



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

BIS Papers

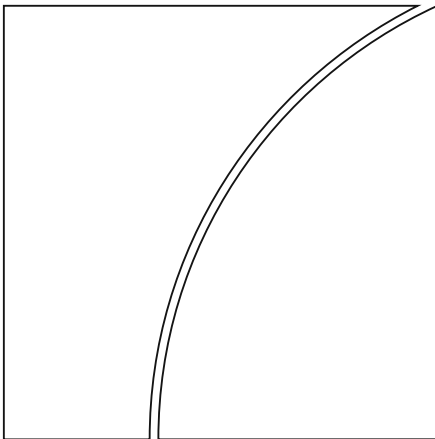
n° 87

L'Afrique face aux défis liés à la faiblesse des prix des produits de base

Benedicte Vibe Christensen

Département monétaire et économique

Septembre 2016



Les opinions exprimées dans cette publication sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de la BRI.

La présente publication est disponible sur le site BRI (www.bis.org).

© *Banque des Règlements Internationaux 2016. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1682-7651 (en ligne)

ISBN : 978-92-9197-629-4 (en ligne)

L'Afrique face aux défis liés à la faiblesse des prix des produits de base¹

Benedicte Vibe Christensen²

Introduction

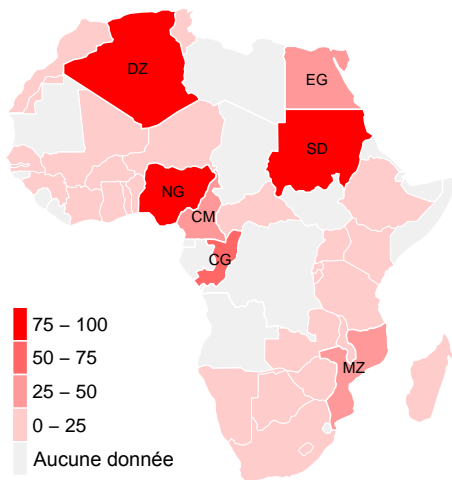
Au cours de la dernière décennie, l'Afrique a connu une croissance impressionnante. Cette progression s'explique par l'amélioration des politiques macroéconomiques et de l'environnement opérationnel. Toutefois, dans la mesure où une grande partie du continent est fortement tributaire des produits de base (graphique 1), la longue envolée des prix de ces produits et les solides afflux de capitaux (y compris de Chine) qui l'ont accompagnée ont également joué un rôle important.

Exportateurs tributaires des produits de base

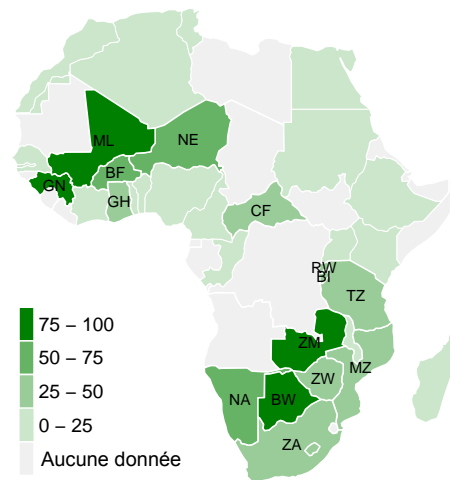
En % des exportations de marchandises ; moyenne sur 2010–2014

Graphique 1

Exportations d'hydrocarbures



Exportations de minerais, métaux et pierres précieuses



BF = Burkina Faso ; BI = Burundi ; BW = Botswana ; CF = République centrafricaine ; CG = Rép. du Congo ; CM = Cameroun ; DZ = Algérie ; EG = Égypte ; GH = Ghana ; GN = Guinée ; ML = Mali ; MZ = Mozambique ; NA = Namibie ; NE = Niger ; NG = Nigéria ; RW = Rwanda ; SD = Soudan ; TZ = Tanzanie ; ZA = Afrique du Sud ; ZM = Zambie ; ZW = Zimbabwe.

Sources : Banque mondiale, *Logiciel d'analyse du commerce mondial (WITS)*, 2016 ; calculs de la BRI.

Face à l'effondrement des prix des produits de base et au caractère limité du mouvement d'inversion de cette tendance tel que l'anticipent les investisseurs dans un avenir prévisible, les politiques macroéconomiques ont été mises à rude épreuve.

¹ Cet article existe également en anglais.

² La présente note a été rédigée avec la participation d'Andreas Freitag. L'auteur tient à remercier Serge Jeanneau, Philip Turner et Christian Upper pour leurs précieux commentaires.

La croissance a déjà considérablement ralenti dans les pays exportateurs de produits de base. L'espace budgétaire qui permettrait la poursuite de politiques contracycliques a été en grande partie érodé depuis le début de la Grande crise financière (GCF), à l'exception de certains pays exportateurs de produits de base qui sont parvenus à constituer des fonds de réserve. De telles politiques préventives n'offrent néanmoins qu'une protection provisoire. Si le mouvement de repli des prix des produits de base devait être de longue durée, comme le prévoient la plupart des analystes, d'autres mesures seraient nécessaires. D'autre part, l'accès au financement extérieur est devenu plus difficile et plus coûteux, et les pays africains ont retiré leurs dépôts extérieurs auprès des banques internationales (tableau A1). Parallèlement, la faiblesse actuelle de la situation économique a limité le flux des aides provenant des économies avancées. Les pays africains devront donc compter essentiellement sur leurs politiques nationales et leurs sources de financement intérieures pour faire face au ralentissement de la croissance.

Le présent document examine les options stratégiques dont disposent les banques centrales africaines face à la chute des prix des produits de base. La première partie décrit l'importance des produits de base pour les pays d'Afrique. Nous évoquons ensuite les divers canaux de transmission au travers desquels les produits de base influent sur l'économie, en examinant les instruments politiques disponibles pour contrer l'impact des fluctuations de leurs cours sur la croissance économique et l'emploi, tant à court qu'à moyen terme.

1. L'importance des produits de base

Durant la récente phase d'envolée des cours des produits de base, les pays africains sont devenus davantage tributaires de la production et des exportations de ces produits qu'ils ne l'étaient par le passé. À la faveur également de très faibles taux d'intérêt à l'échelle mondiale, de lourds investissements ont été effectués dans l'exploration et la production des produits de base, ainsi que dans le soutien à certains secteurs associés comme la production d'énergie, le bâtiment et les transports (Banque mondiale (2015)). Ce phénomène reflète l'évolution de la situation des économies de marché émergentes (EME) d'autres parties du monde, dans lesquelles la flambée des prix des produits de base a donné lieu à de nouveaux investissements importants, même au sein des économies dominées par le secteur manufacturier. Globalement, la part des produits de base dans les exportations de l'Afrique subsaharienne est passée de 57 % en 1990–1999 à 76 % en 2010–2014 (graphique 2). Une situation analogue, mais moins prononcée, a été observée en Afrique du Nord.

