

Kigali, le 15 Novembre 1988

A Son Excellence Monsieur le Président  
de la République Rwandaise

K I G A L I . -

Objet: Rapport de mission  
du 15 au 28 Octobre.

Excellence Monsieur le Président,

Nous avons l'honneur de Vous transmettre notre rapport de stage de formation auquel nous avons eu le privilège de participer à Washington du 15-28 octobre 1988.

Ce séminaire de haut niveau a été organisé conjointement par l'International Management Group et l'USAID, agence américain pour le Développement qui a financé le séminaire càd le recrutement des professeurs et d'autre dépenses d'intendance. En ce qui concerne les frais de participation, les frais de transport et de séjour, nous signalons que normalement ils devraient être pris en charge par le bureau local de l'USAID.

Le séminaire a porté sur "l'organisation des marchés financiers dans les pays en voie de développement et les nouveaux instruments financiers".

Depuis quelques temps l'on parle de la création d'un marché financier au Rwanda. Compte tenu de son importance dans le processus de mobilisation des ressources pour le développement, cette idée mérite d'être encouragée. Cependant pour que cette idée devienne réalité, il faut que soient réalisés les préalables suivants:

-Un environnement macroéconomique qui attire le marché, c'est-à-dire une bonne rémunération des transactions grâce à des taux d'intérêt et les niveaux des taux de change favorables. Ces taux doivent être assez attractifs compte tenu de l'inflation et des possibilités qui peuvent être offertes ailleurs.

-Un système de télécommunication et de traitement de données qui permettent de rendre des services de qualité, de donner des avis professionnels dans un minimum de temps.

-L'existence dans le pays de nombreuses entreprises à actions au porteur qui seraient intéressées à se financer par le biais de la mobilisation de l'épargne publique.

-La liberté d'entreprendre et la suppression des réglementations et de procédures administratives tatillonnes.

-La réduction de la charge financière découlant d'une fiscalité qui pourrait laisser davantage de la marge incitative afin d'encourager ceux qui veulent investir à long terme.

-Création d'un cadre administratif permettant de vendre et d'acheter des instruments de placement, en bénéficiant de conseils appropriés.

-Etablissement d'un cadre juridique et des règles précises pour protéger les petits épargnants contre des opérateurs sans scrupules.

-Obligation de passer par un audit avant de faire appel à l'épargne du public, sorte d'attestation de bonne conduite, ou de garantie de bonne gestion et de sécurité.

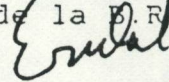
-L'état peut considérer la possibilité de garantir certaines émissions pour encourager le développement de certains secteurs et de certaines régions.

Nous proposons qu'une étude approfondie soit entreprise pour examiner les implications de l'établissement d'un marché financier dans notre pays. Cette étude pourrait être financée par l'USAID si le Gouvernement rwandais introduit une demande dans ce sens.

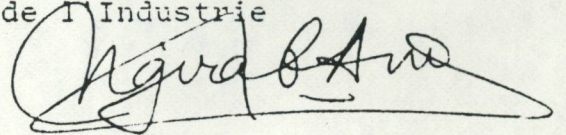
Nous profitons de l'occasion pour suggérer que les frais de participation de Monsieur NDAHIMANA Emmanuel soient pris en charge par le programme PRIME, dans la mesure où nous nous sommes rendus compte que tous les autres participants avaient été pris en charge par l'USAID.

Nous Vous en souhaitons bonne réception et Vous prions d'agréer, Excellence Monsieur le Président, l'expression de notre considération distinguée.

NDAHIMANA Emmanuel  
Directeur Général  
de la D.R.D.



NGIRABATWARE Augustin  
Directeur Général de  
de l'Industrie



Copie pour information:

- Monsieur le Ministre de l'Industrie  
et de l'Artisanat  
KIGALI.-
- Monsieur le Ministre des Finances  
et de l'Economie  
KIGALI.-
- Monsieur le Ministre des Affaires  
Etrangères et de la coopération  
KIGALI.-
- Monsieur le Gouverneur de la Banque  
Nationale du Rwanda  
KIGALI.-
- Monsieur le Représentant de l'AID  
KIGALI.-

## 1. INTRODUCTION.

### a. Objet du rapport.

Le présent rapport fait suite à un séminaire de haut niveau auquel nous avons eu le privilège de participer du 15-28 octobre 1988. Ce séminaire était organisé par International Management Group en collaboration avec le Bureau pour l'Entreprise privée de l'USAID, l'organisme américain de coopération et développement.

La délégation rwandaise était composée de Messieurs NDAHIMANA Emmanuel, Directeur Général de la Banque Rwandaise de Développement et NGIRABATWARE Augustin, Directeur général de l'Industrie au Ministère de l'Industrie et de l'Artisanat.

Les autres participants provenaient du Libéria, du Kenya, du Cameroun, du Mozambique, de l'Indonésie, du Pakistan, des Philippines, du Sri Lanka, de l'Ile Maurice, de l'Egypte, de Madagascar, et Honduras ainsi que quelques agents de l'USAID venus se familiariser avec de nouvelles techniques de financement.

Afin de comprendre l'environnement financier international dans lequel nous vivons, nous avons essayé de présenter les changements les plus significatifs qui sont intervenus dans le monde depuis 1971 jusqu'à ce jour avec notamment la crise de l'énergie, l'instabilité du système monétaire, la montée de l'inflation, du chômage, la spéculation et enfin la récente crise de la dette des pays en voie de développement.

L'on trouvera également un aperçu sur le marché des capitaux aux EU, en Europe, en Asie et en Afrique..

En marge du Séminaire, le Directeur Général de la B.R.D. a eu entretiens fructueux avec Monsieur P. ISENMAN, Directeur pour l'Afrique à la Banque Mondiale, entretiens qui ont porté sur la coopération entre la B.R.D. et cette institution multilatérale.

