sur les marchés émergents, les sorties des capitaux se sont poursuivies, notamment en Russie consécutivement à la baisse du rouble et le conflit Ukrainien.

Sur l'ensemble, l'année 2014 a été marquée par une détente des politiques monétaires dans un contexte global de ralentissement économique.

L'année 2014 a également été caractérisée par une faible volatilité du prix des actions sur les différents marchés, malgré quelques soubresauts observés au dernier trimestre suite aux tensions en Ukraine et au Moyen-Orient. Les principaux indices boursiers ont évolué différemment, les actions américaines (Dow Jones) et japonaises (Nikkei) ont évolué en hausse, respectivement de 7,52 pour cent et 7,12 pour cent. En revanche le CAC 40 s'est replié de 0,54 pour cent.

Sur les marchés de change internationaux, des évolutions marquantes sont à souligner. Parmi les monnaies principales, le dollar s'est apprécié sensiblement, et l'euro et le yen se sont dépréciés considérablement. Le programme d'acquisition d'actifs de la BCE, d'un volume plus important que prévu, a contribué à la dépréciation de l'euro (11,0 %), essentiellement par rapport au dollar. La parité euro/dollar l'euro s'établissait de 1,36 à 1,21 d'une fin d'année à l'autre.

**Tableau 2 - Principaux indices boursiers internationaux**

Valeurs	Cours au 31/12/2014	Cours au 30/11/2014	Cours au 31/12/2013	Variation mensuelle(%)	Variation Sur un an (%)
CAC 40	4272,8	4390,2	4296,0	-2,67	-0,54
Dow Jones	17823,1	17828,2	16576,7	-0,03	+7,52
Nasdaq	4736,1	4791,6	4176,6	-1,16	+13,40
NIKKEI	17450,8	17459,9	16291,3	-0,05	+7,12

Source : Boursorama

### 3. LES PRIX DES PRODUITS DE BASE

L'année 2014 a été particulièrement marquée par une baisse généralisée des prix de l'énergie et des autres produits de base. La demande mondiale de **pétrole** a reculé consécutivement au repli de la demande en provenance de la Chine, mais également de la faible croissance en Europe et au Japon. Par ailleurs, l'offre de pétrole est restée abondante en 2014 et, par rapport à 2013, elle a même augmenté d'environ 2,0 pour cent, alors que la demande n'a crû que d'un peu moins de 1,0 pour cent, se traduisant en un excédent d'offre journalier d'environ 0,8 million de barils par jour, qui a exercé une pression à la baisse sur les prix. A la fin du premier semestre, le prix du baril a atteint son plus haut niveau avant d'entamer une forte chute de l'ordre de 43,0 pour cent entre juin et décembre pour atteindre 54,9 dollars le baril à fin décembre.

Après avoir observé une hausse au premier semestre, les prix des principaux métaux industriels ont reculé au second semestre, sous l'effet d'un ralentissement de la demande mondiale, en particulier en provenance de la Chine. Les prix du **cuivre** ont baissé de 6,4 pour cent en moyenne sur la période (de 7 331,5 US dollar/tonne en 2013 à 6 863,4 US dollar/tonne en 2014). En revanche, les prix de l'aluminium et du nickel ont augmenté de 1,1 pour cent et 12,4 pour cent, respectivement, en moyenne sur l'année (de 1 846,7 US dollar/tonne à 1 867,4 US dollar/tonne pour **l'aluminium** et de 15 030,0 US dollar/tonne à 16 893,4 US dollar/tonne pour le **nickel**). En moyenne annuelle, l'indice global des prix des métaux a reculé de 10,3 pour cent (base 100 = 2005).

Les cours des denrées alimentaires se sont repliés en raison d'une offre abondante due à des récoltes favorables. En moyenne, l'indice global des prix a reculé de 4,2 pour cent (base 100=2005). Les céréales et les oléagineux ont fortement contribué à la contraction des prix (baisses respectives de 17,4 pour cent et 7,6 pour cent en moyenne). A l'instar du blé, les prix du **riz** ont reculé de 518,8 US dollar/tonne en 2013 à 426,5 US dollar/tonne en 2014 soit une variation négative de 17,8 pour cent en moyenne sur la période. Il en est de même pour **l'huile de soja** et **l'huile de tournesol** (baisses de l'indice de 19,7 pour cent et 19,5 pour cent, respectivement). En revanche, la hausse des prix des produits de la mer (+1,2 pour cent en 2014, après +41,3 pour cent entre 2012 et 2013) sur les marchés internationaux a atténué cette régression de l'indice global des denrées alimentaires. Les **crevettes** ont fortement contribué à cette hausse. En effet, l'indice des prix de ce produit a cru de 18,1 pour cent en 2014, après +39,3 pour cent en 2013. Sur les principaux marchés, les prix sont passés de 10,1 US dollar/kilo en 2012 à respectivement 14,0 US dollar/kilo et 16,6 US dollar/kilo en 2013 et 2014.

S'agissant des matières premières agricoles, les principaux indices des prix de ces produits ont diminué de façon significative, en réponse à un ralentissement non anticipé de la demande mondiale en milieu d'année, mais aussi à des facteurs d'offre, à l'exception du **bois d'œuvre** qui a vu son indice croître de 1,9 pour cent, après -0,1 pour cent en 2013. Pour ce qui est du **coton**, les prix se sont contractés de 8,1 pour cent (de 90,4 cents/livre en 2013 à 83,1 cents/livre en 2014), après avoir connu un léger accroissement de 1,3 pour cent entre 2012 et 2013.

**Tableau 3 – Indice des cours des produits de base, pétroliers et non pétroliers, 2010-2014  
(2005 = 100, en dollars US)**

Produits de base	Pondérations	2012	2013	2014	Variations en %	
					2013	2014
<b>Produits de base non pétroliers</b>	<b>36,9</b>	<b>171,0</b>	<b>169,0</b>	<b>162,3</b>	-1,2	-4,0
Denrées alimentaires	16,7	175,6	177,6	170,2	1,1	-4,2
Céréales	3,6	236,4	218,3	180,3	-7,7	-17,4
Blé	1,7	205,5	204,8	186,9	-0,3	-8,7
Riz	0,6	201,6	180,3	148,2	-10,6	-17,8
Huiles végétales et tourteaux protéiques	4,4	215,9	206,4	190,7	-4,4	-7,6
Huile de soja	0,4	232,3	204,0	163,9	-12,2	-19,7
Huile de tournesol	0,2	130,1	117,2	94,4	-9,9	-19,5
Viande	3,7	133,3	136,8	160,5	2,6	17,3
Poisson et fruits de mer	3,2	113,3	160,1	162,0	41,3	1,2
Crevettes	0,7	97,4	135,7	160,3	39,3	18,1
Sucre	0,9	175,2	148,0	146,3	-15,5	-1,1
Boissons	1,8	167,4	147,4	178,0	-11,9	20,8
Café	0,9	180,1	147,4	185,0	-18,2	25,5
Cacao	0,7	153,9	157,9	198,3	2,6	25,6
Matières premières agricoles	7,7	134,0	136,2	138,8	1,6	1,9
Bois d'œuvre	3,4	107,4	107,3	109,3	-0,1	1,9
Coton	0,7	161,8	163,9	150,6	1,3	-8,1
Métaux	10,7	191,0	182,9	164,1	-4,2	-10,3
Cuivre	2,8	216,5	199,4	186,7	-7,9	-6,4
Aluminium	3,9	106,4	97,2	98,3	-8,6	1,1
Nickel	1,1	118,7	101,7	114,3	-14,3	12,4
<b>Energie</b>	<b>63,1</b>	<b>195,2</b>	<b>191,7</b>	<b>177,4</b>	-1,7	-7,5
Brut au comptant	53,6	197,9	195,9	181,1	-0,9	-7,6
Charbon	2,6	202,1	176,8	149,1	-12,5	-15,7

*World Economic Outlook – FMI, janvier 2015*

## II. LE CONTEXTE MACROECONOMIQUE NATIONAL

### 1. LA CROISSANCE ECONOMIQUE

En raison de la légère accélération de l'activité mondiale et le retour à la stabilité politique sur le plan national, la croissance économique du pays a, en 2014, commencé à retrouver progressivement son dynamisme. Malgré la faiblesse de son degré d'intégration aux marchés financiers internationaux, l'économie malgache a, à travers le commerce extérieur, légèrement ressenti les impacts de l'amélioration de la croissance des économies développées tirées principalement par les pays anglo-saxons dont les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Comme la croissance en zone euro est globalement restée modeste (+0,2%), les échanges commerciaux du pays avec ceux de la zone euro, principaux partenaires économiques, n'ont connu que de faibles améliorations. Malgré un léger fléchissement en 2013, la reprise amorcée depuis 2011 a poursuivi sa tendance à la hausse en 2014, suite au regain progressif du dynamisme des investissements. Néanmoins, la persistance des séquelles de la crise a encore affaibli la croissance de la demande intérieure traduite par la légère hausse de la croissance de la consommation des ménages et le ralentissement de celle de l'épargne nationale. Toutefois, une perspective de croissance solide pourrait être attendue si le soutien des branches économiques vigoureuses notamment minières, agro-industrielles et autres investissements, s'accompagnerait d'un retour effectif des capitaux étrangers.

Au cours des trois dernières années, la croissance économique du pays s'est montrée prometteuse bien qu'elle ait évolué en dents de scie. Le niveau de performance de 3,0 pour cent atteint en 2012 a été légèrement dépassé en 2014 avec un taux de 3,3 pour cent, après un modique fléchissement de 2,3 pour cent en 2013. Ce repli de dynamisme en 2013 est expliqué par la forte baisse de la croissance du secteur primaire touché particulièrement par les fléaux naturels (sécheresse, passages cycloniques, invasion acridienne). En revanche, la croissance de la production soutenue conjointement par les trois secteurs principaux de l'économie dont le secondaire en particulier a affiché de hausses significatives, a exprimé l'accélération progressive de l'économie nationale enregistrée en 2014.

Sur un autre plan, le PIB par habitant a présenté une allure mitigée avec celle de la richesse nationale. En effet, entre 2012 et 2013, la croissance économique du pays a été en phase avec celle du PIB par habitant qui se chiffrait respectivement à USD 445,2<sup>1</sup> et à USD 463,0<sup>1</sup>, pour la même période. En outre, le fléchissement du PIB par habitant s'élevant à USD 451,4<sup>1</sup> a présenté une évolution contrastée avec la croissance économique qui s'enregistrait en hausse. L'effet de la dépréciation de la monnaie nationale face aux devises fortes dont le dollar, a été à l'origine de cette tendance divergente entre ces deux indicateurs de croissance.

En outre, la tendance à la hausse de l'épargne nationale amorcée en 2011, dont la croissance à deux chiffres atteinte en 2013, est encore maintenue en 2014, et a exprimé la faiblesse de la consommation globale en raison de l'effritement du pouvoir d'achat des ménages. La rigidité du marché de l'emploi caractérisée par l'insuffisance de la capacité d'absorption des travailleurs non occupés, a été le résultat indéniable des effets durables de la crise. La lenteur de l'amélioration du climat des affaires affectant la relance favorable de l'investissement productif, n'a pas permis d'entamer une reprise rapide d'une croissance solide et soutenue.

---

<sup>1</sup> Données estimatives

**Tableau 4 - Produit Intérieur Brut aux prix constants**

Rubriques	En milliards d'ariary aux prix de 1984				Croissance annuelle (en pourcentage)		
	2011	2012	2013	2014	2011/2012	2012/2013	13/2014
<b>PIB (aux prix du marché)</b>	<b>608,9</b>	<b>627,3</b>	<b>641,5</b>	<b>663,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>
PIB (aux coûts des facteurs)	531,3	548,2	555,7	575,4	3,2	1,4	3,5
Impôts indirects	77,6	79,2	85,9	87,7	2,0	8,5	2,1
<b>Consommation</b>	<b>531,0</b>	<b>545,3</b>	<b>546,1</b>	<b>556,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>
Publique	48,5	46,9	45,0	48,5	-3,4	-4,0	7,7
Privée	482,5	498,4	501,1	508,0	3,3	0,5	1,4
<b>Investissements</b>	<b>145,9</b>	<b>154,4</b>	<b>150,2</b>	<b>153,5</b>	<b>5,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,2</b>
Publics	23,8	15,6	18,8	21,9	-34,6	20,6	16,7
Privés	122,1	138,9	131,4	131,6	13,7	-5,4	0,1
Exportations BSNF	111,8	113,8	150,7	162,8	1,8	32,4	8,0
Importations BNSF	179,9	186,3	205,4	209,2	3,6	10,3	1,8
Épargne domestique	77,9	82,0	95,5	107,0	5,3	16,4	12,0

## 1.1. LES ORIGINES DE LA CROISSANCE

En 2014, la croissance économique mondiale a été soutenue par le dynamisme des activités des pays développés notamment anglo-saxons. Aux Etats-Unis, l'activité a augmenté de façon solide (+0,6% en moyenne par trimestre) tandis qu'au Royaume-Uni, la croissance a été moins forte (+0,5% en moyenne par trimestre). Dans la zone euro, le PIB a progressé modérément (+0,2%) tirée essentiellement par la vigueur économique des trois pays contributeurs à la croissance dont l'Espagne (+0,5%), la France (+0,3%) et l'Allemagne (+0,1%). Dans les pays émergents, le ralentissement des activités a été limité par la reprise modérée des économies du Brésil, de la Russie et de l'Inde. A cause des effets durables de la crise, l'économie nationale a été en marge des effets d'entraînement de la reprise modérée de l'économie mondiale. Néanmoins, l'évolution positive de la croissance affichée par les trois principaux secteurs de production a montré la légère reprise des activités dans le pays.

Globalement, les croissances sectorielles annuelles ont enregistré ensemble des performances distinctes. En termes de contribution à la croissance du PIB, le secteur secondaire s'est montré vigoureux par rapport aux deux autres secteurs qui ont, en 2014, enregistré de faibles parts contributives. En 2014, en effet, le taux de contribution du secteur secondaire à la richesse nationale est revenu à son niveau de 2012 (+0,7%), après un bond notoire en 2013 (+2,3%). Le secteur primaire s'est positionné au second rang en n'affichant aucune part contributive, mais correspondant à un léger redressement de sa tendance à la baisse (-0,5% en 2012 et -2,5% en 2013). La décélération de ces tendances négatives s'est expliquée d'une part, par l'atténuation progressive des impacts nuisibles de la crise suite au retour à la stabilité politique et d'autre part, par la croissance de la production rizicole favorisée par une meilleure condition climatique. Finalement, le secteur tertiaire a montré de faibles améliorations mais encore insuffisantes puisque sa part contributive au PIB est restée négative au cours des deux dernières années (-0,4% en 2014, contre -0,5% en 2013), après une part contributive nulle en 2012.

**Tableau 5 - Croissances sectorielles et contribution à la croissance du PIB**

Rubriques	Contribution à la croissance du PIB				Croissance annuelle (en pourcentage)		
	2011	2012	2013	2014	2011/2012	2012/2013	2013/2014
Secteur Primaire	-0,2	-0,5	-2,5	0,0	1,5	-6,1	3,3
Secteur Secondaire	0,3	0,7	2,3	0,7	9,2	22,2	8,5
Secteur Tertiaire	-0,8	0,0	-0,5	-0,4	3,0	1,3	2,3

Source : Institut National de la Statistique

### 1.1.1. Le secteur primaire

Le secteur primaire s'est lentement redressé de son atonie mais son dynamisme s'est avéré bénin pour qu'il se hisse au premier rang au titre de contributeur à la richesse nationale. En ligne avec l'amélioration de sa part contributive au PIB, son taux de croissance s'est inscrit en forte hausse en 2014 (+3,3%), après une chute notable en 2013 (-6,1%) et un niveau prometteur en 2012 (+1,5%). Cette solide performance a été la résultante d'un bon niveau pluviométrique aboutissant à la croissance de la production agricole et de la reprise modérée de la demande extérieure.

**Tableau 6 - Secteur primaire : valeur ajoutée aux prix constants**

Rubriques	En milliards d'ariary aux prix de 1984				Variation annuelle (en pourcentage)		
	2011	2012	2013	2014	2011/2012	2012/2013	2013/2014
<b>Secteur Primaire</b>	<b>185,5</b>	<b>188,2</b>	<b>176,7</b>	<b>182,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>3,3</b>
Agriculture	92,2	95,7	83,4	87,2	3,8	-12,8	4,5
Elevage et pêche	74,3	74,9	75,9	77,0	0,8	1,4	2,8
Sylviculture	19,1	17,7	17,4	17,1	-7,4	-1,9	-1,0

Source : Institut National de la Statistique

La hausse significative de la croissance économique dans le secteur primaire a été principalement tirée par la croissance agricole dont la tendance a été influencée par la production rizicole.

En effet, l'évolution de la production rizicole a montré les mêmes fluctuations que celles de l'ensemble de la production agricole, justifiant l'importance du poids économique de la riziculture dans cette branche de production. La bonne récolte de certains principaux produits agricoles dont principalement le riz et les biens d'exportation traditionnels, a été à l'origine du regain du dynamisme dans l'agriculture. En 2014, la croissance de la production rizicole a sensiblement bondi à 10,2 pour cent, après un déficit de 20,7 pour cent en 2013 et une légère hausse de 5,8 pour cent en 2012. Cette performance de la production rizicole a entraîné une baisse significative des importations du riz sur le commerce extérieur. Outre la production rizicole, celle de certains produits d'exportation traditionnels (vanille, girofle, cacao, poivre) s'est également annoncée favorable correspondant à une hausse de leurs exportations. L'amélioration de la pluviosité liée à la bonne phase du cycle de reproduction des produits d'exportation traditionnels a effectivement contribué au renforcement de la production agricole.

### Evolution de la production rizicole

Rubriques	Production rizicole (en millier de tonne)				Variation annuelle (en pourcentage)		
	2011	2012	2013	2014	2011/2012	2012/2013	2013/2014
<b>Production nationale</b>	<b>4300</b>	<b>4550</b>	<b>3610</b>	<b>3978</b>	<b>5,8</b>	<b>-20,7</b>	<b>10,2</b>

Source : DSEC/ Service de la Statistique Agricole (Ministère de l'Agriculture)

Après l'agriculture, la performance économique dans le secteur primaire a aussi été soutenue par le bon résultat de la production de l'élevage et de la pêche qui poursuivait sa tendance haussière : 2,8 pour cent en 2014, après 1,4 pour cent en 2013 et 0,8 pour cent en 2012

En se basant sur les recensements effectués sur le nombre du cheptel pour l'année 2014, de hausse patente a été enregistrée au niveau de l'élevage porcin (+12,6%, contre -2,9% en 2013), suivie de léger fléchissement pour les volailles (+ 1,3%, après +2,9% en 2013). L'absence de la maladie porcine conjuguée avec la croissance de la demande au niveau de la consommation de la viande de porc, a été à l'origine de croissance de l'élevage porcin. Outre la croissance de la demande, l'extension des zones productrices a été l'un des facteurs de croissance pour l'élevage de volailles. Par ailleurs, la prise des mesures appropriées par les autorités compétentes (lutte contre le vol de bœufs, contrôle des abattoirs, ...) ont permis d'atténuer le recul du nombre des bovins au cours de la période considérée (-2,9%, après -5,2% en 2013). La dégradation des conditions climatiques dont notamment la sécheresse dans le sud du pays, principale zone productrice, a gravement affecté la production au niveau de l'élevage ovin/caprin qui a régressé de -2,4 pour cent en 2013 à -34,5 pour cent en 2014.

### Evolution du nombre de cheptel

Rubriques	Effectifs			Variation annuelle (en pourcentage)	
	2012	2013	2014	2012/2013	2013/2014
<b>Elevages</b>					
Bovins	6 864 440	6 508 601	6 317 272	-5,2	-2,9
Porcins	1 305 177	1 266 815	1 266 815	-2,9	12,6
Ovins / Caprins	2 484 157	2 424 287	2 424 287	-2,4	-34,5
Volailles	27 289 889	28 465 865	28 465 865	2,9	1,3

Source : DSI/SAIGDS/Ministère de l'Elevage et de la Protection Animale.

En ce qui concerne la pêche, la production totale s'est remarquablement améliorée en passant de -15,0 pour cent en 2013 à 14,7 pour cent en 2014. Cette performance positive a été confortée par l'amélioration de la production maritime qui a augmenté de -12,6 pour cent en 2013 à 21,9 pour cent en 2014. La croissance de la production industrielle qui a bondi de -52,9 pour cent en 2013 à 113,5 pour cent en 2014, a été à l'origine de cette hausse évidente de la production maritime. De son côté, l'aquaculture s'est montrée moins vigoureuse en n'enregistrant que de faibles performances (+1,1%, après -19,2% en 2013), en raison de la maladie des crevettes qui a frappé les principales zones de production.

### Evolution de la production de la pêche et de l'aquaculture

Rubriques	Production ( en Tonnes)			Variation annuelle (en pourcentage)	
	2012	2013	2014	2012/2013	2013/2014
<b>Production maritime</b>	<b>8 597</b>	<b>7 517</b>	<b>9 165</b>	<b>-12,6</b>	<b>21,9</b>
Pêche industrielle	7 396	3 485	7 440	-52,9	113,5
Pêche artisanale	6	0	0	0,0	0,0
Pêche traditionnelle	1 195	4 032	1 725	237,4	-57,2
<b>Aquaculture marine</b>	<b>4 952</b>	<b>4 002</b>	<b>4 045</b>	<b>-19,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Production totale</b>	<b>13 549</b>	<b>11 519</b>	<b>13 210</b>	<b>-15,0</b>	<b>14,7</b>

Source : Service Statistique /Ministère des Ressources Halieutiques et de la Pêche.

Sur un autre plan, la tendance baissière de la production dans la sylviculture a été atténuée en 2014 en s'affichant à -1,0 pour cent, contre -1,9 pour cent et -7,4 pour cent respectivement en 2013 et en 2012. Outre l'abondance de la pluviosité qui a conforté la croissance de la production sylvicole, le renforcement des mesures appropriées sur l'exploitation forestière a permis de retrouver un peu de dynamisme dans cette branche de production.

### 1.1.2. Le secteur secondaire

Par rapport aux deux autres secteurs économiques, le secteur industriel s'est montré plus vigoureux même si sa croissance s'est fléchie comparativement à celles des deux années précédentes. En 2014, la croissance de la production industrielle a progressé de 8,5 pour cent seulement, en forte baisse par rapport à son niveau observé en 2013 (+22,2 %) et à celui affiché en 2012 (+9,2%).

Cette légère amélioration de la croissance industrielle a été principalement tirée par la bonne tenue de la production des industries extractives, dont la tendance à la hausse, en glissement annuel, s'est légèrement contractée en 2014 (+25,9%), après deux taux de croissance exceptionnels en 2013(+ 219,2%) et en 2012 (+ 183,2%). La baisse simultanée de la production du nickel et du cobalt a été à l'origine de ce repli de dynamisme dans cette branche industrielle. Outre les faits conjoncturels sur le plan national, la fluctuation du prix du pétrole sur le marché international, en tant que principale source d'alimentation des générateurs électriques, a été un des facteurs de la dégradation de la production d'énergie.

Contrairement à l'année précédente où l'agro-industrie a vigoureusement occupé la deuxième position derrière les industries extractives, elle s'est, en 2014, repliée au troisième rang en raison du raffermissement de sa tendance baissière. En effet, au cours des trois dernières années, la production agro-industrielle s'affichait en baisse continue pour s'établir à 2,0 pour cent en 2014, après 11,4 pour cent en 2013 et 28,9 pour cent en 2012. La baisse de la consommation domestique induite par la détérioration du pouvoir d'achat des ménages ainsi que la recrudescence du marché informel, ont occasionné le relâchement du dynamisme des activités dans ce secteur. En revanche, en raison de la rude concurrence sur le marché incitant les opérateurs économiques nationaux à procéder à des innovations, la poursuite de la tendance à la hausse de la production des industries de boissons a été légèrement renforcée en 2014 (+4,0%), après une bonne performance en 2013 (+3,2%) et un modeste résultat en 2012 (+1,4%).

Après avoir eu de mauvais résultats en 2013 (-7,7%), les activités axées sur les matériaux de construction ont renoué avec leur niveau de croissance enregistré en 2012(+2,5%) pour s'établir à 3,3 pour cent en 2014. Les industries de bois ont pu consolider la tendance à la hausse de leur taux de croissance en s'affichant à 3,0 pour cent en 2014, contre 3,3 pour cent en 2013 et -3,9 pour cent en 2012. Il en a été également pour les industries métalliques qui retrouvaient leur croissance solide avec une hausse de taux de 3,0 pour cent en 2014, après une forte chute de 8,7 pour cent en 2013 et une légère croissance de 1,8 pour cent en 2012. L'évolution des activités dans ces trois types de secteur de production a été en phase avec celle des BTP qui, en tant que principaux utilisateurs de matériaux de construction, ont connu des croissances stables.

Sur un autre plan, les industries alimentaires et les industries de tabac ont enregistré des progressions divergentes. En effet, à cause de la baisse de la consommation des ménages influencée par les effets durables de la crise, la croissance de la production des industries alimentaires a dans l'ensemble enregistré un léger ralentissement pour s'afficher à 2,7 pour cent en 2014, contre 3,0 pour cent en 2013 et 1,4 pour cent en 2012. En revanche, la décélération du rythme de croissance des industries de tabac observée en 2013(-12,4%), après 2,8 pour cent en 2012, s'est remarquablement redressée en 2014 (+3,0%), suite à des facteurs psychologiques et subjectifs touchant les consommateurs malgré la hausse significative des prix de vente des cigarettes.

En 2014, les secteurs de matériaux de transport et de la ZFI ont ensemble montré un taux de croissance moyen de 2,0 pour cent. Au cours des deux dernières années, la croissance des matériaux de transport est restée quasiment stable à 2,0 pour cent entre 2013 et 2014,

après avoir connu une faible progression de 1,5 pour cent en 2012. En outre, l'évolution de la croissance de production des ZFI a, à la même période, mis en évidence des fluctuations notoires en s'affichant à 2,1 pour cent en 2014, après 5,9 pour cent en 2013 et 3,5 pour cent en 2012. Le retour du pays dans l'AGOA en 2014 n'a pas encore eu d'impacts significatifs dans le milieu des affaires.

La croissance des industries textiles a évolué différemment : phase creuse en 2013 (+0,5%, après +1,9% en 2012) et phase de rebond en 2014 (+1,7%). Ce léger rebondissement résulte du renforcement de la productivité des industries franches qui ont su montrer leur persévérance face aux remous de la crise et de celui des autres industries textiles non franches qui ont commencé à se préparer à la logique de la concurrence, suite au retour à l'AGOA.

Par ailleurs, le rythme des activités des industries pharmaceutiques s'est repris en 2014 et a atteint le niveau de taux de croissance en 2012, soit 1,5 pour cent, après un taux de régression de 6,6 pour cent en 2013. Ce retour de dynamisme a été en ligne avec celui des BTP qui constituent les principaux consommateurs des produits des industries pharmaceutiques. Parallèlement, l'ouverture de nouvelles pharmacies conjuguée avec l'accroissement du nombre des acheteurs de médicaments, a aussi été un autre facteur de relance dans cette branche de production.

**Tableau 7 - Secteur secondaire : valeur ajoutée aux prix constants**

Rubriques	En milliards d'ariary aux prix de 1984				Variation annuelle ( en pourcentage)		
	2011	2012	2013	2014	2011/2012	2012/2013	2013/2014
<b>Secteur Secondaire</b>	<b>68,6</b>	<b>74,9</b>	<b>91,5</b>	<b>99,3</b>	<b>9,2</b>	<b>22,2</b>	<b>8,5</b>
Agro-industries	2,3	3,0	3,3	2,1	28,9	11,4	2,0
Industries extractives	2,4	6,9	22,0	31,6	183,2	219,2	25,9
Energie	9,2	9,6	10,1	4,6	3,9	5,6	5,0
Industries alimentaires	13,0	13,2	13,6	14,1	1,4	3,0	2,7
Industries des boissons	16,3	16,5	17,0	17,4	1,4	3,2	4,0
Industries du tabac	2,7	2,8	2,4	2,5	2,8	-12,4	3,0
Industries du corps gras	1,8	1,9	2,0	2,1	3,4	6,6	0,5
Industries pharmaceutiques	2,1	2,1	2,0	2,0	1,5	-6,6	1,5
Industries textiles	0,6	0,6	0,6	0,6	1,9	0,5	1,7
Industries du cuir	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	0,6	1,4
Industries du bois	1,1	1,1	1,1	1,2	-3,9	3,3	3,0
Matériaux de construction	2,3	2,4	2,2	2,4	2,5	-7,7	3,3
Industries métalliques	3,5	3,5	3,2	3,3	1,8	-8,7	3,0
Matériaux de transport	0,7	0,7	0,7	0,7	1,5	2,0	2,0
Appareil électrique	1,3	1,3	1,3	1,4	1,0	1,0	1,0
Industries du papier	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	2,9	1,0
Autres	0,8	0,8	0,8	0,8	-7,8	2,0	1,0
ZFI	7,7	8,0	8,5	9,4	3,5	5,9	2,1

Source : Institut National de la Statistique

En 2014, le dynamisme des activités des industries de cuir a présenté les mêmes fluctuations que celles des industries pharmaceutiques : après un léger fléchissement de 0,6 pour cent en 2013, leur croissance s'est rétablie en 2014 pour rattraper le taux de 1,4 pour cent affiché en 2012. Globalement, l'évolution des activités des industries de cuir a poursuivi les tendances observées dans le secteur des BTP.

Les industries de corps gras ont affiché une légère progression de 0,5 pour cent en 2014, après une hausse notable de 6,6 pour cent en 2013 et un accroissement significatif de 3,4 pour cent en 2012, suite aux difficultés d'approvisionnement en matières premières.

Les autres branches restantes n'ont évolué que très faiblement avec un taux moyen de croissance de 1,0 pour cent en 2014, leur dynamisme pourrait s'améliorer en fonction du changement du contexte conjoncturel aussi bien national qu'extérieur.

### 1.1.3. Le secteur tertiaire

En 2014, la contribution à la croissance du PIB du secteur tertiaire a poursuivi sa tendance à la baisse entraînant son classement à la dernière position parmi les trois secteurs. Toutefois, ce modique fléchissement a été en contraste avec la progression de son taux de croissance qui s'affichait à 2,5 pour cent en 2014, après un ralentissement de 1,3 pour cent en 2013 et une performance de 3,0 pour cent en 2012. Globalement, la reprise de dynamisme dans le secteur tertiaire, traduit par le gain de 1,2 point de pourcentage, a été la résultante des concours des différentes branches d'activité dont principalement les services bancaires et l'administration.

La croissance économique dans le secteur tertiaire a essentiellement été tirée par la bonne performance des activités bancaires qui, après une hausse notoire de 8,1 pour cent en 2013, est revenu en 2014 à son niveau de croissance de 5,3 pour cent constaté en 2012. Des facteurs externes au système bancaire liés aux effets durables de la crise (insécurité sociale) et des facteurs internes (concurrence entre les banques, innovation sur les produits bancaires, multiplication d'agences etc...) ont vigoureusement contribué à l'accroissement des dépôts bancaires. Ce qui a permis de favoriser le fonctionnement du système bancaire et stimuler son rythme de croissance.

Du fait du retour à la stabilité politique, les activités dans l'administration ont amorcé leur dynamisme grâce à la reprise progressive des financements extérieurs. La croissance dans l'administration s'est chiffrée à 4,2 pour cent en 2014, après avoir stagné à 1,1 pour cent et 1,0 pour cent respectivement en 2012 et en 2013. Le dynamisme dans l'administration est reflété par la croissance simultanée des ressources financières de l'Etat et des dépenses en investissement.

La branche de transport de marchandises s'est remarquablement bien portée en affichant une croissance quasiment stable au cours des trois dernières années. Après une hausse de 3,7 pour cent en 2013, contre 3,5 pour cent en 2012, sa croissance s'est fixée à 3,4 pour cent en 2014. Malgré ce léger fléchissement, le dynamisme des activités de transport de marchandises provient de la bonne tenue des activités du commerce extérieur aussi bien sur les exportations de minerais que sur les importations de matières premières.

Après un net recul de 2,2 pour cent en 2013, la croissance de la production dans les BTP s'est sensiblement redressée en 2014 (+3,1%) sans revenir à son niveau atteint en 2012 (+3,4%). Dans cette branche d'activité, la performance enregistrée en 2014 a découlé de l'évolution favorable des investissements publics et des investissements privés.

En 2014, la branche du commerce a bondi à 2,7 pour cent, après une chute de 3,4 pour cent en 2013 et une légère hausse de 1,9 pour cent en 2012, en raison de la prolifération du secteur informel.

En outre, liée étroitement ou indirectement à la branche du tourisme qui a marqué une bonne orientation au cours de l'année 2014, le transport des voyageurs et les auxiliaires de transport ont ensemble affiché des évolutions presque identiques. En effet, elles ont respectivement enregistré des taux de croissance de 2,6 pour cent et de 2,5 pour cent. Toutefois, en glissement annuel, ces résultats positifs se sont situés en légère diminution par rapport à l'année précédente (+3,5% et +3,6%).

La reprise modérée des activités économiques globales a, en 2014, entraîné le dynamisme de la télécommunication marquée par le développement de la téléphonie mobile et de l'internet. Après une hausse de 8,5 pour cent en 2013, contre une performance de 4,4 pour cent en 2012, la croissance de la télécommunication s'est établie à 2,1 pour cent en 2014, en raison du renforcement du parc global de la téléphonie et de l'accroissement du nombre de clients connectés à l'internet.

Sur l'année 2014, les activités restantes notamment celles des autres services se sont légèrement améliorées : +1,2%, contre +0,8% au cours des deux années précédentes, témoignant le retour de dynamisme dans ces types d'activité.

**Tableau 8 - Secteur tertiaire : valeur ajoutée aux prix constants**

Rubriques	En milliards d'ariary aux prix de 1984				Variation annuelle ( en pourcentage)		
	2011	2012	2013	2014	2011/2012	2012/2013	2013/2014
<b>Secteur Tertiaire</b>	<b>297,9</b>	<b>306,8</b>	<b>310,9</b>	<b>318,2</b>	<b>3,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>
B.T.P	27,6	28,5	27,9	31,6	3,4	-2,2	3,1
Transports de marchandises	55,3	57,2	59,3	63,2	3,5	3,7	3,4
Transports de voyageurs	14,7	16,2	16,7	18,8	10,1	3,5	2,6
Auxiliaires de transport	12,1	13,0	13,5	14,6	7,1	3,6	2,5
Télécommunication	17,4	18,2	19,7	19,4	4,4	8,5	2,1
Commerce	63,1	64,3	62,1	63,4	1,9	-3,4	2,7
Banque	16,6	17,5	18,9	19,9	5,3	8,1	5,3
Assurance	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	7,8	-3,4
Services	64,6	65,1	65,7	66,2	0,8	0,8	1,2
Administration	26,2	26,5	26,8	27,2	1,1	1,0	1,4

Source : Institut National de la Statistique

## 1.2. LES EMPLOIS DU PIB

Au cours de l'année 2014, le renforcement de la croissance économique, exprimé par une hausse modérée de 1,1 point de pourcentage par rapport au niveau enregistré en 2013, a été le résultat de la relance progressive des deux principales composantes de la demande. Globalement, le rythme de la progression de la consommation a légèrement été moins rapide par rapport au regain de dynamisme de l'investissement.

**Tableau 9 - Structure des emplois du PIB**

Rubriques	En milliards d'ariary aux prix de 1984			Variation annuelle (en pourcentage)		Structure ( en pourcentage )		
	2012	2013	2014	2012/2013	2013/2014	2012	2013	2014
<b>PIB (aux prix du marché)</b>	<b>627,3</b>	<b>641,7</b>	<b>663,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>			
<b>Consommation</b>	<b>545,3</b>	<b>545,4</b>	<b>482,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>	<b>86,9</b>	<b>85,1</b>	<b>83,9</b>
Publique	46,9	40,2	48,7	-4,0	7,7	7,5	7,0	7,3
Privée	498,4	505,2	433,5	0,5	1,4	79,5	78,1	76,6
<b>Investissements</b>	<b>154,4</b>	<b>151,4</b>	<b>194,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>24,6</b>	<b>23,4</b>	<b>23,1</b>
Publics	15,6	18,8	20,9	20,6	16,7	2,5	2,9	3,3
Privés	138,9	132,7	173,7	-5,4	0,1	22,1	20,5	19,8
<b>Epargne domestique</b>	<b>82,0</b>	<b>97,1</b>	<b>180,6</b>	<b>16,4</b>	<b>12,0</b>	<b>13,1</b>	<b>14,9</b>	<b>0,0</b>

Source : Institut National de la Statistique

### 1.2.1. La consommation

En 2014, le fléchissement de la consommation globale examinée en 2013 s'est lentement redressé en gagnant 1,8 points de pourcentage. Toutefois, en termes de contribution à la formation de la richesse nationale, la consommation globale s'est inscrite en baisse en perdant 1,2 point.

La relance de la consommation globale a été soutenue par la bonne tenue de la consommation publique : augmentation des dépenses courantes et dépenses en capital. Au total, la consommation publique a bondi de 7,7 pour cent en 2014, contre des déficits de 3,4 pour cent et 4,0 pour cent respectivement en 2012 et en 2013. Le retour graduel des financements extérieurs dont principalement les dons, appuyé par la stabilité des ressources fiscales, a été à l'origine de ce fort accroissement de la consommation publique.

En revanche, après un fléchissement de 0,5 pour cent en 2013, contre une hausse de 3,3 pour cent en 2012, la consommation privée s'est légèrement redressée pour s'établir à 1,4 pour cent en 2014. La faiblesse de la consommation privée résulte des effets de la crise entraînant une limitation des dépenses des ménages au strict minimal vital. La relance de la consommation privée a aussi été affectée par l'instabilité quasiment permanente du marché de l'emploi, source de revenu des ménages. Malgré le retour à l'AGO, la persistance du problème de l'emploi est justifiée par l'absence de recrutement massif de nouveaux employés par les entreprises franches. En attendant la reconduction de cet accord commercial par le gouvernement américain, les entreprises franches se sont montrées méfiantes sur le plan des dépenses d'exploitation. La situation de l'emploi et le problème du chômage ont donc constitué un défi majeur à relever pour inciter le redémarrage de la consommation privée.

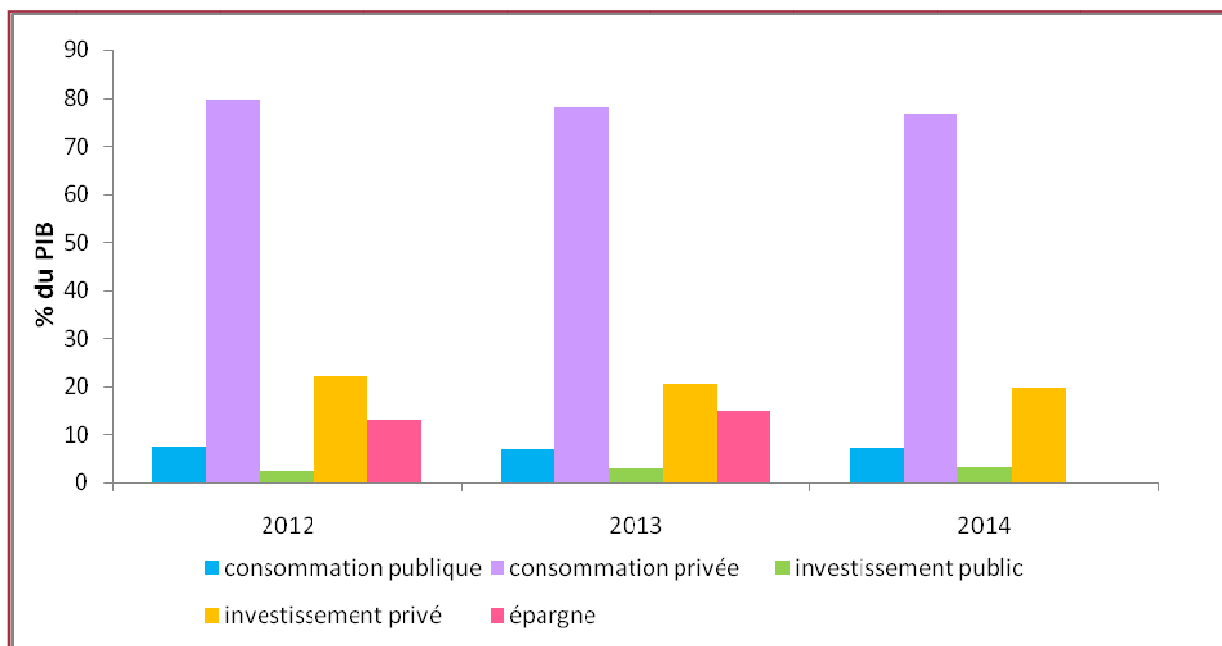
### 1.2.2. L'investissement

Globalement, la formation brute de capital fixe a enregistré une hausse notable de 2,2 pour cent en 2014, après un déficit de 2,7 pour cent en 2013 et une hausse conséquente de 5,8 pour cent en 2012. Cependant, cette performance palpable a été nuancée par le léger glissement du taux d'investissement de 0,3 point (+23,1 %, contre +23,4 % en 2013).

Sur l'année 2014, l'importance des investissements publics a essentiellement soutenu l'amélioration des investissements globaux. Au cours des deux dernières années, la croissance à deux chiffres des investissements publics, amorcée depuis 2013, a été maintenue mais à des rythmes différents (+16,7%, après +20,6% en 2013). La rentrée progressive des financements extérieurs a largement contribué à l'accroissement des investissements publics par la hausse tangible des dépenses en capital. Néanmoins, les investissements publics n'ont progressé que de 0,4 point (+3,3%, après +2,9% en 2013).

Parallèlement, la croissance des investissements privés a également augmenté, suite au retour à la stabilité politique correspondant à une amélioration progressive du monde des affaires. Du fait de la persistance des effets durables de la crise qui n'ont pas été entièrement dissipés, la confiance des investisseurs privés n'est pas totalement acquise. En 2014, les investissements privés ont retrouvé le chemin de la reprise avec une modeste croissance de 0,1 pour cent, après une chute de 5,4 pour cent en 2013. La reprise graduelle de la demande extérieure occasionnée par la légère accélération de l'activité mondiale et le retour à l'AGO, a été à l'origine de cette faible croissance des investissements privés. Ainsi, la contribution des investissements privés à la formation du PIB n'a simplement progressé que de 0,7 point en 2014, contre un repli de 1,2 point l'année précédente.

**Figure 1 - Evolution de la structure de la consommation, des investissements, et de l'épargne**



## 2. LES FINANCES PUBLIQUES

### 2.1. L'EVOLUTION DES OPERATIONS GLOBALES DU TRESOR

En 2014, les Opérations Globales du Trésor (OGT) se sont soldées par un déficit base engagement de 577,3 milliards d'ariary représentant 2,2 pour cent du PIB, en détérioration par rapport aux réalisations précédentes. Les manques à gagner au niveau des recettes fiscales et l'augmentation des dépenses, notamment de fonctionnement, ont été à l'origine de ce déficit. Le déficit base caisse a été de 626,6 milliards d'ariary ou 2,4 pour cent du PIB, en dégradation par rapport à celui de l'année précédente, mais a été inférieur au déficit de 3,5 pour cent du PIB prévu dans la Loi des finances rectificative de 2014 (LFR 2014).

**Tableau 10 - Evolution des Opérations Globales du Trésor et du financement du déficit (en milliards d'ariary)**

Rubriques	2012	2013	2014
<b>Recettes totales</b>	<b>2 643,4</b>	<b>2,818.1</b>	<b>3,246.2</b>
dont Recettes budgétaires	2 380,5	2,522.0	2,653.3
Dons	262,9	296.1	592.9
<b>Dépenses totales (base engagement)</b>	<b>2 918,0</b>	<b>3,235.6</b>	<b>3,823.5</b>
dont Dépenses courantes	2 322,8	2,505.2	2,824.5
Dépenses en capital	595,2	730.4	999.0
<b>Déficit (base engagement)</b>	<b>-274,5</b>	<b>-417.4</b>	<b>-577.3</b>
<b>Variation des arriérés intérieurs</b>	<b>-20,0</b>	<b>-39.7</b>	<b>-49.3</b>
<b>Déficit global (base caisse)</b>	<b>-294,5</b>	<b>-457.1</b>	<b>-626.6</b>
<b>Financement extérieur net</b>	<b>98,5</b>	<b>233.8</b>	<b>309.9</b>
dont Tirages	167.7	297.1	442.7
Amortissement	-69.3	-63.4	-132.8
<b>Financement intérieur net</b>	<b>196,1</b>	<b>223.4</b>	<b>316.6</b>
dont Système bancaire	266,2	440.0	117.0
Système non bancaire (BTA)	-100,6	63.4	16.5
Autres financements	30,5	-280.0	183.1

Le financement du déficit a été essentiellement assuré par les tirages sur les avances statutaires. Néanmoins, compte tenu du déblocage des aides extérieures dont celles de l'Union européenne et de la Banque mondiale vers la fin de l'année ainsi que du désengagement des banques vis-à-vis des BTA, l'implication monétaire du financement de ce déficit a été atténuée par rapport à celle de 2013. Ce financement monétaire du déficit des OGT constitue, cependant, un des principaux facteurs expansifs des agrégats monétaires en 2014 et revêt un risque inflationniste.

### 2.1.1. Le déficit des OGT et son financement

Sur la base des engagements, le déficit global des OGT s'est chiffré à 577,3 milliards d'ariary en 2014, contre 417,4 milliards d'ariary en 2013. Ce déficit s'est creusé par rapport à celui de 2013 et a été dû à l'augmentation beaucoup plus forte des dépenses (+18,2%) par rapport à celle des recettes (+15,2%). Il a atteint 2,2 pour cent du PIB en 2014, contre 1,8 pour cent un an plus tôt.

Compte tenu du paiement d'arriérés de 49,3 milliards d'ariary en net, le déficit base caisse a atteint 626,6 milliards d'ariary en 2014. En fait, le montant net des apurements s'est élevé à 208,7 milliards d'ariary, dont 187,1 milliards d'ariary font partie des apurements inscrits dans la LFR 2014 pour 323,0 milliards d'ariary. Ainsi, compte tenu des retards de paiements nets d'arriérés, ce déficit n'a représenté que 2,4 pour cent du PIB et a été inférieur au déficit prévu par la LFR 2014 qui a été de 3,5 pour cent du PIB.

Le financement de ce déficit a été assuré par les ressources extérieures à hauteur de 49,5 pour cent et à concurrence de 50,5 pour cent par les ressources locales. De même, en 2013, les ressources aussi bien extérieures qu'intérieures y ont contribué à part presque égale.

Le financement extérieur de ce déficit s'est élevé à 309,9 milliards d'ariary en net. Il a été principalement constitué par les tirages sur :

- prêts projets se chiffrant à 328,0 milliards d'ariary, soit un accroissement de 10,4 pour cent par rapport à ceux de 2013, mais inférieur aux prévisions de moins de 94,4 milliards d'ariary ;
- prêts programmes ou aides budgétaires qui ont atteint 114,7 milliards d'ariary. En fait, vers la fin du mois de décembre 2014, la Banque mondiale a déblocqué un montant équivalent à 44,0 millions de dollar (USD). Par contre, le montant de 72,0 milliards d'ariary prévu dans la LFR 2014, au titre des aides de la BAD (25 millions d'USD), n'a pas été déblocqué en 2014.

**Tableau 11 - Evolution du financement du déficit des OGT (base caisse)  
(en milliards d'ariary)**

Rubriques	2012	2013	2014
<b>Financement du déficit des OGT (base caisse)</b>	<b>294,5</b>	<b>457.1</b>	<b>626.6</b>
<i>Financement intérieur</i>	<i>196,1</i>	<i>223.4</i>	<i>316.6</i>
Système bancaire net	266,2	440.0	117.0
Banque Centrale	93,3	271.0	222.2
Banques commerciales	172,9	169.0	-105.2
Système non bancaire net	-70,1	-216.7	199.6
Système non bancaire (BTA)	-100,6	63.4	16.5
Autres financements	30,5	-280.0	183.1
<i>Financement extérieur</i>	<i>98,5</i>	<i>233.8</i>	<i>309.9</i>
Dont Tirages	167.7	297.1	442.7
Sur prêts projets	167.7	297.1	328.0
Sur prêts programmes	0.0	0.0	114.7
Amortissement	-69.3	-63.4	-132.8

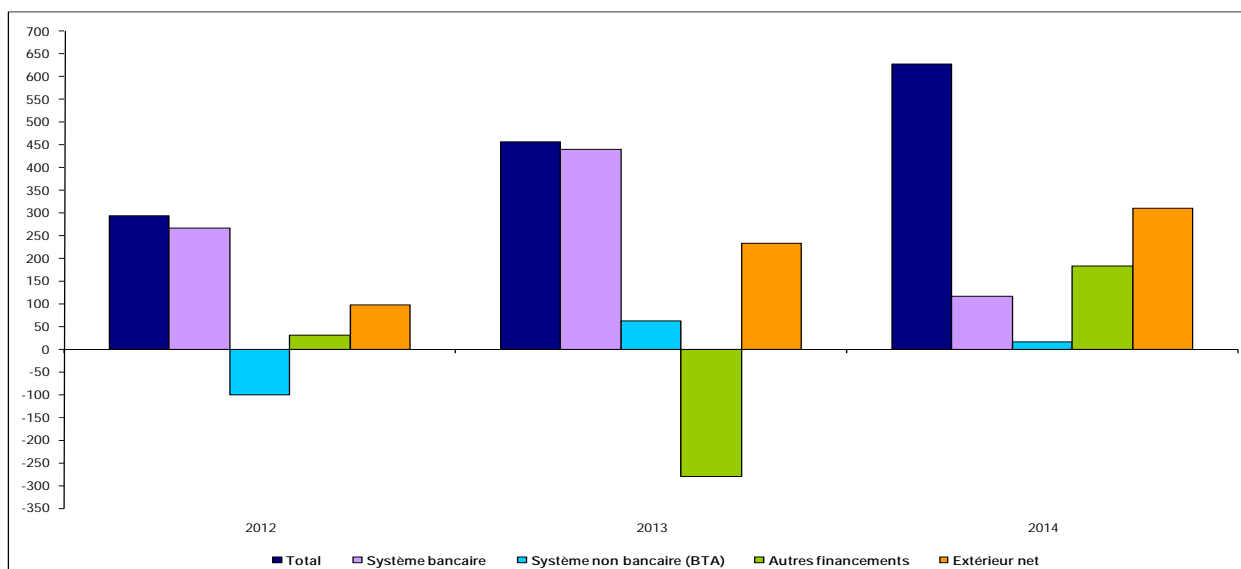
Source : Ministère des Finances et du Budget

L'apport local a atteint 316,6 milliards d'ariary sur la période étudiée. Auprès du système bancaire, l'Etat a puisé un montant net de 117,0 milliards d'ariary, tandis que vis-à-vis du système non bancaire, il a eu recours pour 199,6 milliards d'ariary en net.

Le recours au système bancaire a été la résultante, d'une part, d'un remboursement des BTA auprès des banques commerciales à concurrence de 105,2 milliards d'ariary et d'autre part, par l'augmentation des CNE de la BCM de 222,2 milliards d'ariary en 2014. Cette hausse des CNE a été surtout attribuable aux tirages sur les avances statutaires s'élevant à 332,6 milliards d'ariary et ce, malgré le renflouement des dépôts pour un montant de 163,6 milliards d'ariary lié au déblocage des aides budgétaires. Le montant des avances statutaires a largement dépassé celui prévu dans la LFR 2014.

Le financement du système non bancaire a été notamment constitué par la mobilisation des dépôts de correspondants du Trésor pour 183,2 milliards d'ariary. Dans une moindre mesure, l'emprunt sous forme de BTA auprès du secteur non bancaire a contribué à concurrence de 16,5 milliards d'ariary contre 100,3 milliards d'ariary prévus dans la LFR 2014.

**Figure 2 - Evolution du financement du déficit des OGT  
(en milliards d'ariary)**



### 2.1.2. Les recettes publiques

Les recettes totales ont atteint 3 246,2 milliards d'ariary en 2014, en augmentation de 15,2 pour cent par rapport à celles de 2013 du fait surtout des aides extérieures obtenues. Rapporté au PIB, cependant, le niveau de ces recettes a avoisiné celui des années précédentes, soit de 12,6 pour cent du PIB, contre 12,0 pour cent du PIB en 2013.

Les recettes sous forme de dons ont doublé et sont passées de 296,1 milliards d'ariary en 2013 à 592,9 milliards d'ariary un an plus tard. Cette forte hausse a été essentiellement attribuable aux aides budgétaires obtenues de l'Union européenne pour 206,8 milliards d'ariary (65 millions d'euros), les dons en capital n'ayant augmenté que de 90,6 milliards d'ariary.

Les recettes budgétaires, par contre, sont restées presque stables suite à la faible performance au niveau des recettes fiscales et à la diminution des recettes non fiscales. Elles se sont chiffrées à 2 653,3 milliards d'ariary en 2014, contre 2 522,0 milliards d'ariary un an plus tôt, soit un faible accroissement de 5,2 pour cent.

En fait, les recettes non fiscales se sont repliées de près de 10,0 pour cent pour se situer à 64,5 milliards d'ariary en 2014, en raison notamment du fléchissement des produits de prise de participation. Néanmoins, compte tenu de l'augmentation des redevances et de celle des produits des activités de services des ministères, les objectifs ont été atteints en matière de recettes non fiscales (prévisions de la LFR 2014 de 61,7 milliards d'ariary).

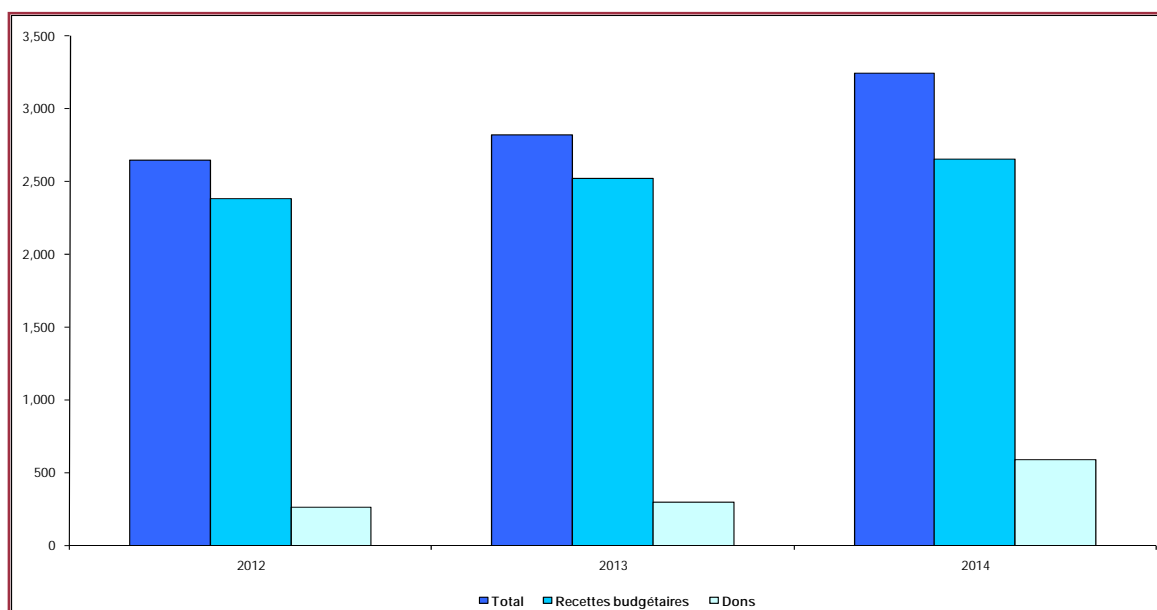
**Tableau 12 - Evolution des recettes publiques**

Rubriques	En milliards d'ariary			Variations (en pourcentage)	
	2012	2013	2014	2013	2014
<b>Recettes totales</b>	<b>2 643,4</b>	<b>2,818.1</b>	<b>3,246.2</b>	<b>6.6</b>	<b>15.2</b>
<b>Recettes budgétaires</b>	<b>2 380,5</b>	<b>2,522.0</b>	<b>2,653.3</b>	<b>5.9</b>	<b>5.2</b>
- Recettes fiscales	2 263,0	2,451.5	2,588.8	8.3	5.6
- Recettes fiscales intérieures	1 214,4	1,279.2	1,333.8	5.3	4.3
- Impôts sur le commerce international	1 048,6	1,172.3	1,255.0	11.8	7.1
- Recettes non fiscales	117,5	70.5	64.5	-40.0	-8.5
<b>Recettes extrabudgétaires</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>		
<b>Dons</b>	<b>262,9</b>	<b>296.1</b>	<b>592.9</b>	<b>12.6</b>	<b>100.2</b>
- Dons courants	0,6	0,6	206.8	1.5	
- Dons en capital	262,3	295.5	386.1	12.7	30.6

Source : Ministère des Finances et du Budget

Les recettes fiscales se sont établies à 2 588,8 milliards d'ariary, contre 2 451,5 milliards d'ariary en 2013, soit une légère hausse de 5,6 pour cent. Ce rythme d'accroissement déjà faible s'est ralenti par rapport à celui de la période similaire de 2013 compte tenu notamment des manques à gagner chiffrés à 394,4 milliards d'ariary par rapport aux objectifs de la LFR 2014. Les moins values enregistrées ont été surtout imputables à presque toutes les catégories d'impôts. Au niveau des recettes fiscales intérieures, les manques à gagner ont été observés au niveau des impôts sur le revenu (IR et IRCM), de la taxe sur la valeur ajoutée intérieure (TVA) et des droits d'accise du fait essentiellement du marasme économique. Du côté des recettes fiscales relatives au commerce extérieur, la politique de subventions adoptée par le Gouvernement pour limiter le prix à la pompe a freiné l'évolution des taxes sur les produits pétroliers. De même, les TVA relatives aux importations de produits pétroliers ont été inférieures aux objectifs en dépit de leur accroissement par rapport aux réalisations de 2013.

**Figure 3 - Evolution des recettes publiques  
(en milliards d'ariary)**



Le taux de pression fiscale s'est replié à 10,0 pour cent du PIB en 2014, contre 10,5 pour cent du PIB en 2013. Les recettes fiscales aussi bien intérieures que celles relatives au commerce extérieur y ont contribué à part presque égale. Ce taux a été, par ailleurs, inférieur à la prévision de la LFR 2014 qui a été de 11,6 pour cent du PIB.

En termes de structure, les recettes budgétaires sont restées les principaux constituants des recettes totales et ont représenté 81,7 pour cent du total en 2014, après 89,5 pour cent en 2013. Ce léger fléchissement de la part a été attribuable à l'accroissement de la proportion des dons qui s'est située à 18,3 pour cent, contre 10,5 pour cent de l'ensemble en 2013. De même, corollairement au déblocage des aides budgétaires, les dons ne sont plus exclusivement constitués par les dons en capital (65,1% du total), mais comprennent dorénavant des dons courants (34,9% de l'ensemble). Par ailleurs, l'accroissement timide de la part des recettes sur le commerce extérieur au détriment de celle des recettes fiscales intérieures s'est poursuivi en 2014. Elle a ainsi atteint 48,5 pour cent des recettes fiscales, contre 47,8 pour cent en 2013.