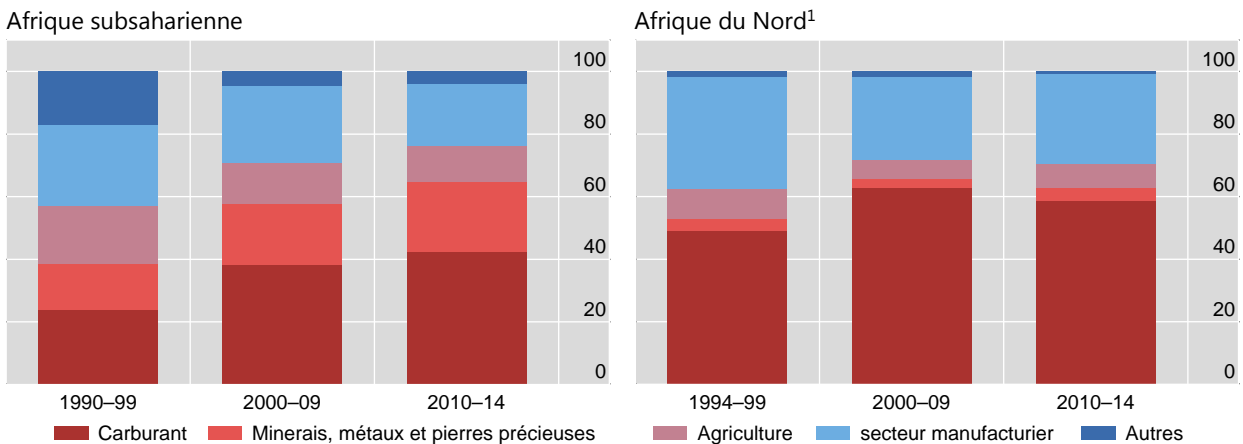
Cette dépendance a été particulièrement marquée pour les pays exportateurs de pétrole : dans les trois plus grands pays producteurs (l'Algérie, l'Angola et le Nigéria), le pétrole représentait plus de 90 % des exportations en 2015. Pour d'autres pays exportateurs, la dépendance à l'égard des exportations de produits de base a été moins marquée. Le pétrole a également constitué une source de recettes budgétaires importante (entre la moitié et les deux tiers de l'ensemble des recettes publiques en 2015 dans les trois plus grands pays exportateurs de pétrole). Ainsi, la forte baisse des prix du pétrole observée depuis 2014 a eu des conséquences directes et significatives sur les recettes budgétaires. L'impact sur le PIB a dans l'ensemble été moins marqué dans la mesure où la production de produits de base représente en général une part moins importante de la production que des exportations. En Algérie, en Angola et au Nigéria, le pétrole représente entre un dixième et un tiers du PIB. Par

conséquent, d'autres secteurs comme l'agriculture et les services ont amorti l'impact lié à la chute des cours des produits de base sur la croissance du PIB, même s'ils ont indirectement subi les retombées des secteurs concernés par cette chute des cours.

Part des produits de base dans les exportations

En % des exportations de marchandises ; moyenne par période

Graphique 2



¹ Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie.

Sources : Banque mondiale, *Logiciel d'analyse du commerce mondial (WITS)*, 2016 ; calculs de la BRI.

L'Afrique n'a pas suivi le modèle de développement classique observé dans d'autres régions du monde en développement. En Asie par exemple, le secteur manufacturier a pris une part progressivement croissante de la production bien avant l'envolée des prix des produits de base. En Afrique, en revanche, le secteur manufacturier continue de représenter une part du PIB quasi analogue à celle observée au début des années 1970³. Les exportations de produits de base se limitent souvent aux produits primaires faisant l'objet d'une transformation limitée au sein de la chaîne de valeur. Il s'agit là d'un problème dans la mesure où les ressources naturelles ont tendance à ne pas être renouvelables et ne constituent donc pas une base solide pour le développement durable. En outre, en raison du manque de diversification de l'économie, il est plus difficile pour ces pays de suivre une trajectoire de croissance et d'emploi fondée sur de larges bases et susceptible d'améliorer la qualité de vie de nombreuses couches de la population. Selon le *Rapport 2014 sur la transformation de l'Afrique*, la transformation économique doit passer par une diversification de l'économie, une amélioration de la compétitivité des exportations, une hausse de la productivité et une modernisation des technologies, ainsi que par l'amélioration du bien-être des populations (par ex. éducation, emploi, santé et justice).

Les prix des produits de base sont volatils et extrêmement difficiles à prévoir. Il est également difficile de transférer leur risque de prix sur les marchés financiers mondiaux : lorsque cela a été fait, ces transferts (par exemple dans le cas du Mexique) se sont avérés limités dans la mesure où la liquidité des instruments financiers de couverture au-delà d'un an est faible. D'autre part, l'expérience recueillie sur tous les

³ Centre africain pour la transformation économique (2014).

continents montre que les États peinent à mettre en place un cadre macroéconomique garantissant la stabilité de la croissance économique durant les phases de fluctuation des prix des produits de base (FMI (2015c)). La nécessité de revoir la façon dont on peut diversifier l'économie est un enseignement pour les moyen et long termes. À court terme, les autorités doivent ajuster leurs politiques à la réalité de la baisse des cours des produits de base. Ce point est évoqué ci-dessous.

2. Investissement et croissance potentielle

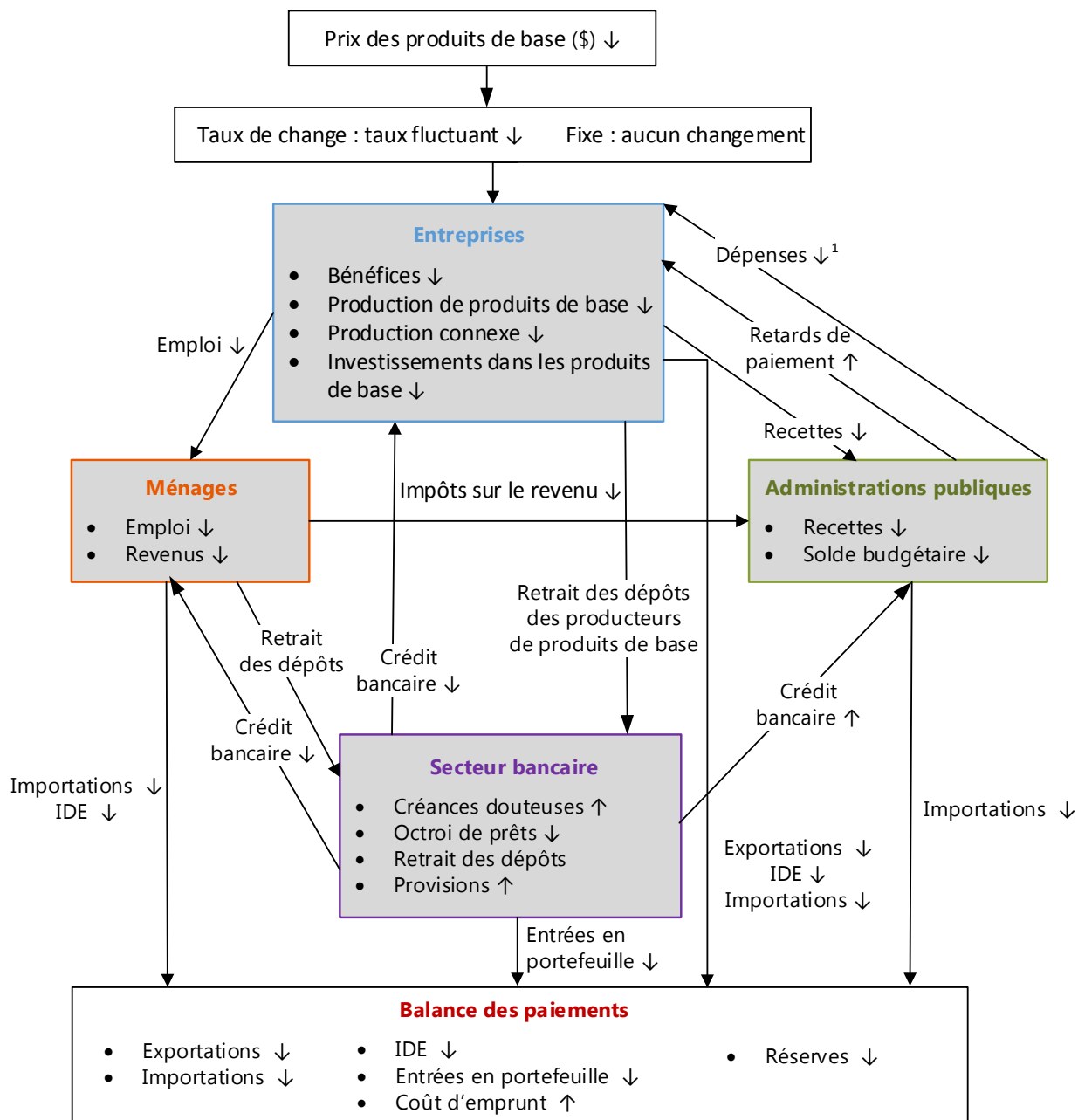
La baisse des prix des produits de base touche tous les secteurs de l'économie (entreprises, ménages, administrations et banques) au travers de nombreux mécanismes, indiqués dans le graphique 3. Cette section examine la façon dont les effets macroéconomiques influent non seulement sur le PIB réel, mais également sur le PIB potentiel. Les canaux de transmission budgétaires, monétaires, des taux de change et du crédit bancaire, qui englobent les autres principaux facteurs en jeu, sont examinés dans les chapitres suivants.