Quand au Directeur Général de l'Industrie, il a présenté au Michigan State University, l'étude intitulée "Les Moyennes et Grandes Entreprises Rwandaises du Secteur Manufacturier Privé: étude diagnostique et impact des politiques économiques", étude qu'il a menée dans le cadre des activités du Projet PRIME.

Bien plus, le Bureau pour la science et la technologie (département rural et institutionnel) de l'USAID nous a invités à faire un exposé sur les réformes à mettre en oeuvre pour assurer le développement de l'emploi et des investissements au Rwanda.

### b. Evolution de l'environnement financier international

L'année 1971 a été marquée par l'effondrement des accords de Bretton Woods qui étaient matérialisés par le système des parités fixes entre les monnaies des pays contractants avec le dollar américain comme monnaie pivot.

C'est le 15 Aout 1971 que le Président Nixon a mis fin unilatéralement à ce système ouvrant ainsi la voie au dysfonctionnement des changes flottants qui ont entraîné par la suite diverses distorsions dans l'économie mondiale.

Le système des changes flottants s'est généralisé dès 1973 et les conséquences essentielles qui lui sont attribuées du point de vue financier ont comme noms développement des euro-marchés, spéculation, crise de la dette des pays en développement, etc...

- Les opérations sur les marchés de change se sont accrues et ont porté sur des montants colossaux puisque des occasions de gains s'étaient multipliées. Les spéculateurs ont développé beaucoup d'instruments de prêt tout en accroissant les taux d'intérêts nominaux afin de se couvrir contre le risque de change

- Les opérations ont augmenté sans aucune limitation, motivées par le seul critère du rendement. Les banques se sont engagées dans des transactions de multiplication des crédits à partir des dépôts. Celle-ci ont eu pour effet l'exportation de l'inflation par le biais des prêts commerciaux.

Dès 1973, les crédits accordés aux pays en développement par les banques commerciales ont dépassé les limites prévues par les analystes financiers et ont cru plus vite que ceux contractés auprès de créanciers publics et les institutions multilatérales.

Les banques commerciales n'avaient pas beaucoup de choix que de faire suite aux demandes de prêts puisque le phénomène de multiplication des crédits évoqués ci-haut était conjugué à la nécessité de recycler les pétrodollars qui affluaient à la suite du 1er choc pétrolier.

Le nouveau trend des dettes internationales a surtout concerné les pays les plus riches parmi les pays en développement, en particulier ceux qui disposaient de réserves importantes de matières premières.

C'est ainsi que la structure de l'endettement extérieur des pays comme le Rwanda n'a pas été modifié profondément dans ce sens car les banques qui prêtaient les fonds choisissaient les pays qui offraient des perspectives de gain rapide et substantiel. Le mouvement a beaucoup concerné des pays tels que le Nigeria, le Gabon, le Congo, le Cameroun, la Zambie, le Zaïre, pays qui disposaient d'importantes réserves de pétrole et/ou de cuivre et pays qui disposaient de plans ambitieux de développement, et surtout les pays latino-américains qui sont aujourd'hui dans l'incapacité de rembourser.

Même si les opérations de prêts internationaux n'étaient pas limitées aux seules banques commerciales, ces dernières ont été les plus actives comme bailleurs de fonds puisqu'elles disposaient de beaucoup plus d'informations et de meilleurs réseaux.

- L'avènement des taux de change flottants de 1973 (légalisés plus tard le 1er Avril 1978 par le Second Amendement aux Statuts du F.M.I.) a été suivi par la libération des flux de capitaux et leurs diversification quant à la composition monétaire.

Le marché des euro-devises a alors été complètement intégré aux marchés nationaux de capitaux, ce qui a eu pour conséquence la disponibilité facile du crédit extérieur pour les pays qui y ont accès. Les banques commerciales ont recherché à tout prix des occasions de prêter en assouplissant de plus en plus les conditions.

Le crédit facile explique donc partiellement le pourquoi des difficultés de remboursement des nombreux prêts.

La conclusion à tirer à ce niveau est que la tare des problèmes de l'endettement actuel mondial est à imputer tant aux emprunteurs qu'aux prêteurs.

Le plan Baker semble abonder dans ce sens puisqu'il donne une grande responsabilité aux banques commerciales dans la résolution des problèmes d'endettement des pays en développement.

Dans les symposiums internationaux, les solutions qu'on semble actuellement privilégier ont souvent trait à la transformation des dettes extérieures en titres de participation à long terme, solution déjà appliquée par certains pays fortement endettés comme le Mexique et qui fait ses preuves.

La dette de notre pays ayant essentiellement une composante multilatérale ou bilatérale donc ne pouvant pas pour le moment être structurée les solutions actuelles ne présentaient pas d'intérêt pour le Rwanda.

Par contre, la solution proposée par le Chef de l'Etat à l'occasion de son Discours lors du Sommet des Chefs d'Etat de l'O.U.A. en Novembre 1987 et consistant à créer un Fonds d'Amortissement de la dette à son pesant d'or et mérite d'être développée.

- Sur les marchés des capitaux, les monnaies autres que le dollar ont commencé à gagner du terrain en tant que monnaies de transactions mais le trend n'a notablement changé qu'au seuil des années 80 quand les \$US a commencé à connaître des fluctuations explosives.

La part des actifs libellés en dollar sur les marchés internationaux de capitaux est passée d'environ 81 % à la fin 1980 à environ 68 % au début de 1986. Ce sont les prêts syndiqués des banques commerciales et libellés en plusieurs monnaies ("multi-currency clauses") qui ont crû à une vitesse vertigineuse.