**Tableau 13 - Structure des recettes publiques  
(en pourcentage)**

Rubriques	2012	2013	2014
<b>Recettes totales</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Recettes budgétaires	90,1	89,5	81,7
Recettes extrabudgétaires	0,0	0,0	0,0
Dons	9,9	10,5	18,3
<b>Recettes budgétaires</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Recettes fiscales	95,1	97,2	97,6
Recettes non fiscales	4,9	2,8	2,4
<b>Recettes fiscales</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Recettes intérieures	53,7	52,2	51,5
Recettes sur commerces extérieurs	46,3	47,8	48,5
<b>Dons</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Dons courants	0,2	0,2	34,9
Dons en capital	99,8	99,8	65,1

### 2.1.3. Les dépenses publiques

Les dépenses publiques, base engagement, se sont chiffrées à 3 823,5 milliards d'ariary en 2014, contre 3 235,6 milliards d'ariary en 2013, soit une progression de 18,2 pour cent. Elles ont représenté 14,8 pour cent du PIB avec une augmentation de un point de pourcentage par rapport à celui de l'année précédente. Presque toutes les catégories de dépenses ont contribué à cet accroissement des dépenses publiques. Néanmoins, elles ont été contenues dans les prévisions de la LFR 2014 qui ont été fixées à 16,5 pour cent du PIB. Une économie correspondant à 430,4 milliards d'ariary a été constatée dont 246,9 milliards d'ariary au niveau des dépenses courantes et un manque de 183,5 milliards d'ariary à l'endroit des dépenses en capital. Des dépassements ont toutefois été enregistrés au niveau de certaines dépenses (fonctionnement).

Les dépenses courantes ont atteint 2 824,5 milliards d'ariary et ont été en augmentation de 12,7 pour cent par rapport aux réalisations précédentes de 2013, leur rythme s'est accéléré par rapport à celui de 2013 (+7,9 %). Cette accélération a surtout été due à l'accroissement des dépenses de fonctionnement (+21,4%) et des dépenses relatives au paiement d'intérêt (+14,9%). Les dépenses de fonctionnement ont dépassé de 119,4 milliards d'ariary les prévisions de la LFR 2014 en raison notamment de la régularisation des subventions du secteur pétrolier dont la suspension des droits et taxes à l'importation (DTI). Par contre, les dépenses de personnel ont été inférieures aux prévisions de la LFR 2014 de 204,4 milliards d'ariary

suite à la non réalisation des recrutements prévus. Elles demeurent néanmoins importantes et représentent 51,2 pour cent des dépenses courantes, et ont engrangé 5,6 pour cent du PIB.

**Tableau 14 - Evolution des dépenses publiques**

Rubriques	En milliards d'ariary			Variation (en pourcentage)	
	2012	2013	2014	2013	2014
Dépenses courantes	<b>2 322,8</b>	<b>2,505.2</b>	<b>2,824.5</b>	<b>7.9</b>	<b>12.7</b>
Dont Personnel	1 167,3	1,341.7	1,445.6	14.9	7.7
Fonctionnement	702,1	860.5	1,044.3	22.6	21.4
Intérêts dus	144,0	124.0	142.4	-13.9	14.9
Autres dépenses courantes	309,4	179.0	192.2	-42.1	7.4
Dépenses en capital	<b>595,2</b>	<b>730.4</b>	<b>999.0</b>	<b>22.7</b>	<b>36.8</b>
Sur ressources intérieures	165,2	137.7	284.9	-16.6	106.8
Sur ressources extérieures	430,0	592.7	714.1	37.8	20.5
<b>Dépenses totales (base engagement)</b>	<b>2 918,0</b>	<b>3,235.6</b>	<b>3,823.5</b>	<b>10.9</b>	<b>18.2</b>
Variation des arriérés intérieurs	-20,0	-39.7	-49.3	98.6	24.2
<b>Dépenses totales (base caisse)</b>	<b>2 937,9</b>	<b>3,275.3</b>	<b>3,872.8</b>	<b>11.5</b>	<b>18.2</b>

Source : Ministère des Finances et du Budget

Les dépenses en capital ont augmenté de 36,8 pour cent pour se situer à 999,0 milliards d'ariary en 2014. Cette augmentation a surtout été attribuable à celle des dépenses sur ressources intérieures qui ont plus que doublé. Cette tendance haussière a été favorisée par le déblocage des aides extérieures. Par contre, les prévisions fixées par la LFR 2014 n'ont pas été atteintes. Au niveau des dépenses sur ressources intérieures, un montant de 109,1 milliards d'ariary n'a pas été utilisé, tandis qu'au niveau des dépenses sur ressources extérieures, le montant non utilisé a été de 74,4 milliards d'ariary. Le taux de réalisation des investissements prévus n'a ainsi été que de 84,5 pour cent, contre 97,4 pour cent en 2013.

Eu égard au paiement net d'arriérés de 49,3 milliards d'ariary, le total des dépenses publiques, base caisse, a été de 3 872,8 milliards d'ariary. Elles ont représenté 15,0 pour cent du PIB, presque au même rythme que celui de 2013 (14,0 % du PIB).

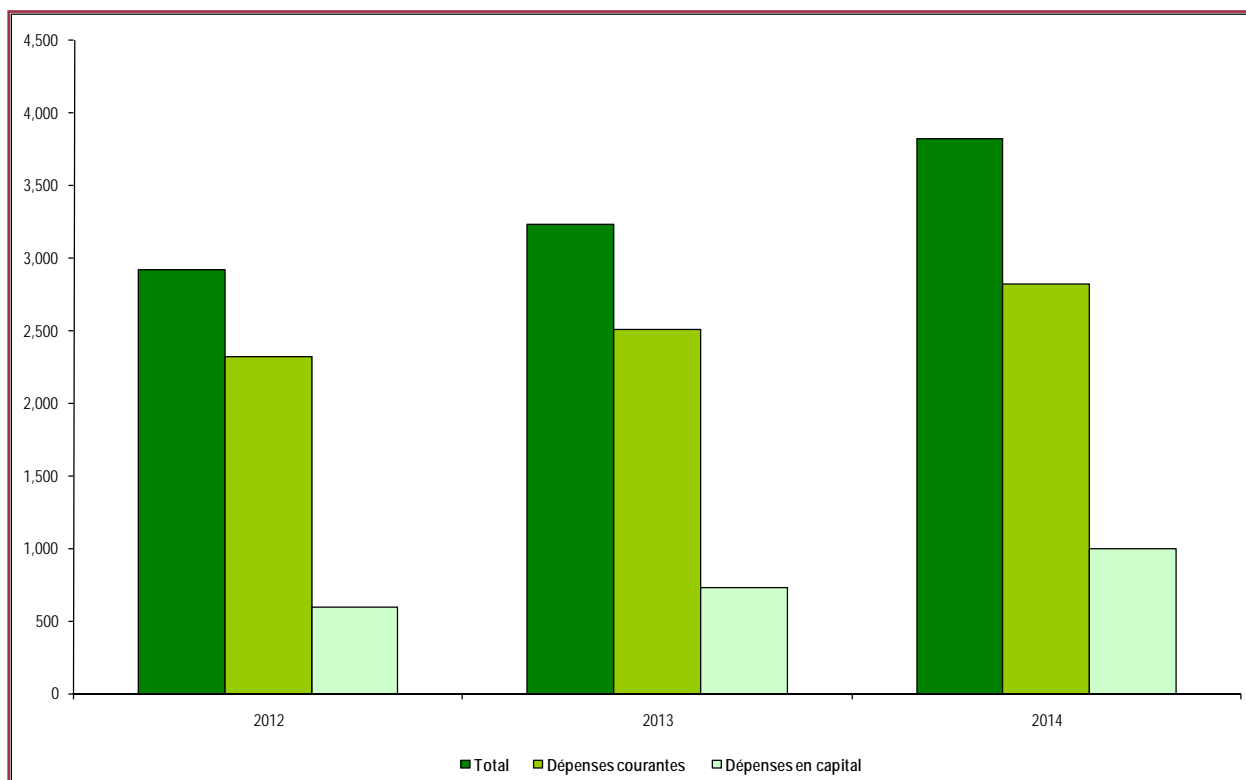
**Tableau 15 - Structure des dépenses publiques  
(en pourcentage)**

Rubriques	2012	2013	2014 Provisoire
<b>Dépenses totales</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Dépenses courantes	79,1	76,5	72,9
Dépenses en capital	20,3	22,3	25,8
Autres dépenses	0,7	1,2	1,3
<b>Dépenses courantes</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Personnel	50,3	53,6	51,2
Fonctionnement	30,2	34,4	37,0
Intérêts dus	6,2	4,9	5,0
Autres dépenses courantes	13,3	7,1	6,8
<b>Dépenses en capital</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Sur ressources intérieures	27,8	18,9	28,5
Sur ressources extérieures	72,2	81,1	71,5

Source : Ministère des Finances et du Budget

En termes de structure, la part des dépenses courantes est restée prépondérante avec 72,9 pour cent du total. Elle a, cependant, été en léger repli au profit de celle des dépenses en capital qui s'est établie à 25,8 pour cent, contre 22,3 pour cent en 2013. De même, au niveau des dépenses courantes, la proportion la plus élevée revient aux dépenses du personnel laquelle représente plus de la moitié de l'ensemble. La part des dépenses de fonctionnement, par contre, s'est élevée à 37,0 pour cent du total, en léger accroissement comparée à celle de 2013 (34,4 %). Celle des dépenses relatives aux paiements d'intérêt est, de son côté, passée de 4,9 pour cent en 2013 à 5,0 pour cent sur la période examinée.

**Figure 4 - Evolution des dépenses publiques  
(en milliards d'ariary)**

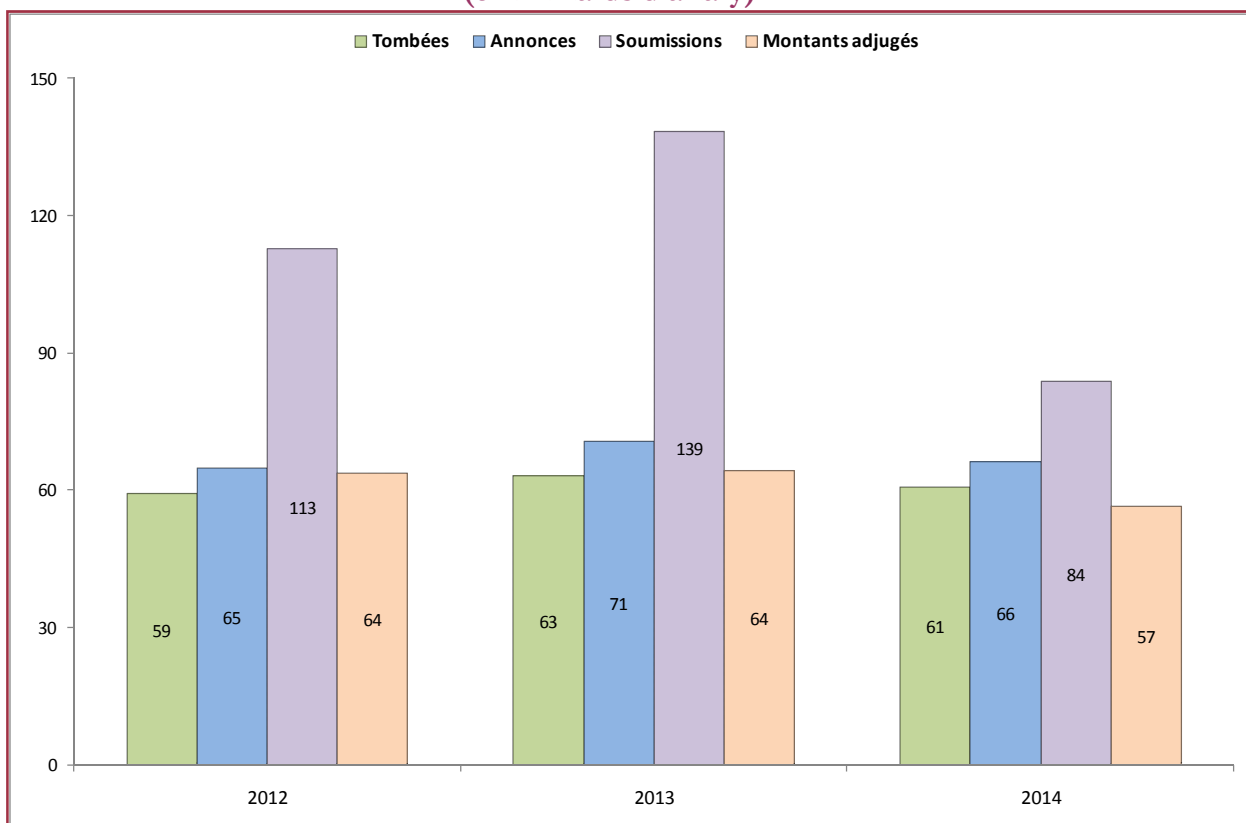


## 2.2. LE MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR PAR ADJUDICATION

L'insuffisance des liquidités bancaires, presque tout au long de l'année 2014, s'est répercutée sur le marché des Bons du Trésor par Adjudication (BTA), engendrant une situation moins favorable de celui-ci. Malgré les annonces modérées du Trésor, dépassant légèrement le volume des tombées, les soumissions totales dont celles du secteur bancaire se sont repliées, notamment au cours du deuxième et du quatrième trimestre pendant lesquels la demande du Trésor n'a pas été couverte. Contrairement aux deux années précédentes, l'Etat a ainsi opéré au remboursement net de BTA, dont essentiellement en faveur du secteur bancaire.

Durant les quatre premiers mois de l'année 2014, l'Etat a émis un montant net de 72,0 milliards d'ariary sur le marché des BTA, justifiant encore la disponibilité des fonds prêtables dans l'économie pendant cette période. Néanmoins, la situation s'est inversée depuis le mois de mai où le Trésor a commencé à procéder à des remboursements sur le marché des BTA. En somme sur l'année 2014, le remboursement net s'est élevé à 105,2 milliards d'ariary, dont 154,6 milliards d'ariary entre mai et juillet. Par la suite, l'encours global des BTA a diminué à 1 027,2 milliards d'ariary à fin décembre 2014, contre 1 132,5 milliards d'ariary en décembre 2013.

**Figure 5 - Evolution des opérations sur le marché des BTA, en moyenne par adjudication (en milliards d'ariary)**

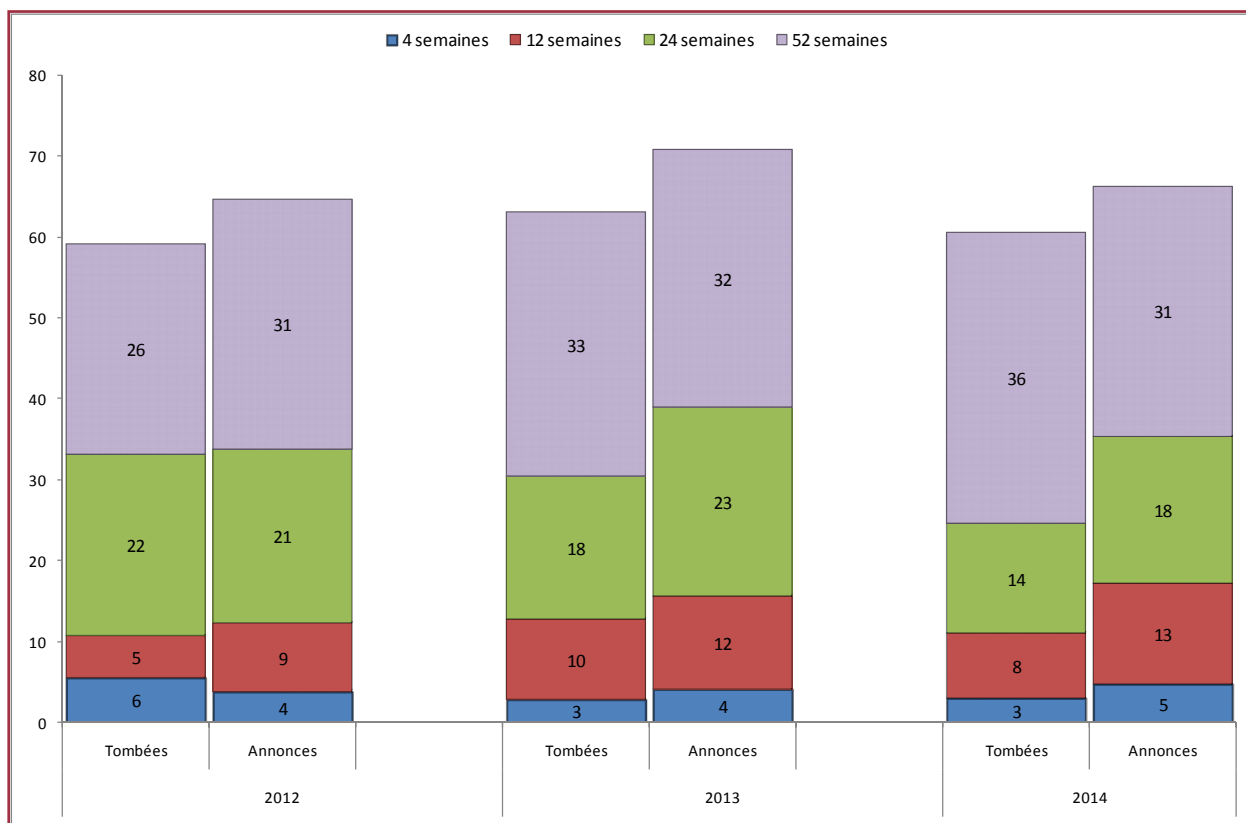


### 2.2.1. Evolution des annonces

Le Trésor a modéré, voire réduit, ses annonces sur le marché des BTA au cours de l'année 2014, en dessous des tombées comme aux mois de mai, juin, juillet et décembre. En moyenne par adjudication, les annonces du Trésor ont été de 66,3 milliards d'ariary, soit 5,8 milliards d'ariary supérieurs aux tombées en 2014. Ces demandes ont baissé comparées à celles réalisées en 2013.

Le Trésor s'est progressivement désengagé des bons à maturité longue, à savoir des bons à 52 semaines, tout en limitant la hausse des taux d'intérêt. Cette situation a déjà été observée en 2013 où le montant annoncé sur les bons à 52 semaines n'ont couvert que partiellement le volume des tombées y afférentes.

**Figure 6 - Evolution des annonces par maturité, en moyenne par adjudication  
(en milliards d'ariary)**



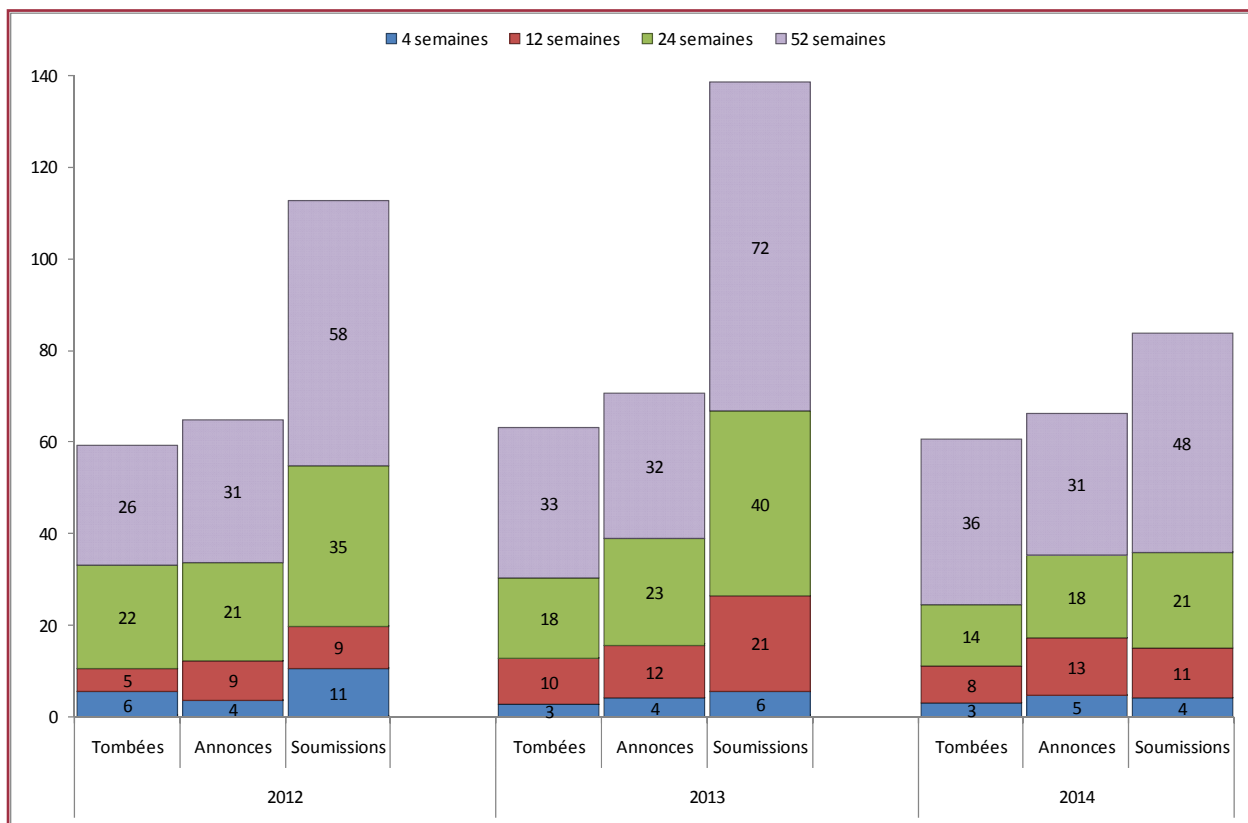
### 2.2.2. Evolution des soumissions

Au cours du premier trimestre 2014, les soumissions aux BTA ont encore été importantes, reflétant la disponibilité des fonds prêtables. Cependant, à partir du deuxième trimestre, la situation s'est inversée et les offres ont nettement diminué. En particulier, au cours du deuxième et du quatrième trimestre, les soumissions totales ont été inférieures aux annonces du Trésor. La diminution a touché aussi bien les banques commerciales que le secteur non bancaire, bien que le volume respectif ait été différent.

En 2014, les soumissions n'ont représenté que 126,1 pour cent des annonces, contre 195,7 pour cent en 2013. En volume et en moyenne par adjudication, après 138,5 milliards d'ariary en 2013, elles se sont chiffrées à 83,7 milliards d'ariary, soit 54,9 milliards d'ariary de diminution, dont 44,9 milliards d'ariary attribuables au secteur bancaire.

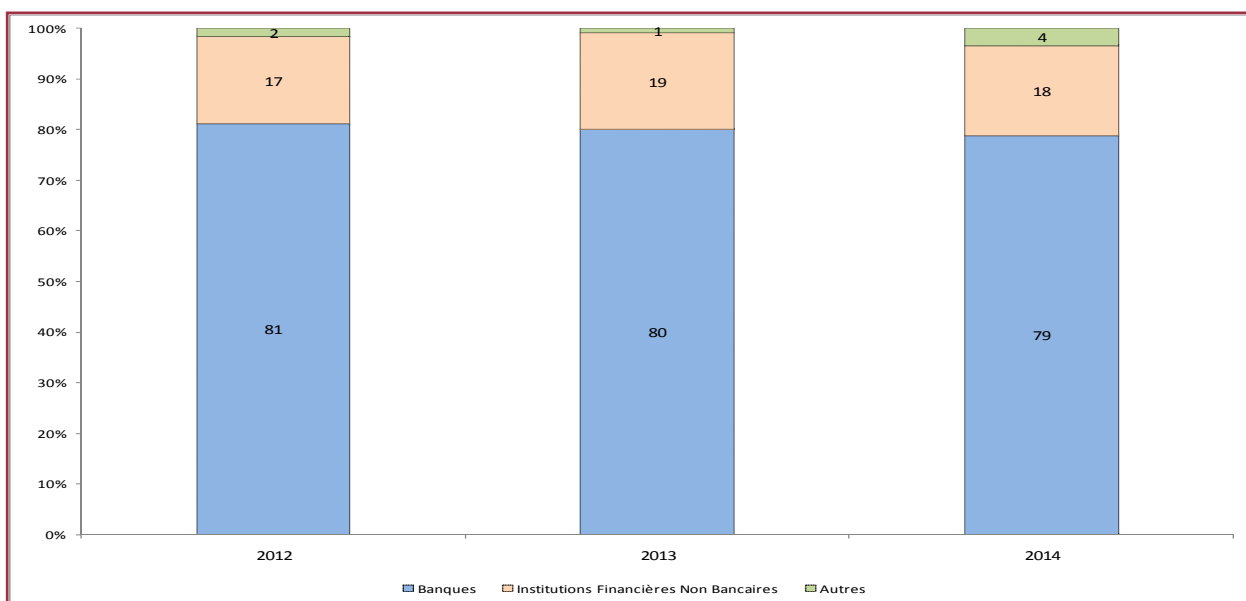
Les soumissionnaires ont axé leurs offres dans les bons à 52 semaines, soit 57,0 pour cent des soumissions totales, alors que le Trésor n'a lancé que 46,7 pour cent de ses annonces en faveur de cette maturité. Ils ont préféré s'investir aux bons de maturité plus longue (52 semaines) au détriment des bons de maturité plus courte. De même, les placements des soumissionnaires aux bons à 4 semaines, à 12 semaines et à 24 semaines ont été moins importants comparés à la structure des annonces du Trésor.

**Figure 7 - Evolution des soumissions par maturité, en moyenne par adjudication (en milliards d'ariary)**



Les banques commerciales dominent toujours le marché des BTA, malgré la baisse de leur part par rapport aux deux années précédentes. En 2014, leurs soumissions constituent 79,0 pourcent du total des soumissions. Quoique minime, la proportion des soumissions des autres investisseurs comme les ménages et les entreprises dans le total des offres, a, par contre, accusé une augmentation, passant de 1,0 pour cent en 2013 à 4,0 pour cent en 2014.

**Figure 8 - Structure des soumissions par catégorie de soumissionnaires (en pourcentage)**

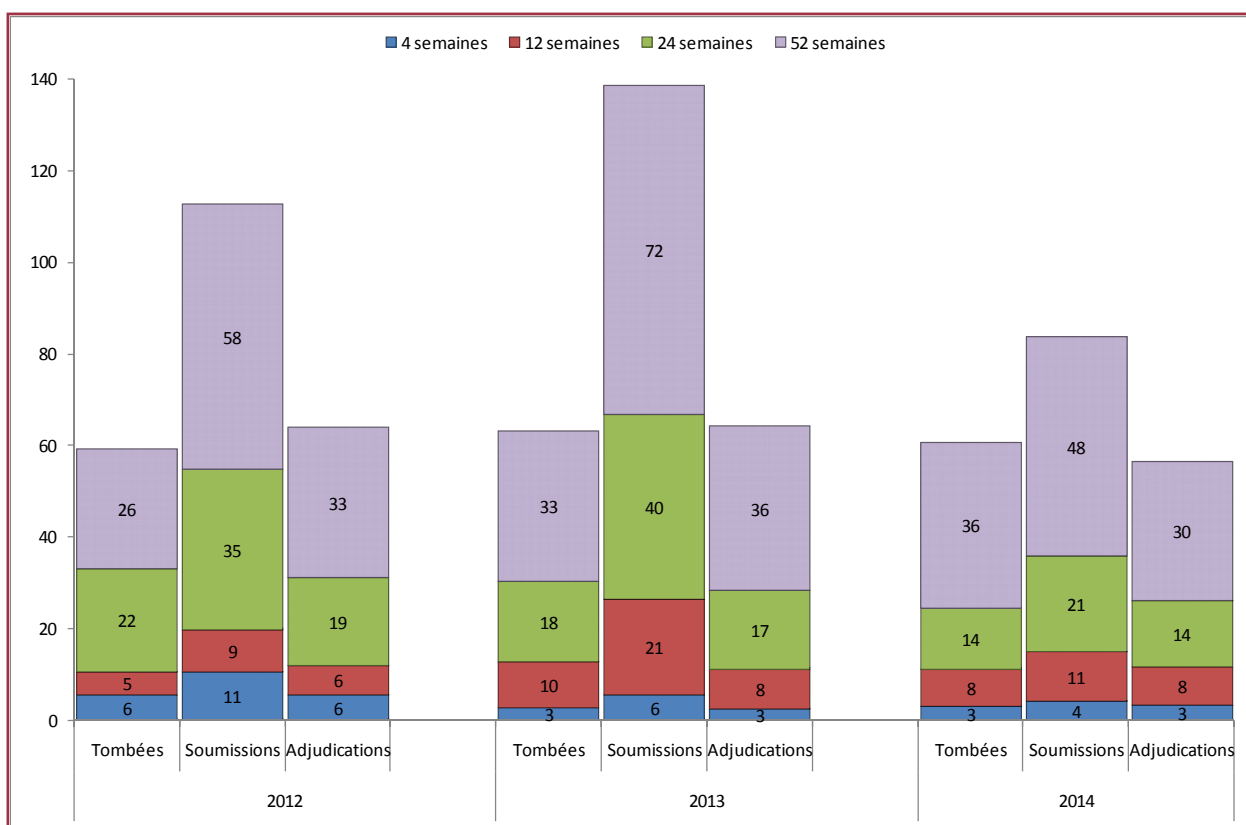


### 2.2.3. Evolution des montants adjugés sur le marché primaire

Compte tenu du volume important des soumissions lié à l'abondance de liquidité sur le marché des BTA pendant les trois premiers mois de 2014, les besoins de sa trésorerie de l'Etat ont été couverts à près de la moitié des soumissions durant cette période. Par contre, à partir du deuxième trimestre de 2014, les soumissions ont significativement diminué, quelquefois même inférieures à la demande du Trésor. Par conséquent, l'Etat a presque adjugé toutes les offres présentées sur le marché. En moyenne par adjudication en 2014, le montant adjugé par le Trésor a baissé à 56,5 milliards d'ariary, contre 64,2 milliards d'ariary en 2013.

La baisse du taux de renouvellement des tombées observée en 2013 s'est poursuivie en 2014. De 108,0 pour cent en 2012 à 101,9 pour cent en 2013, ce taux s'est situé en dessous des tombées en 2014, soit à 93,3 pour cent. En d'autres termes, les tombées n'ont pas été couvertes par les montants adjugés sur le marché primaire. Cette situation a principalement concerné le secteur bancaire.

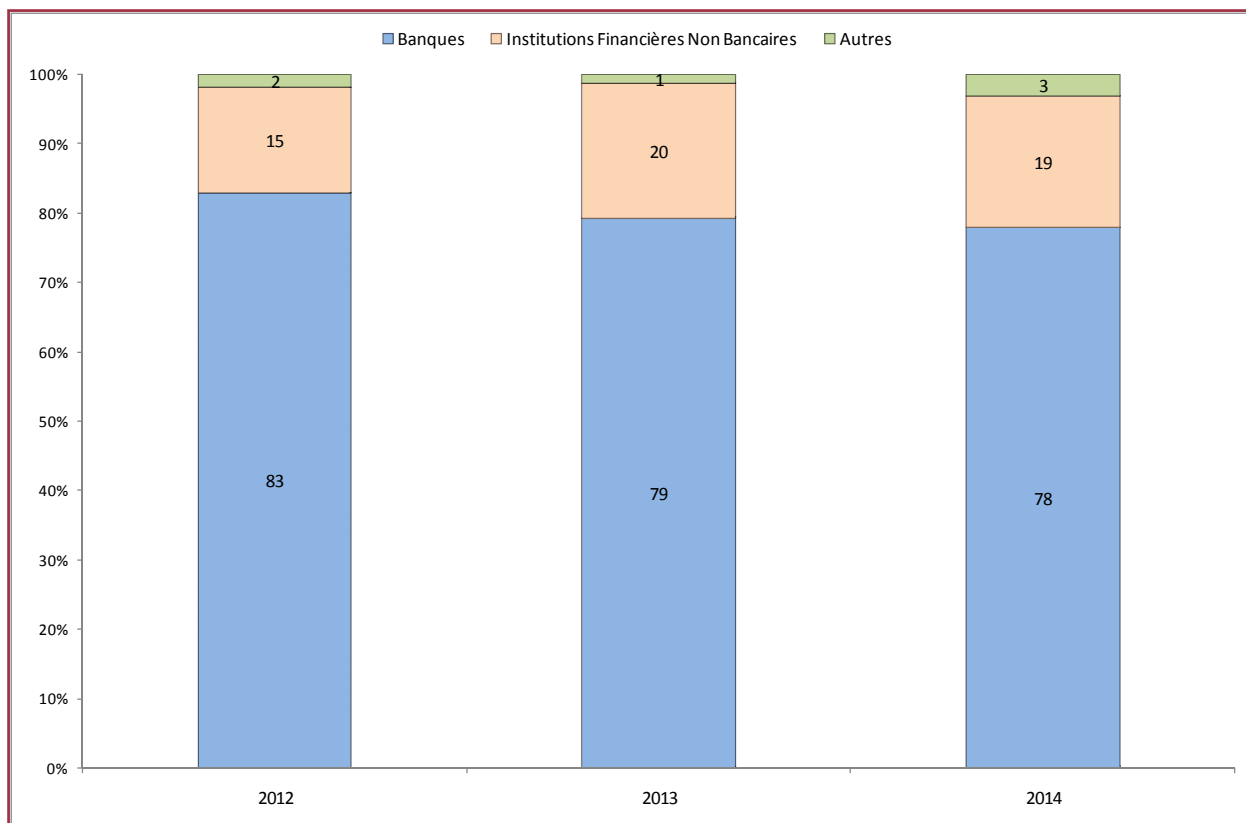
**Figure 9 - Evolution des montants adjugés par maturité sur le marché primaire en moyenne par adjudication (en milliards d'ariary)**



Toutes ces opérations ont abouti à un remboursement net de BTA par le Trésor de 105,2 milliards d'ariary au cours de l'année 2014, contre une émission nette de 30,4 milliards d'ariary en 2013. Ce remboursement a principalement été effectué en faveur du secteur bancaire, soit un montant de 121,8 milliards d'ariary. Les institutions financières non bancaires ont également été remboursées à concurrence de 5,4 milliards d'ariary, après une souscription nette de 73,6 milliards d'ariary au cours de l'année 2013. Au total, le secteur non bancaire n'a souscrit que 16,5 milliards d'ariary en net, alors qu'en 2013 ce montant s'est élevé à 63,4 milliards d'ariary.

Par maturité, le remboursement net sur le marché primaire n'a affecté que les bons à 52 semaines, soit pour un montant de 143,1 milliards d'ariary sur l'ensemble de l'année 2014. Par ailleurs, les titres placés sur les autres maturités se sont renfloués, situation totalement inverse de l'année précédente.

**Figure 10 - Structure des montants adjugés par catégorie de souscripteurs (en pourcentage)**



#### 2.2.4. Le marché secondaire

Le marché secondaire est défini par le marché où se négocient les titres publics déjà émis sur le marché primaire. Il centralise principalement les transactions entre les banques commerciales et le secteur non bancaire. L'absence de dynamisme du marché s'est accentuée en 2014. En effet, la tendance baissière du nombre d'opérations ainsi que du montant nominal échangé s'est poursuivie. Le nombre des opérations a continuellement baissé, passant de 376 en 2012, à 161 en 2013 et à 143 en 2014. Le volume total échangé a également diminué à 11,5 milliards d'ariary en 2014, contre 13,3 milliards d'ariary un an plus tôt. Les échanges ont été principalement opérés entre les banques et les ménages, soit 66,2 pour cent du total en 2014. Ceux avec les entreprises se sont élevés à 18,7 pour cent. En ce qui concerne les institutions financières non bancaires, elles ne se sont présentées sur ce marché qu'aux mois d'octobre et de novembre.

**Tableau 16 - Evolution des transactions sur le marché secondaire**

Périodes	Nombre	Montant nominal en milliards d'ariary
2012	376	87,4
2013	161	13,3
2014	143	11,5

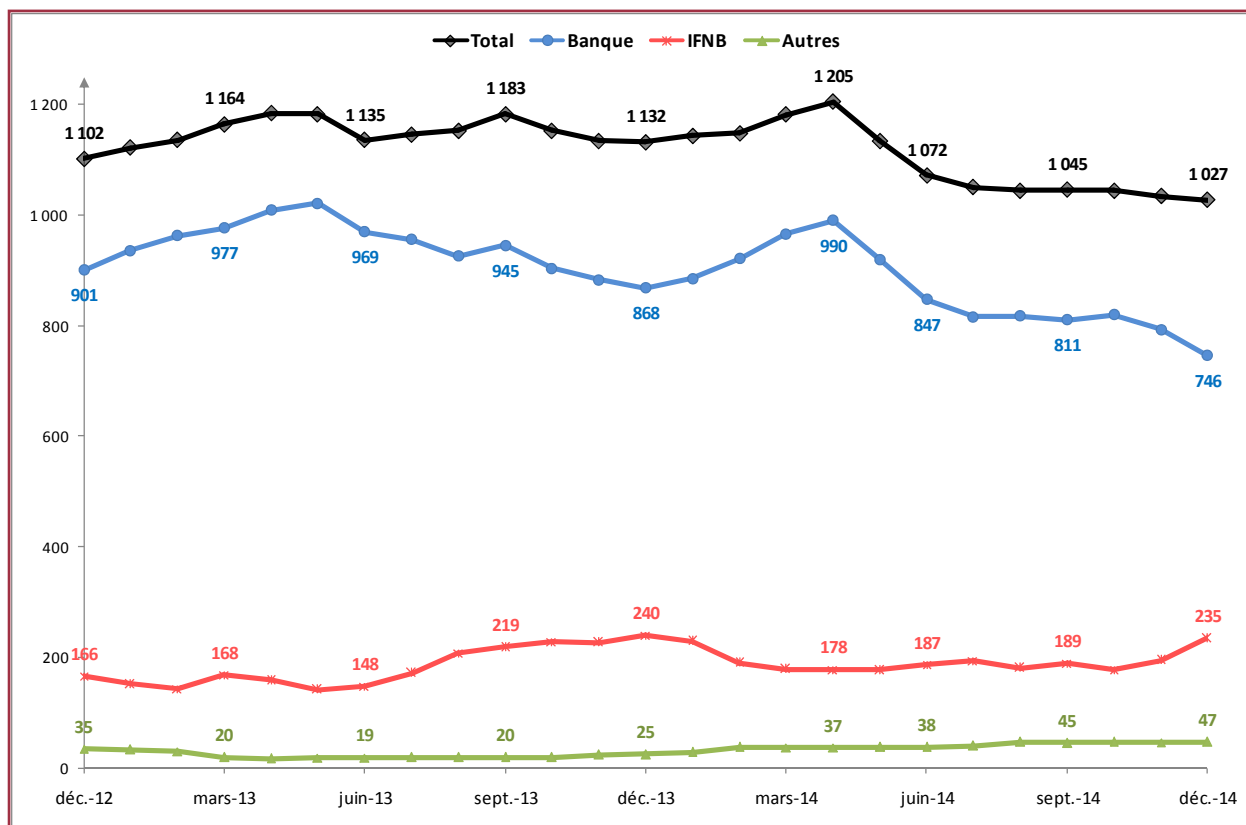
Source : Banque Centrale de Madagascar

### 2.2.5. Evolution de l'encours global

Contrairement à la tendance haussière durant l'année 2013, l'encours global des BTA a diminué dans l'ensemble de l'année suivante. Cependant, cette tendance a été marquée par deux périodes distinctes. La première se situe au cours des quatre premiers mois où l'encours global des BTA s'est accru progressivement, atteignant le pic de 1 204,5 milliards d'ariary à fin avril 2014, contre 1 132,5 milliards d'ariary à fin décembre 2013. La seconde période a été imprimée par la baisse continue du niveau de l'encours amorcée au mois de mai suite à la situation d'insuffisance de liquidités. Par conséquent, le niveau global s'est replié à 1 027,2 milliards d'ariary à fin décembre 2014.

Même en repli en 2014, les banques disposent toujours de la part prépondérante de l'encours total des BTA. Celle-ci a légèrement baissé à 72,6 pour cent de l'encours total à fin décembre 2014, contre 76,6 pour cent un an auparavant. En revanche, la proportion de l'encours du secteur non bancaire a augmenté et a atteint 27,3 pour cent du total, contre 22,4 pour cent de l'ensemble à fin décembre 2013.

**Figure 11 - Evolution de l'encours des BTA par catégorie de souscripteurs (en milliards d'ariary)**



## 3. LA BALANCE DES PAIEMENTS

En 2014 et comparativement à la réalisation des deux années précédentes, la situation des paiements extérieurs s'est considérablement améliorée. En effet, la balance globale des paiements internationaux a présenté un excédent de 16,6 millions de DTS à fin 2014, contre des déficits de 174,5 millions de DTS et 54,1 millions de DTS, respectivement en 2013 et 2012. Cette performance accaparée par la situation des paiements extérieurs est essentiellement attribuable à la forte réduction du gap sur les « *transactions courantes* », et ce, malgré la contraction significative du solde des « *opérations en capital et financières* ».

En conséquence de ce redressement de la situation des paiements extérieurs, les réserves officielles de change de Madagascar ont connu une reconstitution palpable. En effet, le stock des avoirs bruts de la BCM s'est élevé à 535,2 millions de DTS à fin 2014 (2,5 mois d'importation de biens et services non facteurs), contre 501,9 millions de DTS (2,2 mois d'importation de biens et services non facteurs) à la fin de l'année 2013, soit une accumulation de réserves de 33,3 millions de DTS. De même, ceux des banques territoriales ont augmenté : de 221,0 millions de DTS à fin 2013 à 245,6 millions de DTS à la fin de l'année 2014, soit une hausse de 24,6 millions de DTS.

**Tableau 17 - Extrait de la Balance des paiements  
(en millions de DTS)**

Rubriques	2012 [*]	2013 [*]	2014 [**]
<b>1-Transactions courantes</b>	<b>-495,4</b>	<b>-408,7</b>	<b>-16,8</b>
<b>1.1 Biens et services</b>	<b>-680,3</b>	<b>-604,9</b>	<b>-302,7</b>
<b>Balance commerciale</b>	<b>-727,4</b>	<b>-558,0</b>	<b>-360,0</b>
<b>Exportations FOB</b>	<b>989,7</b>	<b>1 265,1</b>	<b>1 444,8</b>
Dont Zone Franche	389,5	422,0	434,6
Girofle	212,2	71,9	72,5
Produits pétroliers	155,2	58,6	53,8
Minerais de titane et de zirconium	163,0	62,6	52,7
Nickel et de cobalt	84,5	282,2	447,3
<b>Importations FOB</b>	<b>-1 717,1</b>	<b>-1 823,1</b>	<b>-1 804,8</b>
Dont Imports CAF Energie	-462,7	-437,5	-424,1
Biens d'équipement	-304,6	-289,5	-282,8
Zone Franche	-280,5	-327,0	-330,8
Matières premières	-365,6	-382,8	-405,6
Biens de consommation	-250,9	-260,1	-260,3
Réç	-61,6	-125,8	-99,1
<b>Services nets</b>	<b>47,1</b>	<b>-46,9</b>	<b>57,3</b>
<b>Exportations de services</b>	<b>860,1</b>	<b>831,0</b>	<b>858,4</b>
<b>Importations de services</b>	<b>-813,1</b>	<b>-877,9</b>	<b>-801,1</b>
<b>1.2 Revenus des investissements</b>	<b>-205,5</b>	<b>-221,0</b>	<b>-197,0</b>
Recettes	22,2	11,8	9,6
Paiements	-227,7	-232,8	-206,5
<b>1.3 Transferts courants</b>	<b>390,4</b>	<b>417,2</b>	<b>482,8</b>
Administrations publiques	44,2	44,5	84,7
Autres secteurs	346,2	372,7	398,2
<b>2- Opérations en capital et financières</b>	<b>458,5</b>	<b>241,8</b>	<b>48,3</b>
<b>2.1 Opérations en capital</b>	<b>78,1</b>	<b>88,1</b>	<b>85,1</b>
Administration publique	78,1	88,1	85,1
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0
<b>2.2 Opérations financières</b>	<b>380,4</b>	<b>153,7</b>	<b>-36,8</b>
Investissements directs (net)	507,7	362,8	206,5
Investissements de portefeuille (net)	0,0	0,0	-0,8
Autres investissements (net)	-127,3	-209,1	-242,5
<b>3-Erreurs et omissions</b>	<b>-17,2</b>	<b>-7,7</b>	<b>-14,8</b>
<b>4-Balance globale</b>	<b>-54,1</b>	<b>-174,5</b>	<b>16,6</b>
<b>5-Financement</b>	<b>54,1</b>	<b>174,5</b>	<b>-16,6</b>
Fmi net	-4,4	-6,2	17,5
Autres avoirs (augmentation -)	58,6	180,7	-34,2

Source : Banque Centrale de Madagascar, [\*]Données mises à jour, [\*\*] Réalisations provisoires.

### 3.1. LES TRANSACTIONS COURANTES

Comme il a été mentionné ci-dessus, le solde des « transactions courantes » a connu une forte progression entre 2013 et 2014. Ce solde, quoique resté négatif, s'est établi à -16,6 millions de DTS (-0,2 % du PIB<sup>2</sup> nominal) à fin 2014, contre -408,7 millions de DTS (-6,0 % du PIB nominal) à fin 2013, soit un rehaussement de près de 392,0 millions de DTS. Cette évolution favorable est expliquée en majeure partie, par la réduction substantielle du déficit commercial sur les « biens ». Dans une moindre mesure, l'amélioration des balances sur les « services », les « transferts courants », ainsi que sur les « revenus des investissements » a également contribué à ce progrès trusté

<sup>2</sup> Selon les dernières estimations du PIB par la VPEI.

par le solde des « *transactions courantes* ». En d'autres termes, toutes les rubriques qui composent le poste « *transactions courantes* » ont contribué à son amélioration.

### 3.1.1. La balance commerciale

En 2014, le déficit commercial de Madagascar s'est chiffré à 360,0 millions de DTS, après 558,0 millions de DTS en 2013 et 727,4 millions de DTS en 2012. Il en ressort que le déficit commercial du pays a presque été réduit de moitié en deux ans. Rapporté au PIB nominal, la balance commerciale a été ramenée à 4,9 pour cent en 2014, après 8,2 pour cent en 2013 et 11,3 pour cent deux ans auparavant. Ce redressement est principalement attribuable à l'accroissement notable de la valeur nominale des « *exportations* » (+14,2%), dans la mesure où la variation de la valeur nominale des « *importations de biens* » a presque été négligeable (seulement une diminution de 1,0 %).

#### a. Les importations

En 2014, la valeur nominale CAF des « *importations de biens* » s'est légèrement contractée, pour se chiffrer à 2123,3 millions de DTS, après 2144,8 millions de DTS en 2013, soit un recul de 21,5 millions de DTS. En termes relatifs, les « *importations de biens* » ont diminué de 1,0 pour cent. Pour rappel, la valeur nominale des « *importations* » a été évaluée à 2020,1 millions de DTS en 2012.

En effet, contrairement à l'année 2013, il n'y a pas eu de fort rebondissement, ni de chute considérable affectant les différents produits d'importation en 2014. La seule variation notable (en deux chiffres) est à mettre à l'actif des « *produits d'alimentation* », qui ont connu une contraction de 12,0 pour cent. Les importations d'« *énergie* » et de « *biens d'équipement* » ont, quant à eux, enregistré des baisses relativement modérées, respectivement de 3,1 et 2,3 pour cent. En ce qui concerne les produits dont les valeurs nominales ont évolué positivement, le seul accroissement marquant est pour le compte des « *matières premières* » (+6,0%). Les importations des « *entreprises franches* » et de « *biens de consommation* » ont légèrement augmenté de 1,2 et 0,1 pour cent.

Après un bond spectaculaire de 59,8 pour cent en 2013, les « *produits d'alimentation* » ont évolué de manière divergente en 2014 (-12,0%). Leur valeur nominale CAF s'est chiffrée à 235,8 millions de DTS en 2014, après 268,0 millions de DTS l'année d'avant. Toutefois, ce niveau n'est pas revenu à celui de l'année 2012, où la valeur des importations de « *produits d'alimentation* » s'est tablée à 167,6 millions de DTS. Cette baisse des importations des « *biens d'alimentation* » a été notamment tirée par le « *riz* », qui a accusé une chute de 21,2 pour cent. Sa valeur nominale s'est établie à 99,1 millions de DTS en 2014, après 125,8 millions de DTS au même moment de 2013. Cette situation peut être expliquée par l'accroissement de la production rizicole de près de 10,0 pour cent en 2014. Cette bonne récolte a été favorisée, entre autres, par une pluviométrie adéquate, et par l'affinement des techniques de plantation et de moisson. De ce fait, la baisse du prix du « *riz* » sur le marché mondial, passant de 449,9 dollars US/tonne en 2013 à 416,5 dollars US/tonne en 2014, n'a eu que peu d'influence sur l'importation de ce produit de base par Madagascar. La quantité importée en 2014 a été de 364 710,7 tonnes, contre 425 000,5 tonnes en 2013. Par ailleurs, l'importation des « *autres biens d'alimentation* » a également diminué de 8,2 pour cent : 136,7 millions de DTS, correspondant à une quantité importée de 310 648,7 tonnes en 2014, contre 142,2 millions de DTS (311 419,3 tonnes) l'année précédente. Pour mémoire, le pays a importé 213 370,5 tonnes d'« *autres biens d'alimentation* », évaluée à 106,0 millions de DTS, en 2012.

L'« *énergie* » figure également parmi les catégories de produits qui ont connu une baisse en termes de valeur nominale. En effet, l'importation de « *produits pétroliers* », qui compose substantiellement ce poste, est réduite à 424,1 millions de DTS en 2014, après 437,5 millions de DTS en 2013, soit une baisse relative de 3,1 pour cent. En 2012, la valeur nominale des importations de ces produits a atteint 462,7 millions de DTS. Cependant, la quantité importée de « *produits pétroliers* » a augmenté, passant de 4,9 millions de barils US (680 231,6 tonnes métriques) en 2013 à 5,1 millions de barils US (701 181,4 tonnes métriques) en 2014. Cet accroissement ne peut aussi être dissocié de la reprise progressive des activités économiques en 2014. Ainsi, cette baisse de valeur nominale des importations de « *produits pétroliers* » a été essentiellement induite par la chute du cours du pétrole brut sur le marché international. Le prix du baril du *brent* est tombé à 62,2 dollars US en 2014, après 136,9 USD en 2013 et de 139,1 USD en 2012, en raison de l'abondance de l'offre de la part des pays producteurs de l'OPEP, et des producteurs non conventionnels américains.

Les importations de « *biens d'équipement* » ont également présenté une évolution quasi-similaire à l'« *énergie* », où la valeur nominale a diminué, tandis que la quantité débarquée a augmenté. Ces importations se sont chiffrées à 282,8 millions de DTS en 2014, contre 289,5 millions de DTS un an auparavant. En revanche, le volume importé a atteint 99 000,0 tonnes en 2014, après 94 737,7 tonnes en 2013. Le contraire aurait étonné, compte tenu de la relance progressive des activités mentionnée *supra*. La diminution du prix moyen des « *biens d'équipement* » d'environ 6,5 pour cent a expliqué en grande partie cette baisse de valeur.

L'accroissement de la valeur nominale des importations de « *matières premières* » témoigne également de la reprise des activités de production en 2014. La valeur CAF débarquée à Madagascar s'est hissée à 405,6 millions de DTS en 2014, contre 382,8 millions de DTS en 2013, soit une variation relative de +6,0 pour cent. Cette situation a été favorisée par l'amplification de la quantité importée de près de 30,0 pour cent en 2014. De plus, la baisse du prix moyen des « *matières premières* » d'environ 18,5 pour cent a davantage incité les entrepreneurs à importer des intrants de production. A titre de rappel, la valeur nominale des importations de « *matières premières* » a été de 365,6 millions de DTS en 2012, correspondant à un volume importé de 1 424 388,1 tonnes.

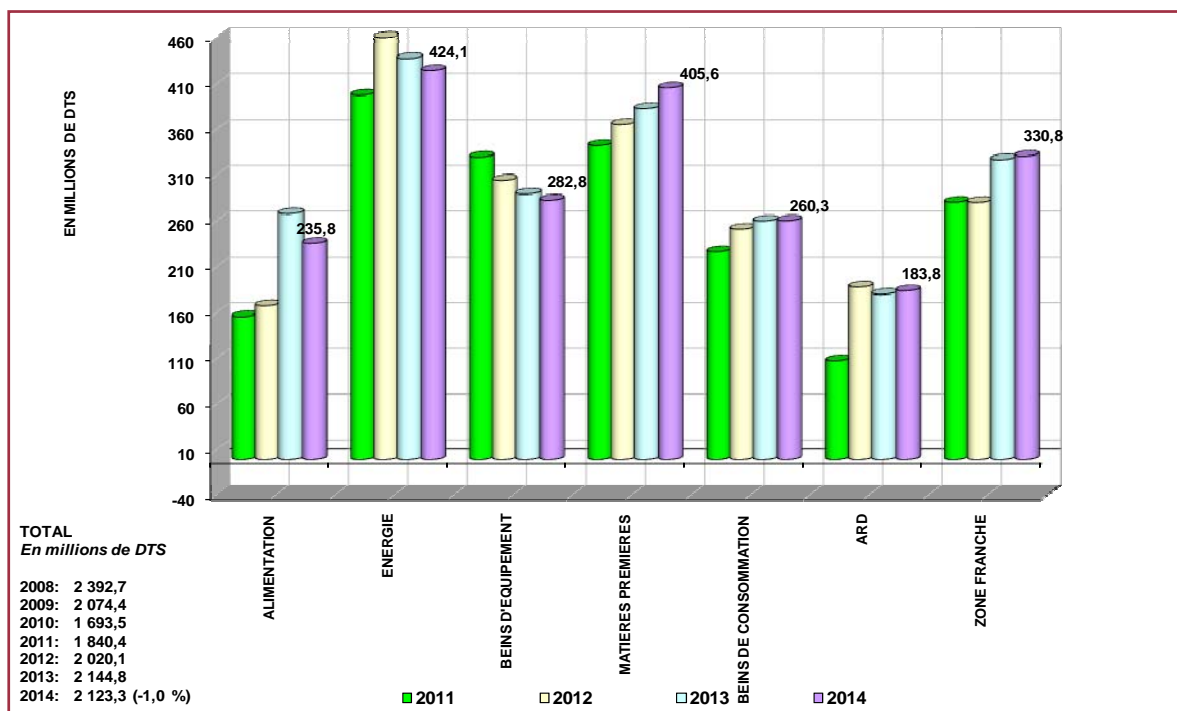
Pour ce qui est des importations de « *biens de consommation* », sa valeur nominale s'est quasiment stabilisée en 2014. Elle s'est chiffrée à 260,3 millions de DTS, après 260,1 millions de DTS en 2013. En effet, le volume importé a légèrement augmenté de 4,6 pour cent (167 000,0 tonnes en 2014 contre 159 613,5 tonnes en 2013). La demande de ces biens sur le marché local a légèrement repris en 2014, compte tenu du repli de leur prix moyen sur le marché international. A titre de rappel, la valeur nominale de l'importation de « *biens de consommation* » a été de 250,9 millions de DTS en 2012.

**Tableau 18 - Variation des volumes et des prix moyens des importations**

Rubriques	Variations (en pourcentage)	
	Volume	Prix moyens
Alimentation	-12,0	-4,0
<i>Dont riz</i>	-21,2	-8,2
Énergie (produits pétroliers)	-3,1	-6,0
Biens d'équipement	-2,3	-6,5
Matières premières	+6,0	-18,5
Biens de consommation	+0,1	-4,3
Autres régimes douaniers	+2,1	2,8
Produits de la Zone franche	+1,2	-1,3

*Source : Banque Centrale de Madagascar.*

Figure 12 - Importations par groupe de produits CAF

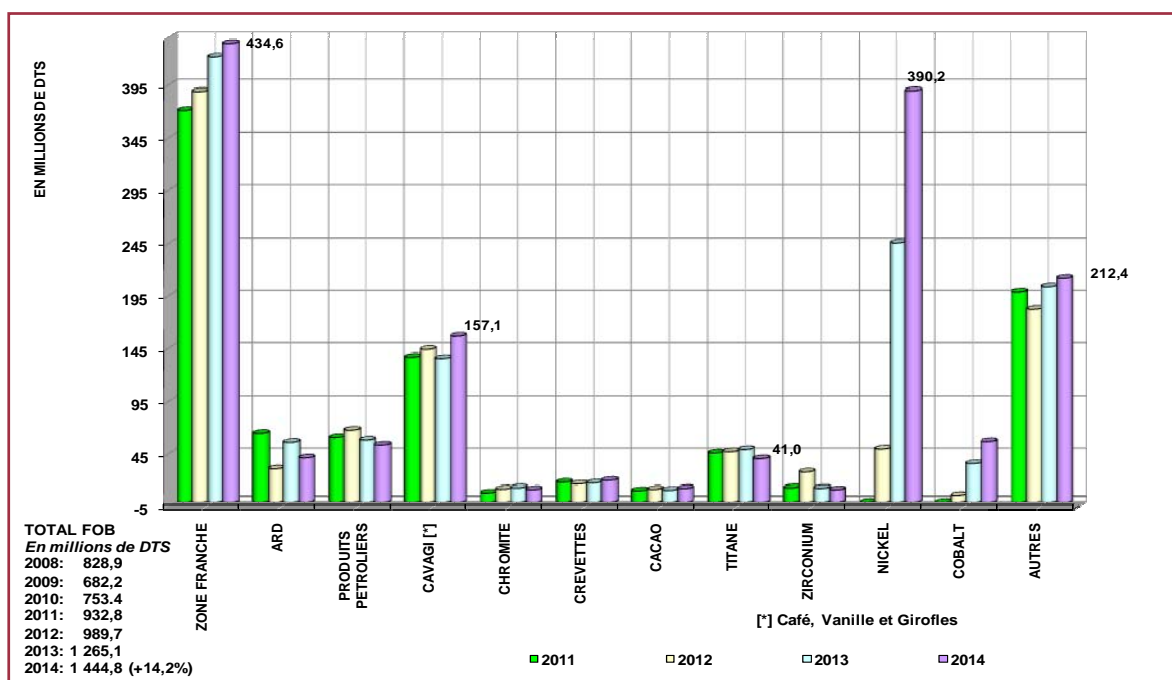


En 2014, la variation des importations de la « zone franche » a été relativement moindre. Leur valeur nominale s'est tablée à 330,8 millions de DTS en 2014, après 327,0 millions de DTS en 2013, soit un léger accroissement de 3,8 millions de DTS. Cette faible évolution est imputable à la quantité importée qui n'a pas beaucoup bougé en un an : de 73 044,84 tonnes en 2013 à 74 015,2 tonnes en 2014. La faible oscillation du prix moyen à l'import peut également expliquer cette évolution modérée des importations de la « zone franche » : de 6,8 dollars US en 2013 à 6,9 dollars US en 2014. Pour mémoire, la valeur nominale des importations de la « zone franche » s'est chiffrée à 280,5 millions de DTS en 2012, correspondant à un volume débarqué de 62 749,7 tonnes.

## b. Les exportations

Poursuivant la tendance observée depuis quelques années, la valeur nominale FOB des exportations a augmenté en 2014. Elle a été évaluée à 1444,8 millions de DTS, après 1265,1 millions de DTS en 2013, et 989,7 millions de DTS en 2012. La majoration de 14,2 pour cent des exportations nominales a été essentiellement générée par les performances enregistrées par le « nickel » et le « cobalt ». Des produits d'alimentation tels que la « vanille », le « poivre » et les « crevettes » ont également contribué à l'évolution favorable des exportations. A l'inverse, d'autres produits ont connu des reculs en termes d'exportations nominales, et ont ainsi limité la progression des exportations dans son ensemble. Parmi ces produits figurent, entre autres, le « sucre », le « café vert », le « titane », le « chrome », ou encore la réexportation de « produits pétroliers ».