Le premier *canal de transmission* de la chute des prix des produits de base est macroéconomique. Une baisse des exportations, de l'investissement et de la production a des répercussions immédiates sur les entreprises et les ménages. Les chocs des termes de l'échange ont un effet durable sur la production réelle et potentielle. Le ralentissement de l'activité a tendance à être plus marqué dans les pays appliquant un régime de change fixe, où un changement de taux de change ne permet pas de faciliter l'ajustement économique, et dans les pays dont le système financier manque de profondeur, où les contraintes financières pèsent rapidement sur l'activité économique. Les investissements étrangers dans l'extraction des produits de base et les secteurs y afférents ont tendance à diminuer, ce qui signifie que le phénomène de baisse ne concerne pas uniquement la production réelle, mais qu'il touche également la production potentielle. Par conséquent, à moins que les indicateurs propres au pays montrent que l'activité est nettement inférieure à son potentiel, les autorités ne doivent pas surestimer l'écart du PIB par rapport à son potentiel lorsque les termes de l'échange évoluent défavorablement. La maîtrise de l'inflation à l'issue d'un effondrement des prix des produits de base et du taux de change est essentielle à une croissance durable. Dans de telles circonstances, un plan de relance monétaire et budgétaire pourrait se solder par une hausse de l'inflation plutôt que par une croissance plus forte (FMI (2015d)). Les efforts doivent au contraire porter sur la mise en œuvre de réformes structurelles susceptibles de réduire les goulets d'étranglement de l'offre.

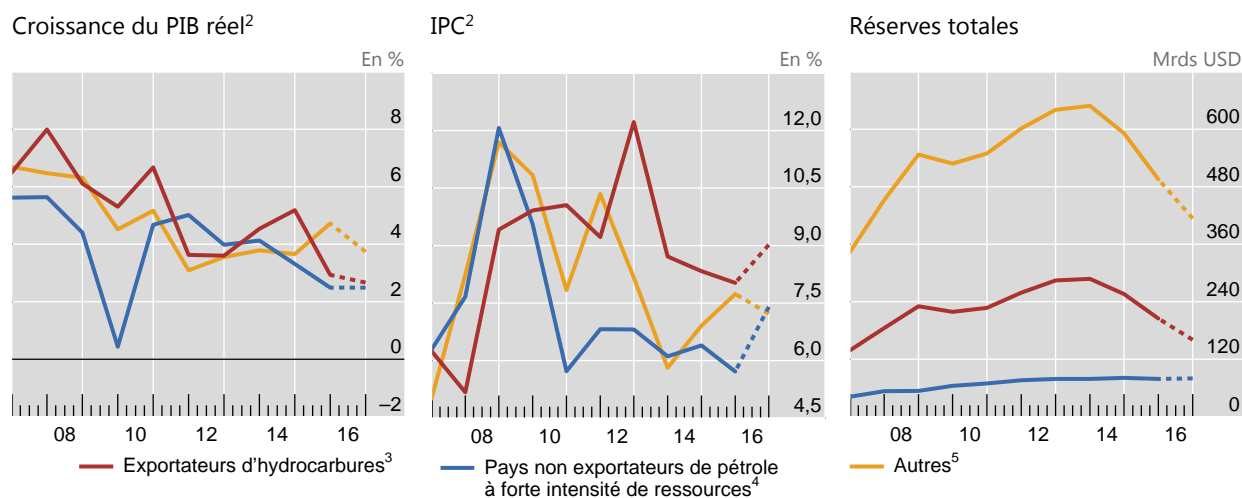
La croissance du PIB a ralenti en Afrique subsaharienne, passant de plus de 5 % par an entre 2010 et 2014 à 3,5 % en 2015, et elle devrait s'essouffler encore davantage pour atteindre 3 % en 2016 (graphique 4). Cette moyenne masque un ralentissement considérable au sein des pays exportateurs de produits de base (et notamment des pays exportateurs de pétrole) dans la mesure où environ un tiers des pays d'Afrique subsaharienne qui ne dépendent pas des exportations de produits de base continuent d'afficher de solides taux de croissance. La croissance a diminué de moitié dans les pays exportateurs de pétrole d'Afrique subsaharienne et du Nord. La chute des cours des produits de base en est la raison principale, même si la sécheresse qui a sévi en Afrique orientale et australe a également joué un rôle dans le ralentissement de la production agricole et le phénomène de pénurie d'électricité. L'effondrement des cours a également réduit les afflux de capitaux d'investissement

et augmenté la prime de risque sur les emprunts souverains extérieurs. Dans la mesure où le recul des afflux de capitaux était associé à celui des importations, la balance globale des paiements n'a pas subi de changement.

Graphique 3: Canaux de transmission de la chute des cours des produits de base



¹ L'hypothèse est que l'État réduit ses dépenses en réaction à une baisse des recettes.



¹ Les lignes en pointillés représentent les prévisions du FMI pour 2016. ² Moyenne pondérée des pays indiqués sur la base des PIB et PPA mobiles. ³ Algérie, Angola, Cameroun, Tchad, République du Congo, Guinée équatoriale, Gabon, Nigéria et Soudan. ⁴ Afrique du Sud, Botswana, Burkina Faso, République centrafricaine, Rép. dém. du Congo, Ghana, Guinée, Libéria, Mali, Namibie, Niger, Sierra Leone, Tanzanie et Zambie. ⁵ 27 autres économies.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2016 ; calculs BRI.

