

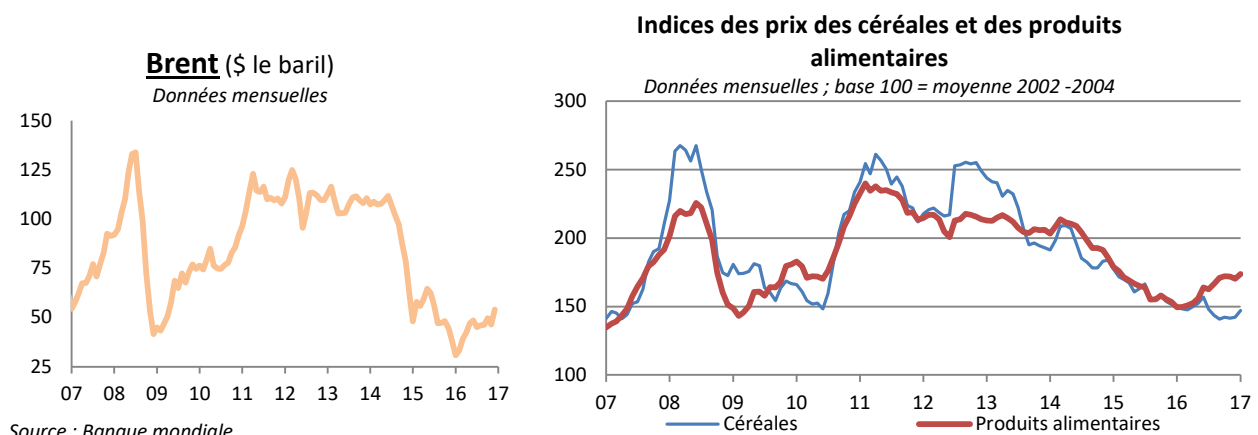
Synthèse de la conférence du 24 janvier 2017

« Quelles réponses aux chocs de termes de l'échange dans les pays pauvres et vulnérables ? »

Les pays pauvres et vulnérables font face à d'importants chocs de leurs termes de l'échange, notamment du fait de leur forte dépendance aux importations et aux exportations de matières premières. Selon qu'ils sont importateurs ou exportateurs nets, la volatilité des cours internationaux des matières premières peut se traduire soit par des effets d'aubaine, par exemple liés à la baisse de leur facture alimentaire ou énergétique, soit par d'importantes difficultés d'équilibre budgétaire et extérieur. Les chocs des termes de l'échange peuvent également avoir un impact significatif sur l'activité, la liquidité, voire la stabilité des systèmes bancaires, qui, en retour, peuvent en amortir ou amplifier les effets.

L'objet de ce colloque organisé par la Banque de France dans le cadre de son partenariat avec la FERDI était de déterminer quelles politiques publiques peuvent être mises en place pour atténuer ou prévenir ces chocs qui affectent particulièrement les pays pauvres et vulnérables. Les échanges de la conférence ont permis de combiner l'apport des connaissances académiques récentes sur le sujet et l'expérience des praticiens tant publics que privés sous quatre angles différents : les politiques macroéconomiques, le rôle des systèmes financiers, la régulation, l'appui de la communauté financière internationale.

En introduction, **François Villeroy de Galhau**, Gouverneur de la Banque de France, a insisté sur l'actualité du sujet, après la très forte baisse des prix des matières premières, en particulier du pétrole entre mi-2014 et début 2016 (voir graphiques ci-dessous), dont les effets sur les pays exportateurs avaient été sous-estimés, tant par les pays concernés, que par la communauté financière internationale. L'ampleur des effets de ce choc qui touche une majorité de pays africains risque également de modifier la perception des perspectives du continent en ramenant l'afro-pessimisme. Face à ces chocs, les politiques publiques ont deux objectifs : la stabilisation économique ex post et la prévention et l'amélioration de la résilience aux chocs de termes de l'échange (ex ante). Le Gouverneur a enfin noté la nécessité que la communauté internationale, en particulier le FMI, adapte ses instruments d'intervention dans les pays pauvres et vulnérables à l'ampleur des chocs actuels de prix de matières premières.