Figure 13 - Exportations par produits et groupe de produits, FOB



Les deux produits qui ont fait l'objet du plus grand investissement minier jamais réalisé à Madagascar, semblent trouver progressivement leur vitesse de croisière. En effet, les exportations de « nickel » et de « cobalt » ont respectivement augmenté de 58,6 et 57,7 pour cent en 2014.

Pour le « nickel », la quantité exportée en 2014 s'est chiffrée à 36 106,0 tonnes, contre 25 586,7 tonnes l'année d'avant. Pour le « cobalt », le volume embarqué a été de 2 908,0 tonnes, après 2 067,0 tonnes il y a un an. De surcroît, ces deux produits ont bénéficié d'un relèvement de prix sur le marché international : 16 415,9 dollar US en 2014, contre 14 615,6 dollars US en 2013 pour le « nickel » (+12,3%); et 29 860,0 dollars US en 2014, après 26 624,5 dollars US en 2013. En 2012, année de démarrage des exportations de ces deux produits, la valeur nominale pour le « nickel » n'a été encore que de 50,0 millions de DTS, et 6,5 millions de DTS pour le « cobalt ».

Selon les acteurs de la filière, la production de « vanille » a enregistré une croissance relativement modérée en 2014. Néanmoins, la production est revenue à la normale. Aussi, la quantité exportée n'a pas connu de mouvement considérable: de 2 055,6 tonnes en 2013 à 2 234,1 tonnes en 2014. Cependant, la valeur nominale associée à l'exportation de ce produit a connu une expansion significative : de 50,0 millions de DTS en 2013 à 74,4 millions de DTS en 2014. Le renchérissement du prix de la « vanille » sur le marché international s'est principalement trouvé au centre de ce gain de valeur. Le prix du kilo a atteint les 49,5 dollars US en 2014, contre 37,0 dollars US en 2013. En 2012, un kilo de vanille s'est échangé contre 18,4 dollars US. Ainsi, les 1 140,1 tonnes expédiées ont procuré des recettes de 13,7 millions de DTS.

La valeur nominale des exportations de « poivre » a également tiré à la hausse celle des exportations dans son ensemble. Ce produit a fait rentrer 6,8 millions de DTS de recettes en 2014, contre 5,2 millions de DTS en 2013, soit une croissance de 30,8 pour cent. Toutefois, la quantité embarquée est restée quasiment la même pour 2013 et 2014, aux alentours de 1900 tonnes. Le rehaussement de valeur de ce produit trouve son explication dans le renchérissement de près de 31,0 pour cent du son prix sur le marché mondial. Pour rappel, les exportations nominales de « poivre » ont été de 5,0 millions de DTS, avec un volume embarqué de 1 700 tonnes.

La production de « cacao » malgache reste encore faible vis-à-vis de la demande mondiale. Les exportations y afférentes ont même reculé en 2014. Pourtant, le « cacao » provenant de Madagascar est très demandé de par sa qualité. Ainsi, il a bénéficié d'une hausse de prix de 33,3 pour cent en 2014, qui a entraîné essentiellement le relèvement de son exportation d'environ 15,0 pour cent.

En 2014, les exportations des « entreprises franches » ont connu une croissance modérée de 3,0 pour cent, en dépit du retour du pays au sein de l'AGOA. La branche « textile » n'a pas encore profité pleinement de cette opportunité du fait que seules quelques entreprises ont pu envoyer leurs marchandises sur le marché américain. De plus, les « crevettes et autres produits de pêches », ainsi que les autres produits sous régime « zone franche » ont enregistré des baisses. Ainsi, la valeur nominale des exportations des entreprises « franches » a été évaluée à 434,6 millions de DTS en 2014, après 422,0 millions de DTS l'année d'avant. A titre de rappel, les exportations nominales de la « zone franche » se sont chiffrées à 389,5 millions de DTS en 2012.

Par ailleurs, il importe de rappeler que le taux de couverture<sup>3</sup> des importations par les exportations demeure largement favorable (supérieur à 100%), qui signifie que la balance commerciale du secteur des « entreprises franches » est nettement positive. Ce taux s'est chiffré à 154,5 pour cent en 2014, contre 151,8 pour cent en 2013, ou encore 163,8 pour cent en 2012. Toutefois, cette tendance à la baisse du taux de couverture résulte de la hausse des paiements d'importations par les « entreprises franches » plus accentuée que les recettes d'exportations.

La valeur nominale des exportations de « textile » est estimée à 326,3 millions de DTS en 2014, après 296,9 millions de DTS en 2013, soit une croissance de 9,9 pour cent. La quantité embarquée avoisine les 19 000 tonnes si elle a été de 17 829,8 tonnes en 2013. Nonobstant, il importe de noter que ce volume demeure éloigné des 33 895,5 tonnes de 2008, période où cette filière a bénéficié pleinement du marché américain. Néanmoins, le « textile » a profité d'un relèvement de prix de près de 4,0 pour cent au niveau des marchés des pays de destination

**Tableau 19 - Structure des exportations de biens des entreprises de la Zone Franche**

Rubriques		2012	2013	2014
Crevettes et autres produits de pêches	Valeur	37,2	38,6	30,9
	Volume	4,7	5,2	4,2
	Prix Unitaire	7,9	7,5	7,4
Textiles	Valeur	266,9	296,9	326,3
	Volume	16,2	17,8	18,9
	Prix Unitaire	16,5	16,7	17,3
Autres	Valeur	85,4	86,5	77,4
	Volume	17,5	16,2	16,9
	Prix Unitaire	4,9	5,3	4,6
<b>TOTAL</b>	<b>Valeur</b>	<b>389,5</b>	<b>422,0</b>	<b>434,6</b>

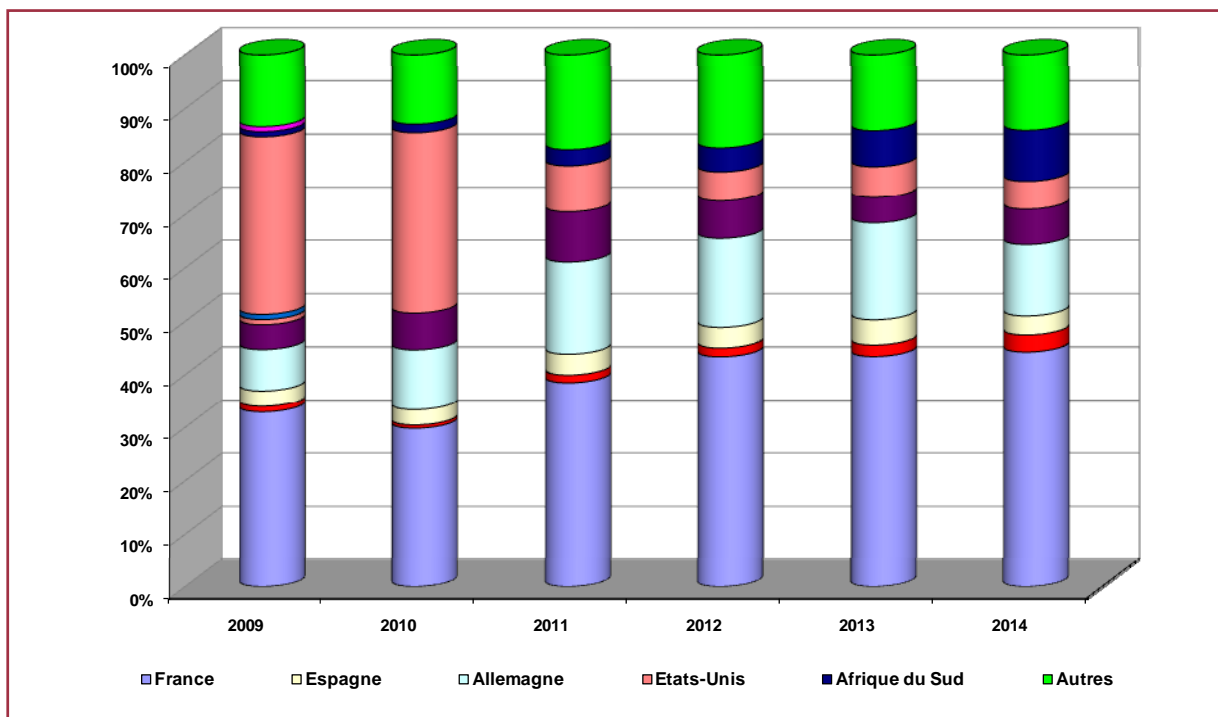
Source : Banque Centrale de Madagascar.

Concernant ces pays de destination du « textile » malgache, la France occupe toujours le premier rang, avec une part qui n'a pas beaucoup évolué en trois ans : 41,6 pour cent en 2014, après 44,2 pour cent et 43,4 pour cent respectivement en 2013 et 2012. L'Afrique du Sud gagne de plus en plus de terrain dans cette structure avec 8,9 pour cent en 2014, 9,6 pour cent en 2013 et 6,8 pour cent en 2012. Cette percée de l'Afrique du Sud est au détriment du marché allemand, dont la part a été réduite à 13,1 pour cent en 2014 et 13,4 pour cent en 2013, contre 18,2 pour cent en 2013.

<sup>3</sup> Taux de couverture =  $\frac{\text{Exportations FOB}}{\text{Importations FOB}} \times 100$

Pour la raison qui été mentionnée précédemment, la part du marché américain n'a pas encore beaucoup évolué (5,3 % en 2013 à 6,5 % en 2014). Par ailleurs, d'après le graphique ci-après, la répartition géographique de la clientèle de la « zone franche » a connu une modification majeure depuis l'avènement de la crise de 2009.

Figure 14 - Destinations des textiles de la Zone franche



Par contre, la valeur nominale des exportations de « crevettes et autres produits de la pêche » s'est contractée en 2014, en raison de la compression de la quantité exportée qui s'est réduite à 4 200 tonnes en 2014, après 5 163,1 tonnes en 2013. La prolifération de la maladie « point blanc » affectant la filière crevette n'est pas une hypothèse à écarter pour expliquer cette baisse. La faible diversification des pays destinataires demeure également un facteur restreignant le développement de cette branche. Ainsi, la valeur nominale des exportations a été ramenée à 30,9 millions de DTS en 2014, contre 38,6 millions de DTS et 37,2 millions de DTS, respectivement en 2013 et 2012. Par ailleurs, le prix moyen à l'exportation s'est stabilisé aux alentours de 11,0 dollars US en deux ans.

Contrairement à ce qui s'est produit en 2013, les « autres produits » exportés par les entreprises « franches » ont bénéficié d'une légère hausse de la demande. Cependant, cette dernière n'a pas eu d'impact sur le prix moyen à l'exportation, qui est même descendu à 7,0 dollars US en 2014, après 8,1 dollars US en 2013. En conséquence, les exportations des « autres produits » des entreprises « franches » ont fléchi de 10,5 pour cent.

Après la dégradation catastrophique enregistrée par l'exportation de « girofle » entre 2012 et 2013, celle-ci s'est légèrement relevée en 2014. En effet, la valeur nominale de l'exportation de ce produit s'est chiffrée à 72,5 millions de DTS en 2014, après 71,9 millions de DTS en 2013 et 125,0 millions de DTS en 2012. Ce léger accroissement ne peut être dissocié de la contraction de valeur de l'« essence de girofle » de 7,4 pour cent, étant donné la complémentarité entre ces deux produits.

Pour les produits qui ont vu la valeur nominale de leurs exportations diminuer, le « *sucré* » a accusé la plus importante baisse. En effet, sa valeur à l'exportation est réduite à 7,7 millions de DTS en 2014, après 22,8 millions de DTS en 2013, soit un recul de 66,2 pour cent. Cette situation est attribuable à la forte contraction de la quantité expédiée, passant de 68 113,4 tonnes en 2013 à 24 130,5 tonnes en 2014 (-64,6%), car le prix moyen est resté constant. La diminution du volume exporté est essentiellement due à la suspension d'activités d'une importante unité sucrière en 2014. Pour rappel, les exportations nominales de « *sucré* » ont atteint 22,3 millions de DTS en 2012.

Après le pic observé en 2013 en termes de volume embarqué (12 860,7 tonnes), l'expédition de « *café* » est réduite à 8 605,8 tonnes en 2014. Cette quantité représente, néanmoins, le double de celle réalisée en 2012, qui a été de 4 230,4 tonnes (ayant généré une valeur de 5,7 millions de DTS). Cette contraction de volume a principalement entraîné la régression de la valeur nominale de l'exportation de « *café* » en 2014 (passant de 14,6 millions de DTS à 10,1 millions de DTS), car le prix moyen s'est quasiment stabilisé à 1,8 dollar US/kilo.

Hormis le « *nickel* » et le « *cobalt* », la plupart des « *produits miniers* » ont accusé des baisses en termes d'exportation. Il en est ainsi du « *titane* », dont l'exportation a diminué de 17,2 pour cent (41,0 millions de DTS en 2014, contre 49,5 millions de DTS en 2013). Le volume exporté a connu un déclin de 40,6 pour cent, et a ainsi absorbé l'accroissement du prix moyen sur le marché international (190,6 dollars US/tonne en 2014, contre 143,1 dollars US/tonne en 2013). Le ralentissement de la croissance économique chinoise a quelque peu restreint la demande de ce produit minier. Pour mémoire, la valeur nominale de l'exportation du « *titane* » s'est chiffrée à 47,5 millions de DTS en 2012.

La valeur nominale des exportations de « *chrome* » est descendue à 11,9 millions de DTS en 2014, après 13,4 millions de DTS l'année précédente, et 12,3 millions de DTS deux ans auparavant. La quantité embarquée a régressé (-11,2%), alors que le prix moyen a peu évolué (196,9 dollars US/tonne en 2014 au lieu de 189,9 dollars US/tonne en 2013).

Quant au « *zirconium* », la valeur nominale de son exportation est passée de 13,1 millions de DTS en 2013 à 11,7 millions de DTS en 2014. L'exportation de ce minerai générait encore 28,3 millions de DTS il y a deux ans. En effet, la quantité embarquée ne cesse de diminuer depuis quelques années (de 65 025,0 tonnes en 2012 à 31 346,1 tonnes en 2013, puis 28 132,2 tonnes en 2014). Tout comme précédemment, le prix moyen à l'exportation de ce minerai n'a pas manifesté de variation sensible. Il s'est échangé contre 631,7 dollars US/tonne en 2014, après 633,8 dollars US/tonne en 2013, et 666,8 dollars US/tonne en 2012.

En 2014, Madagascar a continué de réexporter des « *produits pétroliers* » à destination des pays voisins. En valeur nominale, les exportations y afférentes se sont chiffrées à 53,8 millions de DTS, après 58,6 millions de DTS un an auparavant et 68,0 millions de DTS deux ans plus tôt. Cette baisse de 8,2 pour cent est attribuable à la fois à l'effritement du volume expédié, qui est passé de 9 132,7 barils US en 2013 à 8 958,3 barils US en 2014, mais également à la réduction du prix à la réexportation (de 189,1 dollars US en 2013 à 176,2 dollars US en 2014). Pour mémoire, le pays a envoyé 10 954,9 barils US en 2012, au prix de 186,5 dollars US/baril.

### 3.1.2. Les services

La balance sur les « *services* » a enregistré une nette amélioration au cours de l'année 2014. En effet, le solde des opérations est passé d'un déficit de 46,9 millions de DTS en 2013 à un excédent de 57,3 millions de DTS, soit un redressement de 104,2 millions de DTS

en un an. A titre de rappel, le solde des transactions sur les « services » a été évalué à 47,1 millions de DTS en 2012. Ce bond observé en 2014 résulte de l'effet opposé de la progression notable des exportations de services rendus par les résidents, et de la nette régression des prestations de services octroyés par les non-résidents.

En 2014, le solde des exportations de « services » s'est élevé à 858,4 millions de DTS, après 831,0 millions de DTS l'année précédente. Cette évolution favorable trouve son origine dans la bonne tenue des services rendus au titre de « voyages », qui se sont inscrits en hausse de 16,1 pour cent. Cette situation ne peut être dissociée de la reprise progressive du secteur « tourisme ». Cet accroissement a pu absorber les contreperformances encaissées par les prestations de services relatifs aux « transports internationaux » et les services rendus par les « autres secteurs privés ». En ce qui concerne les importations de « services » provenant des non-résidents, le solde est réduit à -801,1 millions de DTS en 2014, après -877,9 millions de DTS en 2013. En effet, les prestations de services demandées par les « autres secteurs privés » ont nettement reculé de 28,6 pour cent pendant l'année 2014. Dans une moindre mesure, les prestations de services au titre de « transports internationaux » se sont également repliées de 4,0 pour cent.

### 3.1.3. Les transferts courants

En 2014, le flux net des échanges dans le cadre des « transferts courants » a continué de progresser. De surcroît, cette hausse a été plus prononcée, car le solde de ces « transferts sans contrepartie » a atteint 482,8 millions de DTS en 2014, après 417,2 millions de DTS en 2013, soit une majoration de 65,6 millions de DTS. Pour rappel, ce solde s'est établi à 390,4 millions de DTS en 2012. Durant les années de crise, seuls les transferts destinés au secteur privé résident ont connu des mouvements significatifs. Mais en 2014, des aides budgétaires ont commencé à renflouer les caisses de l'Etat et ont contribué à cet accroissement notable des « transferts courants ».

### 3.1.4. Les revenus des investissements

Après une tendance à la dégradation depuis quelques années, le solde des « revenus des investissements » s'est amélioré en 2014. En effet, les paiements de « dividendes » en faveur des investisseurs directs étrangers se sont nettement décélérés.

## 3.2. LES OPERATIONS EN CAPITAL ET FINANCIERES

Depuis quelques années, les opérations en « capital et financières » ne cessent de dégringoler. Cette trajectoire s'est poursuivie en 2014. En effet, le solde de ces opérations a été ramené à 48,3 millions de DTS en 2014, après 241,8 millions de DTS en 2013 et 458,5 millions de DTS deux ans plus tôt. Le début du dénouement de la crise endurée par Madagascar n'a vraisemblablement pas attiré les investisseurs étrangers. Ainsi, les « investissements directs étrangers » (IDE) ont encore reculé en 2014. De même, le solde des opérations sur des « prêts et emprunts » contractés auprès des non-résidents s'est nettement détérioré, tout comme les flux reçus au titre des « dons projets ».

Les flux entrants d'IDE ont totalisé 206,5 millions de DTS en 2014, après 362,8 millions de DTS l'année précédente, soit un repli de près de 43,0 pour cent. Ce flux encaissé en 2014 ne représente même pas la moitié de celui enregistré en 2012, qui a atteint 507,7 millions de DTS. Hormis le déclin des approvisionnements de comptes reçus par les compagnies minières, qui sont actuellement en phase d'exploitation, le climat des affaires n'affiche pas encore assez de visibilité pour que les investisseurs étrangers soient attirés par Madagascar.

En ce qui concerne les « autres investissements », le solde s'est encore détérioré en 2014. En effet, cette année a été marquée par une importante sortie de capitaux au niveau du secteur

privé résident. Néanmoins, les investissements destinés au secteur public se sont améliorés. Les flux de capitaux à destination de l'administration publique demeure essentiellement composés des « *prêts projets* », car les « *prêts budgétaires* » sont encore minimes, voire inexistants. Ces « *prêts projets* » ont atteint 118,7 millions de DTS en 2014, contre 88,5 millions de DTS en 2013. Par ailleurs, les paiements des « *amortissements* » de la dette extérieure par le secteur public ont continué, avec une tendance à la hausse.

### 3.3. LE STOCK DE LA DETTE EXTERIEURE ET LA POSITION EXTERIEURE GLOBALE

En 2014, l'encours nominal de la dette extérieure publique s'est amplifié. Il s'est élevé à 1727,4 millions de DTS (2502,5 millions de dollars US) à fin 2014, contre 1624,1 millions de DTS (2479,6 millions de dollars US) à fin 2013. En un an, la dette extérieure publique a été ainsi majorée de 103,3 millions de DTS ou 6,4 pour cent. A titre de rappel, le stock de la dette extérieure publique de Madagascar s'est chiffré à 1539,9 millions de DTS (2373,7 millions de dollars US) à fin 2012.

En termes de soutenabilité de la dette, le stock de la dette extérieure en 2014 représente 23,4 pour cent du PIB nominal, contre 23,7 pour cent du PIB nominal en 2013. Cette légère baisse de 0,3 point de pourcentage est expliquée par une variation de la production intérieure plus accélérée que celle du stock de la dette. Néanmoins, ce ratio de la dette extérieure publique demeure « *soutenable* », en se référant au seuil critique de 40,0 pour cent du PIB nominal. Depuis l'atteinte du « *point d'achèvement* » en 2006, la dette extérieure publique du pays n'a plus franchi la barre des 30,0 pour cent du PIB nominal (27,1 pour cent à fin 2006, 25,4 pour cent à fin 2007, 25,3 pour cent à fin 2008, 27,6 pour cent du PIB à fin 2009, 26,3 pour cent à fin 2010, 24,8 pour cent à fin 2011 et 24,6 pour cent à fin 2012).

Cette augmentation nominale de l'encours de la dette extérieure publique observée en 2014 trouve son origine dans le gonflement de la dette auprès des créanciers multilatéraux, à savoir le FAD (+13,6%), l'IDA (+9,1%), et les « *autres bailleurs* » (+7,5%). En revanche, la dette auprès des créanciers bilatéraux, surtout auprès des « *autres créanciers bilatéraux* », s'est contractée (-11,6%). Par ailleurs, le stock de la dette contractée auprès du fonds monétaire international a augmenté, suite au décaissement du « *crédit de facilité rapide* » en 2014.

**Tableau 20 - Stock total de la dette extérieure publique et de la BCM (en millions de DTS)**

Rubriques	2012 [*]	2013 [*]	2014 [**]
<b>Encours total de la dette extérieure publique et de la BCM</b>	<b>1 539,9</b>	<b>1 624,1</b>	<b>1 727,4</b>
<b>1-Publique</b>	<b>1 483,6</b>	<b>1 574,7</b>	<b>1 660,4</b>
- <i>Multilatérale</i>	<i>1 128,1</i>	<i>1 205,7</i>	<i>1 323,0</i>
<i>BAD</i>	<i>1,5</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>
<i>FAD</i>	<i>181,5</i>	<i>195,0</i>	<i>221,5</i>
<i>BIRD</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>1,0</i>
<i>IDA</i>	<i>811,0</i>	<i>863,9</i>	<i>942,8</i>
<i>Autres</i>	<i>134,1</i>	<i>145,9</i>	<i>156,8</i>
- <i>Bilatérale</i>	<i>343,8</i>	<i>357,2</i>	<i>325,4</i>
<i>Club de Paris</i>	<i>67,4</i>	<i>68,4</i>	<i>70,2</i>
<i>Autres institutions</i>	<i>276,4</i>	<i>288,8</i>	<i>255,2</i>
- <i>Autres créanciers publics</i>	<i>11,6</i>	<i>11,8</i>	<i>11,9</i>
<b>2-BCM</b>	<b>56,3</b>	<b>49,4</b>	<b>67,0</b>
<i>FMI</i>	<i>56,3</i>	<i>49,4</i>	<i>67,0</i>

Source : Banque Centrale de Madagascar, [\*] Données mises à jour, [\*\*] Réalisations provisoires.

La structure de la dette extérieure en 2014 reste prédominée par la dette « *multilatérale* » avec 76,6 pour cent, la dette « *bilatérale* » n'ayant représenté que 18,8 pour cent. Cette répartition n'a pas beaucoup changé depuis quelques années. En ce qui concerne particulièrement les « *bailleurs multilatéraux* », la Banque Mondiale, à travers l'agence IDA, demeure le principal créancier de l'administration publique malgache avec une part de 54,6 pour cent (54,5% en 2013 et 53,2% en 2012), loin devant le Fonds Africain de Développement avec 12,8 pour cent (12,0% en 2013 et 11,9 pour cent en 2012).

Après des années de détériorations continues, la Position Extérieure Globale (PEG) de Madagascar a connu un net redressement au cours de l'année 2014. En effet les « *avoirs financiers* » du pays se sont reconstitués, et en parallèle, les « *engagements financiers* » se sont détendus. L'amélioration des « *avoirs financiers* » a été surtout tirée par la reconstitution des réserves en devises détenues par les banques (Centrale et territoriales) et par les autres secteurs de l'économie. A l'inverse, le fléchissement des « *engagements financiers* », est imputable essentiellement à la réduction des flux de capitaux au titre des IDE.

**Tableau 21 - Extrait de la Position Extérieure Globale<sup>4</sup>**  
(en millions de DTS)

Rubriques	2012[*]	2013[*]	2014 [**]
<b>Avoirs financiers extérieurs</b>	<b>1 495,7</b>	<b>1 310,4</b>	<b>1 491,9</b>
1-Investissements directs étrangers	177,6	190,0	198,9
2-Investissements de portefeuille	0,0	0,0	0,0
3-Autres investissements	636,1	618,6	757,8
<i>Dont Autres avoirs</i>	<i>636,1</i>	<i>618,6</i>	<i>757,8</i>
<i>Avoirs des banques de dépôts</i>	<i>233,5</i>	<i>206,6</i>	<i>229,6</i>
<i>Avoirs des autres secteurs</i>	<i>402,6</i>	<i>412,0</i>	<i>528,2</i>
4- Avoirs de réserves	682,0	501,8	535,2
<i>Dont devises (BCM)</i>	<i>592,1</i>	<i>418,1</i>	<i>464,3</i>
<b>Engagements financiers extérieurs</b>	<b>-5 559,0</b>	<b>-5 953,0</b>	<b>-5 887,9</b>
1- Investissements directs dans le pays (y compris les emprunts privés)	-3 879,3	-4 181,2	-3 953,3
2- Investissements de portefeuille	-6,7	-6,8	-6,2
3- Autres engagements	-1 673,0	-1 765,1	-1 928,4
<i>Engagements extérieurs à court terme</i>	<i>-89,8</i>	<i>-76,5</i>	<i>-94,2</i>
<i>Engagements à long terme</i>	<i>-99,6</i>	<i>-113,9</i>	<i>-112,7</i>
<i>Autres engagements</i>	<i>-1 483,6</i>	<i>-1 574,7</i>	<i>-1 721,5</i>
Administration Publique	-1 483,6	-1 574,7	-1 721,5
<b>Position Extérieure Globale nette</b>	<b>-4 063,3</b>	<b>-4 642,6</b>	<b>-4 396,1</b>

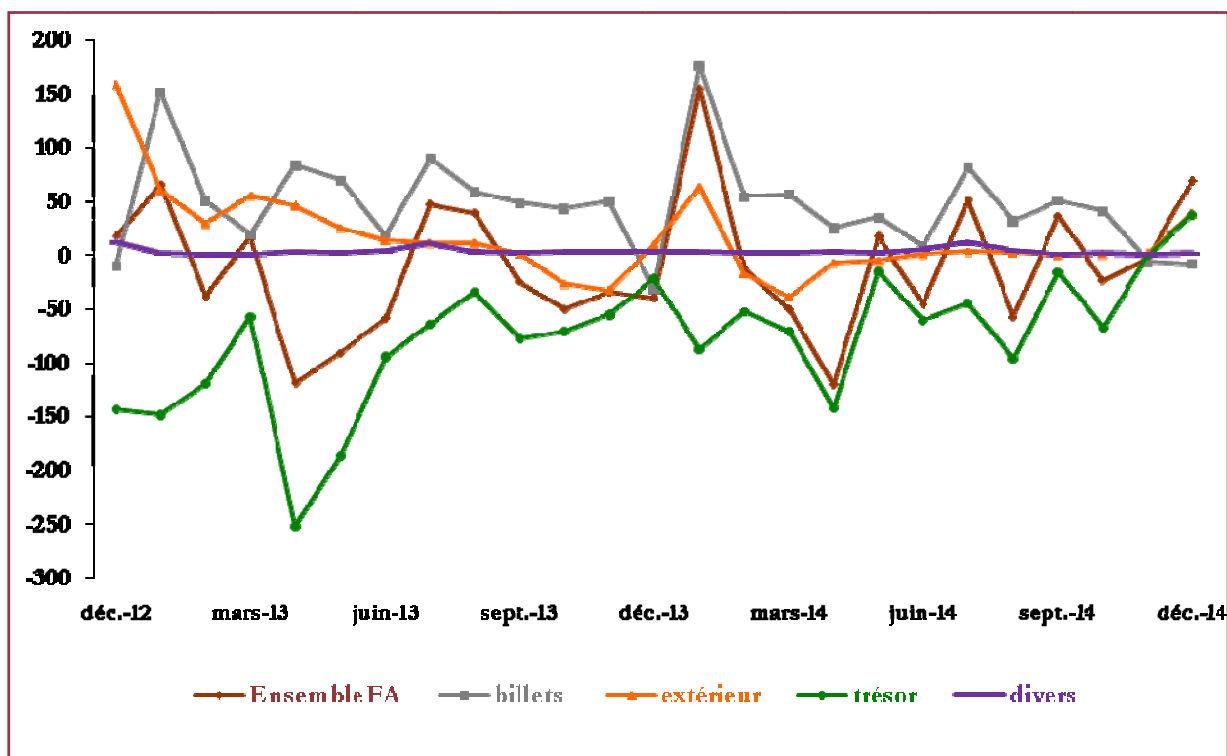
Source : Banque Centrale de Madagascar, [\*] Données mises à jour, [\*\*] Réalisations provisoires.

## 4. LES FACTEURS AUTONOMES DE LA LIQUIDITE BANCAIRE

Jusqu'au mois d'avril 2014, la trajectoire empruntée par les facteurs autonomes (FA) s'est plus ou moins alignée à celle de l'année précédente. Le pic a été atteint en janvier, tandis que le fond a été touché au mois d'avril, exactement comme en 2013. Mais à partir du mois de mai, l'évolution s'est écartée de la tendance antérieure. En effet, de mai à décembre, les FA ont quasiment varié en dent de scie, alternant des hausses et des baisses. En somme, ils ont enregistré une augmentation relativement modérée de 23,5 milliards d'ariary, contre une contraction de 280,7 milliards d'ariary en 2013. Leur encours s'est chiffré à 825,5 milliards d'ariary à fin 2014, après 802,0 milliards d'ariary un an auparavant.

<sup>4</sup> La PEG est un état statistique résumant, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des unités résidentes à l'égard des non-résidentes.

Figure 15 - Evolution des facteurs autonomes (FA)



Chaque composante des FA a gardé son profil de l'année dernière. Ainsi, les facteurs « billets », « extérieur » et « divers » demeurent expansifs, tandis que le facteur « trésor » est resté restrictif. L'intensité de leur variation, à l'exception de celle des « divers », présente toutefois des différences d'une année sur l'autre, notamment celle du facteur « trésor ». C'est la décélération de ce dernier qui a, d'ailleurs, expliqué le solde positif dégagé par l'ensemble des FA en fin de période

Tableau 22 - Evolution des facteurs autonomes (en milliards d'ariary)

Rubriques/Périodes	2012	2013	2014
Encours des facteurs autonomes (fin de période)	1082,7	802,0	825,5
Flux des FA			
Billets	608,9	651,2	547,9
Extérieur	773,7	209,3	48,4
Trésor	-1439,8	-1180,2	-612,4
Divers	54,9	39,0	39,7
Total des flux des FA	-2,4	-280,7	23,5
Encours des facteurs autonomes (moyenne)	1081,6	793,0	722,3

Toutefois, en termes de moyenne mensuelle, les facteurs autonomes ont diminué de 70,7 milliards d'ariary contre 288,9 milliards d'ariary l'année précédente. Ils sont passés de 793,0 milliards d'ariary à fin 2013 à 722,3 milliards d'ariary à fin 2014. La divergence par rapport à la tendance de l'évolution en fin de période résulte du facteur « trésor », compte tenu des règlements de fournisseurs effectués par l'Administration centrale à la fin de l'année.

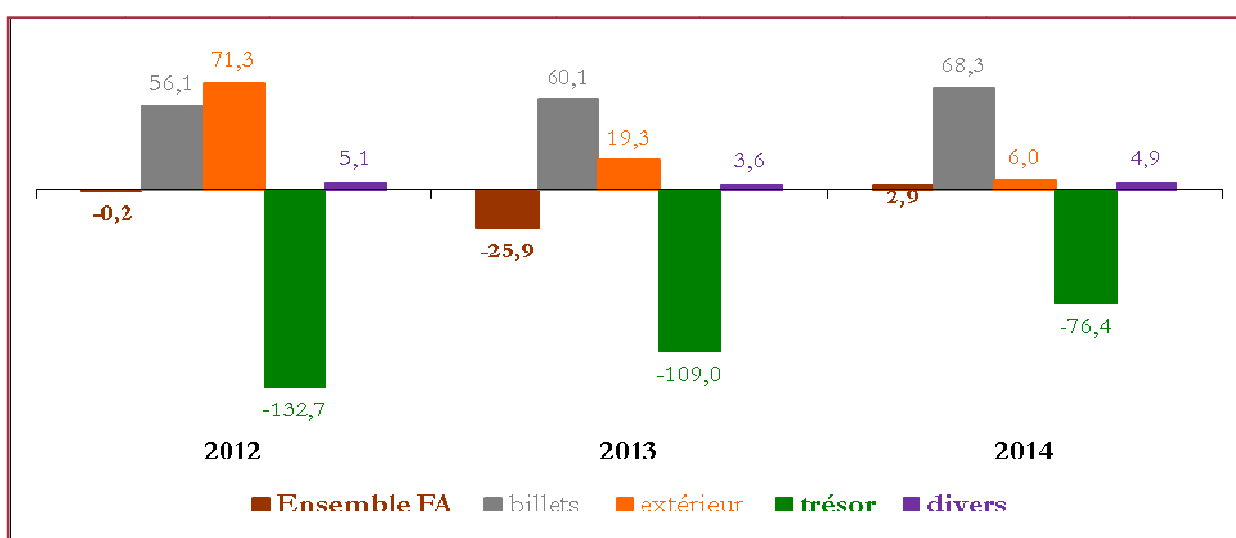
#### 4.1. LES EFFETS DES FINANCES PUBLIQUES

Le facteur « trésor » s'est replié de 612,4 milliards d'ariary en 2014, contre 1180,2 milliards d'ariary l'année précédente. La première explication à cette réduction de moitié est l'absence des transferts ordonnés par les compagnies pétrolières, lesquels ont pourtant dépassé les 470,0 milliards d'ariary en 2013. Ensuite, les remboursements nets de BTA ont totalisé 213,8 milliards d'ariary en 2014,

contre seulement 71,6 milliards d'ariary l'année d'avant. Par contre, les autres opérations à effet restrictif, à savoir, les virements nets entre le Trésor public et les banques primaires, dont l'essentiel est constitué des transferts fiscaux, ainsi que les échéances nettes de lettres de change, n'ont pas présenté d'écart majeur entre les deux années comparées. De même, le volume des encaissements de mandats a été quasiment le même que celui en 2013, soit 82,8 milliards d'ariary. Les flux de mandat sont restés modérés, traduisant encore la faiblesse, voire l'inexistence des investissements publics.

Dans cette configuration, les finances publiques ont limité l'accroissement de l'ensemble des FA à concurrence de 76,4 points de pourcentage, alors qu'en 2013, il a été à l'origine de la contraction des FA, avec une part contributive de 109,0 points de pourcentage.

**Figure 16 - Contribution de chaque facteur autonome à la variation de l'ensemble (en points de pourcentage)**



## 4.2. LES EFFETS DES FLUX EXTERIEURS

En 2014, le facteur « extérieur » s'est conforté de 48,4 milliards d'ariary, soit le quart de l'augmentation de l'année précédente, qui a été de 209,3 milliards d'ariary. Les ventes nettes de devises sur le MID ont été modérées, seulement de 23,0 milliards d'ariary, contre 181,1 milliards d'ariary en 2013. Les opérations des banques primaires se sont soldées par des ventes nettes seulement aux mois de janvier et décembre, pour respectivement 59,4 milliards d'ariary et 34,4 milliards d'ariary. De février à mai, les banques ont effectué des achats nets sur le MID. Sur le reste de la période, les ventes et les achats sur ce marché se sont équilibrés. La raréfaction des devises sur le MID a reflété, entre autres la réduction substantielle des approvisionnements des comptes des compagnies minières. Par ailleurs, les exécutions d'ordres de bourse ont totalisé 25,4 milliards d'ariary sur l'année. Avec cette légère hausse, le facteur « extérieur » n'a participé qu'à concurrence de 6,0 points de pourcentage dans la variation de l'ensemble des FA.

## 4.3. LES EFFETS DES FACTEURS BILLETTS ET DIVERS

Le facteur « billets » a augmenté de 547,9 milliards d'ariary en 2014, contre 651,2 milliards d'ariary l'année précédente. Comme chaque année, le mois de janvier a enregistré des retours importants de billets de banques auprès des guichets de la BCM. Cette situation fait suite

aux versements de billets effectués par les agents économiques, après les festivités de nativité et de fin d'année. Le mois de juillet a connu un cas quasi-similaire, où, après les fêtes nationales en juin, l'expansion du facteur « billets » a été significative. Ce facteur a augmenté durant les dix premiers mois de l'année. Par contre, au cours des deux derniers mois, il a connu des diminutions, en raison notamment des campagnes agricoles et des préparations des festivités. Le facteur « billets » a été la principale source de l'accroissement de l'ensemble des FA en 2014, avec une part contributive atteignant 68,3 points de pourcentage.

Le facteur « divers » regroupe les autres opérations passées entre la BCM et les banques primaires. En 2014, ce facteur a connu une hausse quasiment identique à celle de l'année précédente. Il s'est accru de 39,7 milliards d'ariary, contre 39,0 milliards d'ariary en 2013. Il a concouru pour 4,9 points de pourcentage dans l'augmentation des FA.

# B/LA POLITIQUE MONETAIRE ET LA POLITIQUE DE CHANGE

## I. LES STRATEGIES

### 1. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET DE CHANGE

Les actions menées par la BCM demeurent orientées vers la stabilité interne et externe de la monnaie, conformément à sa mission statutaire. A ce titre, la maîtrise de l'inflation ainsi que la stabilité du taux de change restent les objectifs de la politique monétaire et de la politique de change, afin de préserver la stabilité macroéconomique et partant d'offrir un environnement financier favorable à la relance de l'économie, fragilisée après ces cinq années de crise.

Toutefois, en parallèle, sans préjudices à ces objectifs statutaires, la BCM s'est fixée de reconstituer les devises internationales après la forte mobilisation constatée l'année précédente. En outre, elle a continué à soutenir le financement du secteur privé.

Bien que ces objectifs convergent vers la même direction, la relance de l'économie, ils peuvent présenter des conflits d'intérêts. Par ailleurs, les conditions et les contraintes varient d'un secteur économique à un autre et constituent autant de défis à relever pour la BCM dans le cadre de l'atteinte de ses objectifs.

### 2. LES PRINCIPAUX DEFIS POUR 2014

L'année 2014 a connu deux périodes distinctes: la première allant du mois de janvier au mois de novembre et la seconde est le mois de décembre. Si au cours de la première période, la liquidité s'est progressivement asséchée, l'Etat a eu recours au financement de la BCM et les réserves en devises se sont amenuisées, à la fin de l'année, la situation s'est renversée. Au mois de décembre, la liquidité bancaire s'est réconfortée et, en raison des décaissements des aides budgétaires, l'Etat s'est désengagé auprès de la BCM tandis que les réserves extérieures se sont reconstituées. Les défis que la BCM a du relever s'évalent notamment sur la première période.

**Gérer la situation de dichotomie au sein du système bancaire, satisfaire ses besoins de financement et ceux de l'économie et respecter en même temps les objectifs monétaires.**

La situation au sein du système bancaire a été hétérogène en 2014. En effet, dans des contextes où l'ensemble du système a été excédentaire, certaines banques ont présenté des insuffisances. Le marché interbancaire a été actif pour des échanges mais la BCM a du néanmoins effectuer des injections dans certains cas, même si le niveau de liquidité de l'ensemble a présenté des excédents.

Néanmoins, la trésorerie bancaire, abondante au début de l'année, s'est progressivement asséchée pour se redresser seulement à la fin de l'année. En effet, répondant aux attentes du financement de l'économie, les banques ont davantage utilisé leurs ressources vers l'intermédiation financière. Pour combler ainsi leurs déficits, elles ont du recourir auprès de la BCM. Pourtant, dans ce contexte, la BCM a été tenue de respecter les objectifs monétaires afin d'endiguer tout risque de pressions inflationnistes, qui peut compromettre la stabilité monétaire.

**Alléger les contraintes de trésorerie de l'Etat face au désengagement des banques sur le marché de BTA**

Au début de l'année, l'aisance de la liquidité bancaire conjugué au niveau de trésorerie de l'Etat ont permis à ce dernier d'émettre de nouveaux BTA, tout en adoptant une politique de gestion de taux. En conséquence, l'Etat s'est endetté sur le marché de BTA jusqu'au mois d'avril. Mais à partir du mois de mai, les banques ont, non seulement, recouru auprès de la BCM mais elles ont aussi cédé une partie de leurs portefeuilles en titres publics. Elles n'ont pas ainsi renouvelé une partie de leurs BTA échus. Les banques sont pourtant les principaux souscripteurs de ces titres publics. En conséquence, l'Etat n'a pas pu lever des fonds sur le marché de BTA pour financer ses déficits de trésorerie. Il a même dû rembourser, ce qui a pesé encore plus sur ses besoins de financement, les aides budgétaires n'ayant été débloquées que vers la fin de l'année.

**Gérer aussi bien le volume que le prix de devises alors que la situation des paiements extérieurs a été déficitaire sur les onze premiers mois de l'année.**

Les aides extérieures ont été débloquées au mois de décembre et ont ainsi permis de renflouer les avoirs extérieurs nets de la BCM. Mais depuis le début de l'année, les rentrées de devises ont été quasiment inexistantes alors que la BCM a dû honorer divers paiements. Cette situation a creusé les réserves en devises. Par ailleurs, la BCM a pu procéder à des achats sur le MID au début et à la fin de l'année, mais au milieu du premier semestre, compte tenu de la rareté de devises, le marché était acheteur. La BCM a dû répondre afin de limiter la dépréciation de l'Ariary et préserver la compétitivité externe de l'économie. Ainsi, dans le cadre de l'objectif de reconstitution des réserves officielles de change, la BCM a dû également lisser la fluctuation de l'Ariary, alors que la situation des paiements extérieurs s'est soldée par un déficit jusqu'à fin novembre.

## II. LA MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Afin d'atteindre ses objectifs, et face aux défis qu'elle a du relever au cours de l'année, la BCM, outre l'utilisation du taux directeur, le coefficient de réserves obligatoires (RO) et les interventions sur le marché monétaire (MMO), a aussi renforcé la coordination de ses actions avec la politique budgétaire en 2014.

Depuis quelques années, la BCM a agi plutôt sur les quantités que sur les prix. Le taux directeur, fixé à 9,5 pour cent en août 2009 a encore été maintenu à ce niveau pendant l'année 2014. De même, le coefficient des réserves obligatoires est resté à 15 pour cent depuis sa dernière révision en décembre 2009. Néanmoins, parallèlement à leurs assiettes de calcul, les réserves obligatoires requises ont augmenté de 57,4 milliards, passant de 653,8 milliards d'ariary à fin 2013 à 711,2 milliards d'ariary à fin 2014. Ainsi, les actions de la BCM ont été orientées vers les interventions sur le marché monétaire en 2014.

L'excédent moyen entre les facteurs autonomes et les réserves obligatoires indique à la BCM le montant théorique des interventions à effectuer sur le marché monétaire. Cet excédent avait connu une baisse de 128,1 milliards d'ariary, moins de la moitié de celle de l'année dernière toutefois, laquelle a atteint 292,1 milliards d'ariary. A fin 2014, son niveau a été réduit à 11,1 milliards d'ariary. En tant que prêteur de dernier ressort, mais également pour continuer d'appuyer le financement de l'économie, et aussi face et à la demande des banques, la BCM a dû refinancer le marché.

Toutefois, avant d'intervenir dans ce sens, la BCM a toujours encouragé les échanges de liquidité entre banques et celles en difficulté ont recours, en premier lieu, auprès de leurs consœurs pour se refinancer. En effet, dans la plupart des cas, les difficultés rencontrées par certaines banques surgissent dans un contexte d'excédent de l'ensemble. Aussi, les échanges interbancaires se sont intensifiés en 2014, pour atteindre 2902,0 milliards d'ariary, contre 675,5 milliards d'ariary en 2013. Ces échanges se répartissent en cent cinquante neuf opérations et ont été observées notamment durant les deuxième et troisième trimestres.

Néanmoins, afin de contrecarrer toute menace à la stabilité de la monnaie, la BCM a également continué de procéder à des ponctions de liquidités, suivant les nécessités et les possibilités.

### 1. LES INTERVENTIONS SUR LE MARCHE MONETAIRE

Les interventions de la BCM sur le marché monétaire se sont soldées par une libération nette de liquidités de 86,8 milliards d'ariary en 2014. Cette libération résulte du non renouvellement des titres de recapitalisation de 110,8 milliards d'ariary à fin 2013, échus au mois de juillet 2014, compensé par l'encours d'AON de 24,0 milliards d'ariary. L'année précédente, ces interventions ont été quasi-nulles, avec seulement une ponction nette de 300 millions d'ariary. En moyenne mensuelle, les injections de liquidités ont été plus importantes compte tenu des interventions tout au long de l'année et se sont élevées à 160,1 milliards d'ariary.

## 1.1. LES REFINANCEMENTS

Il y a deux formes de refinancement accordé aux banques en difficultés de trésorerie :

- ceux à la demande des banques primaires, sous formes de pensions et,
- ceux à l'initiative de la BCM, par voie d'appels d'offre positifs (AOP).

Les demandes de pensions ont été importantes durant l'année 2014, en raison de la baisse des facteurs autonomes. Elles ont atteint 2960,0 milliards d'ariary, contre 998,0 milliards d'ariary en 2013. Les demandes ont commencé à affluer à partir du mois de mai. Cette période coïncide avec les échéances d'impôts sur les revenus des sociétés et des distributions de dividendes, suivies, par la suite, de l'accélération des crédits bancaires à l'économie. Les mises en pensions se sont étendues jusqu'au mois d'août, pour revenir aux mois de novembre et décembre. Le taux d'intérêt appliqué aux pensions est obtenu du taux directeur majoré de 1,0 point.

**Tableau 23 - Récapitulatif des refinancements en 2014  
(Montant en milliards d'ariary)**

Rubriques	Pensions	TMP (en %)	AOP	TMP (en %)
Janvier	-	-	-	-
Février	-	-	-	-
Mars	-	-	-	-
Avril	-	-	-	-
Mai	840,0	10,50	30,0	9,57
Juin	725,0	10,50	50,0	9,60
Juillet	395,0	10,50	-	-
Août	100,0	10,50	-	-
Septembre	-	-	-	-
Octobre	-	-	-	-
Novembre	15,0	10,50	-	-
Décembre	885,0	10,50	-	-
Total	2 960,0	10,50	80,0	9,59

Source: BCM / DCR

Malgré le montant considérable des pensions allouées en 2014, ces dernières n'ont pas eu d'effet sur la liquidité de fin de période, car elles ont toutes été remboursées avant la fin de l'année. Leur incidence a surtout été observée au niveau de la liquidité moyenne des banques. Par ailleurs, traduisant l'hétérogénéité de la situation au sein du système bancaire, 58,0 pour cent du total des pensions a été demandé par une seule banque, soit 1730,0 milliards d'ariary.

Cependant, les pensions n'ont pas suffi à combler le déficit de trésorerie des banques. Aussi, la BCM a lancé des AOP aux mois de mai et juin, pour respectivement 30,0 milliards d'ariary et 50,0 milliards d'ariary. Les AOP ont été adjugés en intégralité à la banque citée ci-dessus. Le taux moyen pondéré global y afférent s'est établi à 9,59 pour cent. En juillet, les échéances de TCN de 110,8 milliards d'ariary ont renfloué la liquidité bancaire et a limité les interventions de la BCM uniquement aux pensions. Les AOP n'ont pas eu d'impact sur la liquidité de fin de période, mais sur la liquidité moyenne des banques. L'année précédente, l'Autorité Monétaire a lancé 180,0 milliards d'ariary d'AOP sur le marché monétaire.

## 1.2. LES PONCTIONS

Les ponctions ont été effectuées dans le cadre de réglage fin de la liquidité bancaire, et par ricochet, des agrégats monétaires. Elles ont été opérées à la fin des troisième et quatrième trimestres de 2014. Compte tenu de l'évolution de la liquidité de l'ensemble du système, les instruments de très courte durée, à savoir les appels d'offres négatifs (AON) ont été privilégiés. Ainsi, la BCM n'a procédé à aucune vente de titres en 2014 et l'encours

de 110,8 milliards d'ariary, enregistrés au premier semestre et représentant les ventes sur les titres issus de la recapitalisation de la BCM réalisées en 2013, a été échu au 3 juillet 2014.

Suite à cette échéance de titres et à l'injection de liquidité qui en découle, la BCM a émis un AON de 20,0 milliards d'ariary au mois de juillet, cédé au TMP de 6,74 pour cent. Eu égard aux objectifs monétaires à fin septembre 2014, un AON totalisant 180,0 milliards d'ariary a été lancé à la fin dudit mois, dont 156,5 milliards d'ariary ont été adjugés. Le TMP correspondant s'est chiffré à 9,44 pour cent. En décembre, avec le retour de l'aisance de la liquidité bancaire vers la fin du mois, mais surtout dans le cadre du respect des objectifs monétaires, la BCM a également émis 150,0 milliards d'ariary d'AON sur le marché monétaire dont 24,0 milliards d'ariary ont trouvé preneurs, au TMP de 9,48 pour cent.

**Tableau 24 - Récapitulatif des AON en 2014  
(Montant en milliards d'ariary)**

Rubriques	Montant annoncé	Montant soumis	Montant adjugé	TMP (en %)
Janvier	-	-	-	-
Février	-	-	-	-
Mars	-	-	-	-
Avril	-	-	-	-
Mai	-	-	-	-
Juin	-	-	-	-
Juillet	20,0	20,0	20,0	6,74
Août	-	-	-	-
Septembre	180,0	156,5	156,5	9,44
Octobre	-	-	-	-
Novembre	-	-	-	-
Décembre	150,0	24,0	24,0	9,48
Total	350,0	200,5	200,5	9,12

Source: BCM / DCR

L'année 2014 a été marquée par des soumissions largement inférieures aux montants annoncés par la BCM. De ce fait, les montants soumis ont été retenus en totalité lors de toutes les opérations lancées en 2014. Les ratios «Soumissions/Annonces » et «Montants adjugés/Montants annoncés » se situent à 57,3 pour cent et reflètent la baisse des facteurs autonomes.

En tout, les banques primaires ont souscrit 200,5 milliards d'ariary d'AON en 2014, et ont remboursé 176,5 milliards d'ariary, car ceux lancés en décembre ont eu une échéance courant jusqu'à l'année suivante. En conséquence, les AON ont retiré 24,0 milliards d'ariary de liquidité bancaire en 2014.

## 2. LA COORDINATION DE LA POLITIQUE MONETAIRE ET DE LA POLITIQUE BUDGETAIRE

Dans le cadre de la gestion de liquidités, la BCM travaille étroitement avec le Trésor. Les opérations du Trésor constituent l'un de principaux facteurs qui influent les facteurs autonomes, et, partant la liquidité bancaire. En outre, les principaux souscripteurs sur le marché de BTA sont les banques et leurs souscriptions dépendent de la disponibilité de leur liquidité. En 2014, la situation des finances publiques et surtout le désengagement des banques sur le marché de BTA ont dérivé sur l'adoption de « policy mix ». La synchronisation de la politique monétaire et de la politique budgétaire s'est particulièrement renforcée pour alléger les contraintes budgétaires de l'Etat et assurer sa crédibilité. En effet, le non renouvellement d'une partie des BTA échus au cours de cette année ont entraîné non seulement un manque à gagner au niveau du financement de l'Etat mais aussi un besoin supplémentaire à combler, étant donné que les aides budgétaires ont été débloquées seulement vers la fin de l'année.

La BCM a ainsi octroyé des avances statutaires à l'Etat pour permettre à ce dernier de faire face, entre autres, à ces remboursements engendrés par le désengagement des banques. Les tirages ont totalisé 322,6 milliards d'ariary sur l'ensemble de l'année 2014, contre 33,4 milliards d'ariary en 2013. L'encours des avances statutaires à la fin de l'année 2014 s'est élevé à 366,0 milliards d'ariary.

### 3. LES INTERVENTIONS SUR LE MID

Dans le cadre de la maîtrise de la stabilité externe de la monnaie, la BCM peut intervenir sur le Marché Interbancaire des Devises en vendant ou en achetant des devises aux banques commerciales afin d'éviter les trop grandes fluctuations du taux de change.

Sur l'ensemble de l'année, la BCM a réalisé en EUR des achats nets de 9,73 millions et en USD des ventes nettes de 1,79 millions.

Les interventions de la BCM se sont soldées par une entrée de devises équivalente à la contrevaletur de 9,49 millions de dollars US.

**Tableau 25 - Les opérations sur le MID**  
(+ : position de «vendeur net »)

Mois	EUR	USD
Janvier	2301000	17119000
Février	0	-7 373 993
Mars	0	-17027160
Avril	0	-4356485
Mai	0	-800000
Juin	0	
Juillet	0	
Août	0	
Septembre	0	
Octobre	0	
Novembre	0	
Décembre	7 427 000	10646000
Total	9 728 000	-1792638

La monnaie nationale s'est dépréciée de 2,93 pour cent (de Ariary 3.077,26 à Ariary 3.167,33) face à l'euro et de 16,13 pour cent (de Ariary 2.236,01 à Ariary 2.596,73) face au dollar.

**Tableau 26 - Cours des principales devises**

	CMP EURO	CMP USD
Décembre 2013	3077,26	2236,01
Janvier 2014	3105,71	2295,67
Février 2014	3191,21	2319,37
Mars 2014	3207,77	2328,47
Avril 2014	3211,12	2323,54
Mai 2014	3193,45	2344,76
Juin 2014	3222,81	2360,05
Juillet 2014	3299,70	2464,51
Août 2014	3249,57	2464,59
Septembre 2014	3176,35	2512,49
Octobre 2014	3200,11	2538,14
Novembre 2014	3251,72	2605,15
Décembre 2014	3167,33	2596,73

Les interventions de la BCM et l'évolution de la monnaie nationale peuvent être divisées en cinq phases différentes :

- janvier au 27 juin 2014 : l'Ariary s'est déprécié de 4,57 pour cent contre l'EUR (de Ariary 3.077,26 à Ariary 3.218,01) et de 5,35 pour cent contre l'USD (de Ariary 2.236,01 à Ariary 2.355,60) face à un marché fortement acheteur. On a enregistré une hausse de la demande provenant des compagnies pétrolières. Pour rééquilibrer le marché, la BCM est intervenue en réalisant une vente nette de 10,19 millions de dollars US.
- 27 juin au 23 juillet 2014 : l'Ariary a poursuivi sa dépréciation de 2,62 pour cent par rapport à l'EUR (de Ariary 3.218,01 à Ariary 3.302,48) et de 4,19 pour cent par rapport à l'USD (de Ariary 2.355,60 à Ariary 2.454,36). La BCM n'a plus effectué de ventes mais elle a également réduit les opérations d'aller-retour afin de se conformer aux recommandations du FMI et laisser le cours trouver son point d'équilibre par le marché ;
- 23 juillet au 26 septembre 2014 : l'Ariary s'est apprécié de 3,65 pour cent par rapport à l'EUR (de Ariary 3.302,48 à Ariary 3.181,78) et s'est relativement stabilisé par rapport à l'USD (de Ariary 2.454,36 à Ariary 2.501,18) suite notamment aux interventions de la BCM qui a repris, voire accentué les opérations en Aller-retour ;
- 26 septembre au 21 novembre 2014: l'Ariary s'est déprécié de 2,46 pour cent par rapport à l'EUR (de Ariary 3.181,78 à Ariary 3.260,20) et de 4,35 % face à l'USD (de Ariary 2.501,18 à Ariary 2.609,93). Au cours de cette période, la BCM a de nouveau diminué progressivement ses interventions ;
- 21 novembre 2014 au 30 décembre 2014 : l'Ariary s'est apprécié de 2,85 pour cent par rapport à l'EUR (de Ariary 3.260,20 à Ariary 3.167,33) et de 0,51 pour cent face à l'USD (de Ariary 2.609,93 à Ariary 2.596,73) dans un marché devenu vendeur ; ce qui a permis en outre à la BCM de réaliser des achats nets de 19,68 millions de dollars US, à titre d'accumulation de réserves.

### III. LES RESULTATS

#### 1. LES CONTREPARTIES DE LA MASSE MONETAIRE

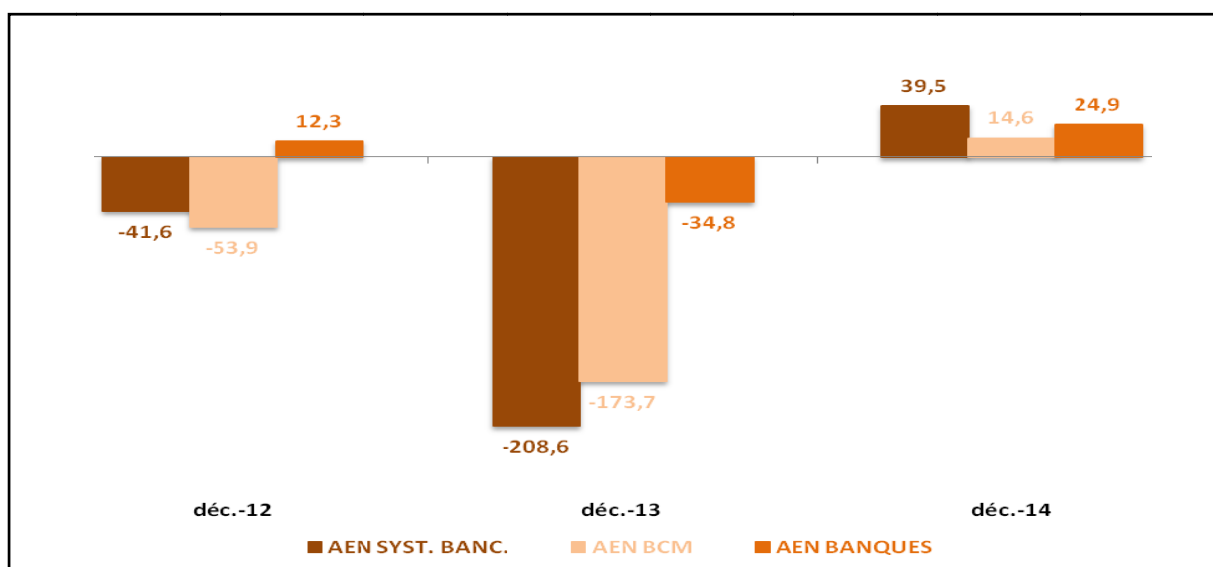
En 2014, à l'exception des autres postes nets (APN), toutes les contreparties de la masse monétaire se sont inscrites en hausse, mais avec des importances différentes. L'année précédente, les créances nettes sur l'Etat et les créances sur l'économie se sont élargies tandis que les avoirs extérieurs nets et les APN se sont contractés.