Le ralentissement de la croissance en Chine et le rééquilibrage de l'économie chinoise vers une plus forte demande intérieure ont réduit non seulement les cours des produits de base, mais également la demande chinoise en faveur des exportations africaines. En conséquence, l'excédent commercial traditionnel du continent africain vis-à-vis de la Chine, qui est désormais son plus important partenaire commercial, s'est transformé en déficit depuis 2015, apportant ainsi également une contribution négative à la croissance⁴.

Certains pays non exportateurs de produits de base sont également susceptibles d'avoir subi des *retombées négatives* liées au repli de l'activité économique de pays exportateurs voisins (par ex. du Nigéria ou de l'Afrique du Sud). Bien que des études menées récemment⁵ sur la base de statistiques commerciales officielles n'aient pas été en mesure d'établir l'existence de réelles retombées du ralentissement de la croissance au Nigéria et en Afrique du Sud sur les pays voisins ou plus lointains, on constate que le ralentissement a eu un impact sur les opérations commerciales et la croissance non enregistrées (par ex. au Bénin)⁶. D'après la réponse de la banque centrale d'Afrique du Sud à un sondage mené par la BRI dans le but de recueillir des informations pour la préparation du présent document, l'Afrique du Sud, qui a doublé ses exportations vers les autres pays subsahariens au cours des dix dernières années, a également connu un brusque ralentissement de ses exportations en 2015, la

⁴ Casanova et Garcia-Herrero (2016), et FMI (2016c).

⁵ Banque mondiale (2016), Guara et Ncube (2013) et Canales-Kriljenko et al. (2013).

⁶ Les services du FMI estiment qu'une baisse de 1 % du taux de croissance du PIB du Nigéria résulte en une baisse de 0,3 % du taux de croissance du Bénin par l'intermédiaire des mécanismes de commerce informel, des prix des carburants et des subventions y afférentes, et des recettes budgétaires. (FMI (2016a)).

demande de ces pays (et notamment des membres de l'UDAA, de la République démocratique du Congo, du Mozambique, du Nigéria, de la Zambie et du Zimbabwe) ayant diminué.

3. Politique budgétaire

La politique budgétaire joue un rôle crucial dans la capacité d'un pays à gérer l'évolution en dents de scie des cours des produits de base. Les données empiriques montrent que les chocs pétroliers influent sur la croissance du PIB principalement par le biais du *canal de transmission budgétaire* en provoquant une réduction des dépenses publiques suite à la baisse des recettes issues de la production et des exportations des produits de base (Husain et al. (2008)). Malheureusement, la politique budgétaire a souvent accentué l'impact du cycle des cours des produits de base sur la croissance économique en augmentant les dépenses lors des phases d'expansion et en les réduisant lors des phases de repli (FMI (2015c)).

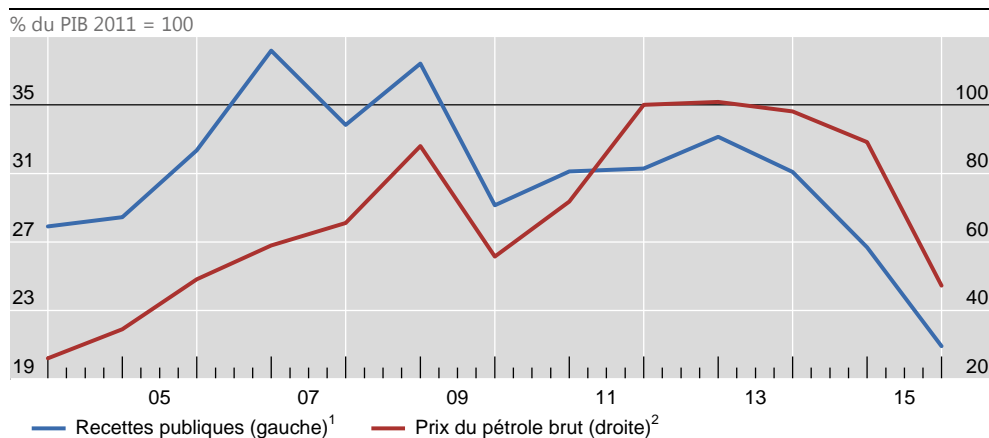
Lors de la récente phase d'envolée des cours des produits de base, plusieurs pays exportateurs de ces produits ont mis en place des cadres budgétaires (règles budgétaires ou fonds de ressources) visant à contrer l'impact de l'évolution instable des prix de ces produits sur leur budget (avec des résultats mitigés jusqu'à présent). De l'avis général, la mise en place du fonds de ressources du Botswana a été réussie. Au cours de la récente phase haussière, les pays exportateurs de produits de base ont généralement mis de côté une plus grande partie de cette manne financière qu'au cours des précédents épisodes de flambée des cours. L'Algérie, par exemple, a augmenté considérablement ses dépôts auprès de la banque centrale, même si elle les a plus tard retirés. L'Angola a profité de la hausse des prix du pétrole pour reconstituer ses réserves et intensifier ses dépenses d'investissement, et le pays a créé un fonds souverain en 2012. La République du Congo a accumulé des actifs financiers et augmenté ses dépenses d'investissement. Le Gabon a d'abord profité de l'augmentation de ses recettes pétrolières pour rembourser et restructurer sa dette extérieure (2003–2008) avant d'accroître ses dépenses d'investissement de façon radicale à partir de 2011 (même s'il n'a pas été en mesure de maintenir ce mouvement et qu'il a été contraint de l'inverser en partie). Au Nigéria, la règle budgétaire reposant sur le cours du pétrole s'est avérée peu efficace en raison de l'incapacité des autorités à la faire appliquer. Au Tchad, les fonds de ressources ont été abandonnés en partie car ils étaient jugés incompatibles avec les besoins budgétaires.

Les récentes expériences du Chili et de l'Indonésie, deux grands pays exportateurs de produits de base, sont illustrées en annexe. Au Chili, l'introduction d'une règle budgétaire a réduit le biais procyclique et renforcé la crédibilité de la politique budgétaire. En Indonésie, les autorités ont réduit le niveau des dépenses publiques afin de respecter le plafond fixé par la règle budgétaire en matière de déficit. Les deux pays recentrent leurs réformes sur la diversification de l'économie en faveur des nouveaux moteurs de croissance.

Presque tous les pays producteurs de pétrole en Afrique ont connu une baisse substantielle de leurs recettes budgétaires (graphique 5). À l'instar d'autres pays émergents producteurs de produits de base, les pays producteurs africains ont été contraints de réduire l'absorption intérieure en réponse à la baisse des prix des produits de base afin de garantir la viabilité de la situation budgétaire à moyen terme.

Prix des produits de base et recettes publiques des pays exportateurs de pétrole

Graphique 5



¹ Moyenne arithmétique des recettes publiques : Algérie, Angola, Cameroun, Rép. du Congo, Gabon, Guinée équatoriale, Libye, Nigéria, Soudan, Tchad. ² Brent daté.

Sources : FMI, *Prix des produits de base primaires et Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2016 ; calculs BRI.

Dans certains cas, les dépenses ont été réduites (Algérie, Angola, République du Congo, Gabon, Nigéria, Tchad par ex.), mais rarement dans les mêmes proportions que la baisse des recettes. Certains pays exportateurs de produits de base hors énergie ont également connu une forte baisse de leurs recettes (Burundi, République centrafricaine, Libéria, Sierra Leone et Zambie) qui n'a pas été compensée par une baisse des dépenses publiques.