## 2. LES MARCHES FINANCIERS

Les américains peuvent être satisfaits:

- d'avoir poussé avec succès au développement de l'entreprise privée conformément à l'idéologie prônée par le Président Reagan et Margaret Thatcher respectivement président des Etats Unis et premier Ministre de Grande Bretagne.

- d'être à la base des nouvelles orientations de créer un peu partout dans le monde les marchés internationaux de capitaux.

L'entreprise privée est partout à l'honneur dans tous les pays en voie de développement et même dans les pays qui traditionnellement étaient fermés comme l'Union soviétique et la Chine.

Depuis quelques années, nous avons assisté à un développement extraordinaire des marchés des capitaux dans les pays en voie de développement y compris en Chine Populaire obligeant ces pays à adopter de nouvelles réglementations, à changer leurs législations dans le but de s'adapter à la nouvelle réalité.

Partout les Banques commerciales ont rivalisé avec les institutions de financement dans la création de nouveaux instruments financiers à proposer à leurs clients que ce soit des individus ou des investisseurs institutionnels.

Beaucoup de ces instruments ont été mis sur pied outre atlantique où ils ont commencé à fonctionner avant d'être vulgarisés en Europe et ailleurs dans le monde.

Avant d'analyser la situation des marchés des capitaux, nous avons jugé nécessaire de donner quelques définitions afin de nous mettre d'accord sur la terminologie de ce nouveau jargon qui n'est pas toujours compris de la même façon par tout le monde.

### a) Notions:

Marchés des capitaux: Une compagnie désirant lancer une série de nouvelles actions sur le marché pourrait le faire en s'adressant à un marché international ou à un marché national de capitaux. Le marché international des capitaux concerne surtout les grands centres financiers tels que New York, Londres, Paris, Tokyo, Francfurt, et Zurich. De nouveaux centres sont en train de gagner du terrain comme par exemple le marché de Singapour, Hong-Kong, Taiwan, et..

Le marché des capitaux est une notion qui couvre le marché des actions et des obligations ayant les caractéristiques suivantes:

- la maturité des instruments doit être à moyen et long terme
- ces instruments peuvent porter un taux fixe ou flottant.

Marché monétaire: Le marché monétaire concerne des capitaux à court terme cad essentiellement des échanges de paiements entre banques pour satisfaire leurs propres besoins de trésorerie(par exemple pour garder un certain niveau de réserves au jour le jour). Ce marché inclut-les dépôts entre les banques(interbank deposits)qui vont d'une maturité d'un jour jusqu'à 6 mois

- les call money,etc..

Stock exchange market: C'est le marché des actions ou la Bourse. Dans beaucoup de pays il existe une commission nationale qui réglemente tout ce marché. La plus connue est la SEC(Stock Exchange Commission ) de New York mais dont on trouve la réplique dans presque tous les pays qui ont une Bourse.

Bond market: Marché des obligations par opposition au marché des actions

Swap: Transaction financière dans laquelle deux parties acceptent d'échanger leurs engagements suivant une règle prédéterminée. Un Swap est normalement employé pour transformer un engagement découlant d'un prêt ou d'un emprunt à un taux d'intérêt déterminé et dans une monnaie déterminé.

On parle alors de swap de taux d'intérêt, de swap des monnaies, de swap des dettes des pvd ou de conversion des dettes en prises de participation.

Floating Rate Note(FRN): C'est un instrument à moyen terme comportant un taux d'intérêt flottant calculé à intervalles réguliers par exemple tous les 6 mois ou tous les 3 mois en tenant compte d'un taux de référence prédéterminé(libor).

Letter of crédit: C'est l'engagement pris par une banque vis-à-vis d'une autre de faire face à une obligation d'un client en cas de défaut. C'est donc une garantie donnée à une autre banque pour couvrir un engagement d'un client.

Libor: London interbank offered rate ou le taux auquel les banques prêtent sur le marché interbancaire international.



Euromarché: A l'origine des eurodollars se trouve le déficit de la balance des paiements des EU qui a alimenté le monde en dollars, mais également la politique monétaire américaine. Au début des années 60, la rémunération des dépôts internes fut réduite et les prêts aux ressortissants étrangers strictement limités. Il en a résulté un déplacement vers un marché parallèle en Europe et le développement d'Eurobanques, cad des banques européennes opérant en dollars. Les fonds américains recherchaient des taux plus élevés qu'aux EU et les Européens y trouvaient des crédits pour financer leur développement.

L'on peut donc dire que les eurodollars sont des avoirs en dollars possédés par des ressortissants extérieurs (banques ou entreprises) qui se négocient et circulent à l'extérieur des Etats Unis. D'où les termes de: eurodevises, euromonnaie, eurobond, eurocrédit, etc..

Par conséquent, l'euromarché comprend toutes les formes de marchés que ce soit l'eurodevise, l'eurocrédit, l'eurobond... ou interviennent d'autres devises que le dollar américain.

Marché secondaire: Ces sont les transactions qui interviennent entre les tierces parties autres que les parties contractantes. Pour tous les instruments principaux, il existe un marché secondaire ou l'on peut négocier une action ou une obligation d'une entreprise qui fonctionne déjà.

Zéro coupon bond: C'est une obligation qui n'exige pas le paiement périodique des intérêts

Warrant: C'est le droit exclusif d'acheter ou de vendre des instruments identiques à ceux que l'on possède déjà.

Futures contract: C'est un contrat commercial qui détermine les conditions dans lesquelles un bien sera délivré dans un avenir plus ou moins éloigné.