##### 1.1. LES AVOIRS EXTERIEURS NETS

Les avoirs extérieurs nets (AEN) du système bancaire se sont confortés de 312,0 milliards d'ariary en 2014, dont 136,5 milliards d'ariary attribuables à l'effet volume et 175,5 milliards d'ariary à l'effet prix. Le premier facteur correspond à la progression de 39,5 millions de DTS des avoirs libellés en devises tandis que le second est inhérent à la dépréciation de l'ariary sur l'année.

La progression de 39,5 millions de DTS des AEN du système bancaire résulte du redressement de la situation de la balance des paiements et de la reprise du déblocage d'aides extérieures à la fin de l'année. Elle est retrouvée au niveau de la BCM pour 14,6 millions de DTS et au niveau des banques pour 24,9 millions de DTS. En 2014, les AEN du système bancaire se sont creusés de 208,6 millions de DTS.

**Figure 17 - Variation annuelle des avoirs extérieurs nets du système bancaire (en millions de DTS)**



De fin 2013 jusqu'à fin novembre 2014, les AEN de la BCM ont reculé de 72,3 millions de DTS. Les recettes extérieures, principalement constituées par les « Facilités de Crédits Rapides » (FCR) de 30,5 millions de DTS déblocuées en juin, n'ont pas pu couvrir les dépenses correspondantes. Ces dernières sont composées des paiements des services de la dette et des exécutions d'ordres de bourse émanant du Trésor et pour le compte de la BCM. En outre, les interventions sur le MID de la BCM se sont soldées par des ventes nettes de 2,7 millions de DTS sur la période mentionnée. En conséquence, les avoirs extérieurs bruts (AEB) se sont amenuisés de 55,4 millions de DTS. De plus, la contrepartie des FCR précitées a été inscrite au niveau des engagements extérieurs, lesquels se sont ainsi alourdis de 16,9 millions de DTS, malgré les amortissements des crédits FAS-FASR d'environ 13,0 millions de DTS.

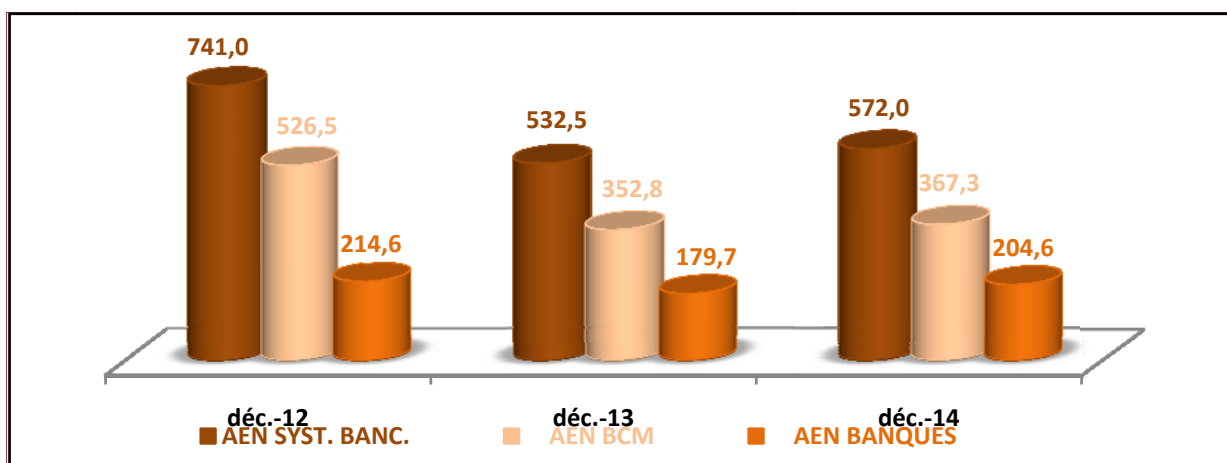
Tableau 27 - Les avoirs extérieurs nets du système bancaire

Rubriques	Encours (en millions de DTS)			Variation Annuelle			
				en millions de DTS		en pourcentage	
	2 012	2 013	2 014	2 013	2 014	2 013	2 014
Avoirs extérieurs nets	741,0	532,5	572,0	-208,6	39,5	-28,1	7,4
Banque Centrale	526,5	352,8	367,3	-173,7	14,6	-33,0	4,1
Avoirs extérieurs bruts	681,7	501,8	533,2	-179,8	31,4	-26,4	6,3
Engagements extérieurs	155,2	149,1	165,9	-6,1	16,8	-3,9	11,3
Banques	214,6	179,7	204,6	-34,8	24,9	-16,2	13,9
Avoirs extérieurs bruts	248,8	221,0	245,6	-27,8	24,6	-11,2	11,1
Engagements extérieurs	34,2	41,3	41,0	7,1	-0,3	20,6	-0,8

Toutefois, en décembre, les décaissements des aides provenant de l'Union Européenne et de la Banque Mondiale, pour respectivement l'équivalent de 54,7 millions de DTS (64,0 millions d'Euros) et 30,5 millions de DTS (44,0 millions d'USD) ont permis de compenser le recul enregistré depuis le début de l'année. Par ailleurs, la BCM a acheté des devises sur le MID pour un montant net de 9,2 millions de DTS, tandis que les engagements extérieurs n'ont pas connu de mouvements significatif.

Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2014, les réserves internationales se sont confortées de 31,4 millions de DTS pour s'élever à 533,2 millions de DTS à fin décembre, représentant 2,5 mois d'importations de BSNF contre 2,2 mois d'importations un an auparavant. Les engagements extérieurs ont augmenté de 16,8 millions de DTS. En somme, grâce aux déblocages d'aides extérieures en décembre, les AEN de la BCM se sont confortés de 14,6 millions de DTS alors qu'ils se sont contractés de 173,7 millions de DTS en 2013.

Figure 18 - Evolution des avoirs extérieurs nets du système bancaire (en millions de DTS)



Au niveau des banques, les AEN se sont reconstitués de 24,9 millions de DTS sur l'ensemble de l'année pour se situer à 204,6 millions de DTS à fin 2014. Cette reconstitution provient intégralement des avoirs extérieurs bruts car les engagements extérieurs sont restés pratiquement stables. Le solde excédentaire de la balance de paiements a permis de renflouer les dépôts en devises de la clientèle des banques, dont la contrepartie a, à son tour, alimenté leurs réserves en devises. La hausse de ces réserves en devises des banques est reflétée principalement dans leurs dépôts auprès de leurs correspondants étrangers. En 2013, les AEN des banques ont reculé de 34,8 millions de DTS.

## 1.2. LES CREANCES NETTES SUR L'ETAT

Les CNE ont augmenté de 113,4 milliards d'ariary sur l'année 2004. Cette hausse concerne le système bancaire. En effet, les « autres créances nettes », constituées par les contreparties des dépôts auprès de la CEM et du CCP, auxquelles sont déduits les encours de lettres de change, ont légèrement diminué de 3,6 milliards d'ariary en raison de la baisse des dépôts auprès de la CEM.

**Tableau 28 - Les créances nettes sur l'Etat  
(en milliards d'ariary)**

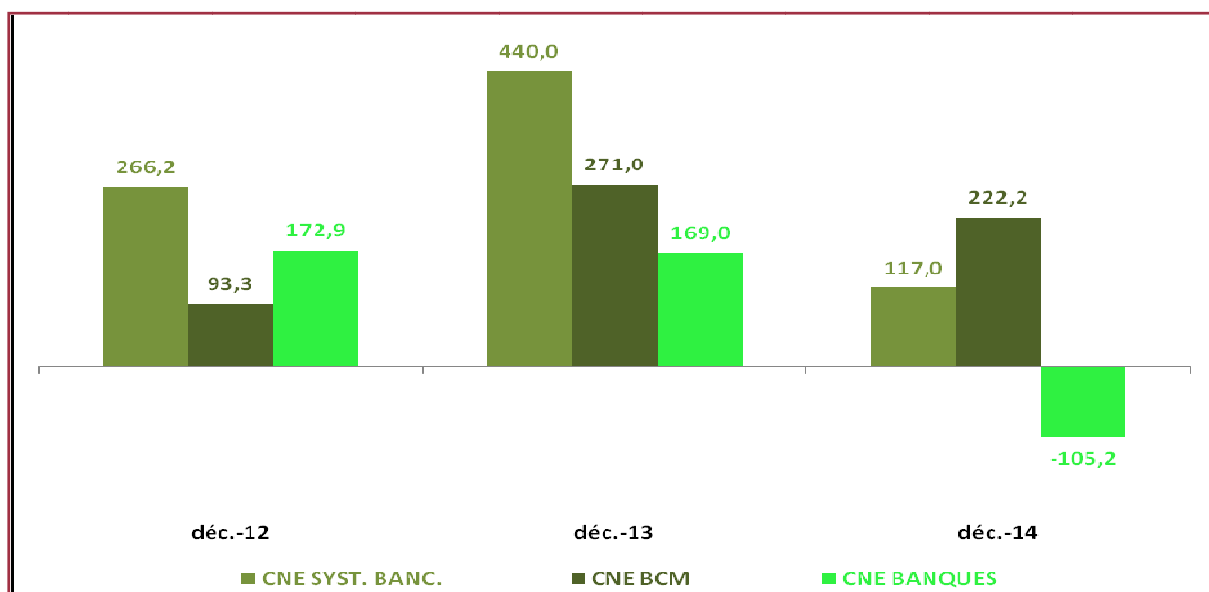
Rubriques	Encours (en milliards d'ariary)			Variation annuelle			
	2 012	2 013	2 014	en milliards d'ariary		en pourcentage	
				2 013	2 014	2 013	2 014
Créances nettes sur l'Etat	604,3	1 118,7	1 232,1	514,4	113,4	85,1	10,1
Créances nettes système bancaire	420,7	860,7	977,7	440,0	117,0	104,6	13,6
Banque Centrale	158,6	429,6	651,8	271,0	222,2	170,9	51,7
Créances	486,3	540,9	918,5	54,5	377,6	11,2	69,8
dont avances statutaires	0,0	33,4	366,0	33,4	332,6	1,0	2,0
Dépôts	327,7	111,3	266,7	-216,5	155,4	-66,0	139,6
dont en devises	104,9	37,9	149,6	-67,0	111,7	-63,9	294,8
Banques	262,1	431,1	325,9	169,0	-105,2	64,5	-24,4
Créances	855,3	810,4	694,9	-44,9	-115,5	-5,3	-14,2
Dépôts	593,1	379,2	369,0	-213,9	-10,2	-36,1	-2,7
Autres créances nettes	183,6	257,9	254,3	74,4	-3,6	40,5	-1,4

Source : BCM, Banques, CEM, CCP

Malgré l'aggravation du déficit budgétaire, le nouvel endettement de l'Etat auprès du système bancaire en 2014 a diminué comparativement à celui de l'année 2013, grâce surtout à la reprise des déblocages d'aides extérieures, et dans une moindre mesure au recours de l'Etat à d'autres moyens de financements, à savoir la mobilisation des dépôts de leurs correspondants. Les CNE du système bancaire ont ainsi augmenté de 117,0 milliards d'ariary en 2014 contre 440,0 milliards d'ariary l'année précédente.

Ce recours de l'Etat auprès du système bancaire est retrouvé en totalité au niveau de la BCM. A l'inverse, les CNE des banques se sont contractées. Cette répartition dérive des résultats des opérations sur le marché de BTA.

**Figure 19 - Variation annuelle des créances nettes du système bancaire sur l'Etat  
(en milliards d'ariary)**



Au cours de cette année, l'Etat a dû procéder à des remboursements nets sur le marché de BTA. Pour assurer ces remboursements, entre autres, l'Etat a tiré sur des avances statutaires à hauteur de 332,6 milliards d'ariary, l'encours à fin 2014 est ainsi porté à 366,0 milliards d'ariary. Par ailleurs, les pertes sur subventions de produits pétroliers au titre des années 2012 et 2013, totalisant 113,1 milliards d'ariary ont chargé les créances de la BCM envers l'Etat.

En revanche, la diminution de 68,1 milliards d'ariary de l'encours de lettres de change escomptées a limité l'élargissement des créances brutes à 377,6 milliards d'ariary. En outre, les débloquages des fonds provenant de l'Union Européenne et de la Banque Mondiale au mois de décembre, d'un montant respectif de 206,0 milliards d'ariary (64,0 millions d'euros) et de 115,0 milliards d'ariary (44,0 millions d'USD), ont renfloué les avoirs de l'Etat. Après les règlements de diverses dépenses et la régularisation d'importants arriérés de paiements qui s'en sont suivis à la fin de l'année, les dépôts de l'Etat auprès de la BCM se sont reconstitués de 155,4 milliards d'ariary entre fin 2013 et fin 2014, modérant ainsi la hausse des CNE à 222,2 milliards d'ariary sur l'année, contre 347,6 milliards jusqu'à fin novembre et 271,0 milliards d'ariary en 2013.

Par contre, l'Etat s'est désengagé auprès des banques pour 105,2 milliards d'ariary alors qu'il s'est endetté à hauteur de 169,0 milliards d'ariary en 2013. Au début de l'année, bien que les soumissions des banques sur le marché de BTA aient été abondantes, l'Etat a limité ses adjudications dans le cadre de sa politique de gestion de taux et compte tenu de ses besoins. Par la suite, l'assèchement de la liquidité des banques et l'orientation de leurs ressources à d'autres emplois ont réduit leurs soumissions de fonds prêtables sur le marché de titres publics. En conséquence, le portefeuille en BTA du secteur bancaire s'est effrité. Aussi, les créances brutes sur l'Etat des banques ont diminué de 115,5 milliards d'ariary. Quant aux avoirs de l'Etat, ils ont régressé de 10,2 milliards d'ariary, suite à la mobilisation des dépôts des OPCA. Ces derniers ont, contrairement aux banques, augmenté leurs souscriptions en BTA.

### 1.3. LES CREANCES SUR L'ECONOMIE

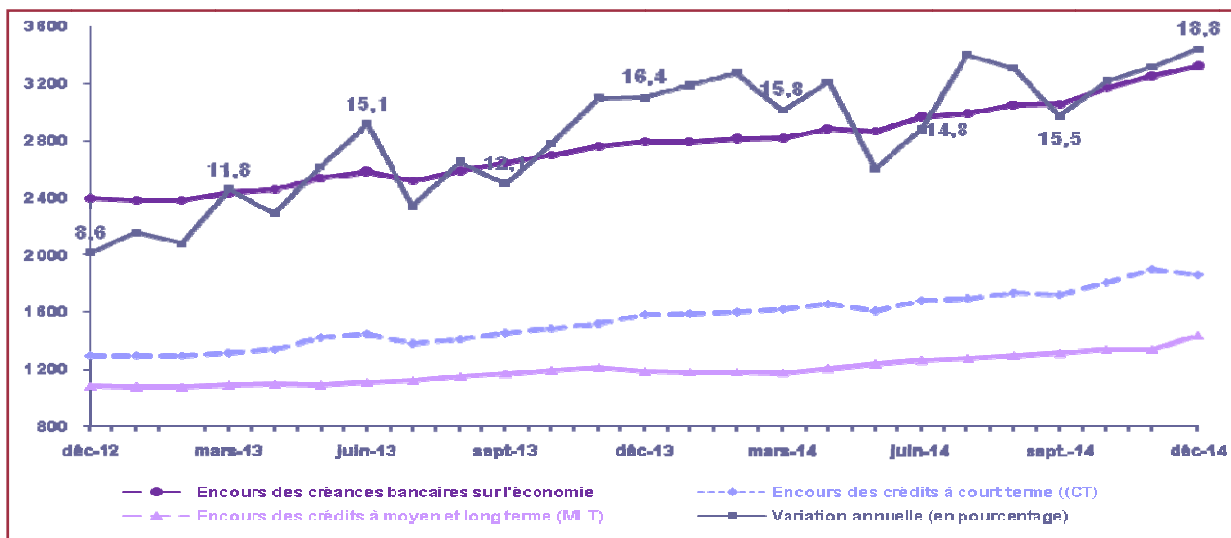
La reprise des créances sur l'économie amorcée en 2013 s'est affirmée en 2014. Le financement du secteur parapublic et privé s'est élargi de 525,7 milliards d'ariary ou 18,6 pour cent en 2014, après 383,9 milliards d'ariary ou 15,7 pour cent l'année précédente. Ce financement provient en totalité des banques car l'encours des lettres de changes accordées par le Trésor aux opérateurs ainsi que les crédits octroyés par la BCM aux particuliers sont restés stables. Par ailleurs, la contribution de ces deux composantes dans la structure des créances sur l'économie est marginale dans la mesure où le total de leur encours ne dépasse pas 1,0 pour cent de l'ensemble.

**Tableau 29 - Les créances sur l'économie**

Rubriques	Encours en milliards d'ariary			Variation annuelle			
				en milliards d'ariary		en pourcentage	
	2 012	2 013	2 014	2 013	2 014	2 013	2 014
TOTAL CREANCES SUR L'ECONOMIE	2 440,4	2 824,2	3 350,0	383,9	525,7	15,7	18,6
Créances bancaires sur l'économie	2 398,5	2 792,6	3 319,1	394,1	526,4	16,4	18,8
Crédits à court terme	1 290,0	1 579,4	1 862,3	289,3	282,9	22,4	17,9
Particuliers	148,1	189,5	231,1	41,3	41,6	27,9	22,0
Entreprises privées	1 091,8	1 337,2	1 552,8	245,4	215,6	22,5	16,1
Entreprises publiques	50,0	52,7	78,4	2,7	25,7	5,4	48,7
Crédits à M.L.T	1 082,3	1 188,3	1 435,7	106,0	247,5	9,8	20,8
Particuliers	412,2	499,5	636,1	87,4	136,6	21,2	27,3
Entreprises privées	667,3	687,1	798,9	19,8	111,8	3,0	16,3
Entreprises publiques	2,8	1,6	0,7	-1,2	-0,9	-42,4	-58,1
Autres concours	26,2	25,0	21,0	-1,2	-4,0	-4,6	-16,0
Créances de la Banque Centrale sur l'économie	8,7	9,1	8,3	0,4	-0,8	4,9	-8,8
Créances du Trésor sur l'économie (lettres de change)	33,2	22,5	22,6	-10,7	0,1	-32,2	0,5

Source : BCM, Banques

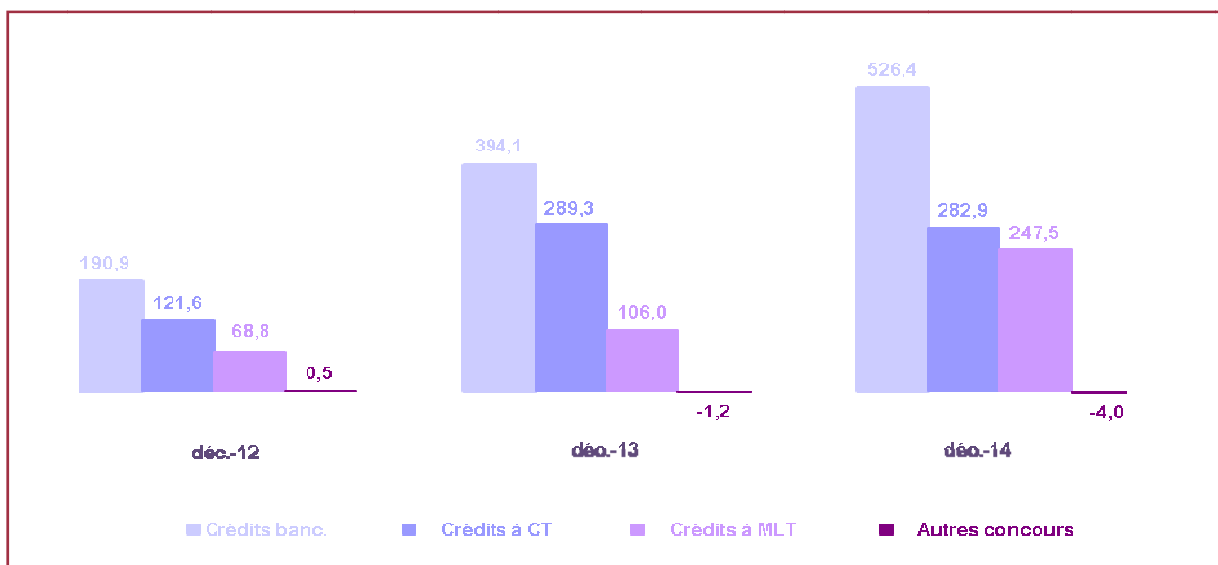
**Figure 20 - Evolution par terme des créances bancaires sur l'économie et glissement annuel (en milliards d'ariary et en pourcentage)**



Cette expansion des créances bancaires n'a pas pour autant compromis la qualité de portefeuille de clients des banques. Au contraire, elle s'est améliorée. En effet, la part des créances compromises dans le total a été réduite à 12,2 pour cent à fin 2014 alors qu'elle a représenté 13,7 pour cent un an plus tôt.

L'accroissement des créances bancaires sur l'économie provient des crédits aussi bien à CT qu'à MLT. Si auparavant, la hausse des crédits d'investissement n'a représenté généralement qu'un tiers de celle du total, elle s'est nettement élargie cette année, effleurant la moitié. Quant aux autres concours, non seulement ils ne représentent qu'une infime partie des créances bancaires mais ils évoluent peu aussi.

**Figure 21 - Variation annuelle des créances bancaires sur l'économie (en milliards d'ariary)**



Les crédits à CT se sont accrus de 282,9 milliards d'ariary ou 17,9 pour cent sur l'année 2014, un accroissement quasiment identique, en termes nominaux, à celui de l'année dernière qui a été de 289,3 milliards d'ariary ou 22,4 pour cent. Tous les types de crédits ont suivi cette tendance à l'exception des « préfinancements sur collecte des produits » (F9), lesquels ont enregistré des remboursements nets de 5,8 milliards d'ariary sur l'année, après avoir augmenté de 8,4 milliards d'ariary en 2013.

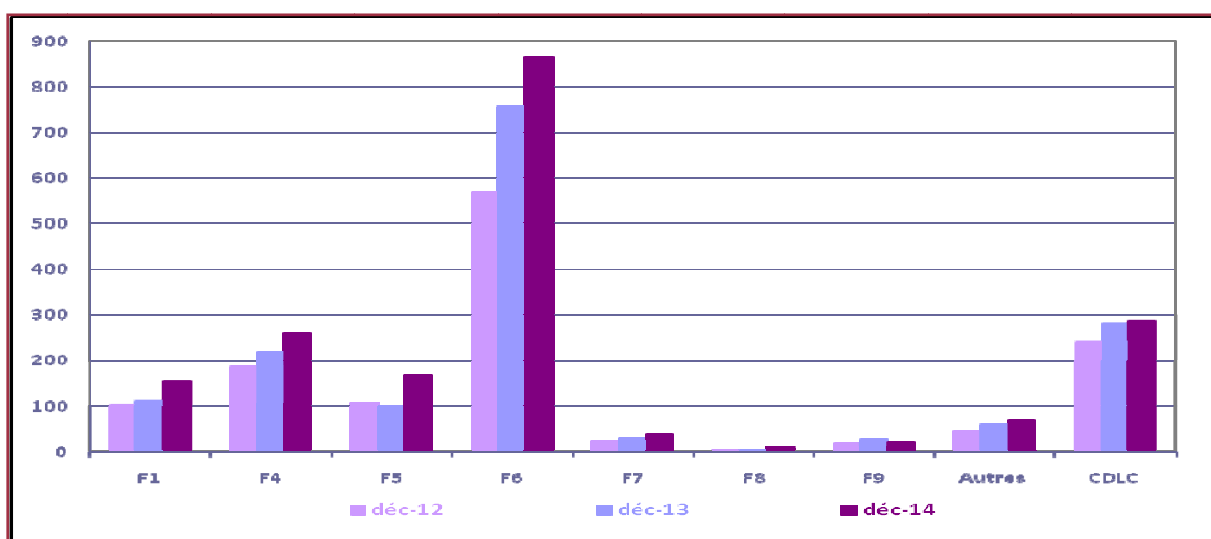
Suivant les observations habituelles, les « découverts » (F6) ont connu la plus importante progression. Leur encours, qui constitue, d'ailleurs, presque la moitié du total des crédits à court terme, s'est amplifié de 107,7 milliards d'ariary sur l'année. L'inexigibilité de garanti et en corollaire, le délai de déblocage des découverts relativement rapide par rapport à celui d'autres types de crédits favorisent son dynamisme. D'autant plus que pour certaines banques, les taux y afférents sont plus avantageux comparativement aux autres catégories de crédits.

Après les découverts viennent les « crédits garantis produits » (F5), l'« escompte de papier commercial » (F1) et les « crédits garantis marchandises » (F4). Leurs volumes ont respectivement augmenté de 64,8 milliards d'ariary, de 44,7 milliards d'ariary et de 43,4 milliards d'ariary. Les restes suivent de loin après. Les « autres crédits à court terme » se sont accrus de 10,2 milliards d'ariary contre 8,4 milliards d'ariary pour les « mobilisations de ventes à crédits » (F7) et 4,6 milliards d'ariary pour les « faisances valoir » (F8).

En marge de cette croissance soutenue des crédits à CT, les CDLC correspondantes sont restées quasiment stables. Aussi, à fin 2014, elles ne représentent que 15,3 pour cent du total des crédits de trésorerie contre 17,7 pour cent un an plus tôt, dénotant ainsi une amélioration de la qualité de portefeuille à CT des banques.

**Figure 22 - Evolution par fiche des crédits bancaires à court terme  
(en milliards d'ariary)**

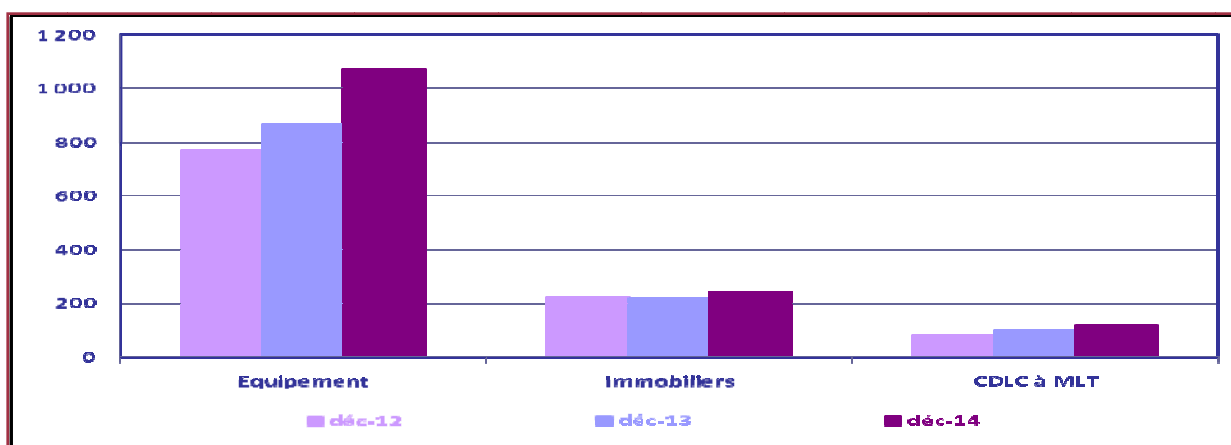
(F1) : escompte de papier commercial ; (F4) : crédits garantis marchandises ;  
(F5) : crédits garantis produits ; (F6) : découverts ; (F7) : mobilisations de ventes à crédits ;  
(F8) : faisances valoir ; (F9) : préfinancements sur collecte des produits ;  
CDLC : Créances douteuses, litigieuses et contentieuses



Les entreprises privées ont été les principaux bénéficiaires de nouvelles allocations de crédits de trésorerie, notamment les découverts, sur l'année. Leurs engagements bancaires à CT se sont amplifiés de 215,6 milliards d'ariary. L'encours des crédits à CT aux particuliers se sont élargis de 41,6 milliards d'ariary et ceux des entreprises publiques de 25,7 milliards d'ariary.

Portant à croire au retour d'investissement, les crédits à MLT se sont amplifiés de 247,5 milliards d'ariary, soit 20,8 pour cent, contre 106,0 milliards d'ariary en 2013. Cette croissance est principalement expliquée par les crédits d'équipement, lesquels se sont renforcés de 207,5 milliards d'ariary. Le reste concerne les crédits immobiliers et les créances compromises. Ces dernières se sont alourdies de 16,6 milliards d'ariary. Néanmoins, la qualité de portefeuille client à MLT des banques a été préservée, la part des CDLC ayant passé de 8,6 pour cent du total en 2013 à 8,3 pour cent en 2014

**Figure 23 - Evolution des crédits bancaires à moyen et court terme  
(en milliards d'ariary)**



#### 1.4. LES AUTRES POSTES NETS

Les autres postes nets (APN) du système bancaire se sont contractés de 295,7 milliards d'ariary en 2014, tirés aussi bien par les comptes de la BCM que ceux des banques. Leur encours est passé d'un solde débiteur de 111,3 milliards d'ariary à fin décembre 2013 à un solde créditeur de 184,5 milliards d'ariary un an plus tard. En 2013, par contre, ils ont augmenté de 150,2 milliards d'ariary.

**Tableau 30 - Les autres postes nets du système bancaire**

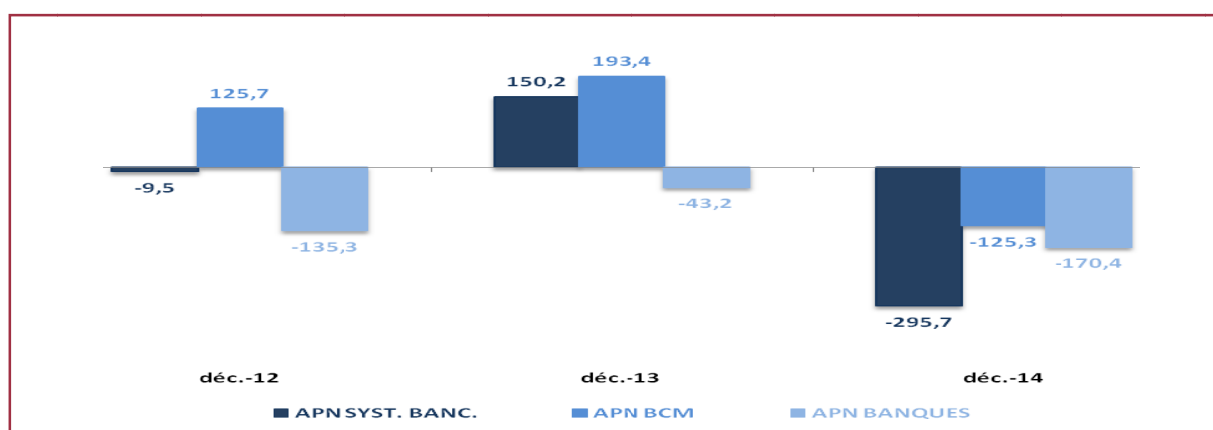
Rubriques	Encours en milliards d'ariary			Variation annuelle			
	2 012	2 013	2 014	en milliards d'ariary		en pourcentage	
Autres postes nets du système bancaire	-39,0	111,3	-184,5	150,2	-295,7	-385,4	-265,8
Banque Centrale	712,7	906,1	780,8	193,4	-125,3	27,1	-13,8
Fonds propres	-212,3	-212,0	-207,8	0,3	4,2	-0,1	-2,0
Immobilisations	500,0	480,8	391,7	-19,1	-89,2	-3,8	-18,5
Divers nets	382,0	510,6	711,2	128,6	200,5	33,7	39,3
Ajustement devises	42,9	126,6	-114,3	83,6	-240,9	194,8	-190,3
Banques de dépôts	-751,7	-794,8	-965,3	-43,2	-170,4	5,7	21,4
Fonds propres	-462,3	-479,1	-542,6	-16,8	-63,5	3,6	13,3
Provisions pour CDLC	-215,8	-233,6	-258,2	-17,8	-24,6	8,2	10,6
Immobilisations	172,6	180,2	178,0	7,6	-2,2	4,4	-1,2
Divers nets	-246,1	-262,3	-342,4	-16,2	-80,1	6,6	30,5

Les APN de la BCM ont diminué de 125,3 milliards d'ariary. Cette diminution provient du compte des ajustements de change dont le solde est passé d'une perte de 126,6 milliards d'ariary à fin 2013 à un gain de 114,3 milliards d'ariary à fin 2014, soit une amélioration de 240,9 milliards d'ariary. Les ajustements de devises à fin 2013 incluent les pertes de change relatives aux subventions des produits pétroliers de 113,1 milliards d'ariary. Au cours de l'année 2014, ces pertes ont été intégrées dans les Créances sur l'Etat. En outre, la dépréciation de la monnaie locale a engendré des gains de change au cours de l'année 2014. Ces deux opérations ont conjointement expliqué cette amélioration du compte ajustement en devises et partant des APN de la BCM.

D'autres éléments constitutifs des APN ont également varié. Les immobilisations ont diminué de 89,2 milliards d'ariary, suite aux dotations aux amortissements d'une part et à la constatation de pertes de valeurs sur des pièces détachées pour matériel fiduciaire d'autre part. Les contreparties de ces opérations ont, toutefois, alourdi les comptes de charges et les reports à nouveau et en conséquence les divers nets. Ces derniers ont connu une hausse de 200,5 milliards d'ariary, laquelle a modéré la contraction des APN. En 2013, les APN de la BCM ont connu une trajectoire tout à fait divergente, avec une hausse de 193,4 milliards d'ariary.

En parallèle, les APN des banques ont baissé de 170,4 milliards d'ariary, tirés par toutes ses composantes. Les fonds propres se sont confortés de 63,5 milliards d'ariary, grâce à l'affectation d'une partie des bénéfices de l'exercice précédent dans les réserves et dans les reports à nouveau. En outre, le capital de la banque nouvellement intégrée dans le secteur en décembre a plus que compensé celui de l'établissement qui n'en faisait plus partie à partir du mois d'avril, à la suite de son retrait d'agrément. De même, les provisions pour CDLC se sont raffermies de 24,6 milliards d'ariary, inhérentes à l'accroissement des créances compromises. Quant aux valeurs immobilisées des banques, elles se sont légèrement réduites de 2,2 milliards d'ariary, suite aux dotations aux amortissements. De même, les divers nets ont reculé de 80,1 milliards d'ariary, expliqués, entre autres, par l'amélioration des bénéfices réalisés par les banques au cours de l'exercice 2014. L'année dernière, les APN des banques ont également diminué, mais d'une moindre importance, soit de 43,2 milliards d'ariary.

**Figure 24 - Variation annuelle des autres postes nets  
(en milliards d'ariary)**



## 2. LES AGREGATS MONETAIRES

### 2.1. LA LIQUIDITE BANCAIRE ET LA BASE MONETAIRE

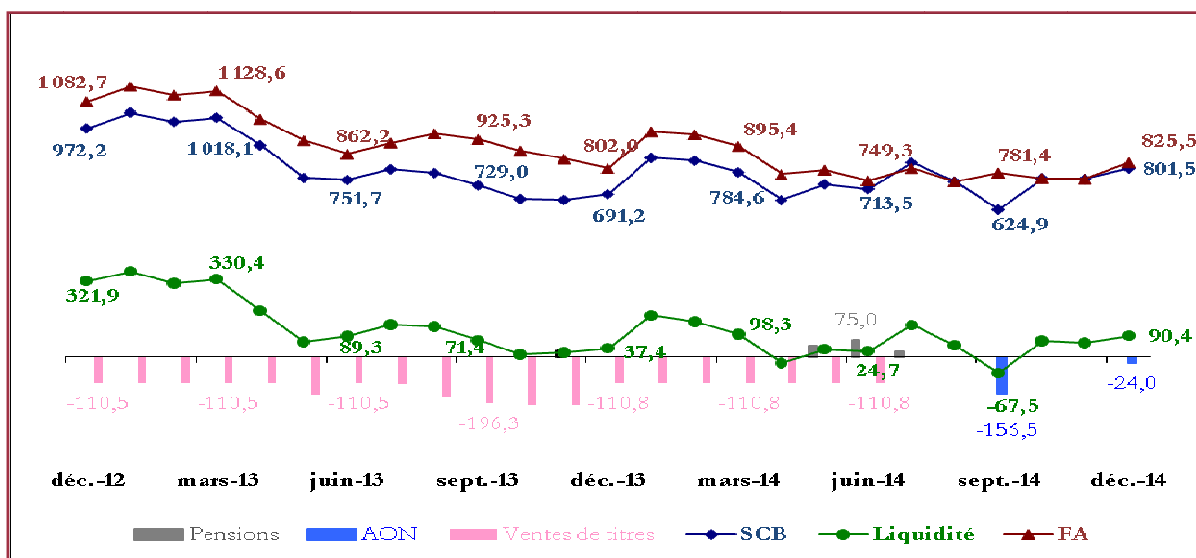
Sous l'effet conjugué de la libération nette de liquidités de 86,8 milliards d'ariary et de la hausse des facteurs autonomes de 23,5 milliards d'ariary, le solde en compte courant des banques (SCB), s'est conforté de 110,3 milliards d'ariary, entre fin 2013 et fin 2014. Il s'est hissé à 801,5 milliards d'ariary à fin 2014, contre 691,2 milliards d'ariary un an auparavant.

**Figure 25 - Evolution des interventions de la BCM et de la liquidité bancaire**

SCB : Solde en Compte Courant des Banques ; FA : Facteurs Autonomes ;

AOP : Appels d'Offres Positifs ; AON : Appels d'Offres Négatifs

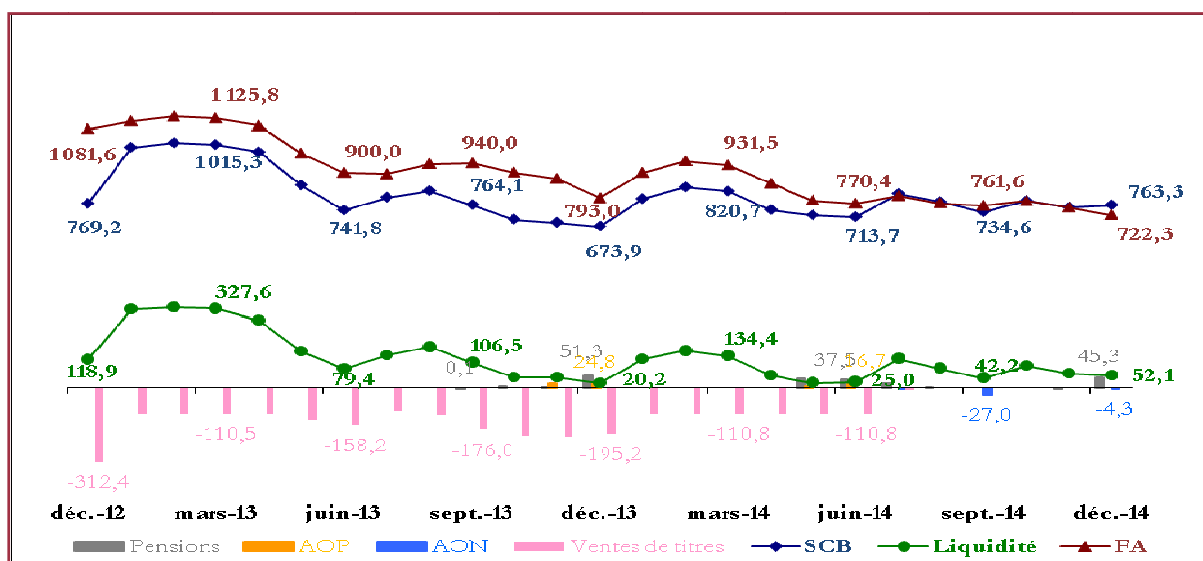
*Fin de période*



En conséquence, la liquidité bancaire, mesurée par la différence entre le SCB et les réserves obligatoires (RO) requises se sont aussi inscrites en hausse, mais d'une moindre importance, compte tenu de l'élargissement de 57,4 milliards d'ariary des RO requises. A fin 2014, la liquidité bancaire s'est ainsi élevée à 90,4 milliards d'ariary, représentant 12,7 pour cent des RO requises, contre 37,4 milliards d'ariary ou 5,7 pour cent des RO à fin 2013, soit une majoration de 53,0 milliards d'ariary sur l'année contre un rétrécissement de 284,5 milliards d'ariary l'année précédente.

En moyenne du mois, la hausse du solde en compte courant des banques a été moins prononcée comparativement à celle de fin de période, soit de 89,4 milliards d'ariary, bien que les injections de liquidité effectuées tout au long de l'année, se chiffrant à 160,1 milliards d'ariary, aient été relativement substantiels. L'explication porte sur le fait que, en moyenne mensuelle, les facteurs autonomes (FA) ont emprunté une trajectoire baissière. En conséquence, l'accroissement de la liquidité bancaire moyenne a été limitée à 31,9 milliards d'ariary en 2014, passant de 20,2 milliards d'ariary ou 3,1 pour cent des RO en décembre 2013 à 52,1 milliards d'ariary ou 7,3 pour cent des RO en décembre 2014. L'année précédente, la liquidité bancaire moyenne s'est rétrécie de 98,7 milliards d'ariary.

**Figure 26 - Evolution des interventions de la BCM et de la liquidité bancaire**  
 SCB : Solde en Compte Courant des Banques ; FA : Facteurs Autonomes ;  
 RO : Réserves Obligatoires ; OMO : Opérations de vente titres  
*En moyenne du mois*



La hausse du solde en compte courant des banques auprès de la BCM traduit celle de la base monétaire. En outre, l'encaisse des banques s'est reconstituée de 16,7 milliards d'ariary et la circulation fiduciaire s'est amplifiée de 218,0 milliards d'ariary. En conséquence, la base monétaire s'est accrue de 346,0 milliards d'ariary en 2014, pour atteindre 2798,8 milliards d'ariary à fin décembre, alors qu'elle a diminué de 159,3 milliards d'ariary en 2013.

**Tableau 31 - Evolution de la base monétaire et ses contreparties**

Rubriques	Encours en milliards d'ariary			Variation annuelle			
				en milliards d'ariary		en pourcentage	
	2012	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Base monétaire	2 612,1	2 452,8	2 798,8	-159,3	346,0	-6,1	14,1
Avoirs Extérieurs nets (AEN)	1 842,7	1 218,8	1 381,9	-623,9	163,0	-33,9	14,0
Créances nettes sur l'Etat (CNE)	158,6	429,6	651,8	271,0	222,2	170,9	51,7
Crédits à l'économie (CE)	8,7	9,1	8,3	0,4	-0,8	4,9	-8,8
Créances sur les banques (CBQ)	-110,5	-110,8	-24,0	-0,3	86,8	-0,3	78,3
Autres postes nets (APN)	712,7	906,1	780,8	193,4	-125,3	27,1	-14,6

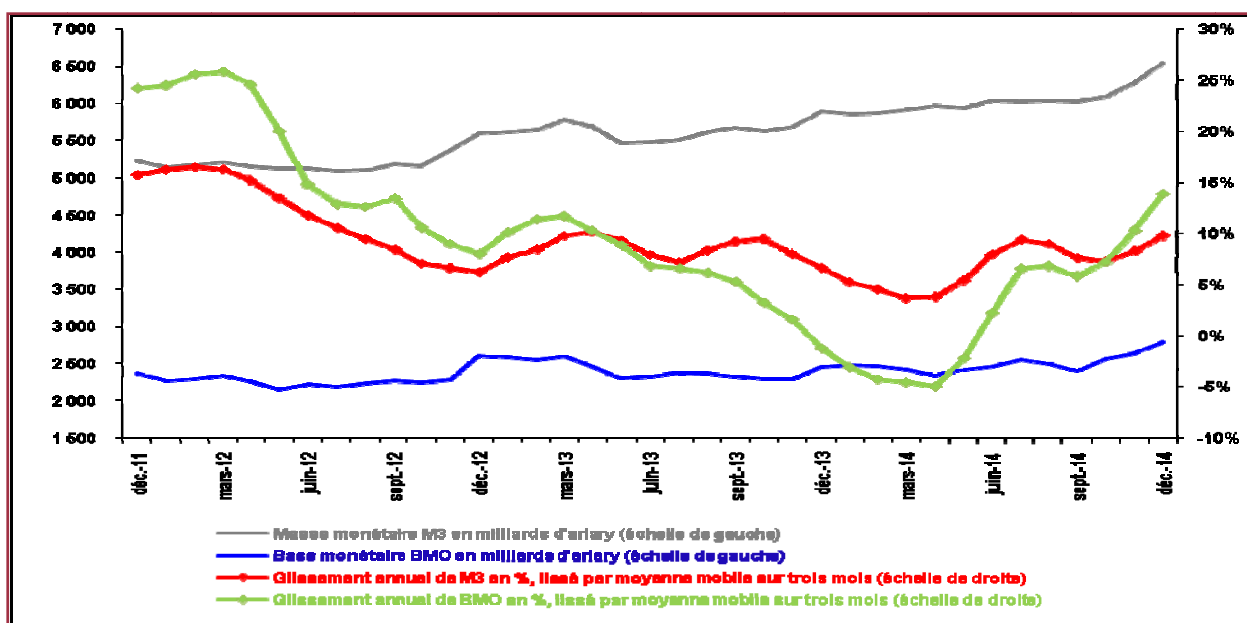
Cette hausse de la base monétaire provient, en premier lieu, des CNE. Elles ont augmenté de 222,2 milliards d'ariary. Ensuite, les AEN ont progressé de 163,0 milliards d'ariary en 2014, sous l'effet conjugué de la reconstitution de 14,6 millions de DTS des avoirs en devises de la BCM et de la dépréciation de la monnaie locale. Par ailleurs, les CBQ se sont élargies de 86,8 milliards d'ariary, résultant du non renouvellement des titres de recapitalisation échus au mois de juillet 2014, d'une valeur de 110,8 milliards d'ariary, diminué de l'AON de 24,0 milliards d'ariary, lancé en décembre, dont la maturité courrait jusqu'à l'année suivante. En revanche, les APN se sont contractés de 125,3 milliards d'ariary, et ont atténué l'accélération de la BMO.

Ainsi, après avoir poursuivi la décélération observée depuis le début de l'année 2012 jusqu'à fin avril 2014, où il a touché le fond avec un taux négatif de 6,9 pour cent, le glissement annuel de la base monétaire a commencé à enregistrer une tendance à la hausse, pour s'élever à 14,1 pour cent à fin 2014. Pourtant, il était négatif de 6,1 pour cent un an auparavant.

## 2.2. LA MASSE MONETAIRE ET SES COMPOSANTES

A l'instar de l'évolution de la base monétaire, le ralentissement de la masse monétaire, observé depuis plus de deux ans, a continué jusqu'à la fin du premier trimestre. L'utilisation des avoirs extérieurs ainsi que le désengagement de l'Etat auprès du système bancaire au début de l'année se sont soldés par des destructions monétaires. Aussi, son glissement annuel est descendu à 2,5 pour cent à fin mars 2014, son taux le plus bas depuis plus d'une dizaine d'années. A partir du mois d'avril, tirée principalement par le financement du secteur privé, la masse monétaire a entamé une accélération qui s'est intensifiée par la suite. Les déblocages d'aides extérieures en décembre a, d'autant plus, entériné cette situation. En conséquence, partant des 2,5 pour cent à fin mars, le glissement annuel s'est accéléré pour atteindre 11,1 pour cent à la fin de l'année 2014 alors qu'il s'est respectivement situé à 5,3 pour cent et 6,9 pour cent un an et deux ans auparavant.

**Figure 27 - Evolution et croissance annuelle de la base monétaire et de la masse monétaire**



Sur l'ensemble de l'année, la masse monétaire a ainsi augmenté de 655,4 milliards d'ariary contre 294,6 milliards d'ariary en 2013. A fin 2014, elle s'élève à 6549,3 milliards d'ariary. Cette expansion de la masse monétaire résulte, par ordre d'importance, du financement du secteur privé, de la reconstitution des avoirs extérieurs nets du système bancaire et du financement de l'Etat.

Les créances sur l'économie se sont amplifiées de 525,7 milliards d'ariary ou 18,6 pour cent. Aussi, elles ont constitué un facteur expansif à hauteur de 8,9 points de pourcentage dans l'expansion de 11,1 pour cent de la masse monétaire. Sous l'effet conjugué de la reconstitution du volume des avoirs en devises et de la dépréciation de la monnaie locale, les AEN du système bancaire se sont confortés de 312,0 milliards d'ariary. A ce titre, ils ont contribué pour 5,3 points de pourcentage à la hausse de la masse monétaire. Cette contribution aurait pourtant été réduite à 2,3 points de pourcentage sans la dépréciation du taux de change entre fin 2013 et fin 2014. Les CNE se sont chargées de 113,4 milliards d'ariary. En conséquence, ils ont participé pour 1,9 point de pourcentage dans l'accroissement de 11,1 pour cent de la monnaie.

A l'inverse de tous ces mouvements, les APN du système bancaire se sont contractés de 295,7 milliards d'ariary. Ils ont tiré à la baisse la masse monétaire pour 5,0 points de pourcentage, modérant l'expansion de la masse monétaire. Cette diminution provient principalement des gains de change engendrés par la dépréciation de l'ariary, dont la contrepartie est retrouvée au niveau des AEN. Sans les gains de change, la restriction des APN aurait été de 2,0 points de pourcentage.

**Tableau 32 - Répartition de l'origine de la croissance de la masse monétaire (en points de pourcentage)**

Rubriques	2 012	2 013	2 014
Masse monétaire M3	6,9	5,3	11,1
Avoirs Extérieurs nets (AEN)	-1,9	-13,5	5,3
Créances nettes sur l'Etat (CNE)	6,6	9,2	1,9
Créances sur l'économie (CE)	2,4	6,9	8,9
Autres postes nets (APN)	-0,2	2,7	-5,0

La hausse de la masse monétaire sur l'année 2014 est retrouvée au niveau de toutes ses composantes mais avec des importances différentes. La hausse la plus marquée concerne les disponibilités monétaires.

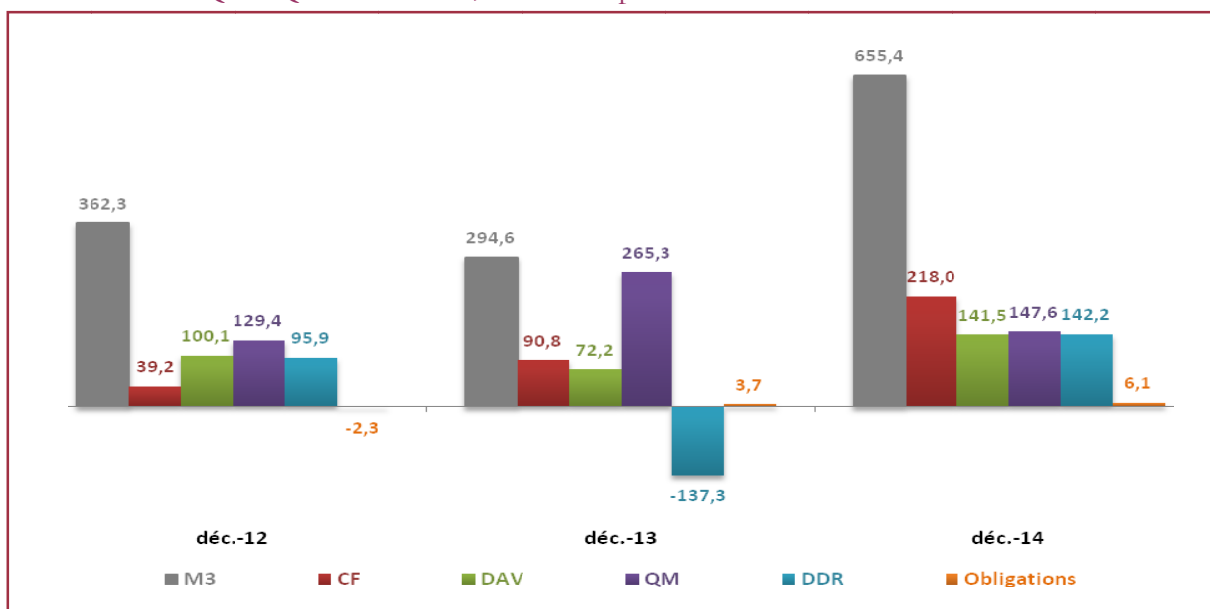
### 2.2.1. Les disponibilités monétaires

Les disponibilités monétaires M1 ont enregistré une hausse soutenue de 359,4 milliards d'ariary ou 10,1 pour cent en 2014. Cette hausse représente plus du double de celle de l'année dernière qui n'a été que de 163,0 milliards d'ariary. Ce renforcement des disponibilités monétaires, dont la majeure partie a été enregistrée vers la fin de l'année, provient surtout de la circulation fiduciaire.

Répondant aux besoins de liquidité de l'économie, la circulation fiduciaire s'est élargie de 218,0 milliards d'ariary, contre seulement 90,8 milliards d'ariary en 2013. L'augmentation de la CF s'est particulièrement accélérée à la fin de l'année. Quant aux DAV, ils se sont renforcés de 141,5 milliards d'ariary, dont 43,1 milliards d'ariary, soit un peu moins du tiers, appartiennent aux particuliers et ménages et le reste aux entreprises. L'année précédente, les DAV ont augmenté de 72,2 milliards d'ariary, expliqués principalement par les DAV des ménages car plus du trois quart provient de ce secteur de l'économie.

**Figure 28 - Variation annuelle de la masse monétaire et de ses composantes (en milliards d'ariary)**

M<sub>3</sub> : Masse monétaire M<sub>3</sub> ; CF : Circulation Fiduciaire ; DAV : Dépôts à vue ;  
QM : Quasi-monnaie ; DDR : Dépôts en Devises des Résidents



### 2.2.2. La quasi-monnaie

La quasi-monnaie (QM) s'est renflouée de 147,6 milliards d'ariary, reflétant la consolidation des placements des agents économiques. Cette progression est toutefois moins importante comparativement à celle de l'année précédente qui s'est élevée à 265,3 milliards d'ariary. Conformément aux observations précédentes, les dépôts à terme (DAT) n'ont affiché qu'une timide augmentation contre une hausse marquée pour les comptes épargnes. Cette évolution à rythmes différents de ces deux catégories de placements illustre la préférence des agents économiques pour les comptes épargne, en raison de la simplicité des conditions d'ouverture et de la facilité de mobilisation qu'ils offrent, contrairement aux dépôts à terme. Ces derniers requièrent non seulement un seuil minimum plus élevé que les épargnes mais présentent également une maturité, engendrant ainsi des pénalités en cas de retrait des fonds avant l'échéance. De plus, les dépôts d'épargne offrent plus de sécurité étant donné que les taux appliqués sont fixés d'avance et demeurent stables tandis que ceux appliqués aux DAT peuvent varier durant la durée du placement. En outre, afin d'inciter les épargnes, les intérêts y afférents ne sont pas assujettis aux impôts. Par ailleurs, compte tenu de la concurrence, les banques ont mené des campagnes publicitaires sur les épargnes pour attirer des ressources, et ont ainsi sensibilisé les clients, réels ou potentiels. L'objet du compte lui-même explique aussi ce dynamisme par rapport aux DAT. En effet, les épargnes constituent souvent des apports personnels pour la réalisation d'un projet.

Néanmoins, l'accroissement des comptes épargnes s'est ralenti en 2014 si l'on se réfère à l'année précédente. Il s'est chiffré à 133,3 milliards d'ariary contre 221,4 milliards d'ariary en 2013. Ce ralentissement provient surtout de l'évolution des dépôts auprès de la CEM. En effet, en 2014, ces derniers ont reculé de 3,4 milliards d'ariary pour se chiffrer à 275,2 milliards d'ariary à fin décembre alors que l'année antérieure, ils se sont confortés de 64,9 milliards d'ariary. Des placements massifs effectués l'année dernière n'ont plus été renouvelés cette année d'où ces mouvements opposés, car en termes de nombre, les épargnants auprès de la CEM ont augmenté.

A ce manque à gagner auprès de la CEM est venu s'ajouter la décélération de la reconstitution auprès des banques. Les épargnes auprès de ces dernières ont augmenté de 136,7 milliards d'ariary contre 156,5 milliards d'ariary en 2013.

Quant aux dépôts à terme, ils se sont confortés de 14,3 milliards d'ariary contre un montant plus consistant de 43,9 milliards d'ariary en 2013. Les rémunérations offertes par les banques pour ces produits sont généralement plus avantageux pour les clients mais les autres conditions y afférentes ne sont pas incitatives par rapport aux dépôts d'épargnes.

**Tableau 33 - La masse monétaire et ses composantes**

Rubriques	Encours en milliards d'ariary			Variation annuelle			
				en milliards d'ariary		en pourcentage	
	2 012	2 013	2 014	2 013	2 014	2 013	2 014
MASSE MONETAIRE	5 599,3	5 893,9	6 549,3	294,6	655,4	5,3	11,1
Disponibilités monétaires	3 389,9	3 552,9	3 912,4	163,0	359,4	4,8	10,1
Circulation fiduciaire hors banques	1 516,7	1 607,5	1 825,5	90,8	218,0	6,0	13,6
Dépôts à vue	1 873,2	1 945,4	2 086,8	72,2	141,5	3,9	7,3
Quasi-monnaie	1 372,8	1 638,1	1 785,7	265,3	147,6	19,3	9,0
Dépôts à terme	356,5	400,3	414,6	43,9	14,3	12,3	3,6
Dépôts d'épargne	1 016,3	1 237,7	1 371,0	221,4	133,3	21,8	10,8
auprès banques	802,7	959,2	1 095,9	156,5	136,7	19,5	14,3
auprès CEM	213,7	278,6	275,2	64,9	-3,4	30,4	-1,2
Dépôts en devises des résidents	803,8	666,5	808,7	-137,3	142,2	-17,1	21,3
<i>Dépôts en devises des résidents (en millions DTS)</i>	229,7	192,9	215,0	-36,8	22,1	-16,0	11,4
Obligations	32,8	36,5	42,6	3,7	6,1	11,1	16,8

Source : BCM, Banques, CEM, CCP

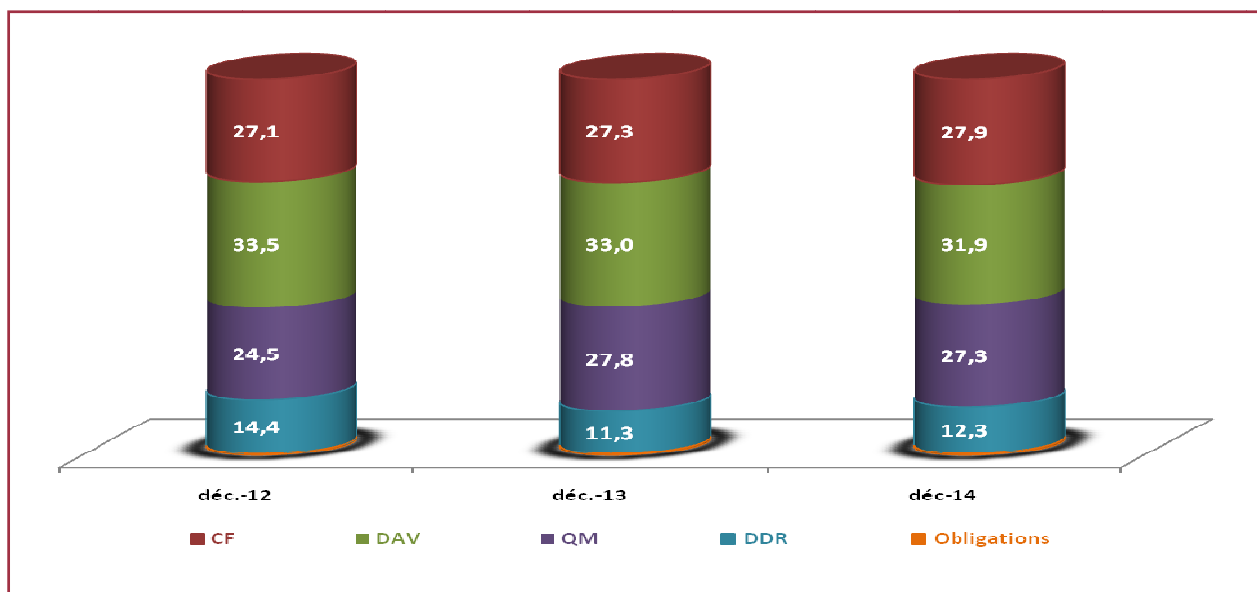
### 2.2.3. Les dépôts en devises des résidents

Les dépôts en devises des résidents se sont renforcés de 142,2 milliards d'ariary pour se situer à 808,7 milliards d'ariary à fin 2014, tirés conjointement par l'effet volume et l'effet prix. Libellés en DTS, ils ont augmenté de 22,1 millions de DTS, soit l'équivalent de 76,3 milliards d'ariary sans les impacts de la dépréciation de la monnaie locale entre fin 2013 et fin 2014. Le renforcement du volume des DDR a été principalement observé sur les deux derniers mois de l'année, au cours desquels les soldes mensuels des règlements internationaux ont été positifs. L'année précédente, les DDR se sont contractés de 137,3 milliards d'ariary ou 36,8 millions de DTS, reflétant le solde déficitaire de la balance des paiements.