Dans la plupart des pays producteurs de produits de base, les autorités ont réduit les dépenses en réponse à la chute des recettes. La réduction des dépenses (et notamment des investissements) s'est traduite par une baisse des revenus et de l'emploi dans les secteurs concernés. Dans les pays qui ont introduit des volants de stabilisation financière, comme au Botswana, il a été possible de financer les politiques budgétaires contracycliques pendant un certain temps. Mais une chute durable des prix des produits de base nécessiterait des ajustements plus substantiels. Par conséquent, le Botswana a pour objectif d'éliminer le déficit sur une période de trois ans et a annoncé un plafond de 4 % du PIB sur les futurs déficits budgétaires. En Algérie, le gouvernement a ajusté la fiscalité des produits énergétiques et réduit les dépenses de manière significative (notamment les dépenses d'investissement). En général, les gouvernements ont peiné à adapter rapidement leurs grands programmes d'investissements publics à la baisse des recettes. De nombreux pays qui ont intensifié des programmes d'investissement qu'ils estimaient nécessaires pour lever les obstacles à l'augmentation de la croissance se sont retrouvés face à un dilemme, n'ayant plus les moyens financiers nécessaires pour les mener à bien.

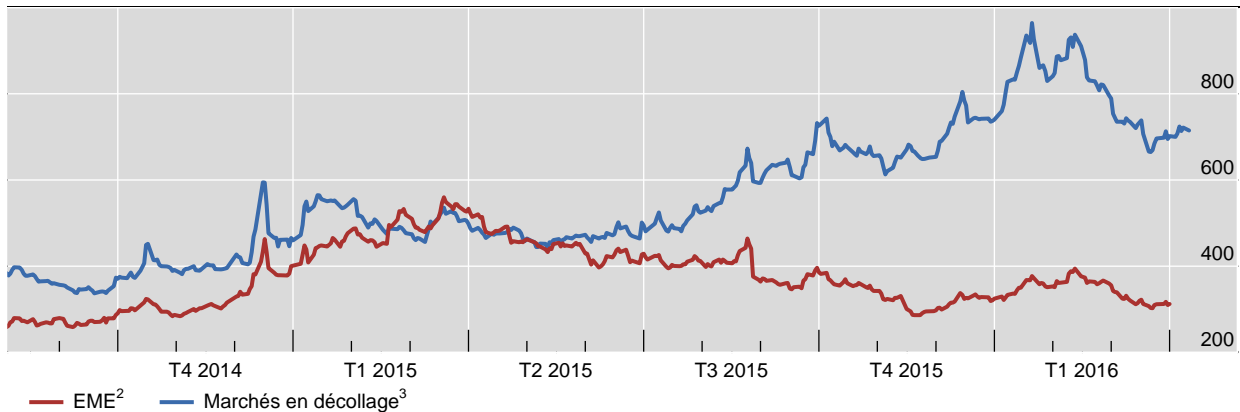
L'augmentation des déficits budgétaires a été principalement financée par des flux générateurs d'endettement. Suite au volume record d'obligations internationales émises par de nombreux pays en 2013–2014, les budgets des économies en décollage subissent depuis octobre 2015 la hausse des écarts de rendement des obligations souveraines (nettement plus élevée que celle des écarts auxquels sont confrontées les principales EME (graphique 6)). C'était à prévoir dans la mesure où les brusques variations des prix des produits de base ont tendance à être associées à des variations

tout aussi brutales des écarts de rendement (Hilscher et Nosbusch (2010)). En outre, la marge de manœuvre budgétaire a rétréci à l'issue de la GCF, les pays tentant d'en neutraliser les effets en augmentant les déficits.

Écarts de rendement des EME et des marchés en décollage¹

En points de base

Graphique 6



¹ Moyenne arithmétique des écarts de rendement des économies composant l'indice JPMorgan EMBI Global. ² Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Hongrie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Turquie et Ukraine. ³ Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Kenya, Nigéria, Sénégal, Tanzanie et Zambie.

Sources : JPMorgan Chase ; calculs BRI.

Les risques d'asymétrie des devises ont également augmenté. L'émission d'obligations libellées en dollars américains a donné lieu à une hausse marquée de la valeur de cette dette en monnaie locale dans les pays dont la monnaie s'est fortement dépréciée (par exemple au Ghana et en Zambie). Une forte baisse du taux de change liée aux prix des produits de base pèsera sur les entreprises non productrices de ces produits dont les dettes sont libellées en devises mais qui ne génèrent aucun revenu en devises. Lors des phases de repli marqué des cours des produits de base, les fluctuations de change peuvent facilement effacer tout avantage résultant du taux d'intérêt nominal d'un emprunt contracté en devise étrangère. Malheureusement, pour les économies en décollage qui ne disposent pas encore d'une présence soutenue et d'une solvabilité établie sur les marchés internationaux, les prêteurs étrangers rechignent souvent à acquérir des obligations ou des prêts en monnaie locale. Dans de telles circonstances, il peut s'avérer nécessaire de mettre en œuvre des politiques macroprudentielles ou de les renforcer pour limiter les asymétries de devises.

4. Politiques monétaires et de change

S'il est géré avec souplesse, le *taux de change* peut être l'un des plus importants canaux de transmission pour faire face à l'évolution des prix des produits de base. L'ajustement face à la baisse des prix du pétrole a été plus difficile pour la plupart des pays africains exportateurs de pétrole, soit parce qu'ils sont membres d'une union monétaire (par exemple la CEMAC), soit parce que leur taux de change est de facto indexé ou parce qu'ils n'autorisent qu'une dépréciation limitée (par exemple l'Algérie,

l'Angola et, jusqu'à mi-juin, le Nigéria)⁷. Ils ont tous connu une baisse substantielle de leurs réserves internationales et leurs gouvernements ont emprunté de manière croissante auprès de la banque centrale. L'Angola et le Nigéria ont introduit des restrictions administratives formelles ou informelles sur leurs marchés des changes, ce qui s'est traduit par un élargissement considérable de l'écart entre les taux de change officiels et parallèles. Au Nigéria, la pénurie de devises a entravé l'activité du secteur privé en empêchant l'importation d'intrants essentiels, aggravant le ralentissement de la croissance (Banque mondiale (2016)).