## b) Le marché financier aux EU

### Le marché des capitaux

Depuis quelques années, les Etats Unis exercent un leadership incontestable dans le domaine des marchés internationaux des capitaux tant par le volume des transactions qui s'y traitent que par la capacité d'innovation et de créativité dont font preuve les citoyens américains dans ce domaine. Il faut savoir que ce marché joue en quelque sorte le rôle de Supermarché des capitaux qui intéressent les grands centres financiers d'Asie, d'Europe occidentale et du reste du monde. Il y a eu récemment une floraison d'innovations dans les instruments d'investissement et de mobilisation de ressources et presque tous ces mécanismes de financement ont été mis sur pied aux Etats Unis.

L'on a vu apparaître de nouvelles notions telles que les swaps, les hedges, les futures, options et une multitude d'autres instruments qui ont été créés et essayés sur le marché financier américain avant d'être proposés au monde entier. Cette activité de commercialiser l'argent des autres est devenue très lucrative et indispensable au financement du développement. Cela est si vrai que, aujourd'hui, le Management et les Finances Internationales est devenu le cours le plus populaire qui est enseigné dans les universités américaines. Avec la crise de l'endettement des pays en voie de développement, nous avons vu apparaître de nouveaux mécanismes tels que les swaps entre les différentes dettes, les swaps entre les monnaies, la conversion des dettes en prise de participation. L'on pourrait croire que dans le pays de la liberté et du capitalisme international, tout le système bancaire qui en est le plus grand reflet fonctionne en toute liberté..Erreur!

En réalité, les pouvoirs publics savent à quel point les Banques sont importantes en tant que dispensatrices du crédit et gardiennes de l'épargne des individus. C'est pourquoi ils ont mis en place un système de régulation stricte et une législation détaillée conçue pour assurer une certaine stabilité et protéger les intérêts des individus.

Dans un pays où tout individu qui veut peut fonder sa propre banque, le Gouvernement joue le rôle d'arbitre et de policier afin de veiller à ce que les règles du jeu soient respectées par tous les intervenants.

A première vue, l'on ne peut s'empêcher de s'étonner du nombre élevé de banques aux EU où l'on dénombre plus de 15000. Mais lorsque l'on connaît le système, tout devient clair. La seule explication c'est que pendant longtemps chaque Etat voulant avoir ses propres banques refusaient systématiquement l'ouverture de succursales d'institutions financières qui ont leur siège dans d'autres états

Conclusion: Pour être présente dans un état, chaque banque a la possibilité soit d'ouvrir directement soit de participer à l'ouverture d'une nouvelle.

#### Comment fonctionne le système bancaire américain?

Ce qui caractérise les banques américaines de la seconde moitié de la décennie des années 80, c'est l'inquiétude et même la panique causées par la crise de l'endettement et l'incapacité d'un grand nombre de pays en voie de développement à honorer leurs engagements. Beaucoup d'entre elles savent qu'elles ne pourront pas survivre dans un monde où de plus en plus de débiteurs ne parviennent pas à faire face à leurs obligations.

Devant cette perspective, les autorités financières et monétaires ont commencé à prendre des mesures strictes, à publier des réglementations à observer, à effectuer des contrôles afin de protéger l'intérêt public.

C'est ainsi que sur tout le territoire américain, nous avons une armée de 15000 fonctionnaires gouvernementaux hautement qualifié, disposant d'un matériel sophistiqué et pouvant à tout moment débarquer dans n'importe quelle banque américaine non seulement aux EU mais partout dans le monde afin d'effectuer une inspection sur le Management de la Banque et son mode de fonctionnement. Au cours des 5 dernières années, ces contrôleurs ont été particulièrement durs vis-à-vis des banques qui ont des engagements importants dans les pays en voie de développement.

Des rapports accablants ont été publiés tendant à incriminer ces banques ayant pris des risques énormes qui pourraient les conduire à la faillite. Ces rapports expliquent un changement d'attitude chez les banques américaines qui ont de plus en plus de réticences à accorder des crédits aux pays en voie de développement à moins de prendre de sérieuses garanties (les garanties que ces banques acceptent sont celles qui sont offertes par le gouvernement américain lui-même).

L'autre tendance constatée récemment, c'est une intégration progressive des petites banques pour atteindre une certaine dimension grâce notamment à l'augmentation du capital, au rachat des banques en difficulté par des banques qui se portent mieux et grâce à des accords bilatéraux entre les États qui s'accordent mutuellement des autorisations d'ouvrir des succursales réduisant ainsi la nécessité de créer de nouvelles banques..

L'autre tendance, c'est la compétition ardue des institutions de financement non bancaires qui jouent le même rôle que les banques en matière de crédit, mais avec une meilleure gestion et une technologie d'avant-garde, avec l'informatisation et les télécommunications qui leur permettent d'acheter et vendre l'argent partout dans le monde avec rapidité et sécurité.

Les contrôles effectués par le gouvernement américain portent sur les règles de saine gestion, vérifient si la banque ne prend pas de risques excessifs qui pourraient compromettre sa solvabilité au détriment des citoyens. L'évaluation du risque varie entre 0%, 10%, 20%, 50% et 100%. Si le résultat de l'évaluation est 100%, l'on recoit en même temps l'ordre de fermer la banque.. cela signifie que la banque a pris un risque maximal. Si le résultat est 0%, c'est très bien.. mais si la note est 50%, l'on exige de changer l'équipe dirigeante ou de changer les orientations de la gestion.

Avec la difficulté accrue de trouver de bons contrôleurs, la tendance récente est de recruter des consultants ou des bureaux comptables qui recoivent des contrats fixes et qui font ces contrôles pour le compte du gouvernement. Il faut faire une nette différence entre les agences de rating et ces contrôleurs gouvernementaux, les premiers étant des organismes privés qui font le rating à la demande des clients.

La cotation par une agence de rating devient indispensable surtout au moment de la mobilisation des ressources dans la mesure où la cote permet de déterminer le niveau des taux d'intérêt à appliquer aux emprunts.