Ces évolutions des composantes de la masse monétaire sur la période ont légèrement modifié sa structure. Bien qu'en termes absolus, les disponibilités monétaires M1 aient connu la hausse la plus importante, en termes relatifs, ce sont les DDR qui ont connu l'expansion la plus marquée. Le glissement annuel des DDR a atteint 21,3 pour cent, dépassant largement celui de la masse monétaire qui a été de 11,1 pour cent tandis que ceux des disponibilités monétaires et de la quasi-monnaie sont en dessous, soit respectivement de 10,1 pour cent et de 9,0 pour cent. En conséquence, les parts de ces deux dernières composantes dans la structure de la masse monétaire se sont rétrécies en faveur des dépôts en devises des résidents.

**Figure 29 - Structure de la masse monétaire  
(en pourcentage)**

M<sub>3</sub> : Masse monétaire ; CF : Circulation Fiduciaire ; DAV : Dépôts à vue ;  
QM : Quasi-monnaie ; DDR : Dépôts en Devises des Résidents



Ces derniers représentent 12,3 pour cent de la masse monétaire à fin 2014 contre 11,3 pour cent un an auparavant, soit un gain de 1,0 point de pourcentage. En contrepartie, la part de la QM s'est resserrée de 0,6 point sur l'année. Elle constitue 27,2 pour cent de la masse monétaire à fin 2014 contre 27,8 pour cent à fin 2013. Il en est de même pour les disponibilités monétaires M1, dont la part s'est également réduite de 0,5 point de pourcentage. Elles composent 59,8 pour cent de la masse monétaire à fin 2014 contre 60,3 pour cent un an auparavant.

Cet effritement de la part des disponibilités monétaires dans la structure de la masse monétaire est attribuable, en totalité aux DAV, lesquels forment 31,9 pour cent de la monnaie contre 33,0 pour cent à fin 2013, soit un recul de 1,1 point de pourcentage.

Par contre, la part de la circulation fiduciaire a augmenté de 0,6 point pour former 27,9 pour cent de la monnaie à fin décembre 2014 contre 27,3 pour cent un an plus tôt.

Quant aux obligations, elles ont augmenté de 6,1 milliards d'ariary en 2014 pour se chiffrer à 42,6 milliards d'ariary à la fin de l'année. Leur part n'a pas évolué, représentant invariablement 0,6 pour cent de la monnaie depuis 5 ans

### 3. LES INDICATEURS DE STABILITE

Les indicateurs de stabilité ont observé une tendance mitigée en 2014. En effet, si l'inflation s'est légèrement ralentie, la dépréciation de l'ariary par rapport aux principales devises s'est renforcée. Néanmoins, le niveau des réserves de la BCM a été maintenu presque identique à celui de 2013 grâce essentiellement au déblocage des aides budgétaires vers la fin de l'année. Par ailleurs, le coût moyen des crédits a été abaissé, tandis que le taux de rendement des BTA ainsi que la rémunération des dépôts en ariary ont augmenté du fait, entre autres, de l'assèchement des liquidités observé en cours d'année.

#### 3.1. LES TAUX D'INTERET

En 2014, les taux sur le marché monétaire ont enregistré une évolution divergente selon leur catégorie. Les taux se rattachant au taux directeur, qui est resté à 9,50 pour cent, ont été invariables, tandis que ceux dont la fixation a été dictée par les offres du marché se sont redressés en cours d'année. De même, le taux de rendement sur le marché des BTA ainsi que la rémunération moyenne des dépôts bancaires en ariary ont été tirée à la hausse. Celle des dépôts en devises s'est, par contre, contractée eu égard, entre autres, à l'évolution de la parité euro/dollar sur le plan international. De leur côté, les coûts des crédits bancaires se sont repliés vers le dernier trimestre du fait de la concurrence.

##### 3.1.1. Les taux du marché monétaire

Comme en 2013, les échanges interbancaires se sont également intensifiés notamment au cours du deuxième semestre 2014. Les taux moyens pondérés (TMP) des échanges de certaines banques en difficulté de trésorerie auprès de leurs consœurs sont restés stables et alignés au taux directeur de 9,50 pour cent, à l'exception des échanges au mois de juin où le TMP a été de 7,70 pour cent du fait des échanges à taux très bas (5,00 %) entre deux banques.

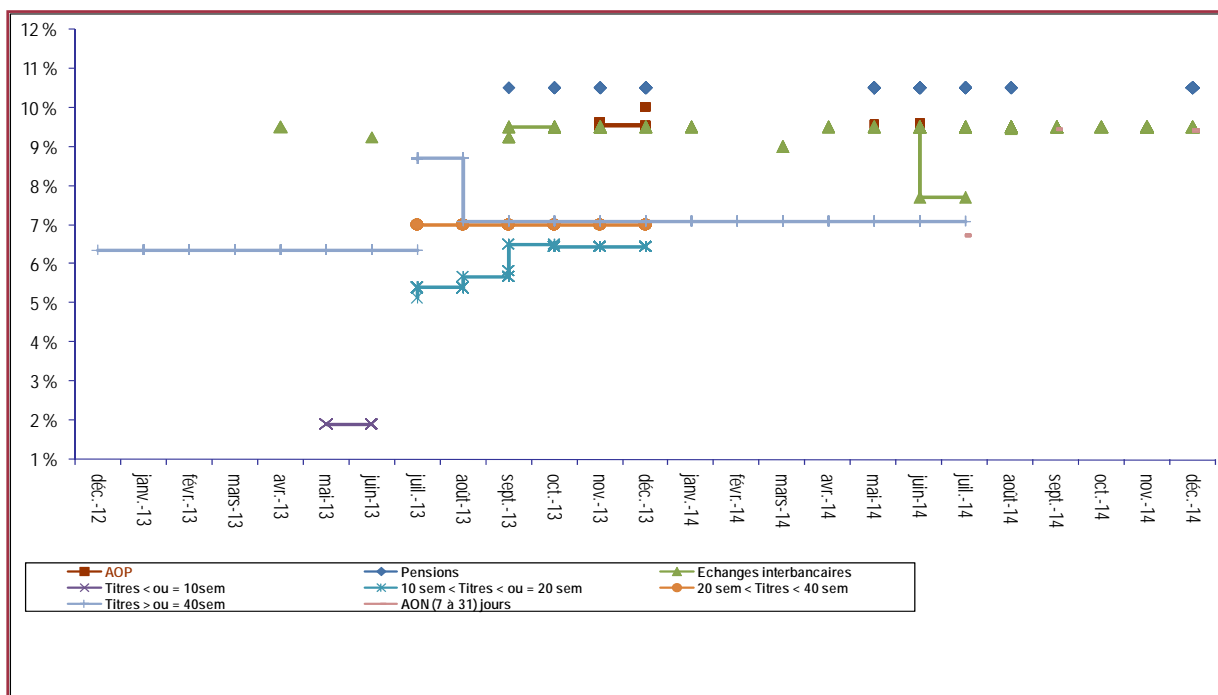
De même, des opérations sous forme de pensions auprès de la BCM ont été effectuées par des banques n'ayant pas trouvé de liquidités sur le marché à un taux de 10,50 pour cent. Ce taux a été maintenu à 1 point supérieur au taux directeur. En fait, ces opérations ont été plus fréquentes par rapport à celles de 2013 car une banque à court de liquidités a dû renouveler ses demandes de refinancement jusqu'à l'échéance de ses placements.

Par ailleurs, des interventions sporadiques sous forme d'Appels d'Offres Positif (AOP), notamment aux mois de mai et de juin, ont été réalisées par la BCM pour approvisionner le marché en liquidités. Les TMP de ces interventions ont été respectivement de 9,57 pour cent pour les interventions au mois de mai et de 9,60 pour cent pour celles de juin 2014, le « taux plancher » annoncé ayant été le taux directeur.

Eu égard à l'insuffisance des liquidités, la BCM n'a procédé à aucune intervention sous forme de ventes de titres. Les TMP observés sont ceux des ventes de 2013 relatifs aux TCN (titres de créances négociables) de maturités de plus de 40 semaines et qui ont été échus vers le début du mois de juillet 2014.

Néanmoins, des opérations de lancement d'Appel d'Offres Négatif (AON) ont été entreprises par la BCM en cours d'année pour ponctionner les liquidités importantes, notamment libérées par les titres échus et en vue du réglage fin de la liquidité du système bancaire. Les TMP ont été relativement bas au mois de juillet 2014, soit de 6,44 pour cent, mais ont été porté à la hausse vers la fin du mois de décembre 2014 pour se situer à 9,50 pour cent.

Figure 30 - - Evolution des taux sur le marché monétaire



### 3.1.2. Les taux sur le marché des BTA

#### a. Sur le marché primaire

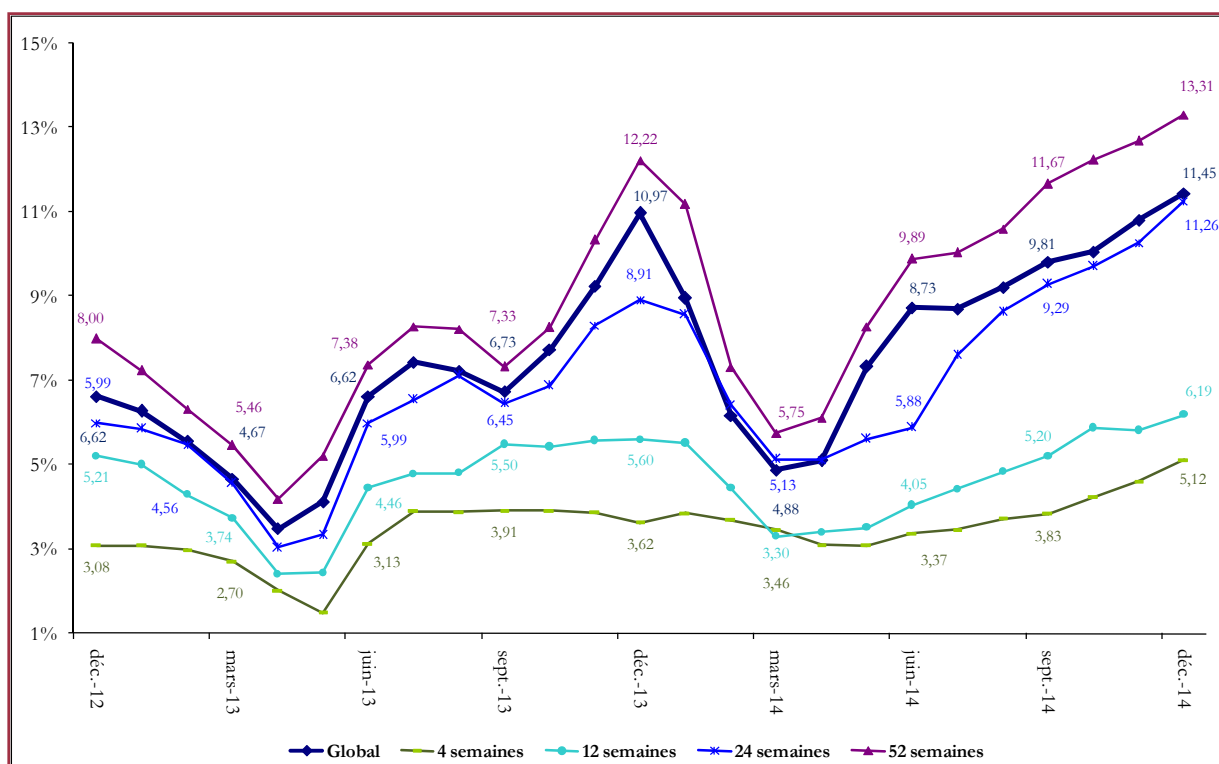
A l’instar de l’évolution en 2013, le TMP global sur le marché des BTA a observé une chute plus significative de décembre à mars 2014, avant de s’inscrire en hausse plus ou moins régulière jusqu’en décembre 2014. Cette tendance a été la résultante des mouvements de tous les TMP

de tous les bons de toutes maturités confondues. La situation des liquidités du secteur bancaire a également influencé cette tendance des taux de rendement moyen. En général, les TMP sont en baisse lors de l’abondance des liquidités liées notamment au retour des billets au cours du premier trimestre, mais sont tirés à la hausse par celle des taux offerts par le secteur non bancaire du fait de la diminution des soumissions bancaires liées au resserrement des liquidités au cours des trimestres suivants. Par ailleurs, la gestion des taux effectuée par le Trésor afin de réduire les charges de trésorerie limite, cependant, l’accroissement des taux moyen sur le marché des BTA.

Ainsi de 10,97 pour cent en décembre 2013, le TMP global a chuté à 4,88 pour cent en mars 2014, soit un repli de 6,09 points de pourcentage. En 2013, ce repli a été de moindre ampleur, soit de 3,14 points de pourcentage seulement. Il a toutefois progressivement augmenté au cours des mois suivants pour atteindre 11,45 pour cent en fin de période, dépassant le niveau de décembre 2013. Sur cet intervalle de temps il a gagné 6,57 points, presque au même rythme d’accroissement que celui de 2013. Ce mouvement du TMP global a été provoqué par celui de tous les taux moyens sur toutes les maturités, mais d’une ampleur variable.

Le TMP des bons à maturités de 52 semaines a perdu 6,47 points sur les trois premiers mois de 2014 pour se situer à 5,75 pour cent au mois de mars 2014. Il s'est ensuite redressé progressivement pour s'établir à 13,31 pour cent au mois de décembre 2014 avec un gain de 13,31 points. Le TMP des bons de maturités de 4 semaines, de son côté, ne s'est replié que de près d'un demi point par rapport à décembre 2013 et s'est chiffré à 3,08 pour cent au mois de mai 2014. La pente a été plus douce après la reprise avec un gain d'environ 2 points de pourcentage seulement. L'allure des TMP sur les autres catégories de bons, par ailleurs, a été plus ou moins en parallèle avec celle des bons de maturités de 52 semaines.

**Figure 31 - Evolution des taux moyens pondérés des BTA sur le marché primaire (en pourcentage)**



Eu égard à l'évolution presque en parallèle des TMP des bons de 52 semaines et de ceux des bons de 4 semaines, l'écart entre les taux extrêmes est resté à 8,19 points, soit de presque de même ampleur que celui de décembre 2013 qui a été de 8,60 points. En décembre 2012, cet écart a été plus étroit, soit de 4,91 points.

## b. Sur le marché secondaire

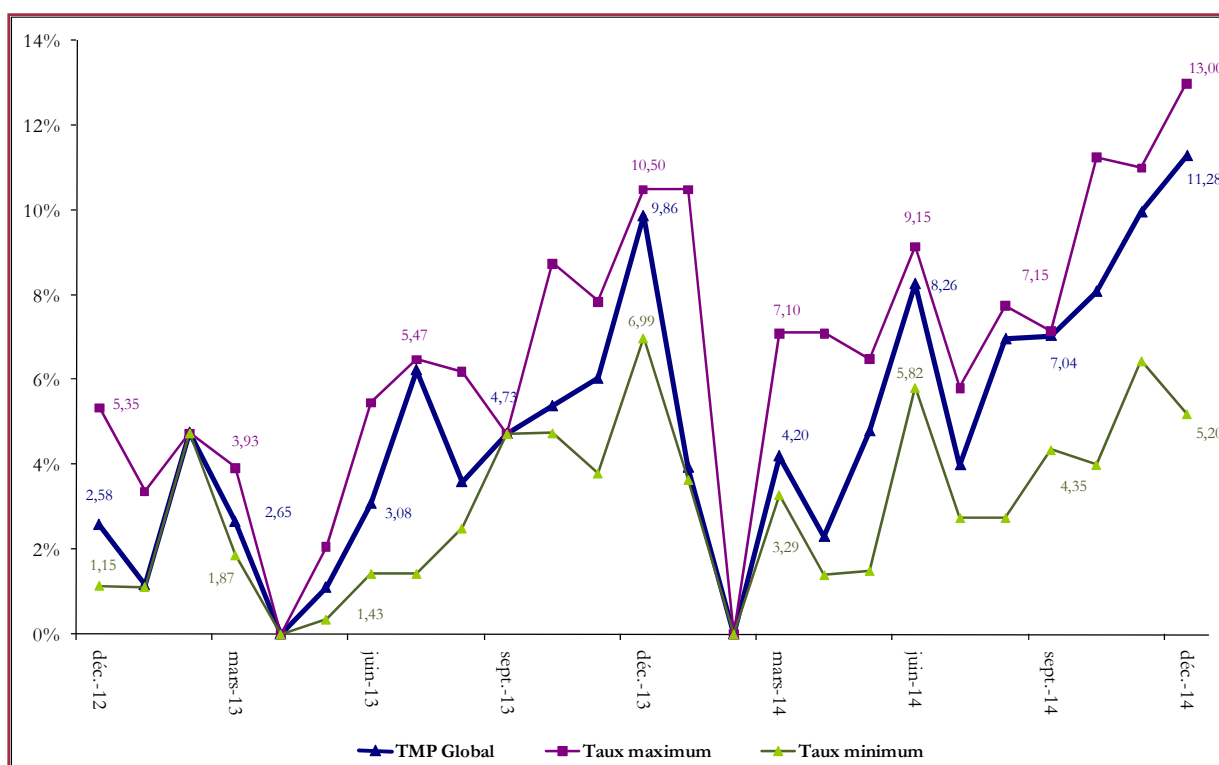
Sur le marché secondaire, le calcul des taux prend en compte, entre autres, la durée restant à courir ainsi que l'évolution des TMP sur le marché primaire. Sur les catégories de marché (primaire et secondaire), la tendance des TMP a été ainsi presque similaire.

L'évolution du TMP global sur le marché secondaire a été ainsi marquée par une reprise en dent de scie à partir du mois de mars 2014 jusqu'au mois de septembre et par un accroissement presque régulier sur les mois suivants. Elle a été principalement imprimée par celle du taux minimum, sauf au dernier mois de l'année. Il est passé de 9,86 pour cent en décembre 2013 à 11,28 pour cent en décembre 2014. Il a atteint un minimum de 2,30 pour cent au mois d'avril compte tenu du fort repli des TMP sur le marché primaire pendant cette période. Par ailleurs, aucune transaction n'a eu lieu au mois de février 2014.

En ce qui concerne le taux maximum, il a commencé à 10,50 pour cent au mois de décembre 2013 pour finir à 13,00 pour cent un an plus tard, soit un gain de 2,50 points de pourcentage. Néanmoins, compte non tenu de février 2014 où il n'a pas eu de transaction, il a enregistré un creux de 5,80 pour cent au mois de juillet 2014.

Par contre, le taux minimum a suivi une tendance erratique et s'est replié à 5,20 pour cent au mois de décembre 2014, après 6,99 pour cent douze mois plus tôt. Il a ainsi perdu 1,79 point sur la période examinée.

**Figure 32 - Evolution des taux moyens pondérés des BTA sur le marché secondaire (en pourcentage)**



### 3.1.3. Les taux bancaires

#### a. Les taux débiteurs

Par rapport à celui de décembre 2013, le taux de base moyen du système bancaire a été abaissé de près de un point de pourcentage pour se situer à 14,61 pour cent en 2014. Le taux moyen débiteur du système a également suivi cette tendance, mais l'évolution du coût, liée à l'aversion aux risques, a été divergente selon la période et par catégorie de crédit. Ainsi, les TMP des crédits à court terme et à long terme ont accusé un repli d'environ un demi-point, tandis que ceux des crédits à moyen terme ont enregistré une hausse d'un dixième de point. Par ailleurs, une hausse exceptionnelle du TMP global a été observée aux mois de février et de novembre 2014.

En décembre 2014, le TMP des crédits à court terme a poursuivi son recul entamé en 2013 et a diminué de 0,61 point sur la période examinée, revenant de 16,40 pour cent en décembre 2013 pour s'établir à 15,80 pour cent en décembre 2014. Cette tendance à la baisse a été presque régulière au cours de l'année, sauf au mois de novembre 2014, où le coût moyen a enregistré un soubresaut pour atteindre un maximum de 16,76 pour cent, avant de retomber

à 15,80 pour cent en fin d'année. Ce profil baissier a été notamment attribuable au fort repli des TMP des crédits garantis sur marchandises et à ceux des découverts qui ont perdu plus de un point de pourcentage. De même, les TMP sur les mobilisations des créances administratives et sur l'escompte de papier commercial local ont également diminué. Néanmoins, la hausse des TMP au niveau surtout des autres crédits à court terme qui ont progressé de plus de 2 points de pourcentage ainsi qu'à celle des TMP des crédits de faisance valoir ont cependant freiné ce repli du coût moyen des crédits à court terme du fait de l'aversion aux risques.

Le TMP des crédits à long terme, a également continué de diminuer et s'est établi à 8,91 pour cent au mois de décembre 2014, après 9,36 pour cent un an plus tôt, soit un repli de près d'un demi-point sur la période. Sa trajectoire a suivi une baisse régulière au cours de l'année, mais d'une moindre amplitude. Elle a été notamment imprimée par la diminution des TMP des autres crédits à long terme dont le coût a baissé de plus de 1 point de pourcentage ainsi que par celle des crédits à l'équipement accordés aux entreprises. La concurrence entre les diverses institutions financières en matière d'octroi de crédits a été essentiellement à l'origine de cette tendance. Cependant, le relèvement du TMP des crédits aux particuliers d'environ 1 point a, entre autres, limité la baisse du coût moyen global des crédits à long terme.

Par contre, l'évolution du coût moyen débiteur des crédits à moyen terme a été presque stable sur la période examinée. Il est passé de 15,07 pour cent en décembre 2013 à 15,22 pour cent un an plus tard, soit un gain de 0,16 point de pourcentage sur l'année. En 2013, l'accroissement de ce coût moyen a été plus consistant, soit 0,44 point de pourcentage. En fait, cette tendance haussière a été tirée par les TMP relatifs aux crédits aux particuliers dont ceux à l'habitat qui ont accusé une hausse de plus de 4 points de pourcentage. L'abaissement des TMP des autres crédits à moyen terme et de ceux des crédits à l'équipement aux entreprises du fait des offensives commerciales menées par les banques a cependant atténué cette augmentation du TMP débiteur des crédits à moyen terme.

**Tableau 34 - Evolution des taux moyens pondérés débiteurs par terme des crédits accordés par les banques en ariary (en pourcentage)**

Rubrique	Taux de base (moyenne)	TMP des crédits			
		Global	CT	MT	LT
déc-12	15,10	<b>15,26</b>	16,93	14,63	9,93
déc-13	15,50	<b>15,12</b>	16,40	15,07	9,36
janv-14	15,50	<b>14,85</b>	16,07	14,75	9,08
févr-14	15,50	<b>15,13</b>	16,54	14,79	9,29
mars-14	15,50	<b>14,97</b>	16,16	14,79	9,40
avr-14	15,61	<b>14,88</b>	15,92	15,02	8,82
mai-14	15,61	<b>14,84</b>	16,13	14,95	8,72
juin-14	15,61	<b>14,75</b>	15,83	14,99	9,27
juil-14	15,61	<b>14,85</b>	16,08	15,08	8,89
août-14	15,61	<b>14,71</b>	15,83	15,07	8,76
sept-14	14,67	<b>14,78</b>	15,94	15,02	8,97
oct-14	15,61	<b>14,69</b>	15,79	14,91	8,81
nov-14	15,61	<b>15,30</b>	16,76	14,99	8,66
déc-14	14,61	<b>14,74</b>	15,80	15,22	8,91

#### b. Les taux créditeurs

La rémunération moyenne des dépôts libellés en ariary s'est légèrement inscrite en hausse pour s'établir à 2,87 pour cent au mois de décembre 2014, après 2,64 pour cent au mois de décembre 2013, soit une légère hausse de 0,23 point. Cette augmentation a été tirée par les TMP de presque toutes les catégories de placement qui ont d'abord plus ou moins diminué jusqu'au mois d'avril (2,49 %) pour se redresser ensuite.

Le TMP créditeur des dépôts à vue a augmenté de 0,31 point de pourcentage, passant de 0,68 pour cent en décembre 2013 à 0,99 pour cent en décembre 2014.

Celui des dépôts à terme est passé de 6,38 pour cent à 7,13 pour cent sur la même période observée, soit un gain de 0,75 point. Cette évolution a été notamment tirée par la hausse de la rémunération des dépôts supérieurs à 1 an qui est également le placement bancaire le mieux rémunéré sans pour autant dépassé le taux de rendement de maturités similaires sur le marché des BTA.

La rémunération moyenne des bons de caisse s'est également redressée de 0,93 point et s'est chiffrée à 7,67 pour cent en décembre 2014, contre 6,74 pour cent un an plus tôt. Ce mouvement haussier a été essentiellement attribuable au TMP des bons de caisse de maturité de plus de 1 an.

**Tableau 35 - Evolution des taux moyens pondérés  
des dépôts en ariary du système bancaire  
(en pourcentage)**

Rubrique	<i><b>TMP global</b></i>	Dépôts à vue	Dépôts à terme	Bons de caisse	Ressources diverses
déc-12	<b>2,80</b>	1,28	6,42	6,99	4,50
déc-13	<b>2,64</b>	0,68	6,38	6,74	4,57
janv-14	2,49	0,53	6,26	6,86	4,47
févr-14	2,50	0,56	6,50	7,09	4,23
mars-14	2,51	0,53	6,50	7,10	4,19
avr-14	2,49	0,55	6,27	7,03	4,15
mai-14	2,61	0,55	6,37	6,97	4,48
juin-14	2,72	0,68	6,43	6,87	4,59
juil-14	2,62	0,62	6,65	7,03	4,38
août-14	2,58	0,63	6,78	7,26	4,21
sept-14	2,68	0,64	6,85	5,93	4,40
oct-14	2,72	0,72	6,97	7,10	4,35
nov-14	2,71	0,75	7,14	7,36	4,30
déc-14	2,87	0,99	7,13	7,67	4,50

En ce qui concerne les TMP des dépôts en devises, la variation a été baissière sur presque toute l'année compte tenu de l'évolution de la parité de l'euro/dollar sur le plan international.

Par contre, le TMP créditeur des ressources diverses, est resté stable sur la période examinée. Cette tendance stationnaire a été la résultante de l'évolution divergente du TMP des certificats de dépôts qui a augmenté et de celui des comptes d'épargne à régime spécial qui s'est inscrit en baisse.

L'ampleur du repli varie cependant selon la devise de placement. En fait, du fait de l'affaiblissement de l'euro sur le plan international, le TMP créditeur de ce dernier a beaucoup plus diminué que celui du dollar. Le TMP global des dépôts en euro s'est ainsi contracté de 0,62 point, alors que celui des placements en dollar a diminué de 0,37 point sur la période examinée.

Le TMP créditeur des dépôts à vue en dollar est devenu presque nul (0,04 %) au mois de décembre 2014, contre un TMP de 0,50 pour cent en décembre 2013, soit une perte de 0,46 points de pourcentage. De son côté, le TMP des dépôts à termes en dollar a perdu 0,17 point revenant de 0,35 pour cent en décembre 2013 à 0,18 pour cent un an plus tard. La tendance baissière de ce dernier a été due à celle des placements en dollar de toutes maturités confondues, à l'exception de celui des dépôts supérieur à 1 an dont le TMP a augmenté.

**Tableau 36 - Evolution des taux moyens pondérés en dollar du système bancaire (en pourcentage)**

Rubrique	TMP global	Dépôts à vue	Dépôts à terme				
			Total	<3 mois	3mois à 6 mois	6mois à 1an	1an à 2 ans
déc-12	<b>0,60</b>	0,63	0,62	0,64	0,00	0,55	0,44
déc-13	<b>0,43</b>	0,50	0,35	0,65	0,25	0,36	0,34
janv-14	<b>0,50</b>	0,56	0,33	0,65	0,25	0,17	0,45
févr-14	<b>0,46</b>	0,54	0,38	0,65	0,00	0,15	0,44
mars-14	<b>0,48</b>	0,51	0,33	0,00	0,33	0,15	0,44
avr-14	<b>0,54</b>	0,62	0,36	0,65	0,25	0,16	0,44
mai-14	<b>0,55</b>	0,62	0,35	0,65	0,25	0,16	0,44
juin-14	<b>0,52</b>	0,59	0,35	0,65	0,25	0,17	0,44
juil-14	<b>0,49</b>	0,56	0,36	0,65	0,20	0,32	0,44
août-14	<b>0,48</b>	0,54	0,38	0,65	0,21	0,32	0,45
sept-14	<b>0,08</b>	0,07	0,28	0,14	0,25	0,24	0,45
oct-14	<b>0,08</b>	0,06	0,17	0,09	0,10	0,16	0,45
nov-14	<b>0,46</b>	0,54	0,21	0,16	0,10	0,14	0,45
déc-14	<b>0,06</b>	0,04	0,18	0,11	0,10	0,14	0,45

La rémunération moyenne des dépôts à vue en euro, pour sa part, s'est fléchi à 0,15 pour cent en fin de période, contre 1,07 pour cent en décembre 2013, soit une contraction de près de 1 point. Celle des dépôts à termes en euro a également suivi la même tendance, mais de moindre ampleur, pour s'établir à 0,16 pour cent en décembre 2014, après 0,27 pour cent en décembre 2013, baisse attribuable à toutes catégories de dépôts. Le TMP des dépôts dont la maturité est comprise entre 3 mois et 6 mois est même devenu quasi nul en fin de période étudiée.

**Tableau 37 - Evolution des taux moyens pondérés des dépôts en euro du système bancaire (en pourcentage)**

Rubrique	TMP global	Dépôts à vue	Dépôts à terme				
			Total	<3 mois	3mois à 6 mois	6mois à 1an	1an à 2 ans
déc-12	<b>1,06</b>	1,13	0,69	0,41	1,40	0,98	0,55
déc-13	<b>0,78</b>	1,07	0,27	0,42	0,20	0,20	0,75
janv-14	<b>0,89</b>	1,05	0,28	0,27	0,40	0,20	0,50
févr-14	<b>0,86</b>	1,03	0,26	0,27	0,36	0,21	0,50
mars-14	<b>0,87</b>	1,04	0,27	0,28	0,12	0,21	0,50
avr-14	<b>0,77</b>	1,02	0,25	0,27	0,12	0,20	0,50
mai-14	<b>0,82</b>	1,03	0,26	0,26	0,12	0,26	0,50
juin-14	<b>0,86</b>	1,07	0,30	0,34	0,12	0,21	0,50
juil-14	<b>0,75</b>	0,98	0,22	0,21	0,01	0,21	0,50
août-14	<b>0,80</b>	0,96	0,18	0,18	0,14	0,06	0,40
sept-14	<b>0,19</b>	0,19	0,20	0,15	0,20	0,21	0,40
oct-14	<b>0,16</b>	0,16	0,14	0,08	0,01	0,18	0,40
nov-14	<b>0,93</b>	1,07	0,29	0,41	0,00	0,18	0,40
déc-14	<b>0,15</b>	0,15	0,16	0,12	0,01	0,18	0,40

### 3.2. LE TAUX D'INFLATION

En 2014, l'inflation a connu une relative stabilité comparativement à 2013. Le glissement annuel de l'IPC s'est établi à 6,0 pour cent à fin 2014, contre 6,3 pour cent à fin 2013. En termes de variation annuelle moyenne, l'inflation a atteint 6,1 pour cent en 2014, contre 5,8 pour cent en 2013. L'année a été marquée par l'envolée des coûts de l'énergie, l'accélération des agrégats monétaires, et la dépréciation continue de l'ariary ; lesquelles ont exercée des pressions sur l'inflation. Néanmoins, la contraction prolongée de la demande, conjuguée à la progression relativement modérée des prix des denrées alimentaires, en particulier du riz, ont agi comme contrepoids et stabilisé l'inflation à un niveau proche de celui de 2013.

Au cours de l'année 2014, la trajectoire de l'inflation a été caractérisée par un ralentissement au premier trimestre (le glissement annuel étant passé de 6,3% à fin décembre 2013 à 5,9% à fin mars 2014), suivi d'une accélération jusqu'au mois de mai (le glissement annuel a atteint 6,3%). A partir du mois de juin, le glissement annuel de l'IPC s'est replié pour s'établir à 5,8 pour cent en novembre, avant de remonter à 6,0 pour cent vers la fin de l'année.

L'inflation sous-jacente, calculée à partir de l'indice hors riz et l'énergie, s'est établie à 5,6 pour cent en 2014, contre 5,9 pour cent en 2013.

Selon l'origine des produits, l'inflation s'est légèrement repliée sur les produits locaux, avec un taux de 6,0 pour cent en 2014, contre 6,4 pour cent en 2013. En revanche, l'inflation sur les produits importés a gagné 0,5 point de plus par rapport à 2013 ; soit 6,7 pour cent, taux supérieur à l'inflation générale. La forte dépréciation de l'ariary en a été la principale source, le taux de dépréciation moyen ayant atteint 9,6 pour cent vis-à-vis de l'euro et de 9,4 pour cent vis-à-vis du dollar.

**Tableau 38 - Variation annuelle des prix à la consommation  
(en pourcentage)**

Périodes	2012	2013	2014
Janvier	5,4	5,8	6,1
Février	4,1	5,6	6,1
Mars	4,9	5,4	5,9
Avril	5,9	5,0	6,2
Mai	6,5	5,2	6,3
Juin	6,6	5,5	6,2
Juillet	6,2	6,0	6,2
Août	6,3	6,1	6,1
Septembre	6,1	6,3	6,1
Octobre	6,0	6,4	5,9
Novembre	5,9	6,4	5,8
Décembre	5,8	6,3	6,0
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>

Source : INSTAT

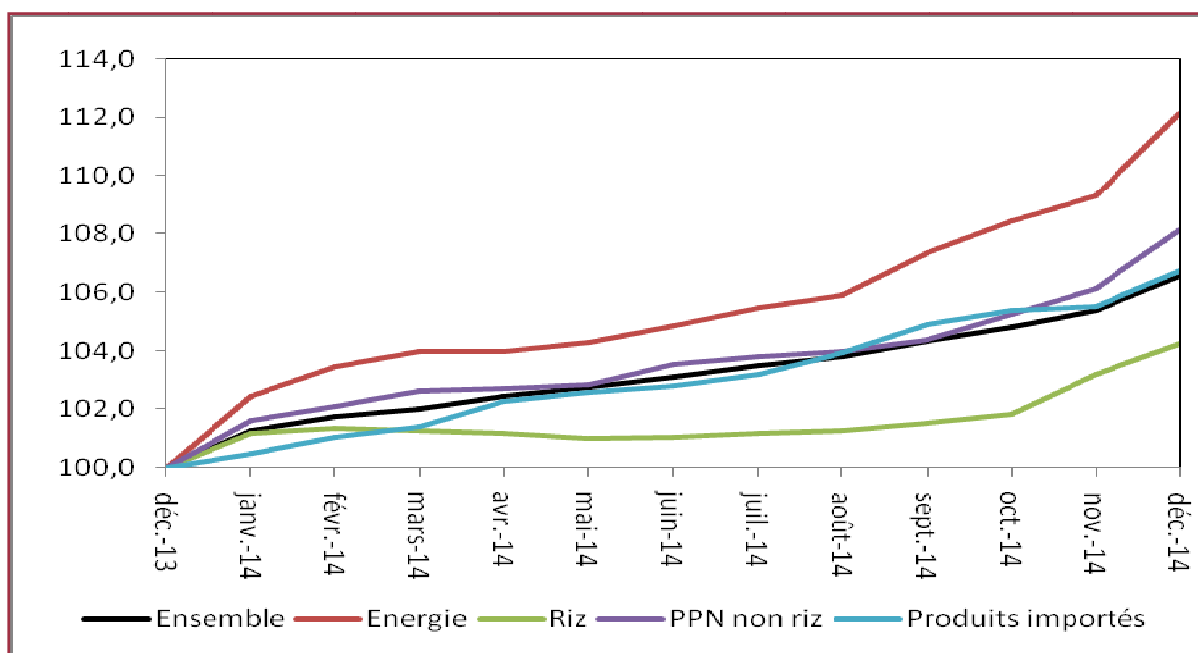
Selon le secteur de production, les plus fortes variations de prix ont été enregistrées au niveau des produits manufacturés artisanaux (8,4%, contre 7,6% en 2013), des services privés (7,1%, contre 4,5% en 2013) et des produits vivriers transformés (6,6%, contre 10,5% en 2013). En termes de contributions à l'inflation annuelle, en revanche, les produits manufacturés industriels ont contribué à hauteur de 1,8 point, suivis des produits vivriers transformés (1,5 points) et des services privés (1,3 points). Par ailleurs, les prix du riz ont progressé de façon modérée en 2014 comparativement à 2013, avec une hausse de 4,2 pour cent, contre 11,2 pour cent. Leur contribution à l'inflation annuelle n'a été que de 0,6 point, contre 1,6 point en 2013. Parallèlement, les prix des produits alimentaires ont progressé à un rythme plus faible, soit 4,6 pour cent, contre 6,9 pour cent un an auparavant. Leur contribution à l'inflation annuelle a été de 2,3 points, contre 3,6 points en 2013.

En ce qui concerne les autres fonctions, les hausses des prix des tissus et vêtements, ainsi que ceux du logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles, ont augmenté plus vite que les autres produits, et contribué de façon assez significative à la hausse générale des prix. En effet, ces deux catégories de prix ont augmenté respectivement de 8,6 pour cent et de 8,0 pour cent, contre 7,2 pour cent et 4,9 pour cent en 2013. Leurs contributions à l'inflation annuelle ont été de 0,5 point et de 1,8 point de pourcentage. En outre, les hausses répétées des prix de l'énergie, exacerbées par la dépréciation de l'ariary, ont eu des effets d'entraînement sur les autres biens de consommation. Sur l'année, les prix de l'énergie ont augmenté de 12,1 pour cent, contre 5,3 pour cent en 2013. Sa contribution à l'inflation a atteint de 1,3 point, contre 0,006 point un an auparavant. Les prix des autres biens et services ont par ailleurs

considérablement augmenté, avec une variation de 14,8 pour cent, contre 6,6 pour cent en 2013. Néanmoins, leur faible pondération dans le panier des ménages a fait que leur contribution à l'inflation totale n'a été que de 0,2 point de pourcentage.

L'inflation sous-jacente est restée en-deçà de l'inflation globale tout au long de l'année 2014, soit 5,6 pour cent, contre 6,0 pour cent. Ceci est expliqué essentiellement par l'exclusion de l'énergie, qui a accusé une forte variabilité au cours de la période considérée.

**Figure 33 - Evolution de l'IPC et de ses composantes  
(base 100 : décembre 2013)**



La faiblesse de la demande face à l'offre demeure déterminante dans l'explication de l'allure de l'inflation en 2014. La baisse de l'emploi et du taux d'utilisation des capacités de production déclarée par les entreprises lors des enquêtes de conjoncture a témoigné de l'insuffisance de la demande, et limité l'envolée des prix. D'ailleurs, la perception de l'évolution des prix par les entreprises au premier semestre de 2014 était une hausse, tandis qu'une baisse des prix a été attendue au second semestre. Parallèlement, l'analyse des déséquilibres sur le marché monétaire, a montré que la progression modérée de l'inflation résulterait du faible niveau des encaisses réelles observées face aux encaisses réelles désirées par les agents économiques à des fins de transaction. Néanmoins, l'accélération de la masse monétaire et la dépréciation soutenue du taux de change ont fait que l'inflation n'a pas décéléré au cours de 2014.

### 3.3. LE TAUX DE CHANGE

En 2014, la structure de l'offre de gros montants<sup>5</sup> de devises a connu un bouleversement majeur. En effet, les recettes d'« exportations » sont dorénavant prépondérantes avec 67,5 pour cent, contre seulement 7,6 pour cent en 2013 et 15,8 pour cent en 2012. Dans ce sens, la part des « approvisionnements de comptes courants » est descendue jusqu'à 28,8 pour cent, après 87,9 l'année précédente et 75,4 pour cent deux ans plus tôt. En ce qui concerne les « prestations de service », leur contribution n'a pas beaucoup évolué avec 2,3 pour cent, au lieu de 2,5 pour cent en 2013.

<sup>5</sup> Montant dépassant 100 000 dollars US.

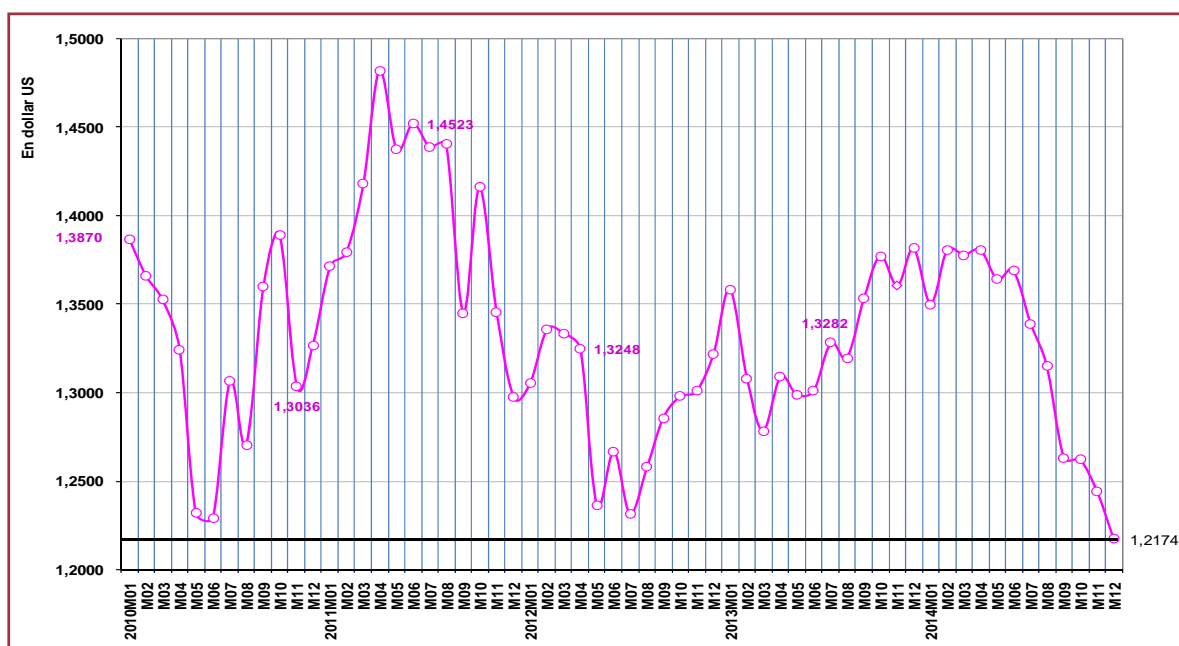
De même, la structure de la demande de gros montants de devises a enregistré un changement notable en 2014. En effet, les achats de devises au titre des paiements des « importations » n'ont plus représenté que 36,5 pour cent de l'ensemble, contre 54,9 pour cent en 2013, et 70,1 pour cent en 2012. Les paiements de « prestations de services » rendus par les non-résidents ont constitué 5,8 pour cent du total (13,0 pour cent en 2013 et 15,7 pour cent en 2012). Enfin, les « paiements de dividendes » ont eu une part de 1,5 pour cent, après 2,9 pour cent l'année précédente et 3,8 pour cent deux ans plu tôt.

Par ailleurs, confirmant la tendance observée depuis quelques années, la majorité des opérations réalisées sur le MID a été libellé en dollar US, que ce soit pour les offres ou pour les achats. Toutefois, cette part des opérations traitées en dollar US a un penchant à la baisse. Pour les offres, 56,9 pour cent des devises cédées ont été libellées en dollar US, après 61,8 pour cent en 2013 et 72,0 pour cent en 2012. Quant aux demandes, 62,5 pour cent des achats ont été effectués en dollar US en 2014, contre 68,7 pour cent l'année précédente et 74,4 pour cent deux ans auparavant.

En 2014, l'évolution de l'euro/dollar US sur le marché international a pris une tournure bien différente de celles des dernières années. La tendance qui a affiché une monnaie européenne forte par rapport au billet vert s'est inversée. En effet, un euro s'est échangé contre 1,2174 dollar américain à fin 2014, après 1,3816 dollar US à fin décembre 2013, soit une appréciation du dollar US de 12,4 pour cent en un an. A fin décembre 2012, la parité euro/dollar US s'est établie à 1,3220.

Ce gain de valeur de la monnaie des Etats Unis d'Amérique a été induit notamment par la dynamique progressive affichée par l'économie américaine, surtout en matière d'emploi. Les différentes politiques de relance initiées par l'administration américaine, entre autres, le maintien par la FED de son principal taux à un niveau avoisinant 0, ont commencé à produire les effets escomptés, car le taux de chômage est réduit à 6,2 pour cent en 2014<sup>6</sup>, après 7,4 pour cent en 2013, ou encore 8,1 pour cent en 2012. En parallèle, l'économie de la zone euro peine à redémarrer, avec comme bémol, les difficultés rencontrées par certains pays comme la Grèce, le Portugal. Ainsi, les investisseurs ont préféré placer sur la valeur refuge « dollar US ».

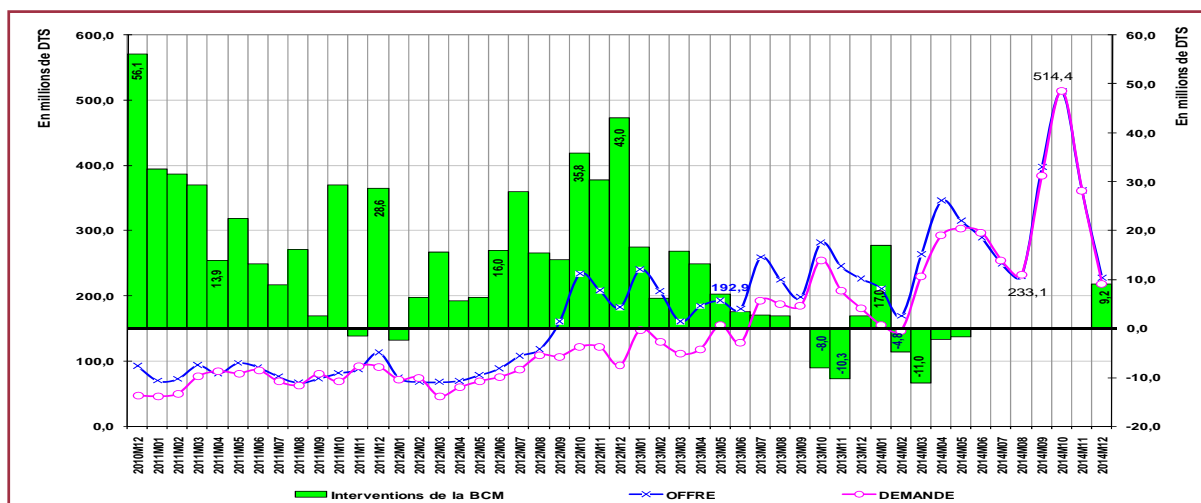
**Figure 34 - Evolution du cours de l'euro sur le marché international  
(taux de fin de période)**



<sup>6</sup> Source : Bureau of Labor Statistics

En 2014, les devises se sont raréfiées sur le marché interbancaire. Ainsi, quoique le MID ait été « *vendeur net* » sur l'ensemble de l'année, la situation en 2014 n'a pas vraiment été semblable à celles des années d'avant. En effet, il n'y a eu de « *ventes nettes* » qu'au cours du premier et dernier mois de 2014. De février à mai, la BCM a dû céder des devises pour combler les besoins du MID. Sur le reste de la période, ce marché a été en position « *équilibrée* ». La raréfaction des devises constatée en 2014 est surtout associée à la baisse significative des flux d'IDE pour le compte du secteur minier.

**Figure 35 - Offre et demande de gros montants sur le MID  
et solde des opérations de la BCM  
(axe de droite)**



La combinaison de trois facteurs, à savoir l'appréciation du dollar US sur le marché mondial, la prépondérance des échanges sur le MID libellés en dollar US, ainsi que l'alternance des situations du MID, a essentiellement déterminé le cours de l'Ariary en 2014. Dans ce cadre, les opérations de la BCM sur le MID se sont soldées par un « *achat net* » de 6,5 millions de DTS, largement inférieur aux 52,2 millions de DTS de l'année d'avant et aux 214,3 millions de DTS de 2012.

**Tableau 39 - Soldes des opérations de la BCM sur le MID  
(+ : position de « vendeur net » du marché)  
(en millions de DTS)**

Rubriques	2012	2013	2014
Janvier	-2,4	16,7	17,0
Février	6,3	6,2	-4,8
Mars	15,6	15,8	-11,0
Avril	5,8	13,2	-2,3
Mai	6,4	7,1	-1,6
Juin	16,0	3,5	0,0
Juillet	27,9	2,8	0,0
Août	15,5	2,6	0,0
Septembre	14,1	0,0	0,0
Octobre	35,8	-8,0	0,0
Novembre	30,3	-10,3	0,0
Décembre	43,0	2,6	9,2
<b>Total</b>	<b>214,3</b>	<b>52,2</b>	<b>6,5</b>

Néanmoins, le volume total des échanges traités sur le MID n'a cessé de croître. Cette situation est liée avec l'évolution des activités économiques, surtout en 2014 où une reprise progressive a été observée. Le volume en 2014 a atteint 5544,5 millions de DTS, après 3284,0 millions de DTS en 2013, soit une majoration de 68,8 pour cent. Le total des transactions réalisées en 2014 a représenté plus du double de celui de 2012, qui a été de 2475,4 millions de DTS.

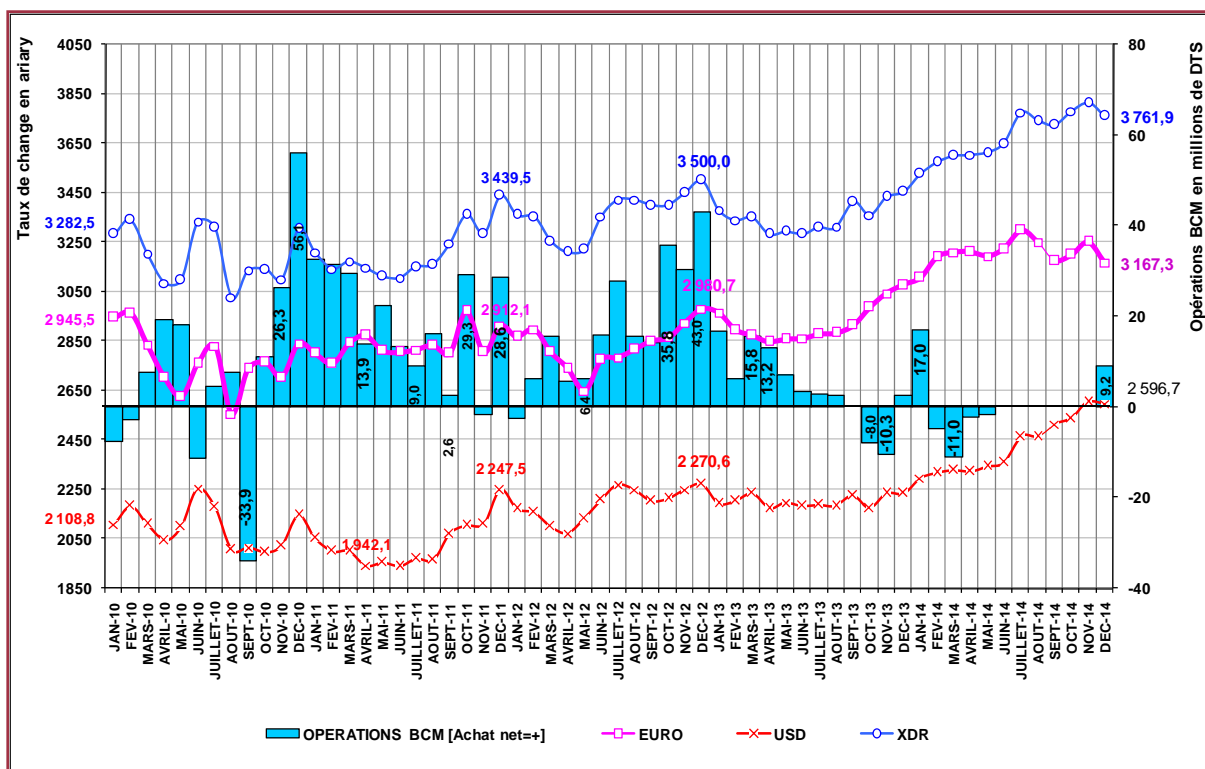
Tableau 40 - Volume cumulé des transactions sur le MID

Rubriques	En millions de DTS			% par rapport au total de 2013
	2012	2013	2014	
Janvier	193,6	255,7	263,4	8,0
Février	383,8	477,0	543,2	16,5
Mars	571,2	677,9	959,8	29,2
Avril	773,7	888,8	1 508,9	45,9
Mai	975,0	1 129,4	2 058,7	62,7
Juin	1 175,5	1 343,0	2 549,8	77,6
Juillet	1 409,6	1 650,1	2 959,9	90,1
Août	1 618,7	1 939,7	3 325,4	101,3
Septembre	1 808,5	2 235,9	3 703,3	112,8
Octobre	2 047,9	2 663,0	4 613,2	140,5
Novembre	2 271,3	2 983,5	5 216,8	158,9
Décembre	2 475,4	3 284,0	5 544,5	168,8

3.3.1. Le taux de change nominal

Le profil général de l'évolution de la valeur nominale de l'Ariary a été caractérisé par une dépréciation, même si des appréciations ponctuelles ont été notées au cours de l'année. Cette situation est d'autant plus vraie pour le dollar US car la dépréciation de la monnaie nationale face à cette monnaie n'a connu aucune interruption tout au long de l'année. Ainsi, l'Ariary a perdu près de 16,0 pour cent de sa valeur vis-à-vis du billet vert en 2014.

Figure 36 - Evolution du taux de change de l'ariary, taux de fin de période et solde des opérations de la BCM (axe de droite)



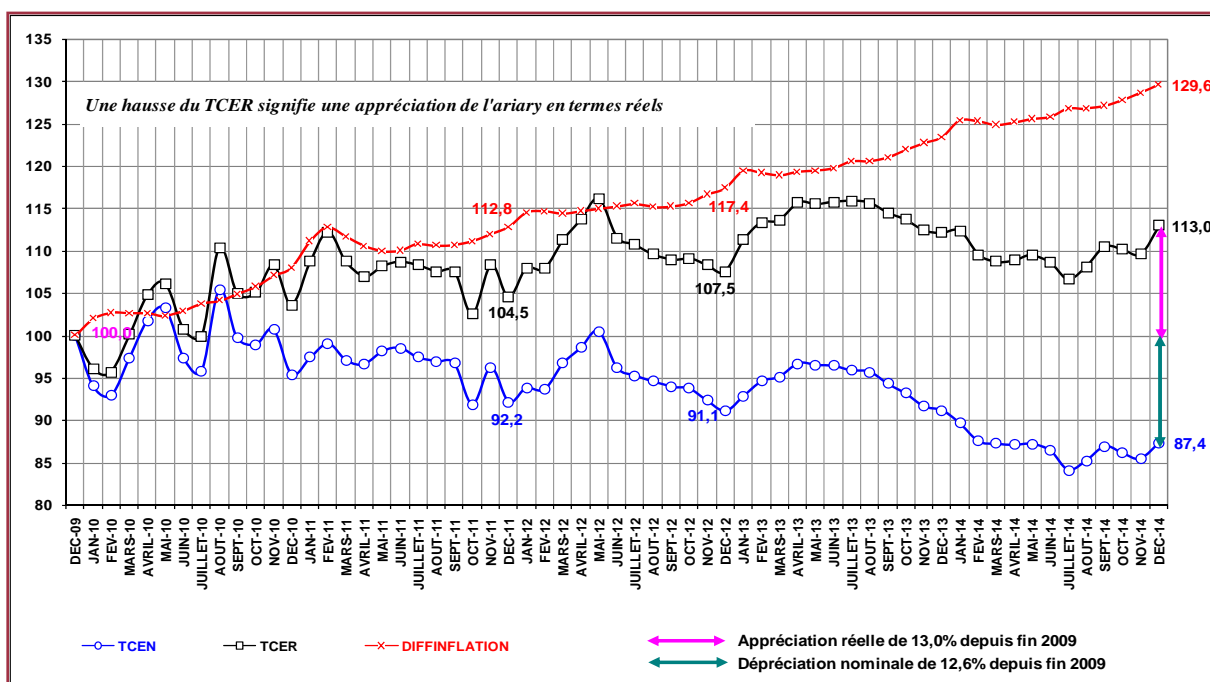
En ce qui concerne l'euro, la dépréciation de la monnaie nationale malgache a été plus tempérée. En effet, il y a eu des périodes où l'Ariary a gagné du terrain par rapport à la monnaie unique européenne : mai, août, septembre et décembre. En conséquence, la dépréciation de l'Ariary entre fin 2013 et fin 2014 a été modérée, seulement de l'ordre de 2,9 pour cent.

### 3.3.2. Le taux de change effectif réel (TCER)

L'année 2014 peut être subdivisée en deux en analysant l'évolution de la valeur réelle de la monnaie nationale. Le premier intervalle s'étale de fin décembre 2013 à fin juillet 2014. Au cours de cette période, l'Ariary a connu une dépréciation en terme réel (baisse du TCER de 4,9 pour cent). Cette perte de valeur de la monnaie nationale a été due à la dépréciation nominale de l'Ariary (baisse du TCEN de 8,1%), malgré une inflation domestique de 3,0 pour cent, plus accentuée que celle retrouvée chez les principaux partenaires commerciaux de Madagascar (+0,2%). La seconde période débute à partir du mois d'août jusqu'à la fin de l'année 2014, où la monnaie locale a enregistré une appréciation réelle (hausse du TCER de 5,2%). Ce gain de valeur de l'Ariary est attribuable à l'appréciation nominale de la monnaie nationale (hausse du TCEN de 2,2%), combinée à une inflation intérieure plus significative (+2,7% entre fin août et fin décembre 2014) que celle observée chez les partenaires commerciaux du pays, où une déflation de 0,2 pour cent s'est produite.