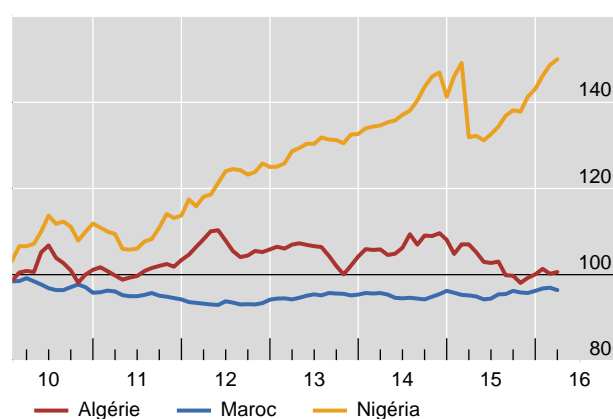
Le 15 juin, le gouverneur de la Banque centrale du Nigéria a annoncé l'introduction d'un taux de change unique dicté par le marché à compter du 20 juin. Selon le gouverneur, cette décision a été en partie motivée par la baisse des réserves de change, qui sont passées de 43 milliards de dollars début 2014 à 27 milliards mi-juin 2016, et par une réduction des afflux de devises étrangères vers la banque centrale, qui sont passés d'environ 3 milliards de dollars par mois à moins de 1 milliard (graphique A2). Elle a également fait suite à un resserrement de la politique budgétaire caractérisé par le retrait des subventions en faveur des combustibles fossiles en mai 2016. La Banque centrale du Nigéria prévoit de mettre en place un régime de change « souple » avec des interventions ponctuelles sur le marché. La mesure restreignant l'accès aux devises à l'importation de 41 produits, comme certains produits alimentaires, d'acier et de bois, serait reconduite. Fixé à 197 nairas pour 1 dollar depuis mars 2015, le taux de change a chuté à 261 nairas/dollar mi-juillet 2016, soit une dépréciation de 33 % (graphique A3). Face à la hausse de 16 % de l'inflation IPC en juin 2016, la Banque centrale a retiré des liquidités du marché interbancaire en vendant des bons du Trésor en juillet et a relevé de deux points le taux directeur qui est passé à 14 % le 26 juillet 2016.

Cours de change effectifs réels¹

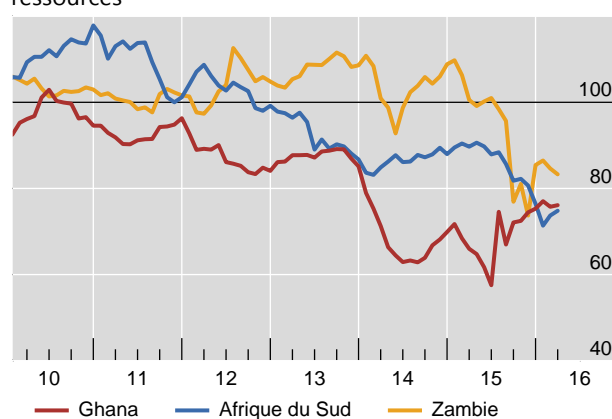
Moyenne 2005–2009 = 100

Graphique 7

Sélection de pays



Pays non exportateurs de pétrole à forte intensité de ressources



¹ Une augmentation indique une appréciation.

Sources : Datastream ; et calculs BRI.

⁷ La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) comprend six pays (Cameroun, République centrafricaine, République du Congo, Gabon, Guinée équatoriale et Tchad), dont cinq sont des pays exportateurs de pétrole.

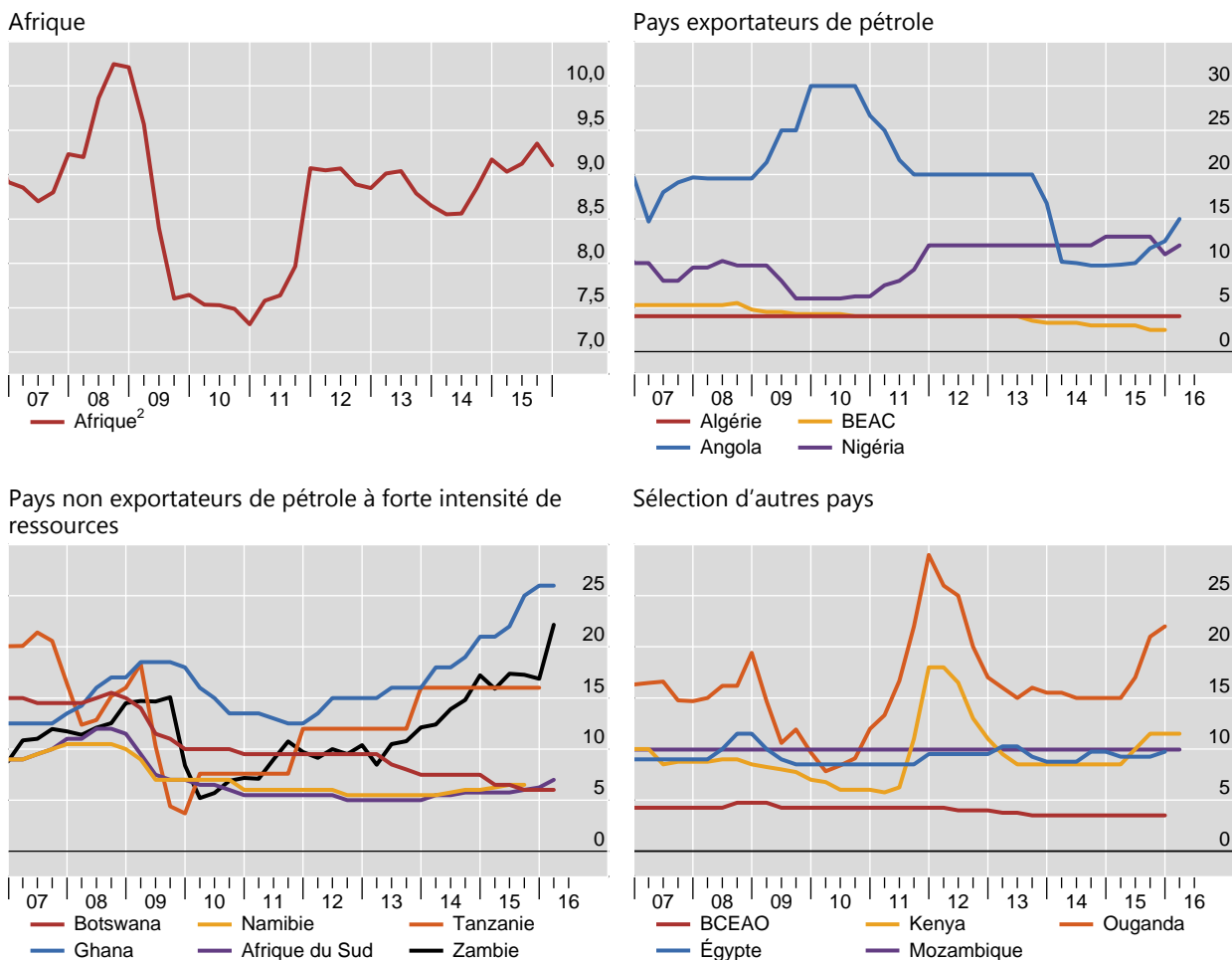
Dans les pays exportateurs de produits de base caractérisés par une flexibilité du taux de change (comme l’Afrique du Sud, le Ghana et la Zambie), la baisse des cours des produits de base et le repli des afflux de capitaux ont entraîné une forte dépréciation de la monnaie. À court terme, l’ajustement de la balance extérieure tend à se concentrer sur les importations plutôt que sur les exportations dans la mesure où il faut davantage de temps pour stimuler les exportations non traditionnelles (De Gregorio (2016)).

Les taux directeurs des pays exportateurs de produits de base ont globalement progressé depuis fin 2014 (graphique 8). Le resserrement de la politique monétaire, associé à une hausse du recours public à l’emprunt, s’est traduit par une augmentation des coûts d’emprunt pour le secteur privé. Le Nigéria a abaissé son taux directeur en novembre 2015 et en juillet 2016, après une inversion partielle de cette réduction en mars 2016. L’Angola a relevé son taux directeur à plusieurs reprises, la dernière fois en juin 2016. La Banque des États de l’Afrique centrale (BEAC), qui fixe le taux directeur de l’union monétaire de la CEMAC, a laissé ce taux quasiment inchangé.