Dans tous les cas, l'on exige une information la plus fouillée possible qui ne laisse rien dans l'ombre. Même les informations les plus confidentielles sont rendues publiques portant sur le niveau de capitalisation, les actifs, la qualité de la gestion, le niveau de profitabilité et de la trésorerie. Nous avons déjà vu que le système d'évaluation est basé sur l'appréciation du risque d'insolvabilité alors que les agences de rating mesurent la qualité des instruments de mobilisation des ressources concernant la sécurité de l'investisseur privé. Les cotes par les agences de rating sont données en fonction des lettres (AAA, AA, A..... jusqu'à la lettre D). Afin qu'une banque puisse prétendre à la cote AAA, il faut qu'elle présente un portefeuille des plus performants, avec des garanties les plus solides et les plus facilement réalisables. C'est seulement à cette condition qu'elle peut émettre des instruments de mobilisation AAA pouvant bénéficier des conditions financières les plus avantageuses possibles. Les agences de rating les plus crédibles sont américaines et les plus connues sont: S&P, MOODYS, FITCH&FITCH.

### 3. NOUVEAUX MARCHÉS, NOUVEAUX INSTRUMENTS ET LA DETTE DES PAYS EN VOIE DE DÉVELOPPEMENT

#### a. Les nouveaux marchés

Jusqu'à très récemment, les seuls centres financiers reconnus étaient New York, Londres, Paris, Francfort et Tokyo. Mais dès le début de l'année 1980, les institutions qui gèrent le portefeuille commencèrent à s'intéresser à de nouveaux centres tels que Singapour, Hong Kong, Séoul, Taiwan, Mexico et Brasilia.

L'ascension et les performances des marchés asiatiques et des banques japonaises va de pair avec l'essor industriel des pays concernés. En particulier, les grandes banques japonaises figurent parmi les grands prêteurs d'argent aux pays industrialisés et les pvd. Les nouveaux marchés sont concentrés dans 35 pays en développement.

Le nouveau marché asiatique est de loin le plus important. Il est dominé par un groupe de banques basées à Singapour et à Hong Kong et font des opérations libellées essentiellement en dollars..C'est ce qu'on appelle "offshore banking". Le marché asiatique a vu le jour en 1968 avec un volume initial de 30 millions de dollars. Il a connu un taux de croissance élevé si bien que le volume des transactions se chiffrent à environ 170 milliards en 1987. Ce chiffre représente seulement 2% des actions et obligations échangées dans le monde. Cela illustre l'idée de l'importance des marchés des capitaux dans le monde.

Les opérateurs qui dominent les nouveaux marchés sont surtout les institutions ayant souvent leurs sièges aux Etats Unis ou en Europe occidentale.

Ce qui caractérise les nouveaux marchés, c'est leur croissance rapide, les rendements élevés et la diversification du risque qu'ils offrent aux investisseurs.

En effet, la rentabilité en moyenne se situe à plus de 80% alors qu'elle est à peine de 2% sur les marchés traditionnels. Bien entendu, l'on doit tenir compte des fluctuations monétaires et de l'inflation qui sont assez significatives au cours de la période considérée. Mais, même avec cela, en défalquant le taux d'inflation et en ne considérant que le taux de rendements réels, l'on est obligé de reconnaître que ces marchés présentent quand même des occasions de gains qu'on ne peut pas négliger et qu'on ne peut trouver nulle part ailleurs.

En ce qui concerne la diversification, les spécialistes des placements apprécient ces nouveaux marchés à cause de leur caractère non corrélatif cad que leur comportement et leur évolution sont très souvent contraire et en tous cas indépendants des marchés traditionnels.

Voilà pourquoi les sociétés qui gèrent le portefeuille s'intéressent à ces nouveaux marchés pour ne pas mettre tous "leurs oeufs dans le même panier" et pour ne pas exposer leurs placements aux risques de fluctuations qui vont dans le même sens.

D'une manière générale, les nouveaux marchés des capitaux se situent dans des pays qui connaissent les taux de croissance économique les plus élevés comme les pays d'Amérique du sud et surtout les pays d'Asie (Extrême orient).

Pour ces pays que nous venons de mentionner, le développement des nouveaux marchés est une belle occasion pour attirer de nouveaux capitaux afin de financer leurs programmes d'investissement sans alourdir leur niveau de la dette.

Afin d'attirer les investisseurs, ces pays ont dû procéder à une refonte de leurs législations et réglementations afin de créer un cadre de libéralisation au niveau des taux de change, de taux d'intérêt et de la fiscalité. Ils ont accordé de larges concessions, parce qu'ils croient (et ils n'ont pas tort) que c'est le seul moyen d'encourager l'investissement, accroître les exportations, développer l'emploi et profiter de la technologie de pointe.

Ces pays risquent de faire face à un problème de la balance des paiements lorsque ces investisseurs vont commencer à rapatrier leurs dividendes. Il y a aussi le risque de contrôle des richesses du pays par des étrangers.

Cependant avec une bonne politique visant à faire profiter les richesses aux nationaux par un encouragement à acquérir une part substantielle du capital des sociétés, le danger de contrôle par les étrangers serait écarté.

La liste des marchés internationaux de capitaux ne cesse de s'allonger; de nouvelles places financières pourraient se développer. L'on a déjà identifié de nouveaux marchés potentiels. En Asie c'est le Pakistan et la Papouasie-Nouvelle Guinée. En Amérique latine, les investisseurs s'intéressent à la Colombie, au Venezuela. En Afrique, c'est surtout le Maroc, la Côte d'Ivoire, le Kenya, le Nigeria et le Zimbabwe.