Patrick Guillaumont (Président de la FERDI) a rappelé que cette crise des termes de l'échange avait été précédée d'autres crises, et que les enseignements tirés de ces expériences n'avaient pas été suffisamment exploités dans les politiques publiques. Deux principes lui semblent primordiaux : d'une part, la gestion des chocs de prix n'est pas seulement une politique de réaction aux chocs négatifs, elle est d'abord une politique de gestion de chocs positifs, d'autre part, les politiques internationales pour faire face aux chocs, en particuliers les financements extérieurs à objectif compensatoire, ne sont pas un substitut des politiques nationales, mais un complément et doivent être articulées avec elles.

Ian Gunning (Professeur émérite, Vrije Universiteit Amsterdam) a rappelé l'importance de l'instabilité du prix des matières premières pour les pays à faible revenu, dont l'impact négatif peut être accru par des politiques économiques inappropriées, notamment celles qui ont cherché à procurer une couverture intégrale du risque de prix subi par les producteurs. Selon lui, l'instrument compensatoire du Stabex¹ était un instrument adapté pour gérer ces chocs et sa transformation n'était pas justifiée. Son efficacité a été malencontreusement réduite par l'introduction des conditionnalités liées aux programmes d'ajustement structurel. Il a noté que la qualité des dépenses pendant les chocs positifs avait été améliorée, mais que la part des recettes épargnées demeurait insuffisante. Il a insisté sur l'intérêt de prendre en compte dans la gestion du risque non seulement les chocs subis (ex-post), mais également la modification du comportement des agents liée à l'exposition ex ante aux chocs. Il a conclu sur l'importance et la difficulté de distinguer dans l'analyse du risque ce qui était lié, d'une part, à l'exposition aux chocs et, d'autre part, à la faible capacité de gestion des chocs.

1 - Quel rôle pour la politique macroéconomique dans la gestion des chocs ?

Alexander Sarris (Professeur, Université d'Athènes) a rappelé qu'après une période de diminution de l'instabilité du prix des matières premières entre les années 1970 et la fin des années 1990, une remontée de cette instabilité est observée depuis les années 2000. Il a souligné que les travaux scientifiques montrent que les variations de croissance dans les pays en développement peuvent largement être expliquées par les chocs externes des termes de l'échange. La capacité d'un pays à s'ajuster à un choc des termes de l'échange est limitée en raison de la présence de contraintes structurelles. Des chocs négatifs sur les termes de l'échange conduisent inévitablement à une baisse de la croissance et du bien-être. Les instruments de politique économique en réponse aux chocs externes des termes de l'échange sont limités et peuvent engendrer des effets non désirés. Au final, l'impact des chocs négatifs des termes de l'échange pourrait être réduit avec un renforcement de l'efficacité des marchés.

Pierre Jacquet (Président du Global Development Network) a insisté sur l'importance cruciale de deux facteurs pour assurer l'efficacité des politiques : leur adaptation au contexte de chaque pays, les modalités de mise en œuvre (le « comment ? »). Il a rappelé plusieurs faits marquants relatifs aux prix des matières premières pour les pays à faible revenu : i) une forte volatilité à court terme et une absence de tendance générale des prix à long terme, qui rend les prévisions de prix peu fiables ii) un impact majeur sur les politiques budgétaires ; iii) un impact sur la dynamique économique qui dépend de la qualité de la gestion de ces ressources. Il a ensuite souligné que la littérature théorique sur le sujet est peu propice à guider les politiques, dans la mesure où il est difficile de déterminer la nature temporaire ou permanente, anticipée ou non anticipée, des chocs. Enfin, il a conclu en réaffirmant la nécessité de combiner trois enjeux ayant des temporalités différentes : i) la gestion de l'épuisement des ressources, ii) le renforcement de la capacité à investir de manière efficace, iii) la gestion de la volatilité à court terme.