**Figure 37 - Evolution du TCER, du TCEN et DIFFINFLATION**  
(Base 100 = décembre 2008)

*Une hausse de l'Indice DIFFINFLATION correspond à une inflation intérieure plus élevée que celle observée chez les partenaires commerciaux.*



Sur l'ensemble de l'année 2014, la monnaie nationale s'est néanmoins appréciée en termes réels. En glissement annuel (décembre 2013 à décembre 2014), la TCER a connu un accroissement de 1,4 pour cent. Cette appréciation réelle de l'Ariary est expliquée par un différentiel d'inflation significatif entre Madagascar et ses principaux partenaires commerciaux (+6,0% de décembre 2013 à décembre 2014 pour Madagascar et +0,2% pour les partenaires commerciaux), atténuée par une dépréciation nominale de la monnaie nationale de 4,2 pour cent. Dans un horizon à plus long terme (décembre 2009), la monnaie nationale a enregistré une appréciation réelle de l'ordre de 13,0 pour cent, générée par un coût de la vie plus cher à Madagascar que dans les pays partenaires. Cette appréciation réelle de l'ariary depuis fin décembre 2009 aurait été plus conséquente sans la dépréciation nominale de l'Ariary de 12,6 pour cent.

### 3.4. LES RESERVES INTERNATIONALES

Durant l'année 2014, il y a eu reconstitution des réserves officielles de change de la BCM, cassant ainsi la tendance observée depuis deux années. Le stock des avoirs extérieurs bruts de la BCM s'est élevé à 535,2 millions de DTS (775,4 millions de dollar US) à fin 2014, après 501,9 millions de DTS (775,5 millions de dollar US) à fin 2013, soit une accumulation de 33,3 millions de DTS. Pour mémoire, l'encours des avoirs bruts de la BCM s'est établi à 682,0 millions de DTS (1 051,2 millions de dollars US) à fin 2012. Cet accroissement des réserves en 2014 résulte de l'effet conjugué de l'augmentation des recettes et de la compression des dépenses extérieures. En effet, les recettes extérieures ont enregistré un bond de 503,5 pour cent, en raison notamment du renflouement des comptes de l'Etat par des aides budgétaires. En revanche, les sorties de devises se sont contractées de 54,9 pour cent, suite notamment à l'abandon du régime de taux de change préférentiel accordé aux compagnies pétrolières. En outre, l'achat net de 6,5 millions de DTS, quoique modéré, a également conforté les réserves officielles de change du pays.

#### 3.4.1. Evolution des réserves internationales

Pour l'année 2014, les réserves de la BCM ont globalement augmenté de 28,87 millions de DTS : du niveau de DTS 507,16 millions à fin décembre 2013, les réserves se sont renforcés pour atteindre à fin 2014 un montant de **DTS 536,03 millions**.

Cette augmentation s'explique essentiellement par la reprise des aides extérieures, dont ci-après les détails :

- 47,16 millions de dollars US à fin juin, FMI - Facilité de Crédit Rapide ;
- 64,95 millions d'euros au 22 décembre, 1ère tranche du déblocage de l'Union Européenne ;
- 44,18 millions de dollars US à fin décembre, 1ère tranche du déblocage de l'IDA.

En ce qui concerne les paiements, ils se décomposent comme suit :

- Les transferts du Trésor : 39,82 millions de DTS;
- Les paiements courants de la BCM : 10,74 millions de DTS;
- Les règlements de dette d'ordre du Trésor : 48,84 millions de DTS;
- Les dettes de la BCM : 12,99 millions de DTS.

Par ailleurs, les opérations sur le MID se sont soldées en achat net de 6,5 millions de DTS.

#### 3.4.2. La gestion des réserves de changes

##### a. Contexte

- Durant l'année 2014, le marché international a été principalement marqué par le creusement des écarts de rythmes économiques et de perspectives de politiques monétaires entre la Zone Euro et les Etats-Unis.

En effet, la conjoncture économique en Europe est restée fragile (absence de dynamique de croissance, ...), une situation accentuée par le risque imminent de déflation dans la région. Devant cette fragilité de l'économie de la Zone euro, la BCE a abaissé son principal taux directeur à deux reprises (à 0.15 % au 05 juin 2014, contre 0.25 % avant et à 0.05 % au 04 septembre 2014),

décision accompagnée d'une mesure supplémentaire dont les taux des DAV devenus négatifs (depuis juin 2014) et a annoncé l'éventuelle mise en œuvre de mesures non conventionnelles (QE), dont les rachats de dette souveraine (Programme effectivement lancé en Mars 2015).

De l'autre côté de l'Atlantique, la croissance économique américaine était soutenue (PIB en nette croissance, amélioration continue du marché de l'emploi...): la poursuite de l'amélioration des conditions économiques ne justifiait plus le maintien des conditions accommodantes et plaidait pour une première hausse du taux directeurs US vers le milieu de 2015 (Septembre 2015, d'après une grande partie du marché).

- Sur le plan national, l'année 2014 a été marquée par la reprise des aides extérieures, venues renflouer les réserves de change de la BCM :
  - 47,16 millions de dollars US à fin juin 2014, FMI - Facilité de Crédit Rapide ;
  - 64,95 millions d'euros au 22 décembre 2014, 1ère tranche du déblocage de l'Union Européenne ;
  - 44,18 millions de dollars US à fin décembre, 1ère tranche du déblocage de l'IDA.

Les achats de la BCM sur le MID sont toutefois restés faibles (**USD 9,49 millions** en 2014, contre USD 78,62 millions en 2013).

#### **b. Stratégies d'investissement :**

Face à un contexte dominé par une baisse généralisée des taux d'intérêt, le Comité d'Investissement a orienté la stratégie d'investissement vers la maximisation des activités alternatives de placement, le Dual Currency Deposit (DCD) et l'intensification des activités de FX Trading.

- Optimisation des opérations sur DCD ou le Dual Currency Deposit:  
 Comme la majorité des investisseurs, la BCM s'est tournée vers les DCD (instrument de placement alternatif), et en effet, les résultats issus des DCD (le plus rémunéré dans notre portefeuille en devise), ont contribué à 40% des produits financiers de la Banque sur l'année :
  - Quasi-pleine utilisation de l'enveloppe octroyée dans un objectif d'optimisation des rendements, tout en mettant en place des mesures de prudence, telles que la suspension temporaire des investissements en DCD lors des réunions importantes de la FED et de la BCE;
  - Hausse de la part des DCD engagés avec les nouvelles contreparties, NATIXIS et SOCIETE GENERALE (autorisation du CR du 28 Février 2014), faisant jouer la concurrence entre les correspondants.
  - Optimisation du ratio Rendement/Risque.
- Trading sur Titres :  
 L'opportunité sur le marché obligataire a permis de renforcer les produits issus des activités de « Trading sur titre » par rapport à l'année 2013, améliorant le niveau des produits sur la gestion des réserves.

- FX Trading :

Les activités sur FX ont été également poursuivies en 2014 avec des stratégies plus agressives (relèvement du niveau de prise de bénéfice), en gardant toujours une prudence certaine compte tenu de la grande volatilité qui prévalait sur le marché des changes.

- Les autres instruments traditionnels ont été gérés conformément aux anticipations et n'ont pas eu d'impact particulier sur nos produits d'investissements.

### 3.4.3. Les résultats d'investissement

Les résultats dégagés par le TMA au cours de l'année 2014 sont restés plus performants par rapport au Benchmark :

- 1er Trim 2014 : - 05 pb ;
- 2ème Trim 2014: + 24.997 pb ;
- 3ème Trim 2014: + 27.268 pb ;
- 4ème Trim 2014: + 23,253 pb.

**Tableau 41 - Extrait du cash flow de la Banque Centrale de Madagascar**

Rubriques	2012	2013	2014
<b>Recettes</b>	<b>57,5</b>	<b>23,0</b>	<b>138,8</b>
Prêts/Dons	5,0	0,9	116,1
Autres Recettes	52,5	22,1	22,8
<b>Paiements</b>	<b>313,8</b>	<b>255,4</b>	<b>115,3</b>
Services de la Dette	39,3	38,0	61,8
<i>Trésor public</i>	32,5	30,9	48,8
<i>BCM.</i>	6,8	7,0	13,0
Autres Paiements	274,5	217,5	53,5
<i>Trésor public</i>	260,4	199,1	39,8
<i>BCM.</i>	13,9	18,4	13,6
<i>Tiers</i>	0,2	0,0	0,0
<b>Solde</b>	<b>-256,4</b>	<b>-232,4</b>	<b>23,6</b>
<b>Solde des Interventions sur le MID [+ = Achat net]</b>	<b>214,3</b>	<b>52,2</b>	<b>6,5</b>
<b>Ecart de conversion</b>	<b>-17,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,2</b>
<b>Variation des réserves</b>	<b>-59,7</b>	<b>-180,1</b>	<b>28,9</b>



# **DEUXIEME PARTIE : RAPPORT D'ACTIVITES DE LA BANQUE CENTRALE**

## I. L'EMISSION MONETAIRE

### 1. LES EMISSIONS DE BILLETS ET MONNAIES

La valeur des émissions de billets et monnaies a connu une hausse de 3,72 pour cent, en passant de 1 254,79 milliards d'ariary en 2013 à 1 301,51 milliards d'ariary en 2014.

Cette hausse s'explique, d'une part, par la panne de quelques machines fiduciaires et, d'autre part, par la campagne agricole (girofle et vanille) qui a, particulièrement, battu son plein auprès de certaines Représentations Territoriales.

**Tableau 42 - Emissions de billets et monnaies  
(en valeur)**

Emissions (en milliards d'ariary)			Evolutions annuelles(en pourcentage)	
Année 2012	Année 2013	Année 2014	2013//2012	2014/2013
962,1	1254,8	1 301,5	30,42	3,7

En nombre de billets, des hausses respectives de 7,1 pour cent, de 4,4 pour cent et de 19,6 pour cent ont été enregistrées pour les coupures de Ar 10 000, de Ar 1 000 et de Ar 500 (cf. Tableau 43). Concernant cette dernière, le nombre de billets en circulation en 2014 a été, volontairement, revu à la hausse en raison d'un test de qualité effectué par la Banque

**Tableau 43 - Emissions de billets et monnaies  
(en nombre)**

BILLETS	Emissions (en millions de billets)			Evolutions annuelles ( en pourcentage)	
	Année 2012	Année 2013	Année 2014	2013//2012	2014//2013
AR 10 000	59	78,6	84,2	33,2	7,1
5 000	47,2	65,7	64,8	39,2	-1,5
2 000	40,3	43,1	39,7	6,95	-7,9
1 000	34,1	33,2	34,6	-2,8	4,4
500	19,6	16,6	19,9	-15,3	19,6
200	38,5	42,0	40,8	9,0	-2,7
100	38,0	41,6	40,8	9,5	-2,0

### 2. LES BILLETS ET MONNAIES EN CIRCULATION

Par rapport à la valeur des billets et monnaies en circulation de 2013 (1 759,76 milliards d'ariary), celle de 2014 (1 989,15 milliards d'ariary) a connu une hausse de 13,04 pour cent (cf. Tableau 44).

**Tableau 44 - Circulation Fiduciaire**

Billets et monnaies en circulation (en milliards d'ariary)			Evolutions annuelles (en pourcentage)	
Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	2013//2012	2014/2013
1633 760	1759,8	1989,2	7,7	13,0

En terme de structure (cf. Tableau 45), les coupures de Ar 10 000 et Ar 5 000 occupent respectivement 76,54 pour cent et 17,04 pour cent de la valeur totale des billets en circulation.

En nombre de billets, les coupures d'Ar 10 000 (29,93%) ainsi que les coupures d'Ar 5 000 (13,33%) et d'Ar 100 (23,49%) sont majoritairement représentées.

**Tableau 45 - Structure de la Circulation fiduciaire**

BILLETS		POURCENTAGES DANS LA CIRCULATION FIDUCIAIRE					
		En montant			En nombre de billets		
		Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014	Fin 2012	Fin 2013	Fin 2014
AR	10 000	<b>76,8</b>	<b>76,4</b>	76,5	<b>29,0</b>	<b>28,9</b>	29,9
	5 000	<b>15,6</b>	<b>16,7</b>	17,0	11,8	<b>12,7</b>	13,3
	2 000	3,3	<b>3,0</b>	2,8	6,3	<b>5,7</b>	5,4
	1 000	1,7	<b>1,6</b>	1,6	6,6	<b>6,2</b>	6,1
	500	0,7	<b>0,7</b>	0,7	5,4	<b>5,0</b>	5,1
	200	0,9	<b>0,9</b>	0,9	<b>17,4</b>	<b>17,5</b>	16,7
	100	0,6	<b>0,6</b>	0,6	<b>23,5</b>	<b>24,0</b>	23,5
Pièces de monnaies		0,3	<b>0,3</b>	0,3			

### 3. LES MOUVEMENTS DES BILLETS AUX GUICHETS DE LA BANQUE CENTRALE

En 2014, les versements aux guichets de la BCM de 634,74 millions de billets (soit 4 079,59 milliards d'ariary) ont connu une hausse de 3,56 pour cent par rapport à ceux de 2013 de 612,9 millions de billets (soit 3 852,49 milliards d'ariary).

**Tableau 46 - Mouvements des billets  
(en valeur)**

Rubriques	Mouvements des billets (en milliards d'ariary)			Evolutions annuelles (en pourcentage)	
	2012	2013	2014	2013//2012	2014//2013
Entrées	3 472,3	3 852,5	4 079,6	11,0	5,9
Sorties	3 505,4	3 979,3	4 313,4	13,5	8,4

Pour les paiements de nos Correspondants, on a relevé une hausse de 5,42 pour cent. En d'autres termes, 678,78 millions de billets (soit 4 313,35 milliards d'ariary) ont été utilisés en 2014 contre 643,9 millions de billets (soit 3 979,26 milliards d'ariary) en 2013.

**Tableau 47 - Mouvements des billets  
(en nombre)**

Rubriques	Mouvements des billets (en millions de billets)			Evolutions annuelles (en pourcentage)	
	2012	2013	2014	2013//2012	2014//2013
Entrées	572,1	612,9	634,7	7,1	3,6
Sorties	578,8	643,9	678,8	11,3	5,4

Les résultats des opérations de tri effectuées en 2014 sont présentés dans le tableau ci-dessous. En effet, 496 millions de billets ont été triés, produisant 345,9 millions de billets valides d'une valeur de 2 957,74 milliards d'ariary contre 328,8 millions de billets valides d'une valeur de 2 765,68 milliards d'ariary en 2013.

**Tableau 48 - Opérations de tri  
(nombre : en millions de billets - valeur : en milliards d'ariary)**

Rubriques	Année 2012		Année 2013		Année 2014		Evolution 2013//2012		Evolution 2014//2013	
	Nombre	Valeur	Nombre	Valeur	Nombre	Valeur	En nombre	En valeur	En nombre	En valeur
Opérations de tri										
Billets triés	435	3 353,8	476,9	3 715,6	496,0	3 855,8	9,6%	10,8%	4,0%	3,8 %
Billets valides	299,2	2 529,5	328,8	2 765,7	345,9	2 957,7	9,9%	9,3%	5,2%	6,9%

En comparaison avec les chiffres de 2013, les augmentations en nombre de billets triés de 3,8 pour cent et de billets valides obtenus de 6,9 pour cent ont été le résultat d'une meilleure exploitation des machines fiduciaires (au niveau du Siège et des Représentations Territoriales) malgré les quelques pannes subies par certaines d'entre elles en 2014.

## II. LA STABILITE FINANCIERE

L'Unité de Stabilité Financière (USF) a été mise en place au sein de la BCM en 2013. Les attributions de l'USF sont les suivantes :

- la surveillance et le suivi pour analyser les vulnérabilités de la macroéconomie et du secteur financier ;
- l'établissement, l'analyse et la communication des rapports prospectifs sur la stabilité financière ;
- la conduite de supervision d'infrastructures financières ;
- la formulation et l'analyse d'une politique macroprudentielle ;
- la conduite de recherche et l'analyse de l'évolution des marchés régionaux et internationaux ;
- et la participation aux efforts internationaux visant à régler le problème de la stabilité systémique.

L'USF a pour but d'évaluer la politique macroprudentielle et d'identifier les principaux risques qui peuvent dégénérer en une crise systémique dans le système de paiement, les instruments de paiement et les infrastructures utilisées, afin de pouvoir concevoir des systèmes d'alerte rapide et d'émettre des avis stratégiques.

Elle est actuellement composée de six membres permanents dont un Directeur, quatre Fondés de Pouvoirs et un Economiste. Les quatre Fondés de Pouvoirs sont respectivement issus de la Direction des Etudes et des Relations Internationales (DET), de la Direction des Services Etrangers (DSE), de la Direction du Crédit (DCR) et de la Direction des Systèmes de Paiement (DSP).

Le Comité de Stabilité Financière (CSF) a été également constitué en 2014 au sein de la BCM. Il a pour attributions :

- la définition des grandes orientations et la formulation de politique macroprudentielle visant à garantir la stabilité financière ;
- le suivi et l'évaluation de la stabilité financière ;
- la délibération de tout problème qui lui est présenté, et ce concernant la stabilité financière ;
- la facilitation des travaux de l'USF surtout en matière de sources d'informations et de documentation ;
- et la validation des rapports élaborés par l'USF.

Le CSF est présidé par le Gouverneur de la BCM et ses membres comprennent :

- le Directeur Général de la BCM ;
- le Secrétaire Général de la Commission de Supervision Bancaire et Financière (CSBF) ;
- le Directeur des Etudes et des Relations Internationales (DET) ;
- le Directeur du Crédit (DCR).

En 2014, la BCM a publié le premier Rapport de Stabilité Financière relatif à l'année 2013 qui entre dans le cadre de surveillance macroprudentielle de l'économie et du système financier malagasy. Le rapport 2014 est en cours d'élaboration. Une collaboration avec le FMI est prévue pour l'évaluation du secteur bancaire par des stress tests.

### III. LES SYSTEMES DE PAIEMENT

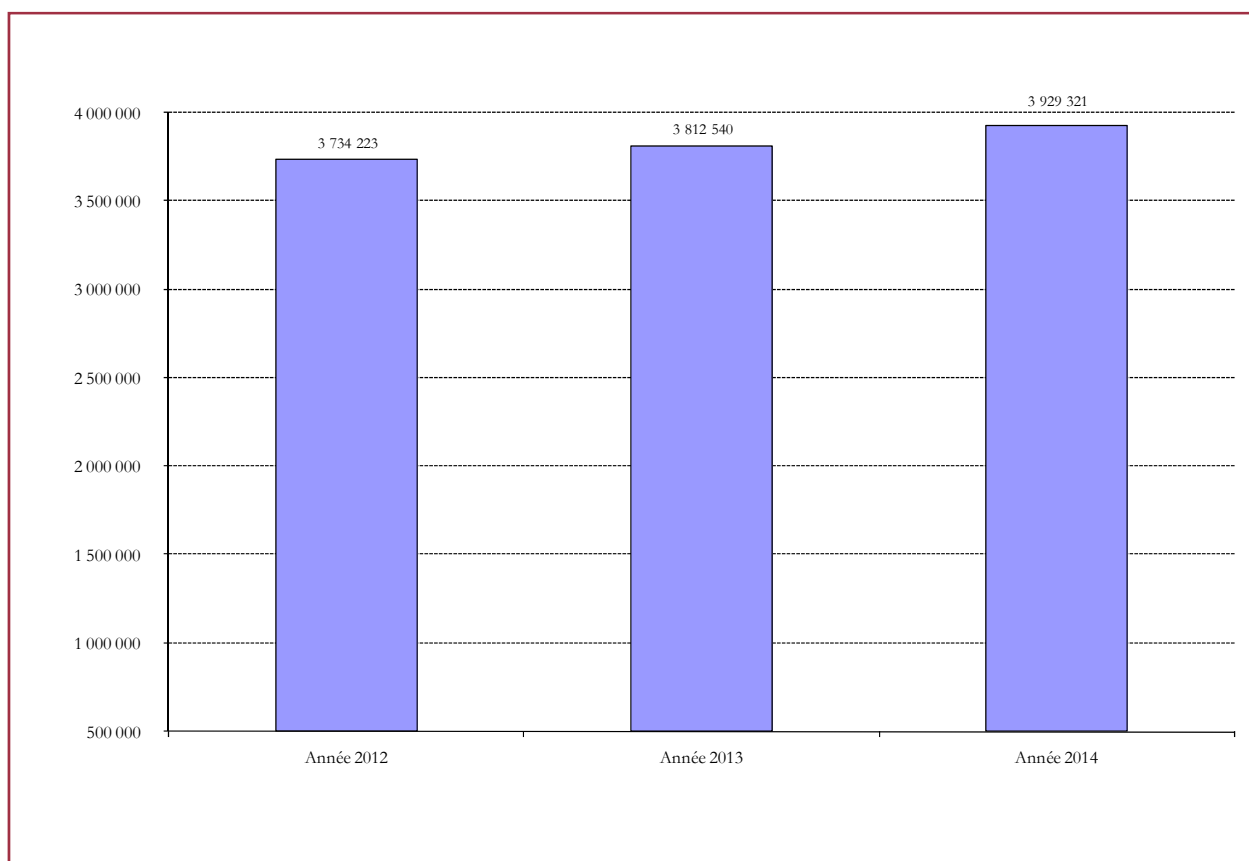
#### 1. LES PAIEMENTS DE MASSE

##### 1.1. L'EVOLUTION GLOBALE

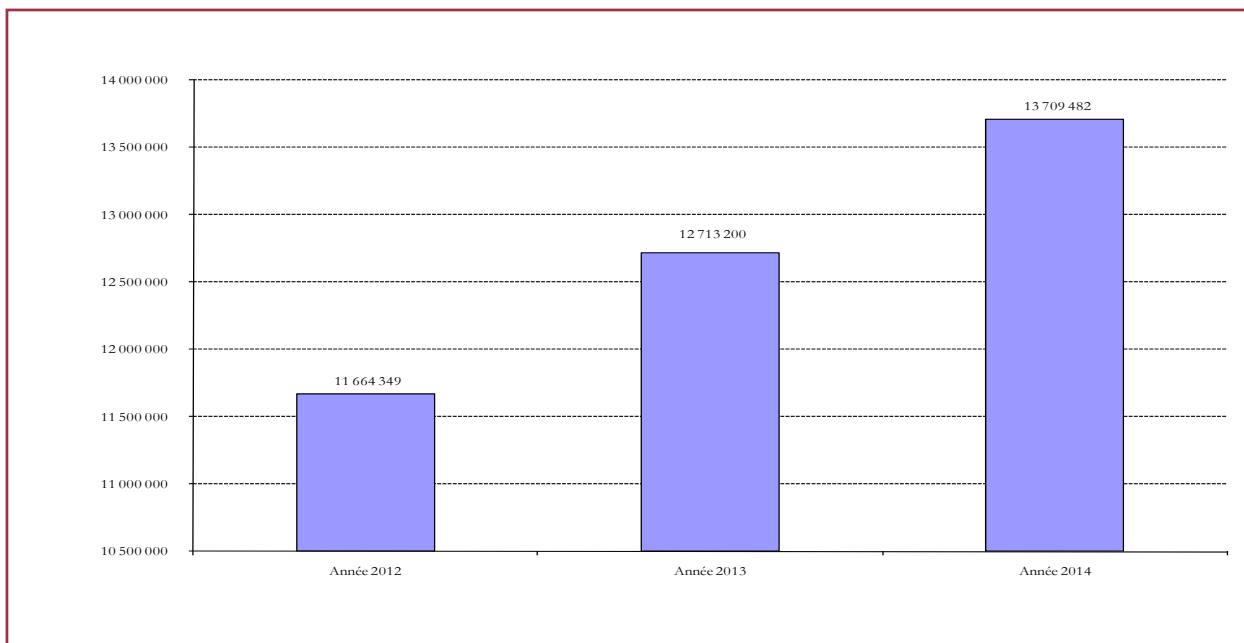
D'une manière générale, les opérations traitées au niveau des deux systèmes (télécompensation et compensation manuelle) affichent une progression continue. En termes de volume, ces opérations connaissent une hausse de 5,0 pour cent de 2012 à 2014.

Par ailleurs, le montant total de ces opérations passe de 11.664,0 milliards d'ariary à 13.709,0 milliards d'ariary, soit une augmentation de 17,0 pour cent sur les trois dernières années.

**Figure 38 - Paiements de masse : Evolution du nombre total d'opérations traitées**



**Figure 39 - Paiements de masse : Evolution du montant total des opérations traitées (en millions d'ariary)**

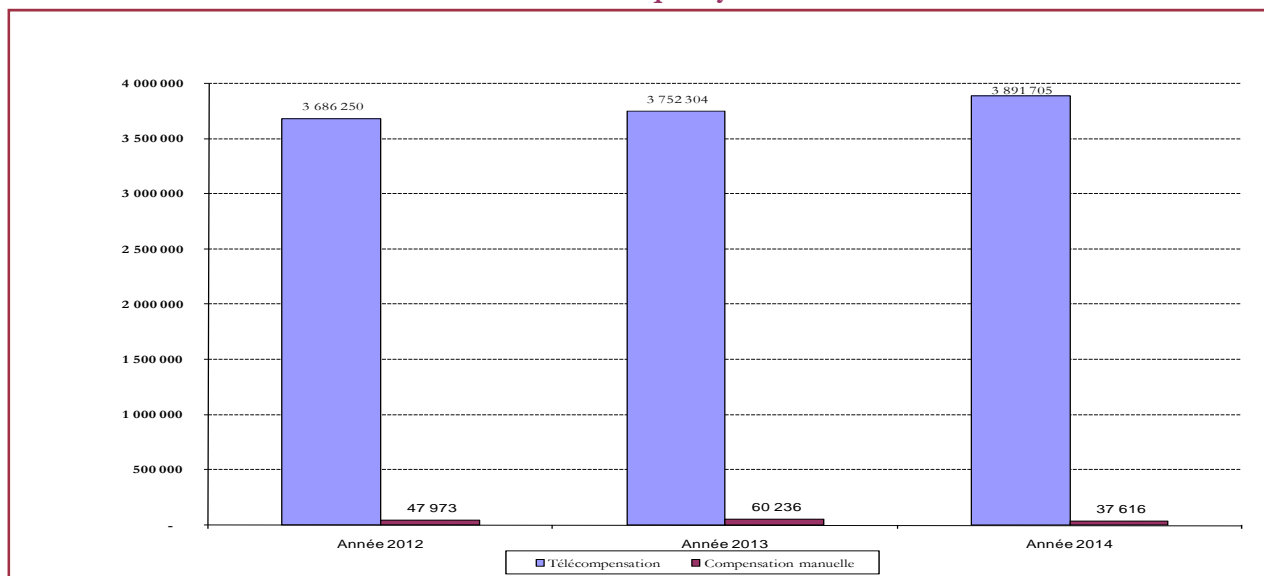


## 1.2. L'IMPORTANCE DE LA TELECOMPENSATION

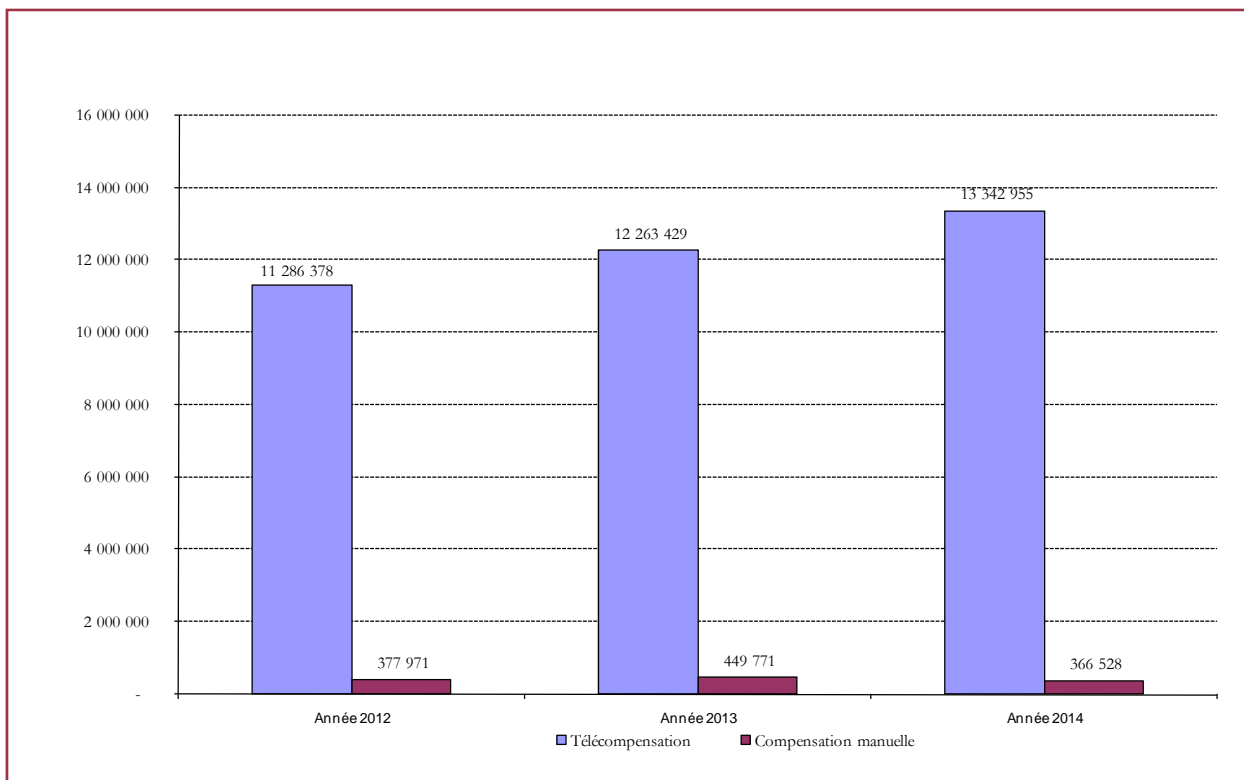
Les opérations traitées en Télécompensation affichent un accroissement continu pour se situer à plus de 3.890.000 opérations en 2014, soit une hausse de 2,0 pour cent de 2012 à 2013 et de 4,0 pour cent de 2013 à 2014.

Inversement, les opérations traitées en compensation manuelle accusent, en 2014, une nette baisse par rapport à l'année précédente. En effet, le nombre d'opérations traitées régresse de 37,0 pour cent pour se situer à environ 37.600 opérations à fin 2014. En montant, la même tendance est observée avec une contraction de 18,5 pour cent comparé à l'année 2013.

**Figure 40 - Paiements de masse : Evolution du nombre total d'opérations traitées au niveau de chaque système**

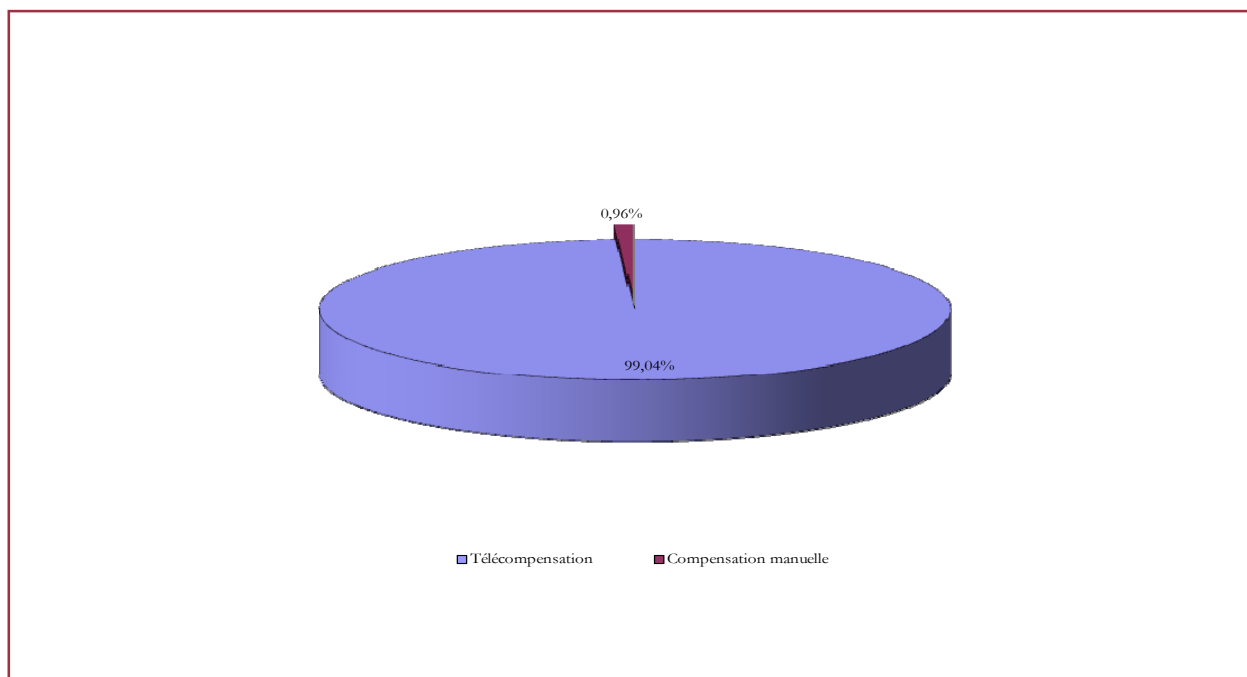


**Figure 41 - Paiements de masse : Evolution du montant total des opérations traitées au niveau de chaque système (en millions d'ariary)**

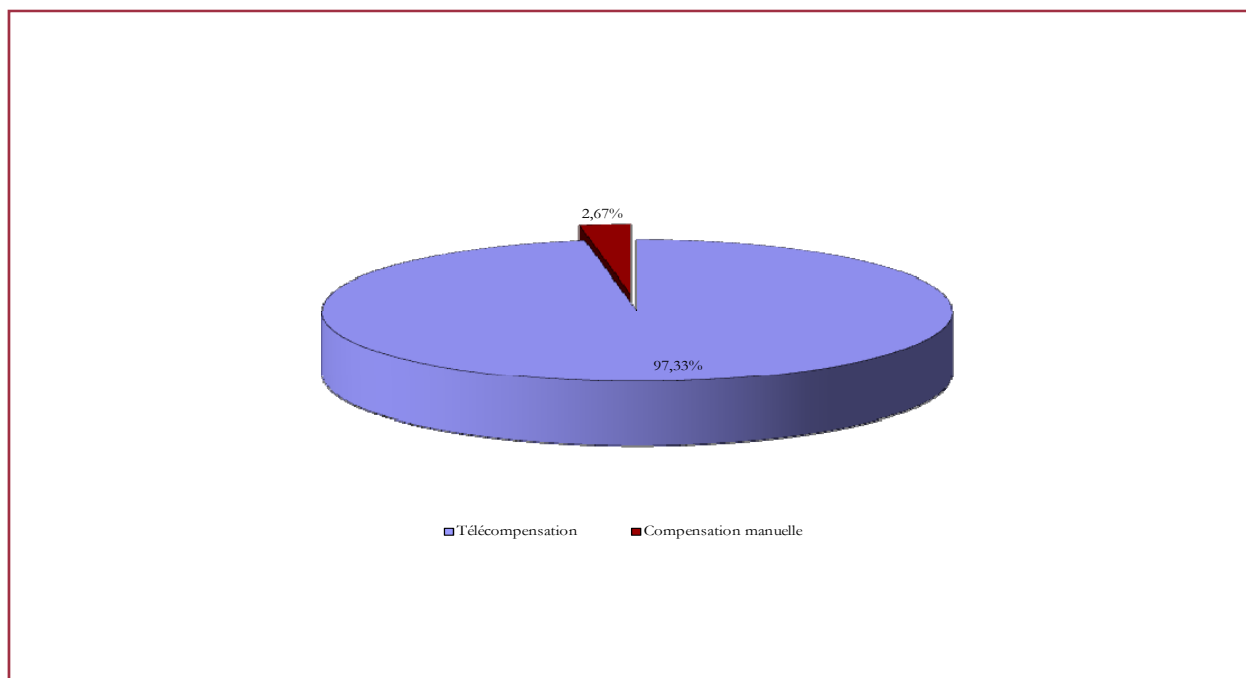


En 2014, les opérations traitées en Télécompensation restent largement prépondérantes tant en termes de nombre qu'en termes de montant, avec une proportion respective de 99,0 pour cent et de 97,0 pour cent des paiements de masse.

**Figure 42 - Paiements de masse : Répartition du nombre d'opérations traitées entre les deux systèmes**



**Figure 43 - Paiements de masse :**  
**Répartition des montants traités entre les deux systèmes (en millions d'ariary)**



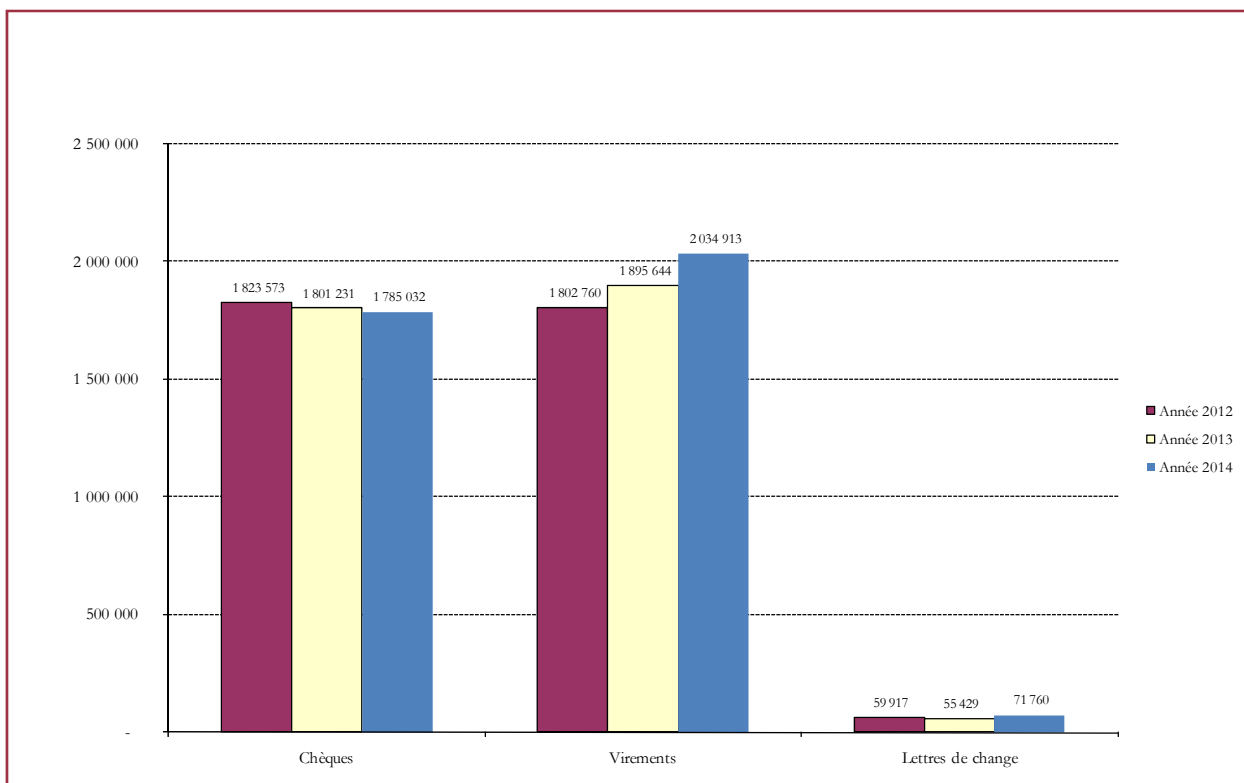
### **1.3. L'INTEGRATION DES INSTRUMENTS DE PAIEMENT DANS LE SOUS-SYSTEME DE TELECOMPENSATION**

Le nombre de chèques traités en Télécompensation poursuit sa tendance à la baisse au rythme d'environ 22.000 chèques en moins de 2012 à 2013 et de 16.000 chèques de 2013 à 2014. Le nombre de virements continue, par contre, de progresser et affiche un rebond de 12,0 pour cent sur les trois dernières années.

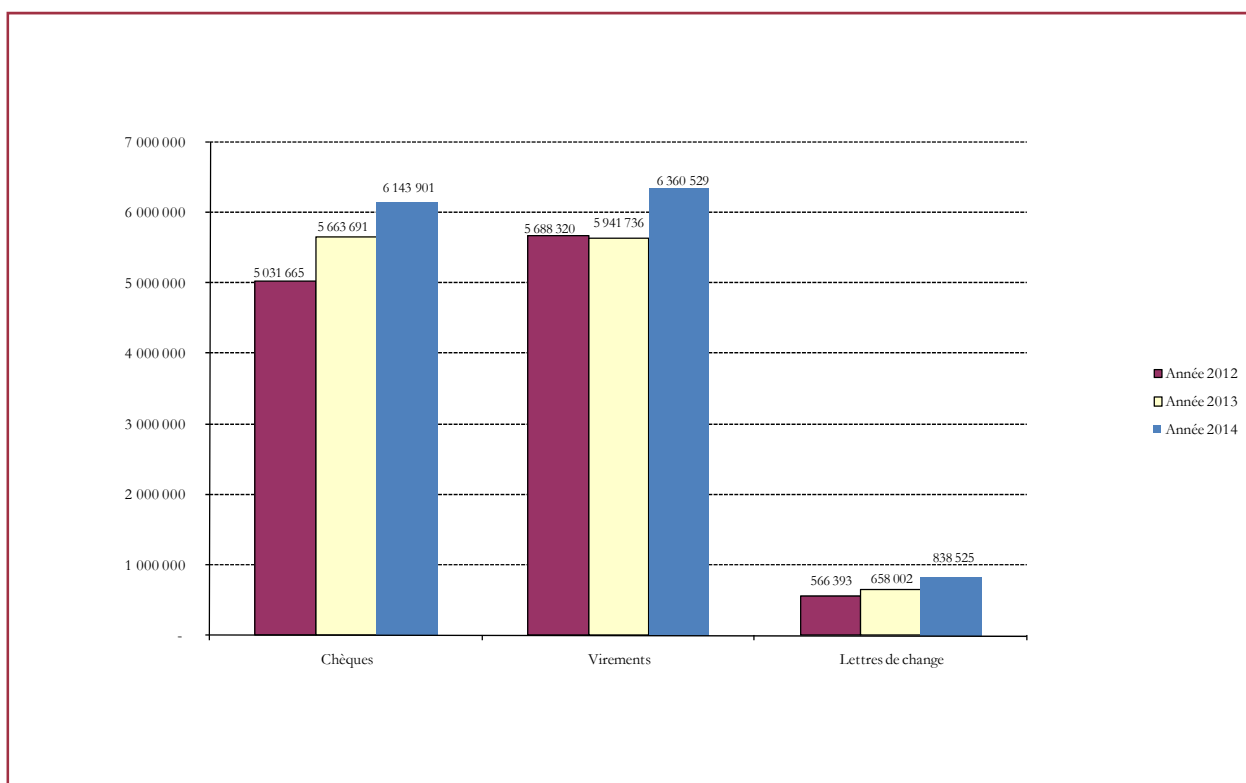
Le montant total des virements traités en Télécompensation suit la même tendance que leur nombre à fin 2014 et se stabilise à 6.360,0 milliards d'ariary. Le montant total des chèques se chiffre, par ailleurs, à 6.143,0 milliards d'ariary.

Quant aux lettres de change, une évolution irrégulière du nombre des valeurs traitées est observée de 2012 à 2014. Après un léger repli de 7,0 pour cent, celui-ci augmente de 30,0 pour cent pour se situer à environ 71.000 opérations en 2014. En termes de montant, la tendance reste progressive et se stabilise à 838,0 milliards d'ariary.

**Figure 44 – Télécompensation : Evolution du nombre d'opérations traitées par instrument de paiement**

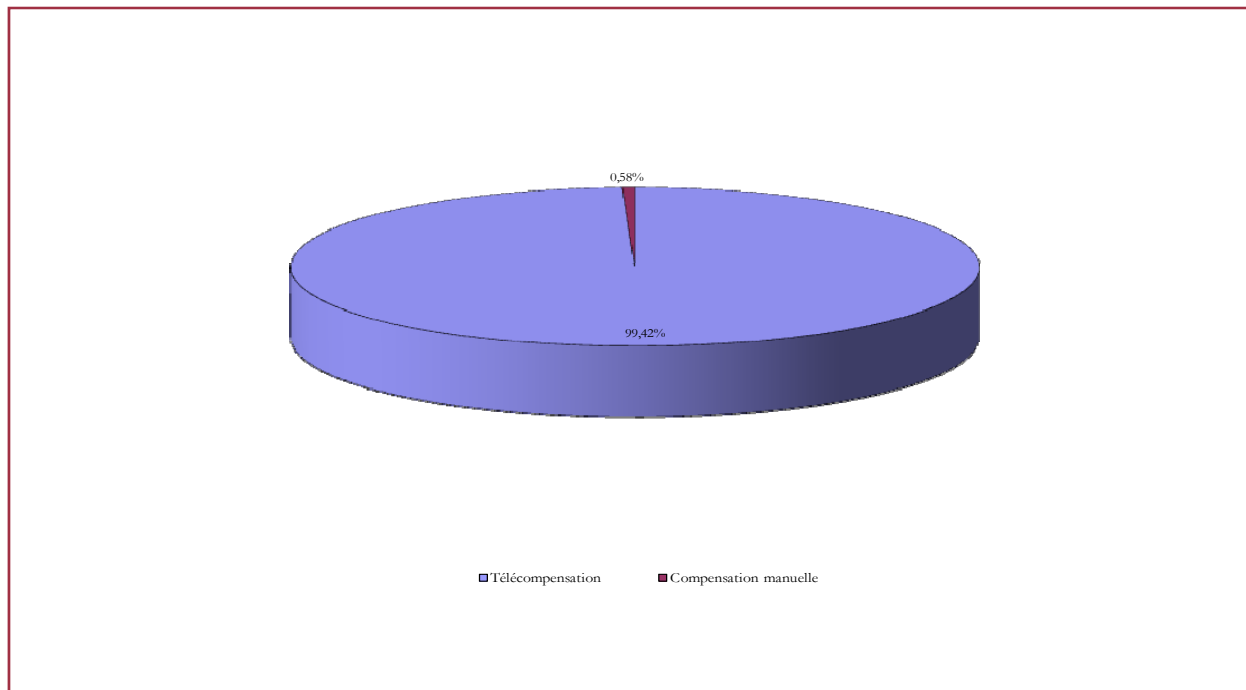


**Figure 45 - Télécompensation : Evolution du montant total des opérations traitées par instrument de paiement (en millions d'ariary)**



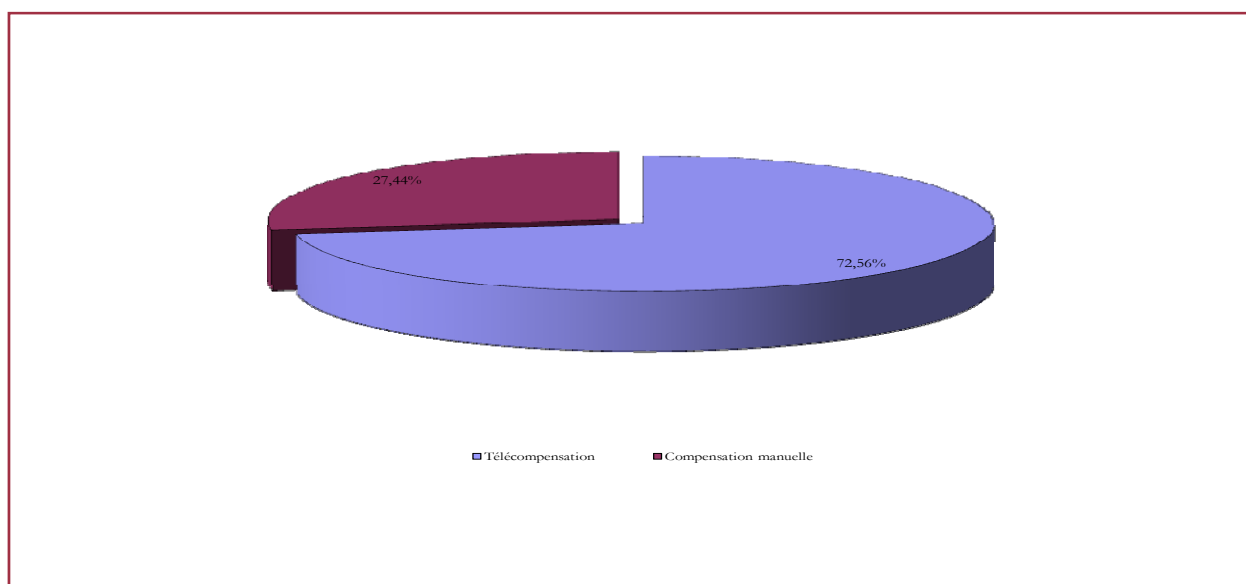
Au terme de l'année 2014, l'analyse de la répartition des échanges interbancaires par type d'instruments de paiements fait ressortir, à l'instar des années précédentes, la marginalisation des chèques traités en compensation manuelle (moins de 1,0% en nombre).

**Figure 46 - Paiements de masse :**  
Répartition du nombre de chèques traités entre les deux systèmes au cours de l'année 2014



En ce qui concerne la proportion de lettres de change traitées en compensation manuelle, bien qu'en légère baisse, elle reste notable avec un taux de 27,0 pour cent en 2014.

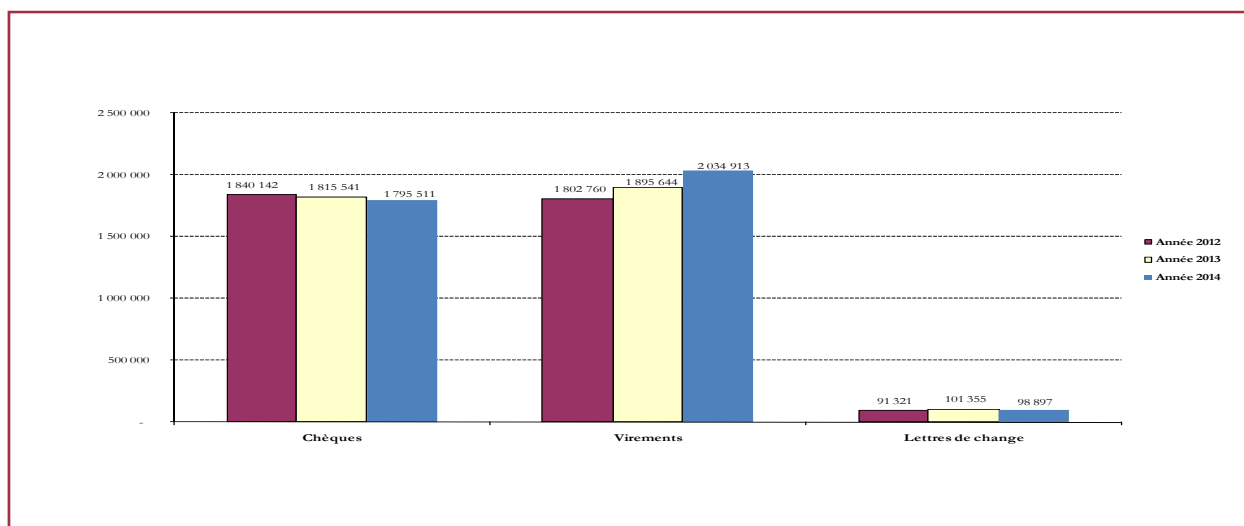
**Figure 47 - Paiements de masse :**  
Répartition du nombre de lettres de change traitées entre les deux systèmes au cours de l'année 2014



## 1.4. L'UTILISATION DES INSTRUMENTS DE PAIEMENT PAR LE PUBLIC

Durant les trois derniers exercices, le nombre de chèques échangés, tous systèmes confondus (Télécompensation et compensation manuelle), décroît de manière régulière (au rythme de 1,0% en moins par an), contrairement au nombre de virements qui connaît une hausse constante avec un taux de croissance de 7,0 pour cent de 2013 à 2014.

**Figure 48 - Paiements de masse :**  
**Evolution du nombre total des opérations traitées par instrument de paiement**



Le nombre de lettres de change échangées connaît une légère baisse (2,5%) comparé à l'année précédente.

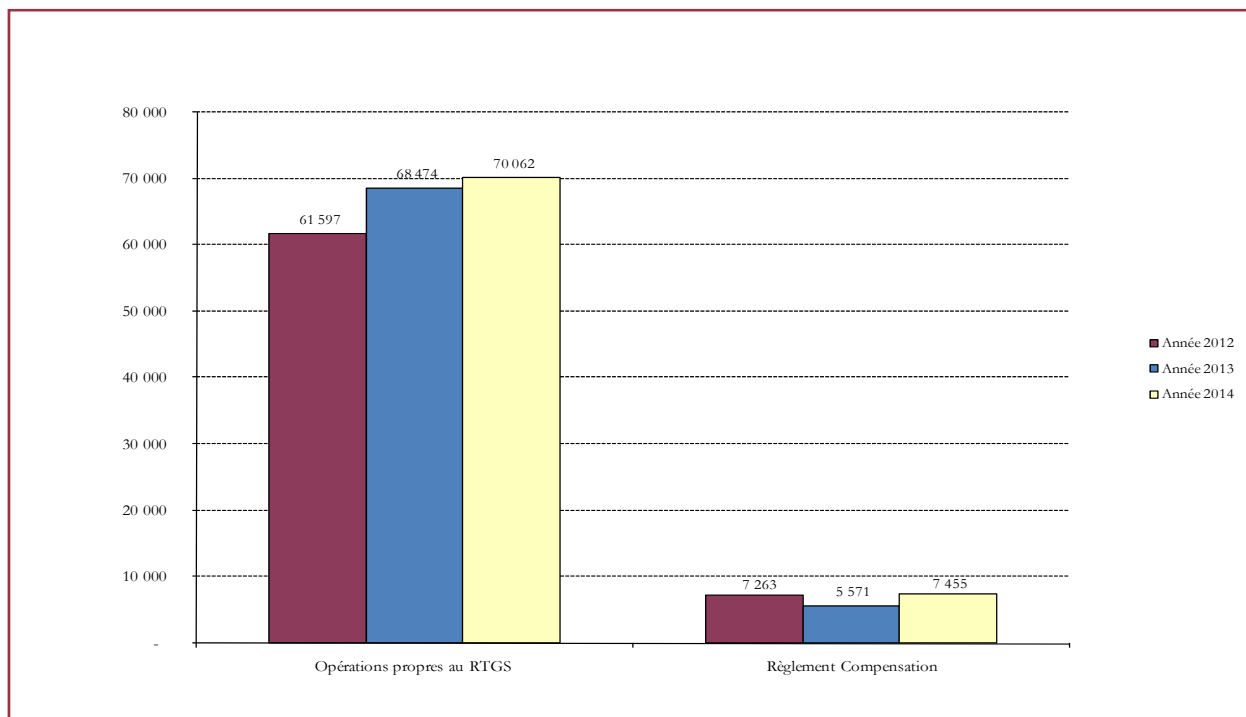
## 2. LES OPERATIONS URGENTES ET DE GROS MONTANT (RTGS)

### 2.1. L'EVOLUTION GLOBALE

Au cours des trois dernières années, le nombre total d'opérations traitées via le RTGS (non compris les opérations de règlement des soldes de compensation) connaît une tendance progressive, passant d'environ 61.000 opérations en 2012 à plus de 70.000 opérations en 2014.

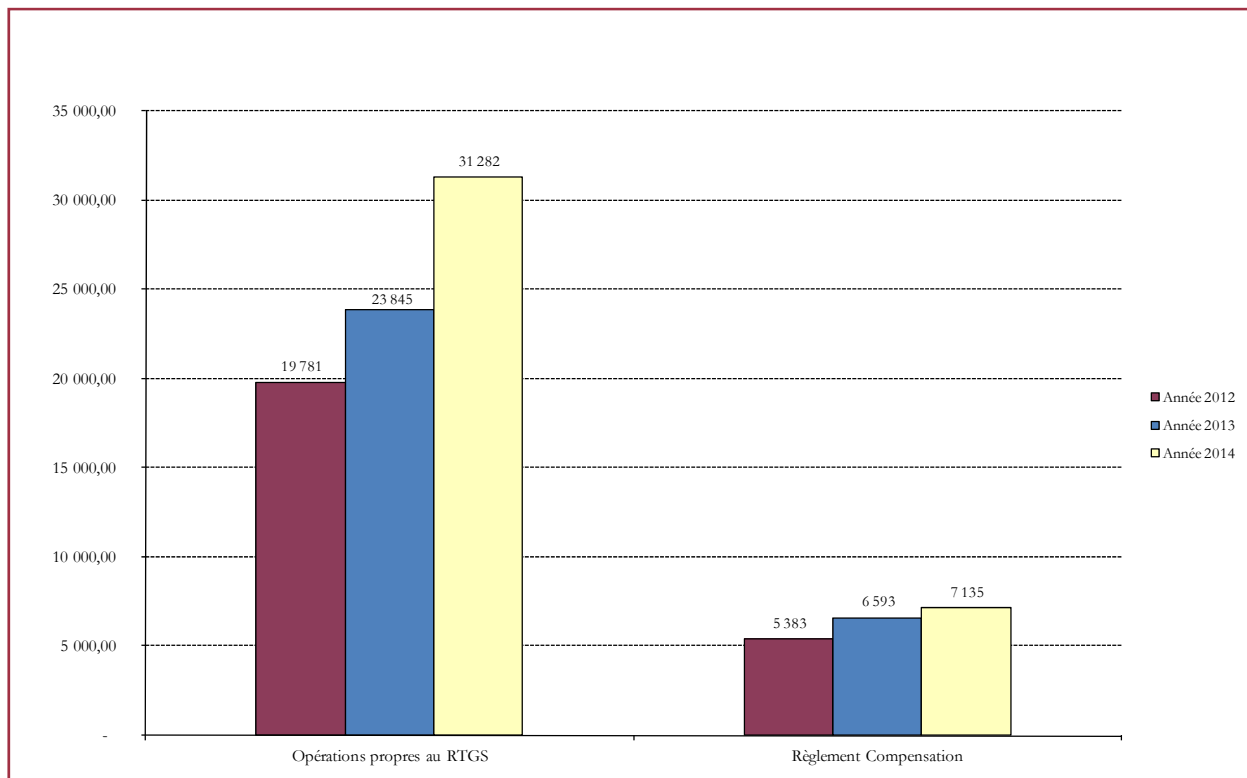
Par ailleurs, les opérations rattachées au règlement des soldes de compensation accusent une hausse de 33,0 pour cent comparées à l'année précédente pour se situer autour de 7.500 transactions.

Figure 49 - RTGS : nombre total d'opérations réglées



En montant, la même tendance haussière est observée, tant au niveau des opérations propres au RTGS qu’au niveau des opérations de règlement des soldes de compensation. Cette progression s’explique principalement par la hausse du nombre d’opérations fiduciaires, et dans une moindre mesure, par l’accroissement du nombre de prêts interbancaires et de pensions à 1 jour au cours de l’année 2014.