Taux directeurs¹

En pourcentage

Graphique 8



¹ Les taux directeurs sont tirés de la ligne 60 des Statistiques financières internationales du FMI ; en ce qui concerne l’Angola, le taux BNA de référence d’après octobre 2011 est utilisé. ² Moyenne pondérée des taux indiqués, sur la base des PIB et PPA mobiles.

Sources : Datastream ; FMI, *Statistiques financières internationales* ; calculs BRI.

De nombreux pays enregistrent soit un ralentissement, soit une baisse pure et simple de la croissance de l'activité de crédit au secteur privé (Angola, République centrafricaine, Tchad, Gambie et Gabon), ce qui limite encore davantage l'activité du secteur privé.

L'inflation a augmenté dans certains pays exportateurs de produits de base (comme l'Angola et le Nigéria), les déficits budgétaires s'étant amplifiés. Les prix à la consommation ont également doublé en Afrique du Sud ces dernières années, un phénomène alimenté par la dépréciation de la monnaie. Pour 2016, le FMI prévoit une poursuite et un élargissement de ce phénomène de hausse de l'inflation dans les pays africains.

Dans plusieurs pays exportateurs de produits de base, la politique monétaire menée en réaction à la baisse des termes de l'échange a mis l'accent, à juste titre, sur la nécessité de limiter l'inflation et d'éviter un affaiblissement excessif du taux de change. Cela étant, en l'absence d'une solide politique budgétaire menée simultanément, il est difficile pour la politique monétaire d'être efficace. Certains pays africains sont exposés au risque de prépondérance budgétaire, problème qui s'était dissipé dans de nombreux pays avant la GCF⁸. L'indépendance de la banque centrale peut être compromise si l'État s'oppose à un relèvement des taux d'intérêt pour des raisons budgétaires. Cette prépondérance budgétaire peut également avoir un effet d'éviction sur le crédit au secteur privé. Par conséquent, un dosage approprié des politiques budgétaire et monétaire menées en réaction à une détérioration des termes de l'échange est essentiel pour l'efficacité de la politique monétaire.

5. Système bancaire national et questions macroprudentielles

La dépendance des économies africaines à l'égard des produits de base façonne le *canal de transmission du crédit bancaire* de plusieurs façons susceptibles d'engendrer des risques systémiques pour le système bancaire et le secteur financier dans son ensemble. Lors des phases d'envolée des produits de base, l'activité de crédit est plus vigoureuse et les banques ont tendance à accorder des prêts aux emprunteurs moins solvables. L'appréciation du taux de change alimentée par l'envolée des produits de base est souvent associée à une baisse de la prime de risque-pays et à une plus grande facilité d'accès au financement pour les banques locales. Cela peut conduire les banques à considérer les ménages et les entreprises (notamment celles dont la dette est libellée en devises) comme des débiteurs moins risqués. Une telle dynamique peut stimuler encore davantage la croissance du crédit et amplifier la procyclicité du crédit bancaire, ce qu'on appelle le *canal de la prise de risque dans l'appréciation des monnaies* (Hofmann et al. (2016)). Les prêts libellés en dollars peuvent fortement augmenter.

Le système financier peut être profondément déstabilisé par la croissance excessive du crédit (y compris la part de cette croissance qui est libellée en dollars). Les problèmes rencontrés par un établissement de crédit peuvent facilement se répercuter sur les systèmes bancaires nationaux et régionaux en cas de choc sur les cours des produits de base et de sorties de capitaux y afférentes (par ex. au travers d'une banque panafricaine). Si la manne liée à l'envolée des produits de base est mise

⁸ BRI (2011) et « Prépondérance budgétaire – un exercice illustratif », FMI (2016c).

de côté dans les coffres des banques nationales, une forte baisse des cours peut également donner lieu à d'importants retraits de dépôts. Ces effets négatifs sont plus fréquents dans les pays où la gouvernance est médiocre, la dette publique plus élevée et le secteur financier moins développé (Kinda et al. (2010)). L'introduction ou l'activation de politiques macroprudentielles peut permettre de limiter l'impact des fortes dynamiques de croissance des cours/taux de change/prêts liées aux produits de base⁹.

Lors de la récente phase d'effondrement des prix des produits de base, le resserrement de la politique monétaire engagé par plusieurs pays et le recours plus actif du secteur public aux sources de financement intérieures se sont traduits par une plus forte exposition du système bancaire à l'État (par ex. Angola, Gabon et Tchad). La chute des cours s'est accompagnée d'une baisse de la solidité des entreprises privées et d'une hausse des créances douteuses, en particulier dans les pays exportateurs de pétrole (Angola, Guinée équatoriale, Nigéria et Tchad par ex.) et dans les petits États fragiles (Gambie, Malawi, Sierra Leone et Zimbabwe). La rentabilité du secteur bancaire a diminué dans de nombreux pays et l'adéquation des fonds propres s'est dégradée. Jusqu'à présent, seuls quelques pays (Kenya, Nigéria, Tanzanie, Ouganda et Zimbabwe) et l'union monétaire de la CEMAC ont mis en place des dispositifs d'assurance des dépôts (FMI (2016c)). Les normes de Bâle II n'ont été pleinement mises en œuvre qu'au Malawi, à l'Île Maurice, au Mozambique et en Afrique du Sud. L'apparition récente des banques panafricaines a facilité l'intégration et le développement des systèmes bancaires sur le continent. Cela étant, d'importantes lacunes dans la supervision et la coordination transfrontalière de ces banques sur une base consolidée restent encore à combler¹⁰.

La réponse sud-africaine à l'enquête de la BRI citée précédemment laisse penser que le système bancaire sud-africain a été en grande partie épargné par la baisse des prix des produits de base en raison de la part limitée des prêts accordés au secteur minier. Les exploitations minières sont pour la plupart gérées par des sociétés multinationales et financées par des émissions d'actions et d'obligations, tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger. L'autre facteur de protection du système bancaire est l'absence d'asymétrie entre les avoirs et les engagements des banques en devises, un phénomène qui a limité leur vulnérabilité face à la forte dépréciation du rand depuis 2011.

Dans les pays exportateurs de pétrole, la perte soudaine de recettes contraint souvent l'État et les entreprises tributaires du pétrole à puiser dans leurs dépôts détenus auprès des banques locales. Ce fut le cas en Algérie, où la chute des exportations d'hydrocarbures a donné lieu à d'importants retraits. L'utilisation des ressources du Fonds de stabilisation pétrolier pour couvrir le déficit budgétaire, ainsi que le faible volume d'émissions d'obligations du Trésor, ont contribué à limiter la baisse de la liquidité des banques. La dépréciation du dinar a eu un impact limité sur le système bancaire car le secteur bancaire n'affichait aucun endettement extérieur.

⁹ Cf. Gonzalez et al (2015) et Masson (2014).

¹⁰ Cf. Nnaji (2016) pour une analyse des conséquences de la baisse des prix du pétrole sur le secteur bancaire au Nigéria.