Guillaume Chabert (Chef du service des affaires Multilatérales et du Développement, Direction Générale du Trésor) a souligné que les pays les plus durement touchés par le choc des termes de l'échange faisaient face à une situation nouvelle en termes d'endettement, liée à l'activité de nouveaux prêteurs (non

¹ Système de Stabilisation des Recettes d'Exportation

membres du CAD) et à l'accès de certains pays aux marchés financiers internationaux. Il a jugé que si les institutions internationales avaient réagi tardivement au choc actuel, leur réaction était plus adaptée sur les derniers mois. Il a conclu sur l'importance du volet préventif pour accroître la résilience aux chocs futurs, notamment en développant l'endettement en monnaie locale, la diversification, et la constitution de fonds d'épargne publique.

Gilles Noblet (Directeur général adjoint des relations internationales et européennes, Banque centrale européenne) a relevé que malgré l'ampleur du choc subi et la durée inhabituelle de baisse des prix des matières premières, les défauts souverains ont été à ce jour limités. Il rappelle la diversité des situations entre les pays à régime de change fixe et ceux à régime de change flexible. Les premiers ont pu absorber une partie du choc lorsqu'ils disposaient de réserves de change élevées ou d'une garantie de convertibilité, mais un ajustement budgétaire significatif n'a pu être évité. Les seconds ont amorti le choc par une dépréciation nominale, mais ont dû gérer les conséquences inflationnistes de cette dépréciation. Il a conclu sur l'importance de maîtriser la trajectoire de dette, de mener des politiques budgétaires contracycliques dans les phases d'expansion, mais aussi d'adopter des régimes juridiques adéquats pour le redressement, la résolution et l'insolvabilité des banques et entreprises.

Après avoir rappelé que la CEMAC faisait partie des régions les plus touchées par le choc des termes de l'échange, **Paul Tasong** (Commissaire du Département des politiques économiques, monétaires et financières, Commission de la CEMAC) a tenu à souligner que cette crise était également une opportunité pour lancer des réformes de long terme renforçant le potentiel de croissance de la zone. Il a également affirmé l'importance d'une réponse concertée des différents pays, en s'appuyant sur le programme de réforme communautaire, et d'un suivi régional des programmes de chaque pays.

Albert Zeufack (Chef économiste Afrique, Banque mondiale) a noté que le ralentissement marqué de la croissance africaine était en grande partie dû à quelques grands pays (Nigéria, Afrique du sud, Angola), alors que de nombreux pays conservaient une croissance forte, mais que l'évolution la plus préoccupante était l'accroissement rapide de l'endettement public. Il a insisté sur l'importance de la transparence sur les ressources tirées des matières premières, pour en favoriser une utilisation efficace dans les périodes de prix élevés, mais aussi sur l'élargissement nécessaire des bases fiscales, notamment de la taxation foncière. Il a conclu en incitant les Etats à avoir une stratégie de diversification des économies, sans compter sur une remontée durable du prix des matières premières.