#### Les nouveaux instruments financiers et la crise de D.V.G.

Comme nous l'avons dit plus haut, l'économie mondiale des années 70 et le début des années 80a été marquée par l'instabilité monétaire internationale qui a poussé les institutions financières à créer des instruments de toutes sortes pour se protéger et sauvegarder leur profitabilité.

Parce qu'il était difficile de prévoir le comportement des différentes monnaies, les emprunts ont commencé à être effectués aux taux flottants (floating rates) afin de se prémunir contre les mauvaises surprises.

De la même façon, avec la crise de l'endettement, les créanciers se sont mis à manipuler leurs créances souvent avec l'accord des débiteurs, afin d'en tirer le maximum.. c'est le début du recours généralisé aux swaps qui jusque-la avaient été utilisés d'une manière marginale.

Initialement, le swaps était utilisé pour profiter du différentiel des taux d'intérêt entre le dollar américain et les euromonnaies ou le yen japonais. L'opération est simple: un débiteur ayant contracté une dette en dollars américains au taux de 10% peut décider d'échanger sa dette contre un autre débiteur ayant contracté une dette en francs suisses au taux de 5%. De cette façon le débiteur en dollars peut accéder au marché suisse avec un taux plus bas et le débiteur en francs suisses peut disposer de dollars sans passer par un intermédiaire financier qui aurait pu lui coûter de l'argent pour effectuer une opération de change.

Les opérations de swaps ont été nombreuses ces dernières années et lorsqu'elles étaient effectuées au moment opportun, elles ont permis à leurs auteurs de gagner de l'argent. Cependant elles ne sont pas une panacée et certaines compagnies qui n'ont pas fait attention y ont perdu de l'argent.

Nous pouvons également mentionner un autre type d'opérations, telles le hedging et les futures qui sont surtout utiles dans la commercialisation des matières premières qui exigent la mise en place des mécanismes de protection contre les fluctuations incontrôlables de leurs prix. Ces mécanismes existent pour le blé, les fruits et légumes et même pour le café et le thé et d'autres produits vendus par les pvd mais profitent directement aux compagnies occidentales (presque toutes) qui font l'intermédiation entre les producteurs et les consommateurs.

C'est surtout à partir de l'année 86 qu'on assiste à un foisonnement de nouveaux instruments financiers en relation avec la crise de l'endettement des pays en voie de développement. En effet, plusieurs créanciers ont commencé à enregistrer des défauts de remboursement de la part de leurs débiteurs, mettant ainsi en danger leur survie. Ce sont surtout les banques américaines qui ont mis beaucoup d'argent dans les pays en Amérique latine qui se trouvent les plus endettés du TIERS Monde et qui ont été les plus actives à inventer des solutions pour éviter la catastrophe financière.

La plupart des opérations nouvelles qu'on peut mettre en place dans le cadre de la crise de l'endettement s'inspirent des opérations swaps:

- le créancier qui ne peut pas se faire payer par son débiteur peut convertir sa dette en une prise de participation dans le capital de la compagnie ou dans une des compagnies de son débiteur (debt/equity swap).

- le créancier peut également procéder à la vente de sa dette sur le marché secondaire en offrant un discount plus ou moins important suivant le taux de probabilité pour la récupération de sa créance. Le nouvel acquéreur, fort de son discount intéressant peut alors poursuivre lui-même le débiteur en espérant récupérer l'entièreté de la créance. L'on a vu parfois des dettes de plus de 100000000 de dollars américains cédées sur le marché secondaire à moins de 20000000 de dollars, cad avec un discount de 80%

- le créancier peut aussi convertir sa créance en devises en monnaie locale et utiliser ses liquidités pour acheter des marchandises qu'il exporte lui-même afin de récupérer sa créance.

Avec les instruments que je viens de mentionner, il y a plusieurs options, plusieurs variantes possibles qui permettent aux nouveaux acquéreurs de jouer pour gagner de l'argent.

Je tiens cependant à signaler que tous les créanciers ne participent pas dans ces opérations et par exemple les institutions multilatérales comme la Banque Mondiale, le FMI, la Banque Africaine de Développement et d'autres encore préfèrent utiliser d'autres formes de pressions pour se faire rembourser.

Cependant, on peut se demander jusqu'à quand ces créanciers resteront en marge de ce mouvement de restructuration des dettes, surtout que les débiteurs de ces institutions vont bientôt entrer dans une phase d'insolvabilité permanente compte tenu de leur situation économique actuelle et les sombres perspectives d'avenir.

Nous sommes convaincus que même avec ces institutions, des mesures de restructuration de la dette ne pourront pas être évitées, et dans ce cas notre pays sera directement concerné.

Le marché financier est un domaine en plein de développement. Chaque jour de nouveaux instruments sont mis en place, d'autres disparaissent. Hier, c'était le Club de Paris et le Club de Londres avec ses opérations classiques de rééchelonnement de la dette publique et privée. Aujourd'hui on parle plus aisément du marché secondaire de la dette, du debt/equity swap.

Certes, notre pays n'est pas encore concerné par ces instruments. Cependant nous devons rester alertes et essayer de profiter des premières occasions qui seront offertes pour une éventuelle restructuration de notre dette vis-à-vis des institutions multilatérales qui commencent à prendre des proportions inquiétantes.

#### 5. RENDRE LE MARCHÉ FINANCIER RWANDAIS PLUS DYNAMIQUE

Il y a quelque temps, l'on a commencé à parler de créer et d'organiser un marché monétaire afin de disposer de nouvelles possibilités pour financer les investissements dans notre pays.

A la lumière du séminaire auquel nous venons de participer, et forts des échanges d'expériences que nous avons eu avec les autres participants, nous voulons proposer non seulement la création d'un marché monétaire, mais aussi favoriser l'émergence et le fonctionnement d'un marché des capitaux pour financer l'entreprise rwandaise.