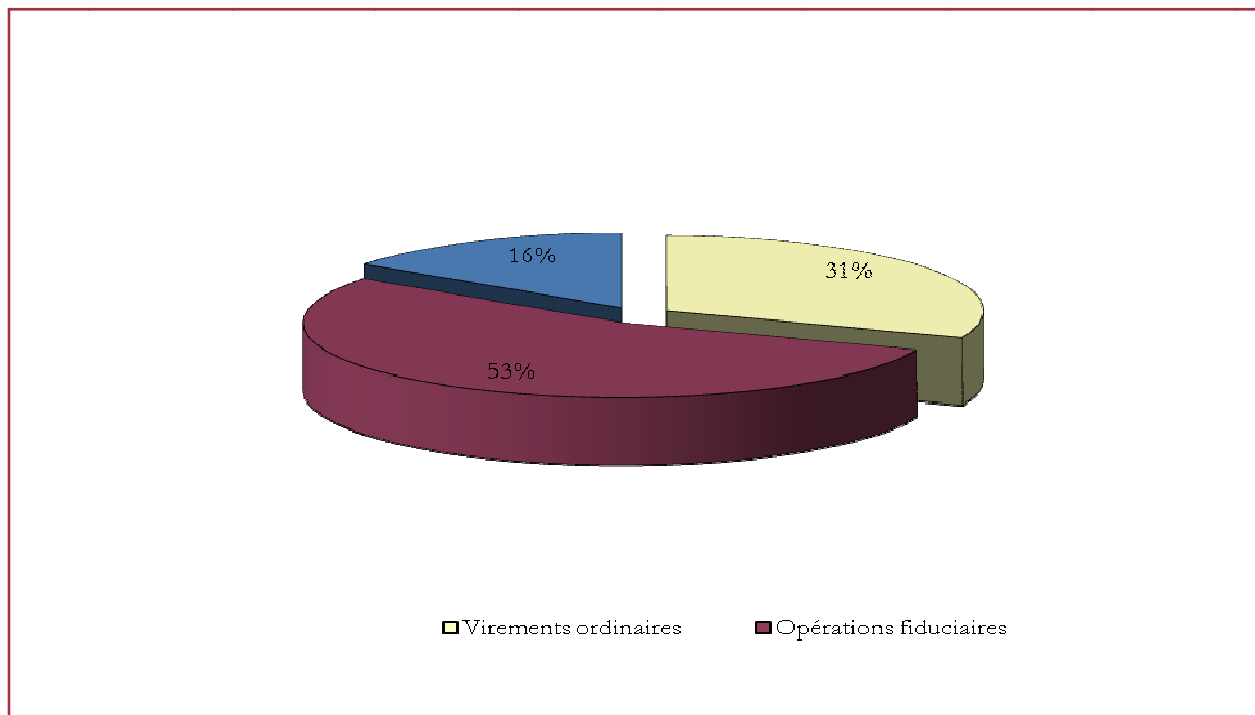
Figure 50 – RTGS : Montants totaux réglés (en milliards d’ariary)



## 2.2. L'ANALYSE PAR TYPE DE TRANSACTION

Les virements ordinaires et les opérations fiduciaires représentent en nombre les opérations prépondérantes (84,0%) durant ces trois dernières années.

**Figure 51 - RTGS : Evolution du nombre d'opérations traitées par type de transaction au cours des trois dernières années**



Depuis 2012, le nombre de virements ordinaires connaît une tendance relativement stable, tournant autour de 22.000 à 23.000 opérations l'année.

En revanche, les opérations fiduciaires poursuivent une évolution progressive pour se situer à environ 43.800 opérations en 2014.

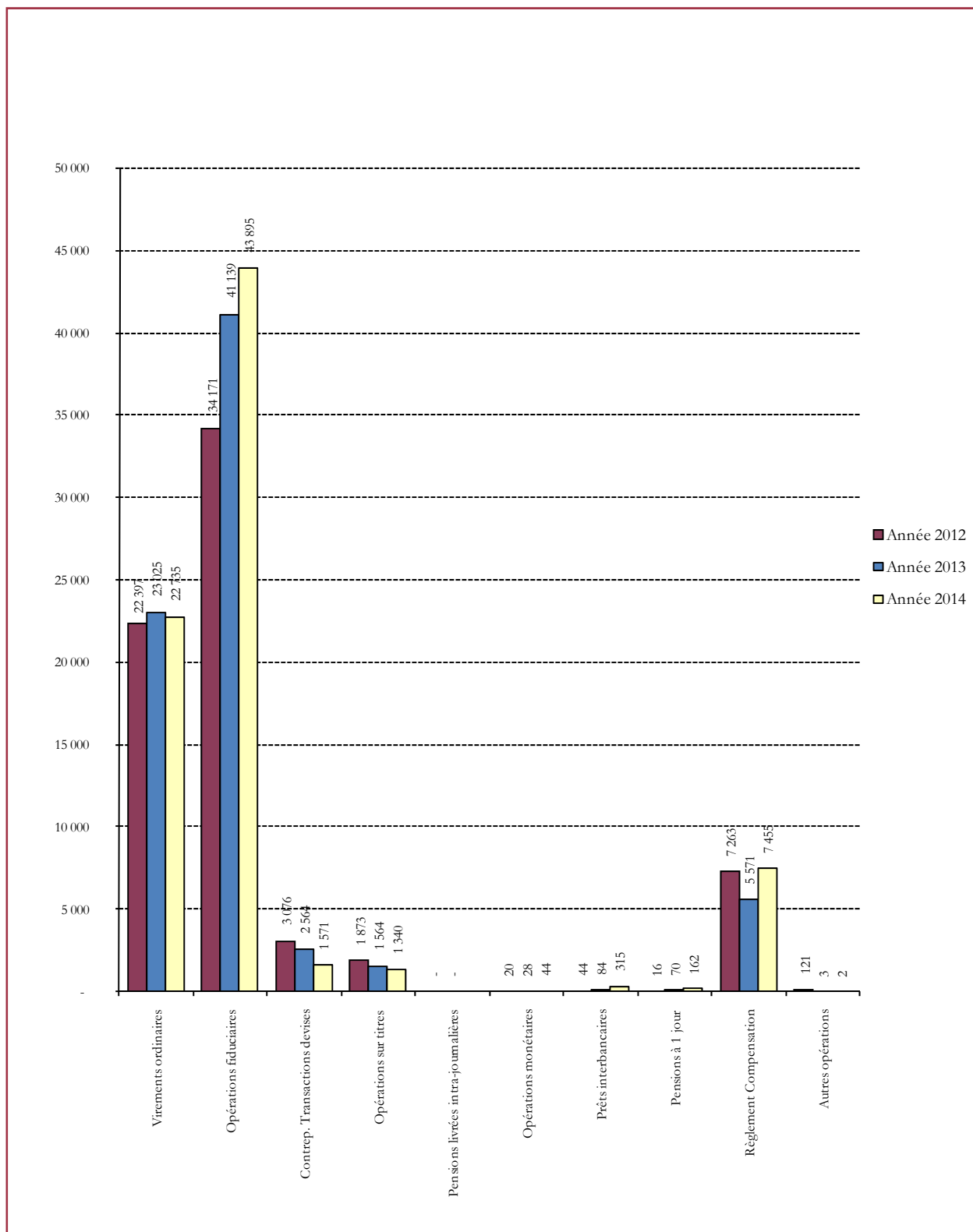
Il est à noter que depuis la mise en exploitation du RTGS en 2009, aucune opération de Pension Livrée Intra-journalière (P.L.I.) n'a été réalisée.

En montant, les transactions traitées au niveau du RTGS sont essentiellement constituées par les virements ordinaires, les opérations fiduciaires et les opérations de règlement des soldes de compensation.

Au cours des trois dernières années, la tendance progressive (47,0%) de ces opérations s'explique par la hausse fulgurante :

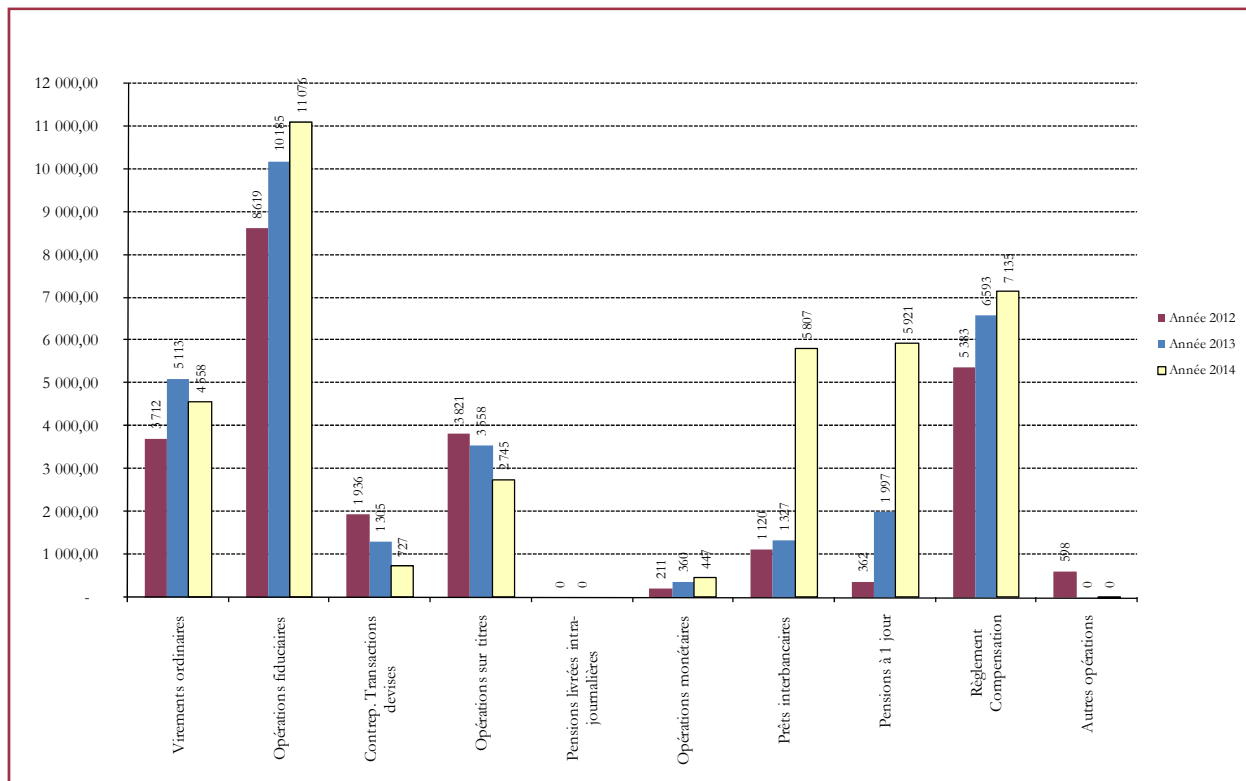
- des opérations fiduciaires, allant de 8.619,0 milliards d'ariary à 11.076 milliards d'ariary ;
- des prêts interbancaires, passant de 1.120,0 milliards d'ariary à 5.807 milliards d'ariary ;
- des pensions à un jour, passant de 362,0 milliards d'ariary à 5.921,0 milliards d'ariary.

Figure 52 - RTGS : évolution du nombre d'opérations réglées par type de transaction (en milliards d'ariary)



En montant, les virements ordinaires, les opérations fiduciaires et les opérations de règlement des soldes de compensation représentent également l'essentiel des transactions traitées au niveau du RTGS.

**Figure 53 - RTGS : évolution des montants réglés par type de transaction (en milliards d'ariary)**



## IV. LA COOPERATION MONETAIRE ET FINANCIERE REGIONALE

L'année 2014 a été marquée par le retour à la stabilité politique occasionnant la reprise des coopérations avec la SADC et l'ABCA. Les axes de coopérations au cours de l'année 2014 ont porté sur l'évaluation de la convergence macroéconomique, sur les mesures prises pour corriger les déviations, sur le suivi de la stabilité financière, sur l'intégration aux systèmes de paiements régionaux (REPSS et SIRESS), sur la Gestion de continuité d'activité ou Business Management Continuity et sur les renforcements de capacité.

### 1. COMMON MARKET FOR EASTERN AND SOUTHERN AFRICA (COMESA)

#### 1.1. LE RESPECT DES CRITERES DE CONVERGENCE

Le respect des critères de convergence demeure primordial pour voir le degré d'intégration des pays. Le rapport de convergence du COMESA, qui a été présenté lors de la réunion des Gouverneurs en Novembre 2014, s'est basé sur la réalisation de 2013. En ce qui concerne les critères primaires, neuf pays sur dix-neuf n'ont pas atteint le critère d'inflation inférieure à 5 pour cent. Dix pays ont dépassé le seuil du déficit budgétaire, hors dons, de 5 pour cent. Douze pays n'ont pas atteint le niveau de réserves internationales supérieur ou égal à 4 mois d'importations. A l'évidence, les pays du COMESA ne présentaient pas encore les facteurs propices à l'intégration monétaire. Les pays du COMESA ont connu un accroissement des dépenses publiques avec la hausse des investissements, une accumulation insuffisante d'épargne, et une tendance à la dépréciation monétaire suite à des déficits des comptes courants.

Dans ce cadre, un critère sur quatre a été respecté par Madagascar, il s'agit du critère budgétaire. Cette situation résulte des impacts négatifs d'une longue crise politique. En revanche, Madagascar a respecté les normes internationales en matière de supervision bancaire et en matière de système de paiement requises par le COMESA.

CRITERES PRIMAIRES	REALISATIONS	
	2013	2014
Taux d'inflation inférieur à 5 pour cent	5,8%	6,1%
Déficit budgétaire (hors dons) inférieur à 5 pour cent du PIB	-2,0%	-1,2%
Financement de la banque centrale du déficit égal à zéro	1,4%*	14,9%*
Réserves extérieures supérieures ou égales à 7 pour cent	2,2%	2,3%

\* Avance statutaire en pourcentage des recettes fiscales de l'année précédente.

#### 1.2. MISE EN PLACE DU CONSEIL DE CONVERGENCE

La Banque Centrale de Madagascar a assisté à la première réunion des techniciens du Conseil de Convergence en Novembre 2014. Le Conseil de Convergence va œuvrer dans la mise en place du Cadre Multilatéral de Surveillance Macroéconomique. Il sera en charge du suivi de la convergence macroéconomique des pays ainsi que de la formulation d'un programme de convergence régionale. Il est composé des Banques Centrales, des Ministères de Finances, des Ministères du Commerce et des Ministères de l'Industrie des pays du COMESA.

### 1.3. PROMOTION DU SYSTEME DE PAIEMENT REGIONAL

Les Gouverneurs des Banques Centrales du COMESA continuent d'inciter les pays membres à intégrer le Système de Paiement et de Règlement Régional (REPSS). Le système a été conçu dans le but de réduire le délai et le coût des transactions entre pays membres. A cet effet, une réunion interne a été organisée au sein de la Banque Centrale de Madagascar afin d'estimer les besoins de l'institution en matière logistique et organisationnelle. D'autres réunions d'informations seront prévues avec les parties prenantes notamment avec les banques commerciales et les opérateurs.

### 1.4. SUIVI DE LA STABILITE FINANCIERE

Créée en 2013, conformément aux décisions des Gouverneurs des Banques Centrales du COMESA, l'Unité de Stabilité Financière a débuté la confection du rapport sur la stabilité financière de Madagascar en 2014.

### 1.5. RENFORCEMENT DE CAPACITE

La Banque Centrale de Madagascar a assisté aux formations suivantes organisées par l'Institut Monétaire du COMESA :

- gestion des réserves internationales ;
- Application avancée de la modélisation de données de panel au mécanisme de la politique monétaire ;
- Modélisation et prévision de la volatilité dans les marchés financiers ;
- Système d'évaluation SHIELDS.

## 2. SOUTH AFRICAN DEVELOPMENT COMMUNITY (SADC)

### 2.1. RESPECT DES CRITERES DE CONVERGENCE

Le rapport sur la convergence de la région en 2014 montre que la majorité des pays de la SADC ont atteint le critère d'inflation, celui sur le déficit budgétaire et celui sur le niveau de la dette publique.

En revanche, les pays ont éprouvé des difficultés à respecter le niveau de réserves à plus de 6 mois d'importations ainsi que le niveau de croissance à plus de 7%.

En 2014, le niveau d'inflation a été atteint par Madagascar. Les autres indicateurs de convergence n'ont pas été respectés.

CRITERES	REALISATIONS	
	2013	2014
Taux d'inflation sous-jacente (moyenne période) compris entre 3% à 7%		5,6%
Déficit budgétaire à 3% du PIB avec une marge de fluctuation de 1%	-2,0%	-3,6%
Dette publique en pourcentage du PIB inférieur ou égal à 60%	28,5%	30,4%
Réserves officielles d'au moins 6 mois d'importations	2,6%	2,4%
Taux de croissance d'au moins 7%	2,4%	3,0%

## 2.2. HARMONISATION DES PRATIQUES SUR LES MARCHES FINANCIERS

La BCM a participé au questionnaire sur les pratiques des pays membres en matière de gestion de réserves. L'étude a été initiée par le Sous-comité sur les Marchés Financiers. Les résultats préliminaires de cette enquête ont montré des signes de convergences dans la mesure où les pays membres présentent des similitudes dans le respect des bonnes pratiques internationales. Cependant, l'atteinte d'une harmonisation requiert encore des réformes importantes. L'étude sera poursuivie et sera présentée prochainement.

Par ailleurs, une évaluation de l'état de convergence des pratiques mises en œuvre dans les marchés financiers de la SADC a été effectuée par le même Sous-comité. Cette étude a également reçu la contribution de la BCM par la communication des pratiques appliquées au niveau du Back office et du Middle office du marché des changes.

Les conclusions de l'étude ont été présentées aux Gouverneurs lors de leur réunion au mois d'août 2014. Il en ressortait que les pratiques dans les Front Offices des Banques Centrales de la SADC se rapprochent du modèle de Code ACI<sup>7</sup> tandis que les pratiques dans les Middle Offices se distinguent par une insuffisance de contrôle sur les risques opérationnels.

La BCM a aussi contribué aux réponses au questionnaire sur l'étude d'harmonisation dans les marchés primaires et secondaires des titres publics. Les résultats de l'étude ont été également présentés aux réunions des Gouverneurs du mois d'août 2014. L'étude a suggéré que tous les pays établissent leurs propres courbes de rendement, que les acheteurs dans le marché primaire soient encouragés à céder les titres au marché secondaire, que les titres accèdent aux marchés extérieurs.

## 2.3. RENFORCEMENT DE CAPACITE

En 2014, la BCM a reçu une formation octroyée par la SADC en matière de gestion des risques pour les superviseurs bancaires.

La formation a permis aux superviseurs bancaires de mieux comprendre :

- l'analyse macroprudentielle et les liens macro-financiers ;
- les composantes du cadre de stabilité financière ;
- le cadre de gestion des risques ;
- la supervision basée sur les risques ;
- la mise en œuvre de Bâle II et Bâle III ;
- les Stratégies et techniques de gestion des risques de crédit et de liquidité ;
- les risques de marché ;
- et le Stress test des systèmes financiers.

---

<sup>7</sup> Association des Marchés Financiers

## 2.4. GESTION DE CONTINUITE D'ACTIVITE OU BUSINESS CONTINUITY MANAGEMENT

Consciente de la nécessité d'assurer un service continu depuis l'avènement des systèmes de paiement, la BCM, à travers la DOI, a inclus dans le schéma directeur informatique, depuis 2010, le renforcement de la disponibilité des services et des données. Le projet s'aligne parfaitement aux engagements vis-à-vis du Comité des Gouverneurs de la SADC avec la reprise de la coopération et ce, dans le cadre de la gestion de continuité d'activité.

Ce renforcement comprend plusieurs volets à l'instar de l'amélioration, en qualité et en quantité, des liaisons entre les différents sites de la Banque, l'acquisition de nouveaux serveurs de base de données, l'achat d'autres matériels et équipements (robots de sauvegarde,...), ou encore l'opérationnalisation du site de secours pour la partie Systèmes d'Information (synchronisation des bases de données, mise en place d'applications et de serveurs de secours,...).

L'ingénierie technique va se poursuivre jusqu'à ce que la Banque atteigne un niveau de redondance satisfaisant. En 2014, l'aspect technique a été complété par l'intégration des directions opérationnelles dans le processus d'intégration qui s'est matérialisée par l'élaboration du plan de continuité d'activité.

La première ébauche concerne deux activités importantes de la BCM : les systèmes de paiement national (RTGS et télécompensation) et le système de paiement international SWIFT. Des simulations de pannes ont été programmées et réalisées. Les résultats de ces simulations ont permis d'améliorer le plan de continuité d'activité ainsi que d'entraîner l'équipe technique et fonctionnelle à faire face à des situations de crise.

## 3. ABCA

Face à la reprise de la coopération avec l'ABCA, la Banque Centrale de Madagascar a signé les Statuts amendés de l'Association au cours de l'année 2014. A titre de rappel, la révision des Statuts a été opérée en 2012 et a porté sur des précisions concernant les membres des Sous-régions ainsi que des amendements sur les formes.

La réunion de l'ABCA prévue se tenir au Malabo a été reportée suite à l'épidémie à virus Ebola. Ainsi, une réunion extraordinaire a été organisée à Maurice au mois de décembre 2014 en vue de statuer sur les questions urgentes dont celles relatives au compte de l'Association.

La coopération s'est focalisée sur la stabilité financière en 2014. Une plateforme internet a été créée par la Communauté des Superviseurs Bancaires Africains (CSBA) afin d'encourager les échanges entre les superviseurs de la région. Tous les superviseurs de chaque pays sont invités à s'inscrire sur cette plateforme. Les prochaines réunions annuelles se tiendront en août 2015 à Malabo, Guinée Equatoriale.

## V. LA GOUVERNANCE

### 1. LE GOUVERNEUR

Le Gouverneur assume la direction et la gestion de la BCM. Il assure l'application des lois et règlements relatifs à la BCM et des résolutions du Conseil d'Administration. Il a l'initiative de la mise en œuvre de la politique monétaire et du crédit définie par le Conseil d'Administration. Il nomme aux emplois de la BCM et la représente vis-à-vis des tiers.

Aux termes du décret n° 2014-1684 du 29 octobre 2014, Monsieur RASOLOFONDRAIBE Alain Hervé est nommé Gouverneur de la Banque Centrale de Madagascar.

### 2. LE DIRECTEUR GENERAL

Le Directeur Général est nommé par décret pris en Conseil des Ministres sur proposition du Conseil d'Administration. Il est placé sous l'autorité du Gouverneur qu'il assiste dans l'exécution de sa mission. Par ailleurs, il participe aux séances du Conseil d'Administration avec voix consultative.

Madame RAZAFIMBELO VONIMANITRA est nommée Directeur Général de la BCM, aux termes du décret n° 2013-776 du 16 octobre 2013.

### 3. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'Administration définit la politique monétaire et du crédit, délibère sur l'organisation générale de la BCM et sur la création ou la suppression de toute succursale, agence, comptoir ou bureau de représentation.

Le Conseil d'Administration comprend :

- le Gouverneur, Président ;
- huit Administrateurs nommés par décret pris en conseil des Ministres dont la composition est répartie comme suit :
  - deux Administrateurs proposés par le Président de la République ;
  - deux Administrateurs proposés par le Gouvernement ;
  - deux Administrateurs proposés par l'Assemblée Nationale ;
  - deux Administrateurs proposés par le Sénat ;

Les Administrateurs sont nommés pour un mandat de quatre ans, renouvelable une fois.

Par décret n°2013-422 du 12 juin 2013, ont été nommés Administrateurs de la BCM

Au titre de la Présidence de la Transition	M. RAJOHNSON Olivier Hugues Rija, Mme RATSIMBAZAFY Sahondramalala Esther
Au titre du Gouvernement	M. MANDRARA Thosun Eric Mme ANDRIAMBOLOLONA Vonintsalama Sehenosoa
Au titre du Conseil Supérieur de la Transition (CST)	M. RAKOTONJANAHARY Alfred M. RAKOTOMANGA Joseph
Au titre du Congrès de la Transition (CT)	M. RANDRIAMAHAFANJARY ANDRIAMITARIJATO Calvin Mme RAMANGALAHY Emmeline Rahantamalala

## 4. LES CENSEURS

Les Censeurs exercent une surveillance générale sur tous les services et sur toutes les opérations de la BCM. Ils assistent aux séances du Conseil d'Administration avec voix consultative. Ils sont nommés par décret pris en Conseil des Ministres pour un mandat de quatre ans renouvelable une fois

## 5. LES DIRECTIONS

Les différentes directions au Siège de la BCM se présentent ainsi :

**Tableau 49 - Directions et Directeurs au Siège**

Directions	Directeurs
Direction du Crédit	M. Andrianaivotiana Joé RABEANTOANDRO
Direction des Services Etrangers	Mme. RAZAFIMAHAY MBOLARISOA Julie
Direction de la Dette Extérieure	Mme RAJAONSON Soavelohaja Zafindramiantra
Direction des Systèmes de Paiement	M. RABARIJAONA Honoré Nirina
Direction de la Circulation Fiduciaire	M. ANDRIAMANANTENA Mamy Harijaona
Direction des Ressources Humaines	M. RASAMIARINDRAINNY Nirina Henri
Direction de l'Administration Générale	Mme. RASOAMAHENINA Fanjaniaina Bodosahondra
Direction de l'Organisation et de l'Informatique	Mme RANAIVOSON Lala Honorée
Direction de la Comptabilité Générale	M. RANAIVOSON Scheno Augustin
Direction de l'Audit Interne	M. RABEARIVONY Niaina
Direction du Réseau Territorial	M. RANDRIANALJJAONA Solofosoa
Direction des Affaires Juridiques	M. ANDRIANAIMALAZA Prosper
Direction des Etudes et des Relation Internationales	M. ANDRIAMIHARISOA André
Directeur Unité chargée de la Stabilité Financière	M. RASOLOMANANA Christian G. D.
Directeur, Centre de Documentation et Bibliothèque	Mme RASOARILALA Sylvia Monique
Directeur, Service Courrier – Archives - Dématérialisation	Mme RABARISOA Volatiana Zoely

Source : Banque Centrale de Madagascar

Les agences en gestion directe de la BCM ont été réorganisées en avril 2009 pour devenir désormais des Représentations Territoriales.

**Tableau 50 - Représentations territoriales et Directeurs**

Représentations Territoriales	Directeurs
Représentation Territoriale de Toamasina	Mme RABENARIVELO Njaka Nalisoa
Représentation Territoriale de Fianarantsoa	Mme DEWA RAMJEE Rachel
Représentation Territoriale d'Antsiranana	M. LEABY Dimitri Patrick
Représentation Territoriale de Taolagnaro	Mme RAKOTOMALALA Christiane Miaranarivelo
Représentation Territoriale de Mahajanga	M. RAOELINARIVO Dominique César
Représentation Territoriale de Manakara	M.RAVONIARISON Tsarajoro
Représentation Territoriale de Morondava	Mme LANTOSOA Solonjatovo Rabary
Représentation Territoriale de Nosy Be	M. RAKOTOMAVO Ranto
Représentation Territoriale de Sambava	
Représentation Territoriale de Toliara	M. HOFFMANN Paulin Manassé

Source : Banque Centrale de Madagascar

La mission du Secrétariat Général de la Commission de Supervision Bancaire et Financière (CSBF) est confiée à quatre directions.

**Tableau 51 - Secrétariat Général de la Commission de Supervision Bancaire et Financière**

Postes	Secrétaire Général / Directeurs
Secrétaire Général	M. RAKOTONDRAMANGA Jules Théodore
Direction de la Réglementation et des Etudes	M.RAMANANDRAIBE Stéphane Jean Hery
Direction de l'Inspection des Etablissements de Crédit	M. RAKOTOMIZAHO Eric Rado Nirina
Direction du Contrôle sur Pièces	M. RABEANTOANDRO Lala Edwin Pascal
Directeur des Méthodes, Procédures et Base de données	Mme RASOANIRINA Lanto Norohanta

Source : Banque Centrale de Madagascar

## VI. LES RESSOURCES HUMAINES

### 1. LES RESSOURCES HUMAINES

#### 1.1. LE PERSONNEL

##### 1.1.1. Effectif

L'effectif global est passé de 906 en 2013 à 904 en 2014 dont 580 (64 %) pour le Siège et 324 (36 %) pour les Représentations Territoriales. Ce mouvement est la résultante de l'embauche de 51 agents et du départ de 53 autres.

**Tableau 52 - Tableau de répartition de l'effectif par catégorie**

Catégorie	2013		2014	
	Siège	Représentations Territoriales	Siège	Représentations Territoriales
Cadres dirigeants	19	0	20	0
Cadres supérieurs	140	16	135	11
Agents de maîtrise	153	40	142	44
Employés de bureau	75	89	71	88
Trieurs	47	48	64	47
Chauffeurs	31	10	31	10
Personnel de service	127	111	127	114
<b>Total</b>	<b>592</b>	<b>314</b>	<b>590</b>	<b>314</b>
<b>Total général</b>	<b>906</b>		<b>904</b>	

Le taux d'encadrement est de 18 pour cent dans l'ensemble (166 sur 904). Ce taux est plus élevé au niveau du Siège que dans les Représentations Territoriales (respectivement de 26 % et 4 %) suite à la différence de structure de chaque entité.

Concernant la répartition par sexe, l'effectif masculin est de 580 (64 %) contre 324 (36 %) pour l'effectif féminin.

##### 1.1.2. La pyramide des âges

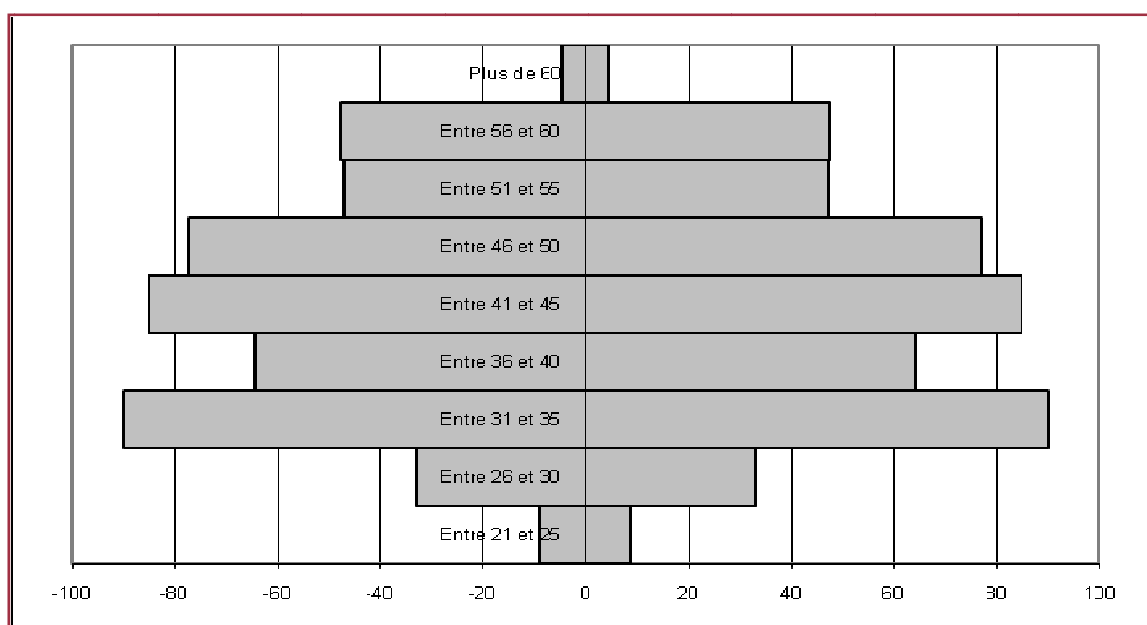
Dans l'ensemble, la moyenne d'âge du personnel est de 43 ans au 31 décembre 2014. Les tranches d'âge les plus représentées sont celles entre 31 et 35 ans (180 agents) et celles entre 41 et 45 ans (170 agents), soit 39 pour cent de l'effectif au total.

La pyramide des âges de la BCM est en forme de toupie. En effet, plus de la moitié, soit cinquante deux pour cent de l'ensemble du personnel, se trouve dans la tranche d'âge entre 31 et 45 ans.

**Tableau 53 - Tableau de répartition de l'effectif par âge et par sexe**

Tranche d'âge	Masculin	Féminin	Total	Effectif cumulé	% cumulé
Plus de 60	3	6	9	9	5 %
Entre 56 et 60	66	29	95	104	14 %
Entre 51 et 55	66	28	94	198	25 %
Entre 46 et 50	111	43	154	352	40 %
Entre 41 et 45	105	65	170	522	58 %
Entre 36 et 40	80	49	129	651	74 %
Entre 31 et 35	100	80	180	831	89 %
Entre 26 et 30	45	21	66	897	99 %
Entre 21 et 25	4	3	7	904	100 %
<b>Total</b>	<b>580</b>	<b>324</b>	<b>904</b>		
<b>En pourcentage</b>	<b>64 %</b>	<b>36 %</b>	<b>100 %</b>		

Figure 54 - Pyramide des âges (ensemble du personnel)



En regroupant les tranches d'âge, le nombre d'agents ayant plus de 50 ans est de 198 (22 %), l'effectif du personnel âgé de 36 à 50 ans est de 453 (50 %) tandis que le nombre d'agents de moins de 36 ans est de 253 (28 %).

Concernant la pyramide des âges par sexe, si dans l'ensemble, la population totale féminine ne représente que 36 pour cent de l'effectif global, ce personnel féminin présente une forte proportion dans les tranches d'âge au dessous de 36 ans, avec un taux de 41 pour cent (104 sur 253).

## 1.2. LE RENFORCEMENT DES CAPACITES

Des efforts particuliers ont été réalisés dans le cadre du renforcement des capacités des ressources humaines de la Banque.

### 1.2.1. Le recrutement

Le nombre d'agents recrutés par la BCM pour l'année 2014 s'élève à 51 et est ventilé comme suit :

Tableau 54 - Recrutements effectués en 2014

Catégorie	Siège	Représentations Territoriales	Total
Cadres dirigeants	1	0	1
Cadres supérieurs	7	0	7
Agents de maîtrise	1	3	4
Employés de bureau	0	4	4
Manipulateurs d'espèces	14	6	20
Chauffeurs	3	1	4
Personnel de service	4	7	11
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>51</b>

### 1.2.2. La formation

Dans un souci d'accroître le professionnalisme de ses agents et de renforcer l'adaptabilité individuelle ou collective à l'emploi, la BCM n'a cessé de faire bénéficier des formations à son personnel. Ainsi 21 agents ont pu bénéficier de formations spécialisées à l'extérieur en privilégiant la coopération et le partenariat avec des Banques Centrales et des Organismes multilatéraux et accessoirement auprès de quelques centres de formation. Par ailleurs, 65 autres agents ont reçu des formations permanentes au niveau local dont 28 en techniques bancaires et 37, issus notamment des Directions d'appui, en formations ponctuelles spécifiques.

Le tableau ci-après récapitule les thèmes de formation suivie par les agents de la Banque:

#### Formations suivies en 2014

Organisme	Thème
AFI	La transition vers un cadre de politique monétaire prospectif
PMA/BAD/FMI	Les statistiques de la dette du secteur public
AFRITAC	L'élaboration du cadre de la stratégie de dette à moyen terme
	Macro Fiscal Modeling and analysis
	"Regulation and Supervision of Microfinance Institutions, Mobile Financial Services Providers, and Agency Networks
	Eléments fondamentaux de la Supervision Bancaire (CBS)
BCE	La comptabilité, les états financiers et publications
Banque de Maurice	Collège Prudentiel pour les groupes bancaires de l'île Maurice
IBFI	Pilier II et évaluation du profil du risque de Banque
	La balance des paiements et les statistiques extérieures
	L'analyse de la conjoncture et des prévisions à court terme
	Système de paiement
SADC	Le processus de surveillance et évaluation des risques
	Risk Management course for banking supervisors
COMESA	La gestion des réserves internationales
	L'application avancée de la modélisation de panel au mécanisme de la politique monétaire
	Formation sur la modélisation et la prévision de la volatilité dans les marchés financiers
	Formation sur le système d'évaluation SHIELDS basée sur de véritables cas d'études
Banque d'Algérie ABCA	Les préalables nécessaires pour l'amélioration et l'intégration des systèmes de paiement en Afrique
BOULDER	XIX <sup>e</sup> session annuelle du BOULDER Institute of Microfinance & Sustainable Dvlpt
FSI-CCBG-HRD	Basel III and Supervision of Systemically Important Banks
Centre de Formation SWIFT	Formation "SWIFT"
Securities and Exchange Commission -Washington	-US Securities and Exchange Commission - International Institute for Securities Market Development -Visits with self-regulatory organizations, stock exchanges, brokerage or investment banking firms, or the World Bank
Study Center Gerzensee	Les instruments des marchés financiers
SYGADE	Gestion de la dette
	Réunion du Groupe Consultatif du système de gestion et d'analyse de la dette SYGADE
ISM (Institut Supérieur de Marketing-Paris)	Assistante de Direction
CNFPB/ITB	Formation par correspondance en techniques bancaires
PRIORITE FORMATION	La performance juridique au sein de l'entreprise : contrôle de la conformité à l'amélioration de l'efficacité
	"Le juriste garant des risques juridiques : la boîte à outils pour prévenir les risques juridiques"
	Outils de l'audit et du contrôle interne
	Audit juridique des entreprises

**TROISIEME PARTIE :  
RAPPORT FINANCIER DE LA BANQUE  
CENTRALE**

# I. LE BILAN

Au 31 décembre 2014, le total du bilan de la BCM s'est élevé à 4 430,4 milliards d'ariary, en hausse de 548,5 milliards d'ariary, soit de 14,1 pour cent, par rapport à son niveau de 3 881,9 milliards d'ariary à fin 2013.

## 1.1. LES ACTIFS

L'augmentation du total des actifs en 2014 est principalement imputable à celle des actifs courants, affichant une hausse de 631,6 milliards d'ariary, soit 18,6 pour cent (4 026,8 milliards d'ariary à fin 2014 contre 3 395,2 milliards d'ariary en 2013).

Quant aux actifs non-courants, une diminution de 83,1 milliards d'ariary a été enregistrée (403,6 milliards d'ariary en 2014 contre 486,7 milliards d'ariary en 2013).

### 1.1.1. LES ACTIFS COURANTS

La variation positive de 631,6 milliards d'ariary des actifs courants se retrouve essentiellement dans les concours aux banques et organismes assimilés non résidents (+ 396,5 milliards d'ariary), les prêts au Trésor Public (+ 367,3 milliards d'ariary) et les encaisses (+ 103,7 milliards d'ariary). Les titres en devises ont connu une baisse de 124,4 milliards d'ariary.

#### *Trésorerie et équivalent de trésorerie*

- De 674,2 milliards d'ariary à fin 2013 à 777,9 milliards d'ariary en 2014, les **encaisses** ont connu une évolution à la hausse de 103,7 milliards d'ariary, soit +15,4 pour cent.
- Au titre de l'exercice 2014, les **interventions de la BCM sur le marché monétaire** ont été soldées avant la fin de l'année.

La BCM a lancé des **Appels d'Offres Positifs (AOP)** au cours des mois de mai et juin 2014 pour un montant total de 80,0 milliards d'ariary, au taux moyen pondéré de 9,59 pour cent.

Les banques ont sollicité de la trésorerie à travers des **prises de pension ordinaire** pour ajuster leurs réserves obligatoires (RO) pour un total de 2 960,0 milliards d'ariary.

- Les **concours aux banques et aux institutions financières non résidentes** ont augmenté de 396,5 milliards d'ariary en 2014, soit près de 52,5 pour cent (1 152,2 milliards d'ariary en 2014 contre 755,6 milliards d'ariary en 2013). Ils sont composés des comptes ouverts auprès des correspondants non résidents, incluant les dépôts auprès du FMI.

#### *Créances-emplois assimilés et partie à court terme des créances à long terme*

##### *Concours au Trésor Public*

Les **concours au Trésor Public** se sont accrus de 299,2 milliards d'ariary en 2014 (509,4 milliards d'ariary en 2014 contre 210,2 milliards d'ariary en 2013) suite :

- à l'octroi d'avances pour un total de 366,0 milliards d'ariary suivant l'article 24 des Statuts de la BCM,
- à la hausse des intérêts et commissions sur les titres de créances négociables (TCN) pour 34,7 milliards d'ariary (124,3 milliards d'ariary en 2014 contre 89,6 milliards d'ariary en 2013) ;

et ce, malgré la réduction des encours en fin d'année des avances sur mobilisation de lettres de change pour 68,0 milliards d'ariary (19,1 milliards d'ariary en 2014 contre 87,1 milliards d'ariary en 2013).

D'autres créances sur l'Etat sont recensées dans les rubriques ci-dessous (titres de transaction, débiteurs divers).

#### Titres de transaction

Les titres de transaction en Ariary s'élèvent à 338,1 milliards d'ariary au 31 décembre 2014. Ils sont issus de la titrisation des créances de la BCM sur le Trésor Public (i)- lors de la consolidation en 2004 des arriérés de dettes pour 227,3 milliards d'ariary et (ii)- lors de la recapitalisation en 2007 pour 110,8 milliards d'ariary.

Ces créances sont rééchelonnées sur 20 ans et sont remboursables mensuellement à partir de mai 2016 avec un taux d'intérêt de 2 pour cent (conventions et avenants de juin 2015).

Les titres de transaction en devises, en contrevaletur de 55,4 milliards d'ariary au 31 décembre 2014, correspondent au portefeuille de titres déposés auprès de la Banque de Règlements Internationaux (BRI) s'élevant à 26,14 millions de Dollars australiens (AUD).

#### Titres disponibles à la vente (Available for sale - AFS)

S'élevant à 798,4 milliards d'ariary contre 877,2 milliards d'ariary à fin 2013, il s'agit des portefeuilles de titres souverains déposés auprès de la Banque de France et de la Federal Reserve Bank.

Des ajustements à la baisse du solde comptable des titres AFS en AUD, EUR et USD ont été effectués au titre de l'exercice 2014. Les régularisations opérées dans ce cadre s'élèvent au total à 7,2 milliards d'ariary en termes de contrevaletur, en déduction de leur solde sur les livres de la Banque avant l'audit (principal et coupon couru), lequel était surévalué par rapport à leur situation chez les dépositaires.

Les redressements ont concerné les réévaluations et les intérêts sur ces titres AFS antérieurs à 2014 pour -7,3 milliards d'ariary (imputés au report à nouveau) et au titre de 2014 pour + 0,1 milliard d'ariary (imputé en compte d'écarts de réévaluation sur titres AFS et en intérêts perçus sur titres en devises).

#### Titres détenus jusqu'à l'échéance (Held to maturity – HTM)

La BCM n'a pas eu recours à cette catégorie malgré l'expiration en 2012 de l'interdiction en application de la règle comptable du « Tainting rule » et ce, en raison de la situation qui prévalait en 2014.

#### Les comptes d'ordre et divers - Actifs

Le solde du **compte de liaison-actifs** s'est élevé à 0,5 milliard d'ariary au 31 décembre 2014, constitué des opérations inter-entités non dénouées au 31 décembre 2014.

De 26,0 milliards d'ariary à la fin de l'exercice 2013, la rubrique des **comptes d'attente débiteurs** a connu une diminution de 21,0 milliards d'Ariary due essentiellement à la régularisation des crédits de TVA de 2007 à 2010 s'élevant à 20,4 milliards d'ariary, non remboursés par l'Administration fiscale. Ils sont réintégrés en comptes d'immobilisations pour 5,6 milliards d'ariary et en report à nouveau (ajustement des charges sur exercices antérieurs) pour 14,8 milliards d'ariary.

La rubrique **débiteurs divers** a connu une réduction de 38,5 milliards d'ariary en 2014 (312,8 milliards d'ariary au 31 décembre 2014 contre 351,3 milliards d'ariary en 2013). Cette rubrique est constituée de:

- 113,2 milliards d'ariary de pertes de change réalisées sur les opérations d'importation de produits pétroliers redevables au Trésor Public,

- 91,7 milliards d'ariary d'avances et acomptes aux fournisseurs de billets et monnaies, de matériels fiduciaires et de pièces de rechange pour matériels fiduciaires,
- 82,2 milliards d'ariary de diverses créances sur l'Etat dont :
  - résultats déficitaires des exercices 2007 et 2008 respectivement pour 36,1 milliards d'ariary et 22,6 milliards d'ariary,
  - coûts de stérilisation des achats de devises sur le MID pour 21,8 milliards d'ariary,
  - cession de véhicules pour 1,7 milliard d'ariary,
- 19,2 milliards d'ariary de créances douteuses et contentieuses provisionnées à 100 pour cent,
- 6,2 milliards d'ariary de crédits de TVA de 2011 à 2014, en attente de remboursement mais en suspens suite au problème de qualification fiscale de la BCM,
- 0,3 milliard d'Ariary d'autres débiteurs divers.

Les créances sur le Trésor Public logées dans cette rubrique de « débiteurs divers » sont également rééchelonnées sur 20 ans et sont remboursables mensuellement à partir de mai 2016 avec un taux d'intérêt de 2 pour cent (conventions et avenants de juin 2015).

Les **valeurs reçues à l'encaissement** sont principalement des lettres de change en faveur du Trésor relatives à des paiements de droits de douanes, tirées sur les importateurs et avalisées par les banques commerciales locales. Elles sont conservées en attendant leurs dates d'échéance. Les effets non échus au 31 décembre 2014 ont atteint 23,7 milliards d'ariary contre 22,7 milliards d'ariary à fin 2013.

Les **comptes de régularisation et divers actifs-courants** ont connu une hausse de 15,8 milliards d'Ariary et se sont élevés à 70,0 milliards d'ariary à la fin de l'exercice 2014. Ils sont essentiellement constitués de la valeur du stock de billets et monnaies non émis pour 66,0 milliards d'ariary ainsi que des charges constatées d'avance rattachées à l'exercice 2014 pour 4,0 milliards d'ariary sur des emballages de billets et monnaies.

### 1.1.2. Les actifs non courants

Une baisse de 83,1 milliards d'ariary de la valeur des actifs non courants est enregistrée en 2014 (403,6 milliards d'ariary contre 486,7 milliards d'ariary en 2013) expliquée essentiellement par la diminution des immobilisations en cours pour 118,0 milliards d'ariary malgré la hausse des immobilisations corporelles pour 35,2 milliards d'ariary.

Les **immobilisations en cours** ont enregistré une baisse de 118,0 milliards d'ariary en 2014 par rapport à 2013 (53,8 milliards d'ariary en 2014 contre 171,8 milliards d'ariary en 2013), expliquée par :

- la mise en service, au titre de l'exercice 2014, de matériels fiduciaires ainsi que l'installation des pièces de rechange sur ces matériels, respectivement pour 6,1 milliards d'ariary et 9,8 milliards d'ariary,
- le reclassement en compte d'immobilisations des pièces détachées pour matériels fiduciaires pour 102,3 milliards d'ariary en application des normes comptables internationales.

S'élevant à 308,1 milliards d'ariary à fin 2013, la valeur nette des **immobilisations corporelles** a enregistré un accroissement de 35,3 milliards d'ariary en 2014 pour se chiffrer à 343,4 milliards d'ariary au 31 décembre 2014, évolution tirée par la hausse des équipements pour matériels fiduciaires (cf. reclassement comptable suscité en application des normes comptables internationales).

En application de la norme IAS 16, les pièces détachées pour matériels fiduciaires sont comptabilisées en immobilisations corporelles, à leur coût d'acquisition, sans transiter en immobilisations en cours. Par ailleurs, en application de la norme IAS 36, la BCM a décidé de constater une perte de valeur sur les pièces de rechange pour ces matériels fiduciaires en tenant compte du taux d'utilisation de ces pièces.

S'agissant d'opérations réalisées avant 2014, les ajustements ont entraîné une baisse des fonds propres pour 56 milliards d'ariary (cf. point 1.2.3 ci-après).

## 1.2. LES PASSIFS ET LES FONDS PROPRES

L'accroissement de 548,5 milliards d'ariary de la masse bilancielle en 2014 résulte principalement de l'évolution des passifs courants (+507,2 milliards d'ariary) et non courants (+106,9 milliards d'ariary), les fonds propres de la Banque ayant connu une régression de 65,6 milliards d'ariary.

### 1.2.1. LES PASSIFS COURANTS

De 3 433,5 milliards d'ariary en 2013, les passifs courants ont augmenté de 507,2 milliards d'ariary, soit 14,8 pour cent, pour se chiffrer à 3 940,7 milliards d'ariary à la fin de l'exercice 2014. Cette augmentation provient essentiellement des exigibles à court terme (+ 462,0 milliards d'ariary) et des dettes et ressources assimilées à court terme (+ 45,3 milliards d'ariary).

#### *Exigibles à court terme et équivalents*

Les **billets et monnaies émis** ont augmenté de 333,1 milliards d'ariary en 2014, soit 13,6 pour cent comparé à 2013 suite :

- aux retraits massifs des correspondants auprès notamment des Représentations Territoriales de Toamasina et de Sambava durant la campagne agricole des produits de rentes,
- à la baisse des billets valides en raison de la panne de quatre machines de triage au niveau du Siège au cours de second semestre.

Les émissions ont surtout concerné les billets, seulement 0,1 milliard d'ariary pour les monnaies.

Les **dépôts des établissements de crédit et institutions financières résidents** se sont accrus de 127,0 milliards d'ariary en 2014 comparé à 2013, soit 18,1 pour cent (700,2 milliards d'ariary en 2013 contre 827,2 milliards d'ariary en 2014) :

- les **dépôts des banques et organismes assimilés résidents** sont en hausse de 103,0 milliards d'ariary grâce aux dépôts des banques locales, en progression de 110,3 milliards d'ariary, compensée légèrement par la diminution de 7,2 milliards d'ariary du compte de Paositra Malagasy,
- les Appels d'Offres Négatifs (AON) lancés dans le cadre des **interventions de la BCM sur le marché monétaire** sont moins importants (200,5 milliards d'ariary dont 24,0 milliards d'ariary non échus au 31 décembre 2014).

Les **dépôts des Banques et institutions financières non résidentes** ont augmenté de 1,9 milliard d'Ariary en 2014, soit 95,2 pour cent (1,9 milliard d'Ariary en 2013 contre 3,8 milliards d'ariary en 2014) et sont constitués des dépôts du FMI et d'autres organismes assimilés non résidents tels que l'IBRD, l'IDA et la MIGA.

### ***Dettes, ressources assimilées et partie à court terme des dettes à long terme***

Comparativement au 31 décembre 2013, les **dépôts du Trésor Public** ont augmenté de 159,6 milliards d'ariary en 2014, soit 176,1 pour cent. Cette hausse concerne aussi bien les comptes courants que les dépôts affectés :

- de 10,8 milliards d'ariary en 2013 à 55,3 milliards en 2014, les **comptes courants** du Trésor Public, toutes devises confondues, se sont accrus de 44,5 milliards d'ariary, soit 411,8 pour cent, le compte de l'Agent Comptable Central Trésor (ACCT) étant passé créditeur de 62,6 milliards d'ariary contre un solde nul auparavant.
- de 79,9 milliards d'ariary à fin 2013 à 195,0 milliards d'ariary à fin 2014, les **comptes de dépôts affectés du Trésor Public** à des projets ou à des dons ont progressé de 115,1 milliards d'ariary, soit 144,1 pour cent.

### ***Emprunts auprès des institutions financières non-résidentes - part moins d'un an***

La **partie exigible à court terme - part moins d'un an** des dettes à long et moyen terme de la BCM vis-à-vis des Institutions financières étrangères s'est élevée à 44,2 milliards d'ariary au 31 décembre 2014 et a concerné les échéances des Facilités pour la Réduction de la Pauvreté et pour la Croissance (FRPC) en 2015 (contre valeur de XDR 11 740 800,00).

Au total, ces dettes se sont élevées en contre-valeur en Ariary à 621,8 milliards au 31 décembre 2014. La partie à plus d'un an est recensée au paragraphe 1.2.2 ci-après sous le paragraphe *Emprunts auprès des institutions financières non-résidentes – part à plus d'un an*.

### ***Titres de transaction – Passifs***

Cette rubrique a recensé la cession de titres par la BCM dans le cadre de l'apurement de l'excédent de liquidité bancaire. De 115,4 milliards d'ariary à fin décembre 2013, les **titres de transaction** ont été soldés au 31 décembre 2014 au vu du contexte.

### ***Comptes d'ordre et divers passifs***

Le solde des **comptes de liaison-passifs** est constitué des opérations passant par le système RTGS non dénouées au 31 décembre 2014 pour 0,2 milliard d'ariary.

Les **comptes d'attente créditeurs** ont diminué de 0,2 milliard d'Ariary en 2014 (6,1 milliards d'ariary à la fin de l'exercice 2014 contre 6,3 milliards d'ariary en 2013). Ils sont constitués essentiellement des avantages du personnel rattachés à l'exercice 2014 mais payables en 2015.

Par rapport à son solde au 31 décembre 2013 de 2,4 milliards d'ariary, la rubrique **créditeurs divers** a connu une hausse de 2,2 milliards d'ariary pour se situer à 4,6 milliards d'ariary. Elle est constituée essentiellement des dettes envers les fournisseurs pour 1,6 milliard d'ariary, d'impôt général sur les revenus pour 0,8 milliard d'ariary, de TVA collectée pour 1,4 milliard d'Ariary ainsi que de dettes vis-à-vis d'organismes sociaux pour 0,6 milliard d'ariary.

La rubrique **comptes exigibles après encaissement** est le reflet des valeurs reçues à l'encaissement comptabilisées à l'actif. Elle enregistre, entre autres, les flux de lettres de change en faveur du Trésor escomptées par la BCM ou conservées en attendant leur paiement à l'échéance.

## 1.2.2. LES PASSIFS NON COURANTS

De 477,0 milliards d'ariary à fin 2013, les passifs non courants se sont amplifiés de 106,9 milliards d'ariary pour se situer à 583,9 milliards d'ariary à fin 2014 suite notamment à l'augmentation de 107,6 milliards d'ariary de la part plus d'un an des dettes à long et moyen terme de la BCM vis-à-vis du FMI.

### Emprunts auprès des institutions financières non-résidentes – part à plus d'un an

La part à plus d'un an des dettes à long et moyen terme s'est soldée à 577,0 milliards d'ariary au 31 décembre 2014 contre 469,4 milliards d'ariary en 2013. Y sont enregistrées :

- les allocations de DTS du FMI pour Madagascar pour 369,0 milliards,
- les Facilités obtenues du FMI (FRPC et FCR) pour 208,0 milliards.

L'encours des FRPC et FCR - part à plus d'un an s'est élevé à XDR 55 297 600,00 au 31 décembre 2014 (soit en contrevaletur 208,0 milliards d'ariary), en augmentation de XDR 18 809 200,00 (soit 82,0 milliards d'ariary) par rapport à l'encours s'élevant à XDR 36 488 400,00 de 2013. En effet, Madagascar a bénéficié d'une FCR en 2014 pour XDR 30 550 000,00, soit 114,9 milliards d'ariary, enregistré dans les livres de la BCM au mois de juillet 2014.

## 1.2.3. LES FONDS PROPRES

Négatifs de 28,7 milliards d'ariary à la fin de l'exercice 2013, les fonds propres de la Banque ont connu une variation à la baisse de 65,6 milliards d'ariary en 2014, suite essentiellement à :

- La dégradation de 264,8 milliards d'ariary du compte de report à nouveau consécutive aux redressements d'opérations antérieures à 2014 ci-après :
  - perte de valeurs sur les pièces détachées pour 36 milliards d'ariary et dotation complémentaire aux amortissements pour 20 milliards d'ariary,
  - réintégration en report à nouveau des crédits de TVA de 2007 à 2010 non remboursés par l'Administration fiscale pour 14,8 milliards d'ariary,
  - régularisation des intérêts et des résultats de réévaluation antérieurs à 2014 sur les titres disponibles à la vente (AFS) pour 7,3 milliards d'ariary.

et ce, malgré l'amélioration du résultat de l'exercice pour 137,9 milliards d'ariary (+11,6 milliards d'ariary en 2014 contre – 126,3 milliards en 2013).

## II. LE COMPTE DE RESULTAT

Le **résultat net** de l'exercice 2014 s'est soldé par un profit de 11,6 milliards d'ariary contre un déficit de 126,3 milliards d'ariary en 2013, soit une amélioration de 137,9 milliards d'ariary

Ce bénéfice net est surtout attribuable au **produit net bancaire** de la période, se soldant par un gain de 122,9 milliards d'ariary, suite essentiellement au résultat de change réel de 118,6 milliards d'ariary sur les positions de change en devises. Le produit net bancaire est en amélioration comparé à son niveau de l'année dernière lequel était négatif de 17,7 milliards d'ariary.

Les **autres produits et charges opérationnelles** ont affiché un solde négatif de 103,6 milliards d'ariary, en dégradation par rapport à ceux de l'année précédente (perte de 85,8 milliards d'ariary). En revanche, ce déficit, causé par l'importance des frais généraux, est couvert par le Produit net Bancaire pour aboutir à un **Résultat avant réévaluation des positions de change** excédentaire de 19,3 milliards d'ariary en 2014 (contre une perte de - 103,5 milliards d'ariary en 2013).

Le **résultat de change latent** a atteint une perte de 7,7 milliards d'ariary pour l'exercice 2014, mieux que la perte latente de 22,8 milliards d'ariary de 2013.

### 1.1. LE PRODUIT NET BANCAIRE

La réalisation de ses attributions classiques par la BCM s'est soldée par un **produit net bancaire** positif de 122,9 milliards d'ariary en 2014 contre un solde négatif de 17,7 milliards d'ariary en 2013, soit une amélioration de 140,6 milliards d'ariary. Ce produit net bancaire positif est dû notamment au gain de change réel de 118,6 milliards d'ariary, et dans une moindre mesure au produit net des activités ordinaires pour 4,3 milliards d'ariary.

#### 1.1.1. Les produits des activités ordinaires

Le résultat des **activités ordinaires** de la BCM en 2014, autres que le résultat de change réel, s'est nettement amélioré et a affiché un produit net de 4,3 milliards d'ariary en 2014 (77,7 milliards d'ariary de produits des activités ordinaires contre 73,4 milliards d'ariary de charges de même nature). En effet, le résultat des opérations interbancaires, le résultat des opérations avec le Trésor Public ainsi que le résultat avec la clientèle se sont tous soldés par des produits en 2014.

Toutefois, les **charges de circulation fiduciaires** se sont alourdies, passant de 59,0 milliards d'ariary en 2013 à 65,5 milliards d'ariary en 2014 en raison de l'augmentation des émissions de billets.

#### 1.1.2. Le résultat de change réel

Le **résultat réel** sur toutes les opérations de change, toutes positions confondues, s'est soldé par un gain de change réel de 118,6 milliards d'ariary, en nette amélioration comparé à la perte de change réelle de 4,3 milliards d'ariary en 2013.

- Les opérations de change ordinaires de la Banque tout au long de l'exercice 2014 ont généré en somme un gain de change réel de 115,7 milliards d'ariary (contre un gain de 10,7 milliards d'ariary en 2013), grâce au niveau relativement bas du coût réel du stock de positions ordinaires accumulées à des cours inférieurs.

En effet, les coûts moyens d'acquisition en EUR et en USD ont commencé respectivement à Ar 2 976,75 et Ar 2 214,64 à fin 2013 et sont restés inférieurs au cours de l'Ariary sur le MID tout au long de l'année.

- Le résultat de change réel sur les opérations d'arbitrage Intraday pendant l'exercice 2014 s'est également soldé par un gain réel de 3,5 milliards d'ariary contre 2,5 milliards d'ariary en 2013, résultat positif obtenu malgré la forte volatilité de la parité EUR/USD sur le marché Forex et l'attitude prudente des opérateurs de la Banque. Cette hausse est due essentiellement

à la dépréciation de l'Ariary face à l'Euro et au Dollar américain.