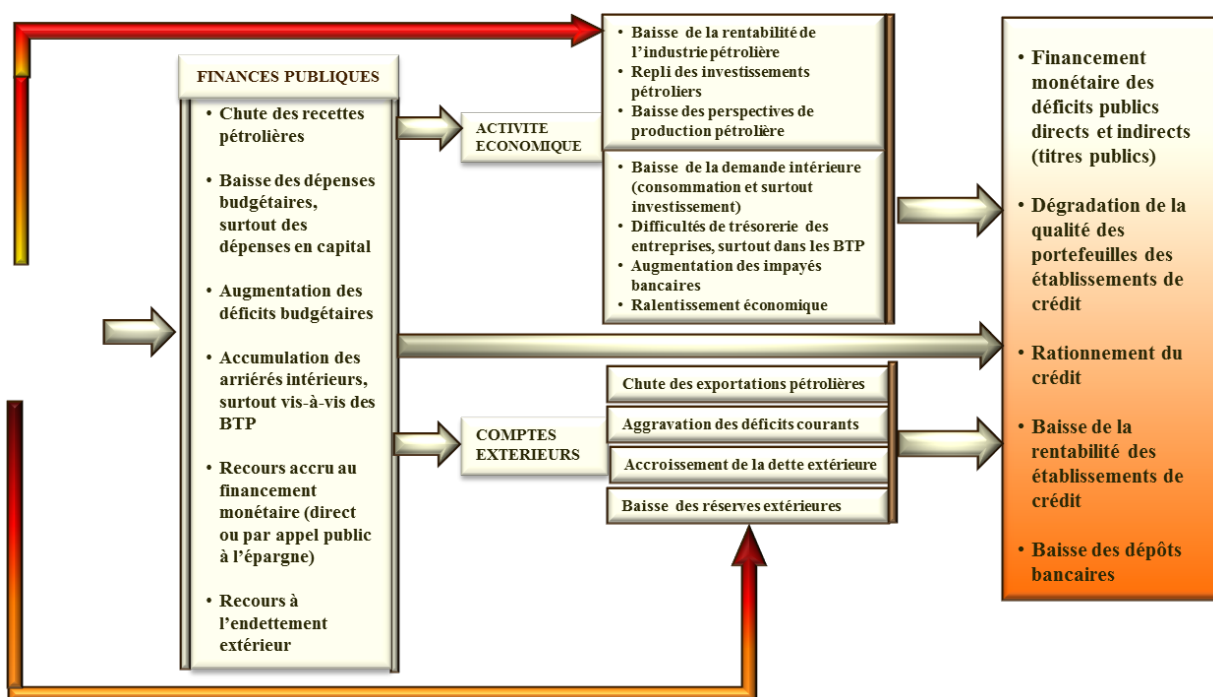
2 - Quels systèmes financiers pour amortir les chocs ?

Constatant l'intégration croissante des pays à faible revenu dans un contexte de faible développement financier, **Roland Kpodar** (Economiste senior, Fonds monétaire international) s'est interrogé sur la capacité des systèmes financiers à amortir les chocs de termes de l'échange ou à les amplifier. L'étude empirique qu'il a conduite montre que le développement bancaire a des effets stabilisateurs, grâce aux effets de levier, de lissage, de diversification des risques et de renforcement de l'efficacité de la politique monétaire qu'ils induisent. À des niveaux de développement plus faibles, l'expansion des marchés financiers semble être moins une source d'instabilité macroéconomique que dans les pays à niveau de développement plus élevé.

Pedro de Lima (Chef de division, Etudes économiques, Département économique, Banque européenne d'investissement) a également noté qu'une étude récente de la BEI montre que les systèmes financiers dominés par les marchés financiers favorisent l'innovation et des gains de productivité plus importants, au prix d'une volatilité plus forte du cycle économique, alors que les systèmes financiers dominés par les secteurs bancaires favoriseraient la stabilité macroéconomique.

Stephany Griffith-Jones (Directrice du Programme sur les marchés financiers pour l'Initiative pour le dialogue politique à l'Université de Columbia) a insisté sur le caractère procyclique des mouvements de capitaux. Élevés en période de forte croissance, ces flux se retournent rapidement en période de crise économique, les pays pauvres et vulnérables devant alors faire face, soit à une perte de l'accès aux marchés, soit à des primes de risques excessivement élevées. Les chocs négatifs de termes de l'échange sont également associés à des coûts bancaires significatifs, résultant de la croissance des créances douteuses, des risques de contagion et de système, et au rationnement du crédit. La mise en place de politiques macroprudentielles y apparaissant aussi nécessaire que dans les pays développés, les pays pauvres et vulnérables devraient être représentés au sein du Comités de Bâle et du FSB. Afin de limiter les risques financiers et le caractère procyclique des financements bancaires, Mme Griffith recommande également une diversification des intervenants bancaires et un rôle accru des banques de développement publiques.