Certes, il serait prématuré et même irréaliste de s'imaginer qu'on peut faire de Kigali un nouveau centre financier international ouvert aux grandes compagnies multinationales, tout simplement parce que nous n'avons pas de grandes opportunités de gain à offrir qui peuvent attirer ces investisseurs étrangers.

Le Rwanda a très peu de sociétés qui veulent recourir au marché des capitaux pour mobiliser leurs ressources de financement. D'autre part, notre économie n'a pas encore commencé à réaliser des performances considérables qui sont le critère le plus important pour la création et le développement d'un marché international de capitaux (l'autre critère étant la sécurité et la liberté d'opération).



Ce qui est certain, c'est qu'il y a un besoin pour les sociétés de pouvoir recourir directement à l'épargne publique, d'émettre de temps en temps des actions ou des obligations, de les négocier en deuxième marché suivant les besoins de trésorerie ou les opportunités d'investissement.

Notre objectif de départ doit être assez modeste car chercher à encourager nos entrepreneurs ainsi que les étrangers qui font confiance dans notre pays à accéder à des ressources financières aux conditions les plus appropriées afin de faire face à leurs programmes d'investissement. L'autre objectif est la démocratisation de la propriété de l'entreprise qui de plus en plus doit passer entre les mains d'un plus grand nombre possible de rwandais plutôt que de se concentrer entre les mains des mêmes personnes.

#### a) Diagnostic de l'existant

Un marché monétaire interbancaire et un marché des capitaux existent bel et bien au Rwanda, mais encore à l'état embryonnaire.

En effet les banques effectuent des dépôts entre elles à des taux négociés (Banques Populaires de la Bacar par exemple), les institutions financières se refinancent régulièrement auprès de la BNR en contractant notamment des crédits relais, etc. Le marché monétaire doit être développé et une étude dans ce cadre a déjà été effectuée et est en cours d'examen.

Quant au marché des capitaux, les opérations se limitent à l'achat-vente de titres à l'occasion de l'augmentation du capital de sociétés et de l'introduction de nouveaux actionnaires et surtout à l'occasion de l'émission de bons du Trésor par le Gouvernement rwandais. Ce marché est confiné à un nombre limité d'opérateurs (banques, Caisse Sociale, sociétés d'assurances, quelques parastataux). Cette situation ne permet pas à l'Etat de mobiliser des ressources importantes aux meilleures conditions possibles en période de sur liquidité.

#### b) Les préalables

Afin d'avoir dans le pays un marché financier dynamique, il faut les conditions préalables suivantes:

- un environnement macroéconomique qui attire le marché, c.a.d. une bonne rémunération des transactions grâce à des taux d'intérêt et les niveaux des taux de change favorables. Ces taux doivent être assez attractifs compte tenu de l'inflation et des possibilités qui peuvent être offertes ailleurs.

- un système de télécommunication et de traitement de données qui permettent de rendre des services de qualité de donner des avis professionnels dans un minimum de temps.

-l'existence d'un système de télécommunication et de traitement de données qui permettent de rendre des services de qualité, de donner des avis professionnels sur les opportunités d'investissements dans un minimum de temps.

-l'existence dans le pays de nombreuses entreprises à actions au porteur qui seraient intéressées à se financer par le biais de la mobilisation de l'épargne publique. Sur ce point, la lacune est notoire, car presque toutes les entreprises du secteur privé sont des entreprises individuelles, familiales ou à actions nominatives, rendant pratiquement impossible toutes transactions au niveau des parts sociales. Fait plus grave, il s'est développé une méfiance fondamentale des rwandais quand il s'agit de former une société par actions, même entre des gens qui se connaissent.

-La liberté d'entreprendre et la suppression des réglementations et de procédures administratives tatillonnes.

A cet égard, l'action engagée par le PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE de redynamiser et de rendre plus efficaces notre administration, les consultations interservices en cours sous les auspices du PNUD et avec la coordination du MINIFINECO-tout cela devrait aider à rendre notre administration plus fluide et plus professionnelle.

Dans certains pays, pour attirer les investisseurs et leur épargner les tracasseries et les va-et-vient dans les différents ministères, l'on a créé un bureau unique de promotion qui s'occupe d'aider les nouveaux promoteurs et même les entreprises existantes à faire face aux exigences administratives pour bénéficier des autorisations nécessaires. C'est le cas du Kenya et même du Mozambique. Notre pays devrait s'en inspirer afin que notre administration devienne un allié et non un barrage des investisseurs. Nous nourrissons l'espoir que ce pas sera franchi avec la création prochaine, par le MINIMART, en collaboration avec le PNUD d'un Centre de Promotion Industrielle (le SERDI: Service des Etudes et des Réalisations Industrielles).

-la réduction de la charge financière découlant d'une fiscalité envahissante qui ne laisse aucune marge incitative à celui qui accepte de risquer son argent dans l'investissement. Il faudrait notamment éviter la cascade de taxation sur des revenus provenant des placements réalisés dans des entreprises qui paient déjà des impôts avant d'être distribués. Dans d'autres pays qui veulent encourager l'investissement dans les sociétés à portefeuille, les dividendes perçues ne sont pas imposables (sauf l'impôt mobilier) et sont directement incorporés dans les bénéfices nets à distribuer.

En Belgique et en France, il y a même des dispositions spécifiques tendant à encourager les particuliers, les petits épargnants à être propriétaires d'actions des sociétés et à bénéficier d'exemption fiscale pendant une période donnée. Ces mesures d'encouragement sont prises par palier de revenus, c-à-d que les plus petits revenus sont exemptés pour une période plus longue. Ces mesures peuvent concerner également les régimes de pension, les assurances vieillesse.