## 1.2. LES AUTRES PRODUITS ET CHARGES OPERATIONNELS

Les **autres produits et charges opérationnels** de 2014 ont affiché un solde négatif de 103,6 milliards d'ariary contre 85,8 milliards d'ariary en 2013, soit une dégradation de la situation de 17,8 milliards d'ariary :

- Aucune **subvention** n'a été reçue au titre de l'exercice 2014 ;
- Les **produits divers d'exploitation** perçus en 2014 se sont chiffrés à 1,2 milliard d'ariary, composés notamment de la contribution des établissements de crédit aux frais de fonctionnement de la CSBF ;
- Les **reprises de provisions** au titre de l'exercice 2014 se sont élevées à 7,1 milliards d'ariary contre 7,3 milliards d'ariary en 2013. Elles ont concerné en grande partie les congés non pris ainsi que les charges de retraite au titre de l'exercice 2013 respectivement pour 3,3 milliards d'ariary et 3,6 milliards d'ariary ;
- S'élevant à 51,8 milliards d'ariary en 2014 contre 44,1 milliards d'ariary en 2013, les **frais de personnel** ont connu une hausse de 7,7 milliards d'ariary ;
- Les **impôts et taxes** ont connu une hausse de 1,0 milliard d'Ariary (1,3 milliard en 2014 contre 0,3 milliard en 2013) ;
- Les **charges diverses d'exploitation** ont atteint 16,6 milliards d'ariary en 2014 et ont été essentiellement constituées par les services extérieurs et les dépenses d'approvisionnement respectivement pour 12,0 milliards d'ariary et 3,3 milliards d'ariary.

Les **dotations aux amortissements et aux provisions** au titre de l'exercice 2014 se sont chiffrées à 42,2 milliards d'ariary contre 34,4 milliards d'ariary en 2013, soit une augmentation de 7,8 milliards d'ariary suite essentiellement à des ajustements à la hausse des pièces détachées pour matériels fiduciaires.

## 1.3. LE RESULTAT DE CHANGE LATENT

Le résultat de change latent au titre de l'exercice 2014, toutes positions et toutes devises confondues, s'est soldé par une **perte latente** de 7,7 milliards d'ariary mais s'est néanmoins amélioré comparé à la perte de change latente de 22,8 milliards d'ariary de 2013.

Cette perte latente de 2014 est surtout causée par celle résultant des opérations de change ordinaires (perte latente de 13,4 milliards d'ariary en 2014 contre 41,1 milliards d'ariary en 2013), les opérations de change relatives à la circulation fiduciaire étant soldées par un gain latent de 5,7 milliards d'ariary (contre un gain latent de 18,3 milliards d'ariary en 2013).

Dans l'ensemble, cette amélioration du résultat de change latent en 2014 a résulté essentiellement de la dépréciation de l'Ariary face aux devises, la majorité des positions de change en devises ayant diminué, à l'exception de celle en Euro.



### III. L'OPINION DE L'AUDITEUR

**Opinion de l'auditeur**  
sur les états financiers de la BCM  
clos au 31 Décembre 2014

Nous avons procédé à l'audit des comptes annuels (Bilan, Compte de Résultat, Hors Bilan et Etat de variation des Fonds propres) de la Banque Centrale de Madagascar (BCM) pour l'exercice clos au 31 Décembre 2014.

Ces comptes annuels ont été établis sous la responsabilité de la Direction Générale de la Banque Centrale de Madagascar. Cette responsabilité comprend la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou d'erreurs, le choix et l'application des principes comptables appropriés, ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables.

En tant qu'auditeur indépendant, il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes annuels. Nous avons effectué notre audit selon les normes internationales d'audit de l'IFAC. Ces normes requièrent la planification et la mise en œuvre de diligences qui permettent d'obtenir une assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes annuels. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

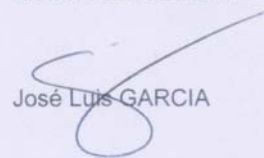
A notre avis, les comptes annuels de la Banque Centrale de Madagascar de l'exercice clos au 31 Décembre 2014, tels qu'ils sont présentés dans les tableaux (pages 2 à 11) ci-après et présentant un résultat bénéficiaire de 11.623.813.578,97Ariary, sont, sur tous leurs aspects significatifs et au regard des règles et principes du plan comptable de la Banque Centrale (PCB 2005), réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat de ses opérations pour l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la Banque Centrale de Madagascar à la fin de cet exercice.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention, sur la note 3.10 du Titre 2 qui décrit les corrections et changements comptables enregistrés dans les comptes de la Banque Centrale de Madagascar clos au 31 Décembre 2014 concernant les titres de créances négociables en devises, les équipements pour matériels fiduciaires ainsi que les crédits de TVA non remboursés par l'Administration fiscale.

Antananarivo, le 22 Octobre 2015  
L'Auditeur Externe  
Delta Audit

  
Roland RAMARIJAONA  
Partner

Deloitte & Associés

  
José Luis GARCIA



# ANNEXES

### Annexe 1 - Les Opérations Globales du Trésor (en milliards d'ariary)

Rubriques	2012	2013	2014
<b>RECETTES TOTALES</b>	<b>2 643,4</b>	<b>2,818.1</b>	<b>3,246.2</b>
<b>Recettes courantes</b>	<b>2380,5</b>	<b>2,522.0</b>	<b>2,653.3</b>
<i>Recettes budgétaires</i>	2 380,5	2,522.0	2,653.3
Recettes fiscales	2 263,0	2,451.5	2,588.8
Recettes non fiscales	117,5	70.5	64.5
<i>Recettes extrabudgétaires</i>	0,0	0.0	0.0
<b>Dons</b>	<b>262.9</b>	<b>296.1</b>	<b>592.9</b>
Dons courants	0,6	0.6	206.8
Dons en capital	262,3	295.5	386.1
<b>DEPENSES TOTALES</b>	<b>2 918,0</b>	<b>3,235.6</b>	<b>3,823.5</b>
<b>Dépenses courantes</b>	<b>2 322,8</b>	<b>2,505.2</b>	<b>2,824.5</b>
<i>Dépenses budgétaires</i>	2 013,4	2,326.2	2,632.3
Personnel	1 167,3	1,341.7	1,445.6
Fonctionnement hors intérêts	702,1	860.5	1,044.3
Intérêts dus	144,0	124.0	142.4
Sur dette extérieure	106,3	85.3	97.2
Sur dette intérieure	37,7	38.7	45.2
<i>Déficit sur autres opérations nettes du Trésor</i>	309,4	179.0	190.3
<i>Fonctionnement sur dons et aides</i>	0,0	0.0	1.9
<i>Dépenses exceptionnelles</i>	0,0	0.0	0.0
<b>Dépenses en capital</b>	<b>595,2</b>	<b>730.4</b>	<b>999.0</b>
Sur ressources extérieures	165,2	137.7	284.9
Sur ressources intérieures	430,0	592.7	714.1
<b>Coût des réformes structurelles</b>	<b>0,0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>SOLDE GLOBAL (base engagement)</b>	<b>-274,5</b>	<b>-417.4</b>	<b>-577.3</b>
<b>Variation des arriérés intérieurs</b>	<b>-20,0</b>	<b>-39.7</b>	<b>-49.3</b>
Arriérés à réengager	0,0	0.0	0.0
Apurements	-20,0	-39.7	-49.3
<b>SOLDE GLOBAL (base caisse)</b>	<b>-294,5</b>	<b>-457.1</b>	<b>-626.6</b>
<b>FINANCEMENT DU SOLDE GLOBAL</b>	<b>294,5</b>	<b>457.1</b>	<b>626.6</b>
<b>Extérieur net</b>	<b>98,5</b>	<b>233.7</b>	<b>309.9</b>
Tirages sur prêts projets	167,7	297.1	328.0
Amortissement (-)	-69,3	-63.4	-132.8
Aides budgétaires		0.0	114.7
<b>Intérieur net</b>	<b>196,1</b>	<b>223.4</b>	<b>316.6</b>
Système bancaire	266,2	440.0	117.0
dont BCM (nette)	93,3	271.0	222.2
Secteur non bancaire	-100,6	63.4	16.5
Différence de réévaluation	-8,2	-11.9	-0.1
Recettes de privatisation	0,0	0.0	0.0
Dépôts des correspondants du Trésor	38,7	-268.1	183.2

**Annexe 2 - Situation monétaire  
(en millions d'ariary)**

Rubriques	2012	2013	2014
	Décembre	Décembre	Décembre
<b>AVOIRS</b>			
AVOIRS EXTERIEURS NETS	2 593 666,2	1 839 778,4	2 151 728,9
BCM	1 842 695,3	1 218 839,3	1 381 871,7
Avoirs extérieurs bruts	2 385 836,0	1 733 931,8	2 006 021,8
Arriérés de paiements extérieurs(-)	0,0	0,0	0,0
Engagements extérieurs (-)	543 140,6	515 092,5	624 150,1
Banques de Dépôts	750 970,9	620 939,2	769 857,2
Avoirs extérieurs bruts	870 833,7	763 639,8	924 018,5
Engagements extérieurs (-)	119 862,8	142 700,7	154 161,3
CREANCES NETTES SUR L'ETAT	604 288,5	1 118 668,5	1 232 089,8
Créances nettes du système bancaire	420 735,3	860 749,1	977 747,4
BCM	158 601,6	429 599,2	651 844,4
Banques de Dépôts	262 133,7	431 150,0	325 903,0
Autres Créances nettes	183 553,2	257 919,4	254 342,4
CREANCES SUR SECTEUR PARA-PUBLIC & PRIVE	2 440 367,9	2 824 221,7	3 349 955,7
BCM	8 654,7	9 075,3	8 279,6
Banques de Dépôts	2 398 531,9	2 792 644,4	3 319 050,9
Trésor (Lettres de change totales)	33 181,3	22 502,0	22 625,1
<b>TOTAL DES AVOIRS</b>	5 638 322,6	5 782 668,6	6 733 774,4
<b>ENGAGEMENTS</b>			
AGREGAT (M3)	5 599 332,6	5 893 928,2	6 549 305,7
Agrégat (M2)	4 762 708,9	5 190 990,1	5 698 028,6
Disponibilités Monétaires (M1)	3 389 908,1	3 552 922,4	3 912 369,2
Circulation fiduciaire hors banques	1 516 742,6	1 607 535,7	1 825 522,4
Dépôts à vue	1 873 165,5	1 945 386,6	2 086 846,8
Quasi-monnaie (M2-M1)	1 372 800,8	1 638 067,8	1 785 659,4
Dépôts d'Epargne	1 016 325,6	1 237 723,4	1 371 026,7
Dépôts à terme	356 475,2	400 344,4	414 632,7
Dépôts en devises des résidents	803 790,6	666 454,1	808 658,5
Obligations	32 833,0	36 484,0	42 618,6
AUTRES POSTES NETS	38 989,9	-111 259,6	184 468,7
Comptes de capital	890 339,2	924 676,3	1 008 614,2
Immobilisations (-)	672 507,0	661 017,1	569 667,0
Divers nets	-135 894,9	-248 331,1	-368 784,0
Gains ou pertes de change	-42 947,4	-126 587,6	114 305,5
<b>TOTAL DES ENGAGEMENTS</b>	5 638 322,5	5 782 668,6	6 733 774,4
=====	=====	=====	=====
DONNEES CONNEXES			
-----			
LETTRES DE CHANGE (-)	33 181,3	22 502,0	22 625,1
Contrepartie DEPOTS AU C.C.P.	3 059,1	1 849,2	1 809,5
Contrepartie DEPOTS A LA C.E.M	213 675,4	278 572,1	275 158,1
TOTAL AUTRES CREANCES NETTES SUR L'ETAT	183 553,2	257 919,4	254 342,4

**Annexe 3 - Situation de la BCM**  
**(en millions d'ariary)**

Rubriques	2012	2013	2014
	Décembre	Décembre	Décembre
<b>AVOIRS</b>			
AVOIRS EXTERIEURS	2 385 836,0	1 733 931,8	2 006 021,8
Billets	61,9	50,8	47,5
Dépôts à vue	331 071,4	156 367,8	233 535,8
Dépôts à terme et titres	1 700 149,1	1 257 404,7	1 482 229,0
Autres Avoirs Extérieurs	354 553,6	320 108,5	290 209,5
dont Avoirs en DTS	314 427,1	289 288,3	266 397,0
CREANCES SUR L'ETAT	486 341,4	540 885,2	918 529,4
Avances statutaires	0,0	33 423,2	366 017,5
Concours au Trésor	<b>0,0</b>	0,0	0,0
. Avances consolidées (CONVENTION 1992)	0,0	0,0	0,0
. Concours en devises	0,0	0,0	0,0
. Prêt à moyen et long termes	0,0	0,0	0,0
Convention mars 2004	0,0	0,0	0,0
Lettres de change escomptées	65 318,3	87 142,7	19 037,9
Compte-Courant chez PAOMA	0,0	0,0	0,0
Opération sur titres	338 116,7	338 116,7	338 116,7
Autres créances sur l'Etat	82 906,4	82 202,6	195 357,3
CREDITS A L'ECONOMIE	8 654,7	9 075,3	8 279,6
Entreprises publiques	0,0	0,0	0,0
Particuliers et Ménages	8 654,7	9 075,3	8 279,6
Autres	0,0	0,0	0,0
CREANCES SUR LES BANQUES	-110 500,0	-110 800,0	-24 000,0
Pensions	0,0	0,0	0,0
Appels d'offre	0,0	0,0	-24 000,0
Ventes titres du Trésor	-110 500,0	-110 800,0	0,0
<b>TOTAL DES AVOIRS</b>	<b>2 770 332,0</b>	<b>2 173 092,2</b>	<b>2 908 830,9</b>
<b>ENGAGEMENTS</b>			
BASE MONETAIRE	2 611 394,5	2 452 010,8	2 797 047,3
Circulation fiduciaire hors banques	1 516 742,6	1 607 535,7	1 825 522,4
Encaisses des Banques	122 434,2	153 246,6	169 993,6
Comptes courants des Banques	972 217,7	691 228,5	801 531,3
DEPOTS A VUE DES RESIDENTS	151,2	177,0	1 149,0
DEPOTS A TERME DES RESIDENTS	0,0	0,0	0,0
DEPOTS EN DEVISES DES RESIDENTS	566,9	605,3	597,7
AVOIRS DE L'ETAT	327 739,8	111 286,0	266 685,1
Comptes courants du Trésor	29 365,6	0,0	62 559,1
Fonds de contrevaieur	37 372,1	32 868,6	31 670,5
Autres avoirs	148 937,4	28 804,2	16 459,5
Comptes du Trésor en devises	104 947,2	37 902,9	149 635,6
Encaisses Comptables Publics	7 117,5	11 710,4	6 360,4
ENGAGEMENTS EXTERIEURS A COURT TERME	198 482,3	171 740,4	255 134,1
Dépôts des non-résidents	838,1	840,0	2 439,1
Organisations Internationales.+ SMN	427,8	342,3	504,6
FAS-FASR - FRPC	197 216,3	170 558,1	252 190,4
ARRIERES DE PAIEMENTS EXTERIEURS	0,0	0,0	0,0
ENGAGEMENTS EXTERIEURS A MOYEN ET LONG TERME	344 658,3	343 352,1	369 016,0
Emprunts Extérieurs	0,0	0,0	0,0
Réaménagements de dettes	0,0	0,0	0,0
Allocation de DTS	344 658,3	343 352,1	369 016,0
AUTRES POSTES NETS	-712 661,1	-906 079,4	-780 798,3
Capitaux et réserves	212 267,3	211 989,8	207 750,0
Immobilisations(-)	499 950,9	480 849,0	391 690,4
Divers nets	-382 030,1	-510 632,7	-711 163,5
Passif	3 820 827,1	5 243 346,5	6 717 726,7
Actif (-)	4 202 857,2	5 753 979,2	7 428 890,1
Gains ou pertes de change	-42 947,4	-126 587,6	114 305,5
<b>TOTAL DES ENGAGEMENTS</b>	<b>2 770 332,0</b>	<b>2 173 092,2</b>	<b>2 908 830,9</b>

**Annexe 4 - Situation des banques de dépôts  
(en millions d'ariary)**

Rubriques	2012	2013	2014
	Décembre	Décembre	Décembre
<b>AVOIRS</b>			
DISPONIBILITES	1 094 651,9	844 475,1	971 524,9
Encaisses en ariary	122 434,2	153 246,6	169 993,6
Compte courant auprès de la B.C.M.	972 217,7	691 228,5	801 531,3
AVOIRS EXTERIEURS	870 833,7	763 639,8	924 018,5
Avoirs disponibles	271 282,2	312 991,0	409 296,8
Autres avoirs extérieurs	599 551,5	450 648,8	514 721,7
Secteur bancaire et assimilé	492 312,0	358 966,1	403 502,1
Secteur non bancaire	107 239,5	91 682,7	111 219,6
CREANCES SUR L'ETAT	855 277,1	810 357,7	694 897,6
Trésor	854 128,7	809 464,5	693 432,4
O P C A	147,6	165,0	196,1
Postes	1 000,8	728,2	1 269,1
CREANCES SUR L'ECONOMIE	2 398 531,9	2 792 644,4	3 319 050,9
Crédits	2 372 291,4	2 767 612,5	3 298 017,9
Crédits à court terme	1 290 017,2	1 579 353,1	1 862 270,7
Particuliers	148 144,9	189 450,3	231 090,6
Entreprises privées	1 091 832,3	1 337 185,3	1 552 790,5
Entreprises publiques	50 040,0	52 717,5	78 389,6
Crédits à moyen et long terme	1 082 274,2	1 188 259,4	1 435 747,1
Particuliers	412 171,4	499 522,4	636 111,4
Entreprises privées	667 261,8	687 100,9	798 949,6
Entreprises publiques	2 841,0	1 636,0	686,2
Autres concours	26 240,5	25 031,9	21 033,1
<b>TOTAL DES AVOIRS</b>	<b>5 219 294,5</b>	<b>5 211 117,0</b>	<b>5 909 491,9</b>
<b>ENGAGEMENTS</b>			
ENGAGEMENTS AUPRES DE LA B.C.M	-110 500,0	-110 800,0	-24 000,0
Pensions	0,0	0,0	0,0
Appels d'offre	0,0	0,0	-24 000,0
Ventes titres du Trésor	-110 500,0	-110 800,0	0,0
ENGAGEMENTS EXTERIEURS A COURT TERME	115 771,8	92 636,3	99 309,0
Secteur bancaire et assimilé	24 086,9	8 240,8	13 705,7
Secteur non bancaire	91 684,9	84 395,5	85 603,4
ENGAGEMENTS EXTERIEURS A MOYEN ET LONG TERME	4 091,0	50 064,4	54 852,2
Secteur bancaire et assimilé	3 372,0	49 345,4	51 268,2
Secteur non bancaire	719,0	719,0	3 584,0
AVOIRS DE L'ETAT	593 143,4	379 207,8	368 994,6
Trésor	1 023,0	845,0	726,0
O P C A	592 108,7	378 314,2	367 737,0
Postes	11,7	48,6	531,6
DEPOTS DE LA CLIENTELE	3 832 304,3	3 968 704,8	4 402 450,4
Dépôts à vue	1 869 955,2	1 943 360,4	2 083 888,3
Dépôts à terme, dépôts d'épargne et en devises	1 962 349,2	2 025 344,4	2 318 562,1
Dépôts à terme	356 475,2	400 344,4	414 632,7
Dépôts d'épargne	802 650,2	959 151,3	1 095 868,6
Dép. devises des résidents	803 223,7	665 848,7	808 060,8
OBLIGATIONS	32 833,0	36 484,0	42 618,6
AUTRES POSTES NETS	751 651,0	794 819,8	965 267,1
Comptes de capital	678 071,9	712 686,5	800 864,2
Fonds propres	462 276,6	479 095,3	542 625,5
Provisions pour CDLC	215 795,2	233 591,2	258 238,7
Immobilisations (-)	172 556,1	180 168,1	177 976,6
Divers nets	246 135,2	262 301,4	342 379,5
Passif	472 802,7	568 676,8	667 570,4
Actif (-)	226 667,6	306 375,3	325 190,9
<b>TOTAL DES ENGAGEMENTS</b>	<b>5 219 294,5</b>	<b>5 211 117,1</b>	<b>5 909 491,9</b>

## Annexe 5 - Balance des paiements

(en millions de DTS)

Rubriques	2012 [*]	2013 [*]	2014 [**]
<b>1-TRANSACTIONS COURANTES</b>	<b>-495,4</b>	<b>-408,7</b>	<b>-16,8</b>
<b>1.1-BIENS ET SERVICES</b>	<b>-680,3</b>	<b>-604,9</b>	<b>-302,7</b>
<b>BALANCE COMMERCIALE</b>	<b>-727,4</b>	<b>-558,0</b>	<b>-360,0</b>
<b>Exportations FOB</b>	<b>989,7</b>	<b>1 265,1</b>	<b>1 444,8</b>
Dont Zone Franche	389,5	422,0	434,6
Girofle	125,0	71,9	72,5
Produits pétroliers	68,0	58,6	53,8
Minerais de titane et de zirconium	75,8	62,6	52,7
Nickel et de cobalt	56,5	282,2	447,3
<b>Importations FOB</b>	<b>-1 717,1</b>	<b>-1 823,1</b>	<b>-1 804,8</b>
Dont Imports CAF Energie	-462,7	-437,5	-424,1
Biens d'équipement	-304,6	-289,5	-282,8
Zone Franche	-280,5	-327,0	-330,8
Matières premières	-365,6	-382,8	-405,6
Biens de consommation	-250,9	-260,1	-260,3
Riz	-61,6	-125,8	-99,1
<b>SERVICES NETS</b>	<b>47,1</b>	<b>-46,9</b>	<b>57,3</b>
<b>Exportations de services</b>	<b>860,1</b>	<b>831,0</b>	<b>858,4</b>
a-Transports	288,3	281,3	255,5
b-Voyages	365,0	377,3	438,0
c-Privés	202,4	165,0	156,9
d-Publics	4,4	7,2	8,0
<b>Importations de services</b>	<b>-813,1</b>	<b>-877,9</b>	<b>-801,1</b>
a-Transports	-380,6	-434,6	-417,1
b-Voyages	-70,7	-87,9	-103,3
c-Privés	-278,8	-268,7	-191,8
d-Publics	-83,0	-86,7	-88,8
<b>1.2 REVENUS DES INVESTISSEMENTS</b>	<b>-205,5</b>	<b>-221,0</b>	<b>-197,0</b>
<b>RECETTES</b>	<b>22,2</b>	<b>11,8</b>	<b>9,6</b>
Revenus des investissements	12,3	1,0	0,0
Autres	9,8	10,8	9,5
dont employés	9,8	10,8	9,5
<b>PAIEMENTS</b>	<b>-227,7</b>	<b>-232,8</b>	<b>-206,5</b>
Revenus des investissements	-202,0	-213,4	-191,1
a-Dividendes	-190,1	-200,3	-178,7
b-Intérêts de la dette	-11,9	-13,1	-12,3
Dont intérêts publics	<b>-11,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-12,3</b>
Employés	-25,7	-19,4	-15,5
<b>1.3-TRANSFERTS COURANTS</b>	<b>390,4</b>	<b>417,2</b>	<b>482,8</b>
<b>ADMINISTRATIONS PUBLIQUES</b>	<b>44,2</b>	<b>44,5</b>	<b>84,7</b>
Aide budgétaire	0,0	0,0	54,8
Autres nets	44,2	44,5	29,9
<b>AUTRES SECTEURS</b>	<b>346,2</b>	<b>372,7</b>	<b>398,2</b>
<b>2-OPERATIONS EN CAPITAL ET FINANCIERES</b>	<b>458,5</b>	<b>241,8</b>	<b>48,3</b>
<b>2.1-OPERATIONS EN CAPITAL</b>	<b>78,1</b>	<b>88,1</b>	<b>85,1</b>
ADMINISTRATION PUBLIQUE	78,1	88,1	85,1
AUTRES SECTEURS	0,0	0,0	0,0
<b>2.2-OPERATIONS FINANCIERES</b>	<b>380,4</b>	<b>153,7</b>	<b>-36,8</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS (NET)	507,7	362,8	206,5
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	0,0	0,0	-0,8
AUTRES INVESTISSEMENTS	-127,3	-209,1	-242,5
<b>GOUVERNEMENT</b>	<b>25,0</b>	<b>66,6</b>	<b>82,7</b>
a-Tirages	50,1	88,5	118,7
b-Amortissement	-25,1	-21,9	-36,0
<b>AUTRES SECTEURS</b>	<b>-132,8</b>	<b>-118,1</b>	<b>-114,0</b>
a-Tirages	32,3	46,8	27,8
b-Amortissement	-165,2	-165,0	-141,8
BANQUES (NET)	-12,3	34,8	-24,9
AUTRES (NET)	-7,1	-192,5	-186,3
<b>3-ERREURS ET OMISSIONS</b>	<b>-17,2</b>	<b>-7,7</b>	<b>-14,8</b>
<b>4-BALANCE GLOBALE</b>	<b>-54,1</b>	<b>-174,5</b>	<b>16,6</b>
<b>5-FINANCEMENT</b>	<b>54,1</b>	<b>174,5</b>	<b>-16,6</b>
<b>5.1-AVOIRS EXT NET (augmentation -)</b>	<b>54,1</b>	<b>174,5</b>	<b>-16,6</b>
FMI NET	-4,4	-6,2	17,5
AUTRES AVOIRS (augmentation -)	58,6	180,7	-34,2
<b>5.2-ALLEGEMENT ET ANNULATION DE LA DETTE</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Source : Banque Centrale de Madagascar, (\*) Données mises à jour, (\*\*) Réalisations provisoires.

## Annexe 6 - Taux de change

### Valeur d'un euro exprimée en ariary

EURO	2012		2013		2014	
	Moyenne période	Fin de période	Moyenne période	Fin de période	Moyenne période	Fin de période
Janvier	2 866,6	2 868,2	2 964,8	2 964,8	3 084,2	3 105,7
Février	2 876,7	2 897,3	2 941,1	2 895,8	3 160,1	3 191,2
Mars	2 829,6	2 805,2	2 877,3	2 874,5	3 206,1	3 207,8
Avril	2 753,6	2 740,6	2 862,4	2 846,6	3 200,7	3 211,1
Mai	2 688,5	2 648,2	2 849,2	2 858,1	3 199,8	3 193,5
Juin	2 714,2	2 774,9	2 869,4	2 860,6	3 200,1	3 222,8
Juillet	2 783,7	2 783,5	2 868,6	2 879,4	3 273,3	3 299,7
Août	2 791,7	2 815,9	2 884,4	2 884,8	3 279,9	3 249,6
Septembre	2 855,4	2 849,5	2 892,9	2 913,8	3 211,2	3 176,4
Octobre	2 854,3	2 862,6	2 965,2	2 987,3	3 186,4	3 200,1
Novembre	2 881,7	2 922,8	3 015,9	3 042,0	3 234,4	3 251,7
Décembre	2 962,7	2 980,7	3 065,9	3 077,3	3 193,9	3 167,3
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>2 821,5</b>		<b>2 921,4</b>		<b>3 202,5</b>	

Source : Banque Centrale de Madagascar.

### Valeur du dollar US exprimée en ariary

USD	2012		2013		2014	
	Moyenne période	Fin de période	Moyenne période	Fin de période	Moyenne période	Fin de période
Janvier	2 220,9	2 171,9	2 235,7	2 194,1	2 269,2	2 295,7
Février	2 177,2	2 156,4	2 201,6	2 203,7	2 316,7	2 319,4
Mars	2 143,3	2 100,7	2 220,9	2 234,3	2 322,6	2 328,5
Avril	2 087,3	2 072,6	2 200,8	2 174,9	2 324,7	2 323,5
Mai	2 097,9	2 133,6	2 192,4	2 196,8	2 328,2	2 344,8
Juin	2 165,7	2 210,1	2 179,6	2 183,8	2 354,7	2 360,1
Juillet	2 262,9	2 268,7	2 198,1	2 187,9	2 419,3	2 464,6
Août	2 252,2	2 248,3	2 179,6	2 185,4	2 464,2	2 464,5
Septembre	2 221,7	2 204,0	2 203,4	2 225,6	2 485,9	2 512,5
Octobre	2 201,3	2 213,5	2 193,6	2 175,1	2 513,7	2 538,1
Novembre	2 248,3	2 248,5	2 236,0	2 236,1	2 591,1	2 605,2
Décembre	2 260,8	2 270,6	2 241,2	2 236,0	2 587,5	2 596,7
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>2 195,0</b>		<b>2 206,9</b>		<b>2 414,8</b>	

Source : Banque Centrale de Madagascar.

### Valeur du DTS exprimée en ariary

DTS	2012		2013		2014	
	Moyenne période	Fin de période	Moyenne période	Fin de période	Moyenne période	Fin de période
Janvier	3 408,7	3 360,9	3 433,0	3 380,3	3 484,8	3 526,7
Février	3 371,7	3 352,7	3 365,6	3 338,2	3 566,8	3 575,0
Mars	3 302,7	3 254,2	3 343,8	3 351,7	3 594,8	3 599,0
Avril	3 221,2	3 211,3	3 309,1	3 282,4	3 599,2	3 602,9
Mai	3 211,7	3 222,3	3 284,1	3 292,5	3 602,5	3 612,0
Juin	3 282,0	3 354,0	3 301,0	3 284,3	3 627,9	3 648,4
Juillet	3 409,1	3 421,9	3 306,0	3 310,9	3 729,5	3 774,1
Août	3 408,4	3 421,9	3 310,5	3 311,5	3 760,5	3 742,1
Septembre	3 413,7	3 399,0	3 355,1	3 414,3	3 729,5	3 725,0
Octobre	3 390,4	3 399,0	3 376,3	3 358,3	3 736,8	3 780,2
Novembre	3 436,3	3 450,3	3 422,1	3 432,9	3 801,2	3 814,6
Décembre	3 480,3	3 500,0	3 446,8	3 455,1	3 772,8	3 761,9
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>3 361,3</b>		<b>3 354,5</b>		<b>3 667,2</b>	

Source : Banque Centrale de Madagascar.

**Annexe 7 - Evolution des importations**  
**(Valeur en millions de DTS ; Volume en milliers de tonnes)**  
**(Prix en DTS par Kg sauf indication contraire)**

Rubriques		2012	2013	2014 [*]
<b>Alimentation</b>	<b>Valeur</b>	<b>167,6</b>	<b>268,0</b>	<b>235,8</b>
	Poids (en tonnes)	416 239,5	736 419,8	675 359,4
	Prix Unitaire (DTS par tonne)	402,8	363,9	349,2
<i>Dont riz</i>	<b>Valeur</b>	<b>61,6</b>	<b>125,8</b>	<b>99,1</b>
	Poids (en tonnes)	202 869,0	425 000,5	364 710,7
	Prix Unitaire (DTS par tonne)	303,8	296,0	271,8
<b>Autres</b>	<b>Valeur</b>	<b>106,0</b>	<b>142,2</b>	<b>136,7</b>
	Poids (en tonnes)	213 370,5	311 419,3	310 648,7
	Prix Unitaire (DTS par tonne)	496,8	456,6	440,1
<b>Energie</b>	<b>Valeur</b>	<b>462,7</b>	<b>437,5</b>	<b>424,1</b>
	Poids (en tonnes métriques)	713 462,1	680 231,6	701 181,4
	Prix Unitaire	648,5	643,1	604,8
<b>Equipements</b>	<b>Valeur</b>	<b>304,6</b>	<b>289,5</b>	<b>282,8</b>
	Poids	94,4	94,7	99,0
	Prix Unitaire	3,2	3,1	2,9
<b>Matières Premières</b>	<b>Valeur</b>	<b>365,6</b>	<b>382,8</b>	<b>405,6</b>
	Poids	1 424,4	2 152,9	2 799,2
	Prix Unitaire	0,3	0,2	0,1
<b>Biens de consommation</b>	<b>Valeur</b>	<b>250,9</b>	<b>260,1</b>	<b>260,3</b>
	Poids	164,5	159,7	167,0
	Prix Unitaire	1,5	1,6	1,6
<b>Autres Régimes Douaniers</b>	<b>Valeur</b>	<b>188,1</b>	<b>180,0</b>	<b>183,8</b>
	Poids	109,4	102,9	102,2
	Prix Unitaire	1,7	1,7	1,8
<b>Zone Franche</b>	<b>Valeur</b>	<b>280,5</b>	<b>327,0</b>	<b>330,8</b>
	Poids	62,7	73,0	74,8
	Prix Unitaire	4,5	4,5	4,4
<b>Total CAF</b>	<b>Valeur</b>	<b>2 020,1</b>	<b>2 144,8</b>	<b>2 123,3</b>
<b>Total FOB</b>	<b>Valeur</b>	<b>1 717,1</b>	<b>1 823,1</b>	<b>1 804,8</b>

Source : Banque Centrale de Madagascar, (\*) Données mises à jour, (\*\*) Réalisations provisoires.

**Annexe 8 - Evolution des exportations**  
**(Valeur en millions de DTS, Volume en milliers de tonnes)**  
**(Prix en DTS par Kg sauf indication contraire)**

Rubriques		2012	2013	2014 [*]
Café vert	<b>Valeur</b>	<b>5,7</b>	<b>14,6</b>	<b>10,1</b>
	Volume	4,2	12,9	8,7
	Prix unitaire	1,3	1,1	1,2
Vanille	<b>Valeur</b>	<b>13,7</b>	<b>50,0</b>	<b>74,4</b>
	Volume	1,1	2,1	2,3
	Prix unitaire	12,0	24,3	32,8
Girofle	<b>Valeur</b>	<b>125,0</b>	<b>71,9</b>	<b>72,5</b>
	Volume	22,4	12,6	11,6
	Prix unitaire	5,6	5,7	6,3
Poivre	<b>Valeur</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,8</b>
	Volume	1,7	1,9	1,9
	Prix unitaire	2,9	2,7	3,6
Crevettes	<b>Valeur</b>	<b>17,1</b>	<b>17,9</b>	<b>20,4</b>
	Volume	3,7	3,5	3,7
	Prix unitaire	4,7	5,1	5,5
Sucre	<b>Valeur</b>	<b>22,3</b>	<b>22,8</b>	<b>7,7</b>
	Volume	47,6	68,1	24,1
	Prix unitaire	0,5	0,3	0,3
Cacao en fèves	<b>Valeur</b>	<b>12,2</b>	<b>11,3</b>	<b>13,0</b>
	Volume	10,4	9,4	8,3
	Prix unitaire	1,2	1,2	1,6
Tissus de coton	<b>Valeur</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
	Volume	0,0	0,0	0,0
	Prix unitaire	4,3	4,9	0,4
Fibres de sisal	<b>Valeur</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>
	Volume	6,8	7,5	7,4
	Prix unitaire	0,6	0,6	0,7
Produits pétroliers	<b>Valeur</b>	<b>68,0</b>	<b>58,6</b>	<b>53,8</b>
	Volume	78,2	65,9	64,5
	Prix unitaire	0,9	0,9	0,8
Minerai de chrome	<b>Valeur</b>	<b>12,3</b>	<b>13,4</b>	<b>11,9</b>
	Volume	111,5	110,0	95,8
	Prix unitaire	0,1	0,1	0,1
Graphite	<b>Valeur</b>	<b>2,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>
	Volume	3,5	6,1	5,7
	Prix unitaire	0,7	0,6	0,6
Essence de girofle	<b>Valeur</b>	<b>9,6</b>	<b>19,0</b>	<b>17,6</b>
	Volume	1,1	2,1	1,9
	Prix unitaire	8,7	9,2	9,0
Minerais de titane	<b>Valeur</b>	<b>47,5</b>	<b>49,5</b>	<b>41,0</b>
	Volume	502,7	526,4	312,8
	Prix unitaire	0,1	0,1	0,1
Minerais de zirconium	<b>Valeur</b>	<b>28,3</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>
	Volume	65,0	31,3	28,1
	Prix unitaire	0,4	0,4	0,4
Nickel	<b>Valeur</b>	<b>50,0</b>	<b>246,0</b>	<b>390,2</b>
	Volume	4,5	25,6	36,1
	Prix unitaire	11,1	9,6	10,8
Cobalt	<b>Valeur</b>	<b>6,5</b>	<b>36,2</b>	<b>57,1</b>
	Volume	0,4	2,1	2,9
	Prix unitaire	17,2	17,5	19,6
AUTRES	<b>Valeur</b>	<b>139,3</b>	<b>148,7</b>	<b>172,2</b>
	Volume	250,2	277,8	311,3
	Prix unitaire	0,6	0,5	0,6
AUTRES REGIMES DOUANIERS	<b>Valeur</b>	<b>31,2</b>	<b>56,4</b>	<b>41,7</b>
	Volume	9,8	7,0	7,3
	Prix unitaire	3,2	8,0	5,7
ZONE FRANCHE	<b>Valeur</b>	<b>389,5</b>	<b>422,0</b>	<b>434,6</b>
	Volume	38,3	39,2	39,9
	Prix unitaire	10,2	10,8	10,9
<b>TOTAL</b>		<b>989,7</b>	<b>1 265,1</b>	<b>1 444,8</b>

Source : Banque Centrale de Madagascar, (\*) Données mises à jour, (\*\*) Réalisations provisoires.

**Annexe 9 - Bilan de la Banque Centrale de Madagascar : ACTIFS**  
arrêté au 31 décembre 2014  
(exprimé en ariary)

RUBRIQUES	Montant en Ariary AU 31/12/2014	Contrevaleur des montants en devises AU 31/12/2014	Amortissements / Perte de valeur AU 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues AU 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues AU 31/12/2013
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
<i>Trésorerie et équivalents de trésorerie</i>	<b>777 962 098 806,53</b>	<b>1 152 204 173 755,72</b>	<b>0,00</b>	<b>1 930 166 272 562,25</b>	<b>1 429 944 547 467,54</b>
Caisses et divers	777 858 736 729,80	47 532 952,12	0,00	777 906 269 681,92	674 209 164 348,01
Concours aux Etablissements de crédit et aux institutions financières résidentes	103 362 076,73	0,00	0,00	103 362 076,73	107 700 268,26
<i>Interventions sur le Marché Monétaire</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Autres concours</i>	103 362 076,73	0,00	0,00	103 362 076,73	107 700 268,26
Concours aux banques et aux institutions financières non résidentes	0,00	1 152 156 640 803,60	0,00	1 152 156 640 803,60	755 627 682 851,27
<b>Créances - emplois assimilés et parties à court terme des créances à long terme</b>	<b>1 262 166 486 080,87</b>	<b>853 817 579 181,69</b>	<b>-19 350 974 327,55</b>	<b>2 096 633 090 935,01</b>	<b>1 965 221 692 424,22</b>
Concours au Trésor Public	509 368 894 232,57	0,00	0,00	509 368 894 232,57	210 185 180 052,15
<i>Prêts au Trésor Public</i>	490 330 991 545,57	0,00	0,00	490 330 991 545,57	123 042 475 304,15
<i>Pension et escompte de Lettres de change</i>	19 037 902 687,00	0,00	0,00	19 037 902 687,00	87 142 704 748,00
Concours à la Clientèle	2 541 825 818,50	0,00	-110 972 845,55	2 430 852 972,95	3 080 410 422,90
Titres de transaction	338 116 741 189,20	55 412 103 708,39	0,00	393 528 844 897,59	439 122 153 430,44
Titres disponibles à la vente	0,00	798 405 475 473,30	0,00	798 405 475 473,30	877 247 817 900,80
Titres détenus jusqu'à l'échéance	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Compte de liaison-actifs	540 957 947,97	0,00	0,00	540 957 947,97	709 289 377,86
Comptes d'attente débiteurs	5 068 463 747,69	0,00	0,00	5 068 463 747,69	25 982 756 618,94
Débiteurs divers	312 814 020 615,08	0,00	-19 240 001 482,00	293 574 019 133,08	332 012 803 663,69
Valeurs reçues à l'encaissement	23 732 090 659,68	0,00	0,00	23 732 090 659,68	22 689 766 047,00
Compte de régularisation et divers actifs-courants	69 983 491 870,18	0,00	0,00	69 983 491 870,18	54 191 514 910,44
<b>TOTAL DES ACTIFS COURANTS</b>	<b>2 040 128 584 887,40</b>	<b>2 006 021 752 937,41</b>	<b>-19 350 974 327,55</b>	<b>4 026 799 363 497,26</b>	<b>3 395 166 239 891,76</b>
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
<i>Créances et emplois assimilés à long terme</i>	<b>5 737 857 821,27</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>5 737 857 821,27</b>	<b>5 883 472 110,07</b>
Concours aux Etablissements de Crédit et Institutions Financières Résidentes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Concours au Trésor Public	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Concours à la Clientèle	5 737 857 821,27	0,00	0,00	5 737 857 821,27	5 883 472 110,07
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>6 634 789 960,51</b>	<b>0,00</b>	<b>-6 023 598 597,25</b>	<b>611 191 363,26</b>	<b>821 641 125,95</b>
<i>Immobilisations corporelles</i>	<b>623 168 963 696,07</b>	<b>0,00</b>	<b>-279 795 774 347,61</b>	<b>343 373 189 348,46</b>	<b>308 148 331 333,46</b>
<i>Immobilisations en cours</i>	<b>53 796 228 444,67</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>53 796 228 444,67</b>	<b>171 822 316 182,26</b>
<i>Immobilisations financières</i>	<b>56 695 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>56 695 000,00</b>	<b>56 695 000,00</b>
<b>TOTAL DES ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>689 394 534 922,52</b>	<b>0,00</b>	<b>-285 819 372 944,86</b>	<b>403 575 161 977,66</b>	<b>486 732 455 751,74</b>
<b>TOTAL DES ACTIFS</b>	<b>2 729 523 119 809,92</b>	<b>2 006 021 752 937,41</b>	<b>-305 170 347 272,41</b>	<b>4 430 374 525 474,92</b>	<b>3 881 898 695 643,57</b>

**Annexe 10 - Bilan de la Banque Centrale de Madagascar : PASSIFS ET FONDS PROPRES**  
**arrêté au 31 décembre 2014**  
**(exprimé en ariary)**

RUBRIQUES	Montant en Ariary AU 31/12/2014	Contrevaleur des montants en devises AU 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues AU 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues AU 31/12/2013
<b>PASSIFS COURANTS</b>				
<i>Exigibles à court terme et équivalents</i>	<b>3 609 901 857 605,04</b>	<b>877 232 965,41</b>	<b>3 610 779 090 570,45</b>	<b>3 148 834 514 198,43</b>
Billets et monnaies émis	2 779 735 149 922,00	0,00	2 779 735 149 922,00	2 446 651 029 422,00
Dépôts des établissements de crédit et institutions financières résidents	826 655 810 816,31	588 847 093,81	827 244 657 910,12	700 236 775 786,94
<i>Interventions sur le Marché Monétaire</i>	24 035 248 611,11	0,00	24 035 248 611,11	0,00
<i>Autres dépôts</i>	802 620 562 205,20	588 847 093,81	803 209 409 299,01	700 236 775 786,94
Dépôts des Banques et des institutions financières non résidentes	3 510 896 866,73	288 385 871,60	3 799 282 738,33	1 946 708 989,49
<i>Dettes - Ressources assimilées et partie à court terme des dettes à long terme</i>	<b>135 414 046 442,37</b>	<b>194 605 195 344,22</b>	<b>330 019 241 786,59</b>	<b>284 710 565 377,30</b>
Dépôts du Trésor Public	100 690 381 690,85	149 635 589 859,15	250 325 971 550,00	90 664 586 141,81
Emprunts auprès des Institutions Financières non résidentes : Part moins d'un an	0,00	44 784 288 801,98	44 784 288 801,98	45 053 462 196,35
Dépôts de la clientèle	1 275 977 092,86	8 989 325,97	1 284 966 418,83	524 888 652,38
Titres de transaction	0,00	0,00	0,00	115 405 885 694,42
Compte de liaison-passifs	171 104 271,00	0,00	171 104 271,00	74 860 141,60
Comptes d'attente créditeurs	5 950 899 394,86	103 869 200,00	6 054 768 594,86	6 336 197 849,94
Créditeurs divers	4 536 649 034,76	72 458 157,12	4 609 107 191,88	2 397 378 504,49
Comptes exigibles après encaissement	22 709 405 258,05	0,00	22 709 405 258,05	22 504 956 127,49
Comptes de régularisation et divers passifs-courants	79 629 699,99	0,00	79 629 699,99	1 748 350 068,82
<b>TOTAL DES PASSIFS COURANTS</b>	<b>3 745 315 904 047,41</b>	<b>195 482 428 309,63</b>	<b>3 940 798 332 357,04</b>	<b>3 433 545 079 575,73</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>				
<i>Dettes et ressources assimilées à long terme</i>	<b>1 030 674 822,40</b>	<b>576 008 272 766,28</b>	<b>577 038 947 588,68</b>	<b>469 423 529 205,01</b>
Emprunts auprès des Institutions Financières non résidentes : Part plus d'un an	1 030 674 822,40	576 008 272 766,28	577 038 947 588,68	469 423 529 205,01
Dépôts du Trésor Public	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Produits différés : subventions d'investissement</i>	<b>544 472 530,64</b>	<b>0,00</b>	<b>544 472 530,64</b>	<b>365 303 124,49</b>
<i>Provisions et produits constatés d'avance</i>	<b>6 325 628 034,59</b>	<b>0,00</b>	<b>6 325 628 034,59</b>	<b>7 258 416 479,60</b>
<b>TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS</b>	<b>7 900 775 387,63</b>	<b>576 008 272 766,28</b>	<b>583 909 048 153,91</b>	<b>477 047 248 809,10</b>
<b>TOTAL DES PASSIFS</b>	<b>3 753 216 679 435,04</b>	<b>771 490 701 075,91</b>	<b>4 524 707 380 510,95</b>	<b>3 910 592 328 384,83</b>
<b>FONDS PROPRES</b>				
Capital	111 000 000 000,00	0,00	111 000 000 000,00	111 000 000 000,00
Résultat net	11 623 813 578,97	0,00	11 623 813 578,97	-126 318 122 808,75
Autres FONDS PROPRES - report à nouveau	-216 956 668 615,00	0,00	-216 956 668 615,00	-13 375 509 932,51
<b>TOTAL DES FONDS PROPRES</b>	<b>-94 332 855 036,03</b>	<b>0,00</b>	<b>-94 332 855 036,03</b>	<b>-28 693 632 741,26</b>
<b>TOTAL DES PASSIFS ET FONDS PROPRES</b>	<b>3 658 883 824 399,01</b>	<b>771 490 701 075,91</b>	<b>4 430 374 525 474,92</b>	<b>3 881 898 695 643,57</b>

**Annexe 11 - Compte de résultat de la Banque Centrale de Madagascar**  
**arrêté au 31 décembre 2014**  
**(exprimé en ariary)**

<b>RUBRIQUES</b>	<b>31 décembre 2014</b>	<b>31 décembre 2013</b>
<b>Produits des activités ordinaires</b>	<b>77 677 323 168,96</b>	<b>58 807 369 695,44</b>
Opérations interbancaires	21 851 861 044,27	17 954 294 283,32
Opérations avec le Trésor	52 364 991 287,11	39 456 439 382,95
Opérations avec la Clientèle et Autres	3 460 470 837,58	1 396 636 029,17
<b>Charges des activités ordinaires</b>	<b>73 371 685 970,33</b>	<b>72 212 458 368,04</b>
Circulation fiduciaire	65 507 586 822,07	59 004 761 284,31
Opérations interbancaires	7 188 216 222,10	11 724 298 973,37
Opérations avec le Trésor	674 790 588,70	1 370 008 588,29
Opérations avec la Clientèle et Autres	1 092 337,46	113 389 522,07
<b>Gains ou pertes de change réel</b>	<b>118 614 807 599,93</b>	<b>-4 328 913 037,54</b>
<b>PRODUIT NET BANCAIRE</b>	<b>122 920 444 798,56</b>	<b>-17 734 001 710,14</b>
<b>Autres produits opérationnels</b>	<b>8 282 605 449,39</b>	<b>8 456 928 068,83</b>
Subventions d'exploitation	0,00	0,00
Produits divers d'exploitation	1 239 690 317,79	1 071 699 941,81
Reprises de provisions	7 042 915 131,60	7 385 228 127,02
<b>Autres charges opérationnelles</b>	<b>111 922 463 920,85</b>	<b>94 214 712 846,48</b>
Frais de personnel	51 800 662 203,00	44 126 145 517,22
Impôts et taxes	1 352 292 908,17	264 671 135,75
Charges diverses d'exploitation	16 575 496 170,49	15 410 643 003,06
Dotations aux provisions et aux amortissements	42 194 012 639,19	34 413 253 190,45
<b>AUTRES PRODUITS ET CHARGES OPERATIONNELS</b>	<b>-103 639 858 471,46</b>	<b>-85 757 784 777,65</b>
<b>RESULTAT AVANT REEVALUATION DES POSITIONS DE CHANGE</b>	<b>19 280 586 327,10</b>	<b>-103 491 786 487,79</b>
<b>REEVALUATION DES POSITIONS DE CHANGE</b>	<b>-7 656 772 748,13</b>	<b>-22 826 336 320,96</b>
Résultat latent	-7 656 772 748,13	-22 826 336 320,96
<b>RESULTAT APRES REEVALUATION DES POSITIONS DE CHANGE</b>	<b>11 623 813 578,97</b>	<b>-126 318 122 808,75</b>

**Annexe 12 - Situation du hors bilan de la Banque Centrale de Madagascar  
arrêtée au 31 décembre 2014  
(exprimé en ariary)**

N° CPTE	RUBRIQUES	Montant en Ariary Au 31/12/2014	Contrevaleur des montants en devises Au 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues Au 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues Au 31/12/2013
<b>901</b>	<b>Engagements de financement donnés</b>	<b>12 113 184 390,59</b>	<b>104 668 316 869,49</b>	<b>116 781 501 260,08</b>	<b>139 071 773 232,68</b>
90121	Engagement en faveur du personnel : Crédit immobilier	130 677 810,00	0,00	130 677 810,00	263 656 572,00
90131	Acceptations à payer ou engagements de payer	0,00	0,00	0,00	0,00
90141	Avance statutaire	11 982 506 580,59	0,00	11 982 506 580,59	16 576 833 185,86
9015	Engagements donnés sur fabrication des billets et monnaies	0,00	104 668 316 869,49	104 668 316 869,49	122 231 283 474,82
90161	Engagements donnés sur commandes de pièces détachées	0,00	0,00	0,00	0,00
90162	Engagements donnés sur commandes de matériels fiduciaires	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>902</b>	<b>Engagements de financement reçus</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
90252	Fonds monétaire international	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>911</b>	<b>Engagements de garantie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
911201	Engagements de garantie données: opérations avec Trésor - ENI	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>98</b>	<b>Titres reçus en garantie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
98112	Garantie pension	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>921</b>	<b>Titres en devises à recevoir</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>100 975 819 233,47</b>
921	Titres en devises à recevoir	0,00	0,00	0,00	100 975 819 233,47
<b>931</b>	<b>Opérations de change au comptant</b>				
	<b>Engagements reçus</b>	<b>0,00</b>	<b>16 540 702 190,00</b>	<b>16 540 702 190,00</b>	<b>197 796 394 440,00</b>
93111	Ariary achetés non encore reçus du MID	0,00	0,00	0,00	0,00
93114	Ariary achetés non encore reçus des clients résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
93115	Ariary achetés non encore reçus des clients non résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
93121	Devises achetées non encore reçues du MID	0,00	16 540 702 190,00	16 540 702 190,00	13 200 697 750,00
93123	Devises achetées non encore reçues des correspondants non résidents	0,00	0,00	0,00	184 595 696 690,00
93124	Devises achetées non encore reçues des clients résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
93125	Devises achetées non encore reçues des clients non résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
	<b>Engagements donnés</b>	<b>16 588 530 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>16 588 530 000,00</b>	<b>197 775 327 650,00</b>
93131	Ariary vendus non encore livrés au MID	16 588 530 000,00	0,00	16 588 530 000,00	13 188 575 000,00
93134	Ariary vendus non encore livrés aux clients résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
93135	Ariary vendus non encore livrés aux clients non résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
93141	Devises vendues non encore livrées au MID	0,00	0,00	0,00	0,00
93143	Devises vendues non encore livrées aux correspondants non résidents	0,00	0,00	0,00	184 586 752 650,00
93144	Devises vendues non encore livrées aux clients résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
93145	Devises vendues non encore livrées aux clients non résidents	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>962</b>	<b>Compte d'ajustement devises hors bilan</b>	<b>-47 827 810,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-47 827 810,00</b>	<b>21 066 790,00</b>
96212	Compte d'ajustement devises liées aux opérations de change au comptant hors bilan	-47 827 810,00	0,00	-47 827 810,00	21 066 790,00

**Annexe 13 - Etat de variation des fonds propres de la Banque Centrale de Madagascar  
arrêté au 31 décembre 2014  
(exprimé en ariary)**

RUBRIQUES	CAPITAL	RESERVES	FONDS DE DOTATION	REPORT A NOUVEAU	RESULTAT	TOTAL
<b>Solde au 31/12/2012</b>	<b>111 000 000 000,00</b>	<b>70 528 974 707,80</b>	<b>3 473 227 771,23</b>	<b>-20 854 137 603,81</b>	<b>-64 837 616 499,74</b>	<b>99 310 448 375,48</b>
Report à nouveau - redressement	0,00	0,00	0,00	16 695 471,87	0,00	16 695 471,87
Réserves	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Correction de la réévaluation des terrains et constructions	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Report à nouveau - réévaluation des titres disponibles à la vente	0,00	0,00	0,00	-1 702 653 779,86	0,00	-1 702 653 779,86
Résultat au 31/12/2013	0,00	0,00	0,00	0,00	-126 318 122 808,75	-126 318 122 808,75
<b>Solde au 31/12/2013</b>	<b>111 000 000 000,00</b>	<b>70 528 974 707,80</b>	<b>3 473 227 771,23</b>	<b>-22 540 095 911,80</b>	<b>-191 155 739 308,49</b>	<b>-28 693 632 741,26</b>
Report à nouveau - redressement	0,00	0,00	0,00	-74 392 991 817,26	0,00	-74 392 991 817,26
Report à nouveau - changement d'estimation	0,00	0,00	0,00	-229 683 224,18	0,00	-229 683 224,18
Réserves	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds de dotation Partie A, B et projet micro finance	0,00	0,00	-3 473 227 771,23	0,00	0,00	-3 473 227 771,23
Report à nouveau - réévaluation des titres disponibles à la vente	0,00	0,00	0,00	832 866 938,93	0,00	832 866 938,93
Résultat des exercices antérieurs	0,00	0,00	0,00	-191 155 739 308,49	191 155 739 308,49	0,00
Résultat au 31/12/2014	0,00	0,00	0,00	0,00	11 623 813 578,97	11 623 813 578,97
<b>Solde au 31/12/2014</b>	<b>111 000 000 000,00</b>	<b>70 528 974 707,80</b>	<b>0,00</b>	<b>-287 485 643 322,80</b>	<b>11 623 813 578,97</b>	<b>-94 332 855 036,03</b>

**Annexe 14 – Situation de la comptabilité matières  
arrêté au 31 décembre 2014  
(exprimé en ariary)**

N° CPTE	RUBRIQUES	Montant en Ariary Au 31/12/2014	Contrevaleur des montants en devises Au 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues Au 31/12/2014	Montant en Ariary toutes devises confondues Au 31/12/2013
<b>81</b>	<b>BONS DU TRESOR ET LETTRES D'AUTORISATION DE DEBIT CONSERVATION SUR DOSSIER</b>	<b>400 201 165 012,60</b>	<b>0,00</b>	<b>400 201 165 012,60</b>	<b>400 201 165 012,60</b>
8 111	Fonds monétaire international	399 939 432 772,40	0,00	399 939 432 772,40	399 939 432 772,40
8 112	BIRD	0,00	0,00	0,00	0,00
8 113	AID	261 732 240,20	0,00	261 732 240,20	261 732 240,20
<b>83</b>	<b>COMPTES TITRES (Titres Trésor : B. T. A.)</b>	<b>1 365 346 741 189,20</b>	<b>0,00</b>	<b>1 365 346 741 189,20</b>	<b>1 470 576 741 189,20</b>
839 121	Titres détenus par les établissements de crédit	746 160 019 920,72	0,00	746 160 019 920,72	867 918 360 000,00
839 122	Titres donnés en garantie par les établissements de crédit	0,00	0,00	0,00	0,00
83 913	Titres détenus par les clients des établissements de crédit	8 627 860 079,28	0,00	8 627 860 079,28	7 280 000 000,00
83 914	Titres détenus par autres agents économiques	272 442 120 000,00	0,00	272 442 120 000,00	257 261 640 000,00
83 915	Titres détenus par clients autres agents économiques	0,00	0,00	0,00	0,00
83 921	Titres de créances négociables détenus par BCM	0,00	0,00	0,00	0,00
83 931	BTS détenus par BCM	0,00	0,00	0,00	0,00
834	Obligations (FANAMBINA)	0,00	0,00	0,00	0,00
83 951	Titres BCM 31/03/04	338 116 741 189,20	0,00	338 116 741 189,20	227 316 741 189,20
839 521	Titres BCM détenus par les Etablissements de Crédit	0,00	0,00	0,00	110 800 000 000,00
839 522	Titres BCM affectés en garantie	0,00	0,00	0,00	0,00
83 953	Titres BCM détenus par les Clients des Etablissements de Crédit	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>84</b>	<b>BILLETS ET MONNAIES NON EMIS</b>	<b>809 200 407 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>809 200 407 000,00</b>	<b>815 058 744 000,00</b>
841	Billets et monnaies non émis en transit	658 338 076 000,00	0,00	658 338 076 000,00	660 684 904 000,00
842	Billets et monnaies non émis	150 852 190 000,00	0,00	150 852 190 000,00	154 363 698 000,00
843	Emissions en attente d'exécution	0,00	0,00	0,00	0,00
844	Billets et monnaies émis en route	0,00	0,00	0,00	0,00
845	Billets et monnaies retirés de l'émission	0,00	0,00	0,00	0,00
8 451	Billets et/ou monnaies fautés retirés de l'émission	0,00	0,00	0,00	1 000,00
8 452	Billets et/ou monnaies manquants retirés de l'émission	0,00	0,00	0,00	0,00
846	Billets et/ou monnaies fautés en route	0,00	0,00	0,00	0,00
847	Billets et monnaies en attente de remplacement	0,00	0,00	0,00	0,00
848	Billets et monnaies reçus pour remplacement	10 141 000,00	0,00	10 141 000,00	10 141 000,00
<b>85</b>	<b>SUIVIS DES COMPTES DE TIERS</b>	<b>0,00</b>	<b>1 032 263 285,04</b>	<b>1 032 263 285,04</b>	<b>536 926 417,77</b>
851	Suivis comptes de tiers chez les banques commerciales	0,00	1 032 263 285,04	1 032 263 285,04	536 926 417,77
<b>86</b>	<b>SUIVI DES PIECES DE RECHANGE DES MATERIELS FIDUCIAIRES</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
861	Suivi des pièces de rechange des matériels fiduciaires	0,00	0,00	0,00	0,00
869	Suivi des pièces de rechange des matériels fiduciaires	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>87</b>	<b>CREDIT A L'ETAT</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
871	Crédits chinois	0,00	0,00	0,00	0,00
872	Crédits russes	0,00	0,00	0,00	0,00