Après avoir noté l'importance du choc induit en CEMAC par la baisse des prix du pétrole entre la mi 2014 et 2016, **Dominique Bida Kolika** (Adjoint au Directeur des Études et de la Stabilité Financière, Banque des Etats de l'Afrique Centrale) a indiqué que le principal canal de transmission des chocs de termes de l'échange est le canal budgétaire (voir illustration ci-dessous): forte baisse des recettes résultant en une forte réduction des investissements et de la consommation publique, recours aux financements monétaires et à l'endettement, accumulation d'arriérés. Compte tenu du faible développement, et de la segmentation des systèmes bancaires, les effets de retour entre sphères réelle et financière peuvent être particulièrement importants. Si l'on observe ainsi une baisse de la rentabilité du fait d'une augmentation des créances douteuses, le système financier de la CEMAC apparaît cependant globalement solide.



Source : Présentation de M. Bida Kolika²

Après avoir noté que l'impact macroéconomique dépend du niveau de développement (effets de seuil qui affectent les pays développés), **Ousmane Samba Mamadou** (Directeur Général de la Stabilité et de l'Inclusion Financières, Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest) a mis en avant que, dans les pays comme ceux de l'UEMOA, les effets induits par la volatilité de la production, notamment du fait des

²<https://www.banque-france.fr/conferences-et-medias/seminaires-colloques-et-symposiums/conferences-de-recherche-et-symposiums/conference-banque-de-france-ferdi-quelles-reponses-aux-chocs-des-termes-de-lechange-dans-les-pays>

variations climatiques, sont aussi déstabilisateurs que les chocs sur les prix des matières premières. Le système financier peut jouer un rôle crucial de stabilisation économique via des canaux très divers : mécanismes d'assurance et de couverture, financement des PME-PMI, inclusion financière, financement du développement économique le long de la chaîne de valeur. M. Samba a également insisté sur le seuil à partir duquel l'impact du développement financier sur la croissance est censé devenir négatif dans les pays à faible revenu. A cet égard, il s'est interrogé sur la pertinence des niveaux généralement avancés dans les études portant sur les économies développées et émergentes (seuils compris entre 90% et 135%) quand on sait que, pour les pays africains, le ratio crédit/PIB dépasse rarement 30%.

3 - Quelles régulations financières pour éviter la propagation des chocs ?

Samuel Guérineau (Maître de conférences, Cerdi, Université d'Auvergne) a rappelé la diversité des instruments contribuant à la stabilité financière : supervision microprudentielle, contrôle des capitaux, politique macroprudentielle mécanismes de garantie et de résolution des crises, mais aussi règles budgétaires. Il s'est interrogé sur la combinaison de ces instruments adaptée à la situation de chaque pays.

Jérôme Héricourt (Professeur, Université de Lille (LEM-CNRS), Conseiller Scientifique, CEPII) s'est focalisé sur les régulations relatives aux mouvements de capitaux internationaux, qui dépendent avant tout d'un cycle financier global, et notamment des rendements différentiels induits par la politique monétaire américaine, auquel les pays pauvres et vulnérables sont particulièrement sensibles car il est corrélé au cycle de matières premières. Cette dépendance est d'autant plus forte que les marchés de capitaux internes, dont les principaux émetteurs sont les États, sont insuffisamment développés et que seule l'aide internationale et les transferts de migrants constituent des financements contracycliques substantiels. Il convient ainsi d'être prudent dans l'ouverture du compte de capital, en limitant notamment les flux de capitaux à court terme, en adoptant des politiques macroprudentielles adaptées, en limitant l'endettement en devises, et en envisageant des mécanismes assurantiels internationaux permettant d'accroître l'attractivité de ces pays auprès des investisseurs.

Abdallah Boureima (Commissaire en charge des Politiques Économiques et de la Fiscalité Intérieure, Commission de l'UEMOA) a mis l'accent sur l'adaptation de la supervision bancaire à des fins de meilleure résilience des systèmes bancaires en s'appuyant sur l'exemple de l'UEMOA. La migration vers un dispositif prudentiel dérivé notamment de Bâle II et Bâle III à l'horizon 2018 devrait, comme dans les pays développés, déboucher sur une augmentation substantielle des fonds propres des établissements, en particulier un meilleur provisionnement du risque souverain. Plusieurs dispositifs ont également été mis en place pour accroître la résilience du système bancaire de l'UEMOA aux crises : la création du Conseil de stabilité financière, la mise en œuvre de tests de résistance, le suivi d'indicateurs de solidité financière, ou depuis 2013, la création de bureaux d'information sur le crédit. Les mécanismes assurantiels et de garantie sont également importants : fonds de résolution de crises bancaires, garantie des dépôts, programmes d'assurance agricole.