Nous croyons que pour encourager la naissance d'un marché de capitaux dynamique, il faudra faire preuve d'imagination dans le choix des moyens incitatifs à proposer aux investisseurs

-Création d'un cadre administratif permettant de vendre et d'acheter des instruments de placement, en bénéficiant de conseils appropriés. L'on peut par exemple imaginer la création d'un organisme de placement qui pourrait effectuer des placements pour le compte des sociétés ou des particuliers. Son rôle serait de centraliser les informations concernant les occasions de placement, de conseiller les investisseurs, de prendre des participations dans des entreprises de son choix.

La nouvelle entité devrait être une entreprise privée, peut-être avec une participation importante de la Banque Rwandaise de Développement.

Et si au début, le volume des transactions n'est pas suffisant pour assurer une certaine rentabilité, la BRD pourrait centraliser l'achat et la vente des titres et même les bons du trésor peut-être à intervalles réguliers, jusqu'à ce que le marché atteigne une taille suffisante pour justifier la création d'une nouvelle entité.

En plus, comme cela se fait dans d'autres pays, il faudrait créer une commission nationale qui règlemente les transactions des valeurs. Nous pouvons pour cela nous inspirer de l'expérience du Kenya dont le marché des capitaux était encore inconnu il n'y a pas si longtemps, à part une petite bourse qui fonctionnait tant bien que mal depuis 1939 et qui intéressait 46 vieilles compagnies.

- établissement d'un cadre juridique et des règles précises pour protéger les petits épargnants contre des opérateurs sans scrupules.

- obligation de passer par un audit avant de faire appel à l'épargne du public, sorte d'attestation de bonne conduite, sorte de garantie de bonne gestion et de sécurité

- l'état peut considérer la possibilité de garantir certaines émissions pour encourager le développement de certains secteurs et de certaines régions.

### c) L'action concrète et immédiate

Parce que l'idée de créer un marché des capitaux au Rwanda est toute récente, peut-être sera-t-il nécessaire de faire une étude approfondie pour analyser les implications d'une telle démarche, étudier les réformes à introduire et proposer le cheminement à suivre afin d'atteindre les résultats souhaités.

Au cours de notre séjour, nous avons fait des investigations auprès de l'USAID Washington qui a indiqué sa disponibilité à fournir une assistance technique dans ce domaine si le gouvernement rwandais le demande.

Nous pourrions donc nous adresser au bureau de l'USAID-Kigali pour l'envoi d'une mission de consultants dans le cadre du programme PRIME et demander à ce que cette mission puisse aider le Rwanda dans la mise en place d'un marché des capitaux.

L'USAID (Département de l'Entreprise privée) nous a donné une autre information intéressante: elle peut offrir des garanties en faveur des petits entrepreneurs qui souhaitent accéder au crédit, qui ont de bonnes idées de projets mais qui n'ont pas de garanties à offrir au système bancaire.

### CONCLUSION GENERALE

Au cours de notre séjour à Washington, nous avons eu la préoccupation constante de bien comprendre le fonctionnement des marchés financiers internationaux, de mesurer leur impact sur notre développement actuel et futur et réfléchir sur l'action à entreprendre afin de rendre le marché financier rwandais plus dynamique et plus performant. Notre analyse a débouché sur des propositions concrètes sur les nouveaux instruments à adopter et des améliorations à introduire sur le plan administratif, fiscal et financier afin de créer un environnement propice à l'émergence d'un marché financier digne de ce nom.

A la lumière des expériences d'autres pays qui ont dû établir le marché des capitaux, nous avons essayé de présenter les conditions indispensables que nous devons mettre en place si nous décidons de créer un marché international ou même un marché national de capitaux.

Nous l'avons dit-il faut commencer d'une façon modeste en mettant sur pied des structures, des mesures incitatives susceptibles d'amener des investisseurs nationaux et étrangers, nos petits épargnants, la Caisse Sociale, les compagnies d'Assurance, les Caisses de Solidarité, les Coopératives d'Épargne et de Crédit à investir leurs revenus dans l'achat des actions et des obligations plutôt que de thésauriser ou d'investir uniquement dans l'immobilier comme cela a été jusqu'à maintenant.

La Banque Rwandaise de Développement peut jouer un rôle de premier plan en participant dans le capital d'une société d'investissement ou en intégrant dans son programme d'activités ce nouveau niveau au cas où la création d'une telle société serait autorisée.

Cependant dans tous les pays qui ont mis en place un marché financier, ce sont les mesures incitatives décrétées par le gouvernement qui ont été déterminantes dans le changement du comportement de l'investisseur.

Il nous paraît donc évident que l'époque du financement du développement par un endettement excessif a vécu; partout l'on a tiré les conséquences de la crise actuelle des pays du Tiers Monde. L'avenir appartient à la mobilisation de l'épargne intérieure et internationale par le biais des marchés financiers.

Nous souhaitons que notre pays se lance avec détermination dans le développement de ces marchés en suivant les étapes suivantes:

- commander une étude appropriée sur les actions concrètes à mener, les conditions à réaliser et les bénéfices à tirer de la création d'un marché financier au Rwanda; cette étude selon toute vraisemblance sera financée par l'USAID qui nous a déjà assuré qu'il répondra favorablement à une demande du gouvernement dans ce sens;

- analyser les recommandations de l'étude et passer progressivement à l'action. Pour terminer, je dirais que ce fut pour nous un privilège et une chance extraordinaire d'avoir participé à ce séminaire de haut niveau qui vient de se dérouler à Washington sur l'organisation des marchés financiers dans les pays en voie de développement. Nous espérons que notre réflexion contribuera grandement à faire avancer l'idée qui a déjà germé pour faire de notre capitale un centre financier de la région.