Ingrid Ebouka-Babackas (Ministre du plan, de la statistique et de l'intégration régionale, République du Congo) a pour sa part distingué les effets proprement nationaux de la crise actuelle et les risques de contagion régionale. Outre la dégradation de la qualité des portefeuilles bancaires et la liquidité des établissements de crédit, la crise actuelle rappelle la nécessité d'assurer la stabilité financière, tant des établissements pan-africains qui se sont développés au cours de la dernière décennie, que des établissements de microfinance, voire de monnaie électronique. Les réponses à la crise incluent la constitution par les États de coussins financiers contracycliques, et pour les banques une approche régionale de la supervision bancaire : supervision consolidée, accords de coopération entre superviseurs.

Ivan Odonnat (Directeur général adjoint de la Stabilité Financière et des Opérations, Banque de France) a mis l'accent sur l'importance du travail du FSB et de ses groupes régionaux afin de relayer vers le FSB les préoccupations spécifiques d'une zone géographique (approche *bottom-up*), de sensibiliser aux non-membres les décisions du FSB et contribuer ce faisant à la mise en œuvre des standards (approche *top-down*). Il a ensuite illustré différentes approches macroprudentielles de gestion du risque de change et des risques immobiliers dans les pays émergents. Enfin, il s'est attaché à montrer l'importance d'un suivi efficace (i) des effets des réformes financières sur les pays pauvres et vulnérables, notamment le déclin du correspondant banking, (ii) du développement de la finance numérique et enfin (iii) de la gestion du risque climatique.

4 - Quel appui des financements internationaux face aux chocs ?

Ingrid Ebouka-Babackas a souligné le besoin d'accompagner les appuis financiers par des appuis techniques contribuant au renforcement des capacités, notamment en ce qui concerne les systèmes d'information. Elle a rappelé l'importance que les programmes tiennent compte des priorités définies par les pays eux-mêmes.

Viwannou Gnassounou (Sous-Secrétaire général – Développement économique durable et commerce, Groupe des Etats d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique) a noté que le passage du Stabex au Flex³ avait fait évoluer le principe du mécanisme de la compensation à l'atténuation. Il a souligné que les pays étaient confrontés à d'autres risques que les chocs de termes de l'échange (catastrophes naturelles, crise alimentaire...), qu'il était utile de couvrir. Il a indiqué les difficultés pour établir les critères d'éligibilité et les points d'affectation (en particulier l'opportunité d'utiliser les appuis budgétaires).

Après avoir décrit brièvement le mécanisme de prêt contra-cyclique de l'AFD, **Gaël Giraud** (Chef économiste, AFD) a rappelé que l'objectif de ce prêt était de répondre à l'incomplétude des marchés, en intégrant un mécanisme d'assurance dans le financement. Il a souligné l'importance d'évaluer les effets de chaque produit financier nouveau (en particulier des clauses de déclenchement) dans la mesure où la correction d'une seule défaillance de marché ne garantit pas une amélioration de l'efficacité des marchés. Il a conclu en rappelant qu'une partie des chocs subis par les pays ne sont pas exogènes, mais découlent de politiques économiques inadéquates dont les effets sont prévisibles.

Ugo Panizza (Professeur, Institut de Hautes études internationales et de développement, Genève) a présenté sa proposition d'une dette indexée sur le PIB, permettant un ajustement ex-post de la concessionnalité. En effet, compte tenu de la très faible précision des prévisions de PIB sur des horizons longs (10 à 30 ans), la capacité des pays emprunteurs est très incertaine. Il a ensuite avancé des explications sur la non-adoption à ce jour de cette proposition. Du côté des emprunteurs, l'obstacle principal semble être le décalage entre le coût immédiat de l'assurance et les bénéfices plus lointains tirés de cette assurance résultant d'une défaillance du système politique à valoriser les mesures valables à long terme. Du côté des prêteurs, en particulier des institutions internationales, la difficulté est de convaincre les principaux actionnaires de l'intérêt de cet instrument.

Joerg Stephan (Directeur général adjoint, Politique G20, Ministère des Finances, Allemagne) a décrit les principes du « Compact avec l'Afrique » porté par l'Allemagne dans le cadre de sa présidence du G20, initiative qui vise à exploiter les opportunités de croissance sur le continent. Il s'agit notamment de s'appuyer sur l'investissement privé pour combler les contraintes du financement public interne et externe. Trois dimensions sont mises en avant : i) la qualité du cadre macroéconomique (stabilité macroéconomique, soutenabilité de la dette, mobilisation des ressources fiscales), ii) l'amélioration du

³Instrument de flexibilité développé par l'Union Européenne. Un programme Flex-V a aussi été développé en faveur des pays vulnérables.

cadre des affaires (notamment la protection des investisseurs et les mécanismes de résolution des défauts), iii) le financement, à travers l'utilisation des instruments d'atténuation du risque et le développement des marchés financiers.

Joel Toujas-Bernate (Adjoint au Directeur, Département Afrique, FMI) a rappelé l'évolution des instruments du FMI pour répondre de manière rapide aux différents chocs subis par les pays en développement (catastrophe naturelles, crises sanitaires). Ils prennent la forme d'une remise de dettes. D'autres instruments permettent de répondre aux chocs de termes de l'échange. Des accords de précaution sont également proposés, qui prévoient des réformes de politiques économiques sans financement immédiat, mais avec un financement disponible très rapidement en cas de choc. Ces financements sont très peu utilisés par les pays, car leur coût politique semble trop élevé par rapports aux financements disponibles. Le FMI a pris conscience de ce problème et a engagé un relèvement de l'accès des pays à faible revenus.

Patrick Guillaumont a conclu en rappelant l'intérêt de renforcer de manière préventive la résilience aux chocs, notamment en intégrant la vulnérabilité structurelle dans les critères d'allocation de l'aide au développement.

Dans sa conclusion, Bruno Cabrillac (Directeur général adjoint des Etudes et des Relations Internationales, Banque de France) a mis l'accent sur quatre mesures concrètes de prévention/atténuation des effets des chocs de termes de l'échange :

- Promouvoir les instruments de dette contingents adaptés aux pays à faible revenu, producteurs de matières premières, sous la forme de prêts incluant un rééchelonnement automatique en cas de choc de termes de l'échange comme les prêts contracycliques de l'AFD ou des instruments de dette directement indexés sur le prix des matières premières exportées ou sur le PIB en valeur.
- Favoriser de nouvelles formules de contrats de partage de la production avec les sociétés minières lissant les recettes budgétaires : moins favorables pour les pays producteurs en période de hausse des prix, ces contrats amortiraient en contrepartie la baisse des recettes publiques lorsque les prix des matières premières baissent. L'objectif de limiter les effets procycliques de l'exploitation des matières premières outre qu'il entre dans la responsabilité sociétale des entreprises minières favorise également la continuité de l'exploitation qui pourrait être menacée par une crise socio politique.
- Afin de limiter les effets de retour entre l'État et des systèmes bancaires qui en dépendent (importance des clientèles de fonctionnaires, émissions de titres publics), engager une réflexion sur des exigences de fonds propres déterminés par des stress tests pour les proportionner aux risques encourus dans des économies de ce type. Il conviendrait aussi de favoriser la diversification des portefeuilles des établissements financiers, notamment sur des actifs étrangers ou par l'inclusion financière.
- Enfin, renforcer les filets de sécurité internationaux ou régionaux qui doivent proposer des instruments adaptés, permettant de compléter l'auto-assurance des pays producteurs, mais aussi de renforcer les incitations à cette auto-assurance.