6. Conclusions

Les progrès réalisés par le continent africain en termes de promotion de la croissance économique et de réduction de la pauvreté ont été davantage mis à l'épreuve par la récente chute des cours des produits de base que par la crise financière mondiale. With the currently weak growth outlook for the world economy, African countries cannot count on significant increases in external financing (aid or debt-creating flows) to ease the adjustment to lower commodity prices.

À court terme, la politique relative aux taux de change (sauf dans les unions monétaires) et la politique budgétaire devraient occuper une place centrale dans la réponse des pouvoirs publics. La façon dont les autorités compenseront l'impact de la baisse des recettes sur le budget de l'État (par ex. en réduisant ou en hiérarchisant les dépenses publiques et en identifiant les recettes non liées aux ressources naturelles) sera déterminante. Pour les pays qui ne sont pas membres d'une union monétaire, la gestion du taux de change déterminera si le risque de marché à double sens reste ou non d'actualité. Les politiques visant à soutenir le taux de change doivent souvent s'accompagner d'un resserrement de la politique monétaire. Une intervention destinée à soutenir le taux de change pourrait, si elle est jugée non viable par le marché, se traduire par de nouvelles sorties de capitaux. Il est essentiel de trouver un juste équilibre entre politique budgétaire et monétaire pour éviter une situation de prépondérance budgétaire qui rendrait, à terme, la politique monétaire inefficace dans la réalisation de ses objectifs tout en évinçant le secteur privé.

Au-delà de la réaction à court terme face à la crise, les États peuvent également vérifier s'ils ont mis en place un cadre budgétaire capable d'amortir l'impact des fluctuations des cours des produits de base. Une règle budgétaire ou un volant de stabilisation budgétaire capable de contrer la procyclicité de la politique budgétaire pourrait réduire les effets de l'évolution en dents de scie des cours des produits de base. L'expérience de l'Afrique et d'autres continents montre cependant que la conception et la mise en œuvre de telles mesures sont difficiles et qu'elles nécessitent un solide cadre institutionnel et de gouvernance.

Dans une perspective à moyen et long terme, l'effondrement récent des prix des produits de base rappelle une nouvelle fois aux autorités le caractère vulnérable des pays fortement tributaires des exportations de produits de base dont les cours sont instables. Tout comme dans d'autres continents, le repli actuel des cours pourrait donner l'occasion de raviver le débat de politique intérieure et régionale concernant les meilleurs moyens de parvenir à la diversification de l'économie en faveur d'activités autres que les exportations traditionnelles de produits de base afin de garantir une croissance plus forte et plus durable en Afrique.

Références

Centre africain pour la transformation économique (2014), *Rapport sur la transformation de l'Afrique – Croissance en Profondeur*.

Banque des Règlements Internationaux (2011), « Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Afrique ont-ils changé ? », *Banques centrales d'Afrique : perspectives dans un monde en mutation, BIS Papers*, n° 56, septembre, pp 41–67.

Canales-Kriljenko, J., Gwenhamo, F. et Thomas, S. (2013), « Inward and Outward Spillovers in the SACU Area », *IMF Working Paper*, n° 13/31, janvier.

Casanova, C. et Garcia-Herrero, A. (2016), « Africa's rising commodity dependency on China », *BBVA Research Working Paper*, n° 16/09, mai.

De Gregorio, J. (2016), « Large depreciations: the recent experience in a historical perspective », *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, n° 16/08, mai.

González, A., Hamann, F. et Rodríguez, D. (2015), « Macroprudential policies in a commodity-exporting economy », *BIS Working Papers*, n° 506, juillet.

Gurara, D. et Ncube, M. (2013), « Global economic spillovers to Africa: a GVAR approach », *African Development Bank Working Paper Series*, n° 183, septembre.

Hilscher, J. et Nosbusch, Y. (2010), « Determinants of sovereign risk: macroeconomic fundamentals and the pricing of sovereign debt », *Review of Finance*, n° 14, pp 235–262.

Hofmann, B., Shim, I. et Shin, H. S. (2016), « Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation », *BIS Working Papers*, n° 538, janvier.

Husain, A., Tazhibayeva, K. et Ter-Martirosyan, A. (2008), « Fiscal policy and economic cycles in oil-exporting economies », *IMF Working Paper*, n° 08/253, novembre.

Fonds monétaire international (2015a), *Country Report – Chile*, n° 15/227, août.

Fonds monétaire international (2015b), *Country Report – Chile*, n° 15/228, août.

Fonds monétaire international (2015c), « The commodities rollercoaster: a fiscal framework for uncertain times », *Fiscal Monitor*, octobre.

Fonds monétaire international (2015d), « Adjusting to lower commodity prices », *World Economic Outlook*, octobre.

Fonds monétaire international (2015a), *Rapport du FMI – Bénin*, n° 16/6, janvier.

Fonds monétaire international (2016b), *Country Report – Indonesia*, n° 16/81, mars.

Fonds monétaire international (2016c), « Un changement de cap s'impose », *Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne*, avril.

Kinda, T., Mlachila, M. et Ouedraogo, R. (2016), « Commodity Price Shocks and Financial Sector Fragility », *IMF Working Paper*, n° 16/12, février.

Masson, P. (2014), « Politiques macroprudentielles, cours des produits de base et entrées de capitaux », *Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière, BRI Papers*, n° 76, février, pp 59–76.

Nnaji, OS (2016), « Oil price plunge and its impact on the financial system: the case of Nigeria », mimeo, Central Bank of Nigeria.

Banque mondiale (2015), « After the commodities boom – what next for low-income countries? », *Global Economic Prospects*, juin.

Banque mondiale (2016), « Regional integration and spillovers – Sub-Saharan Africa », *Global Economic Prospects*, janvier.

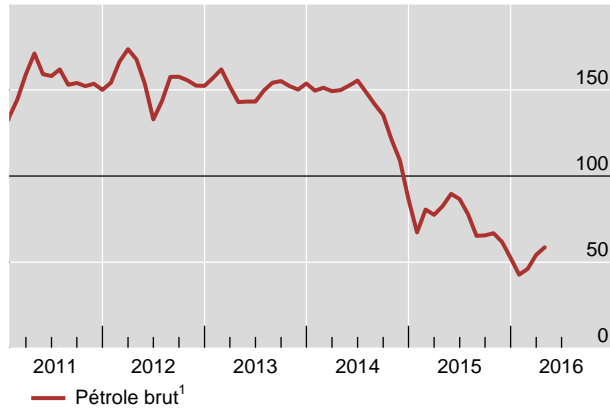
Statistiques de référence

Indices des prix des produits de base

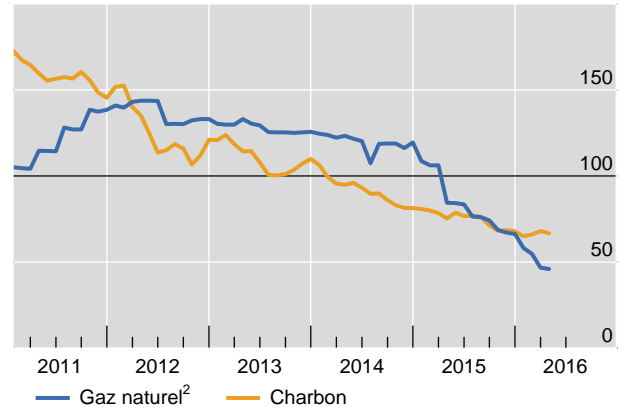
Moyenne 2005–2010 = 100

Graphique A1

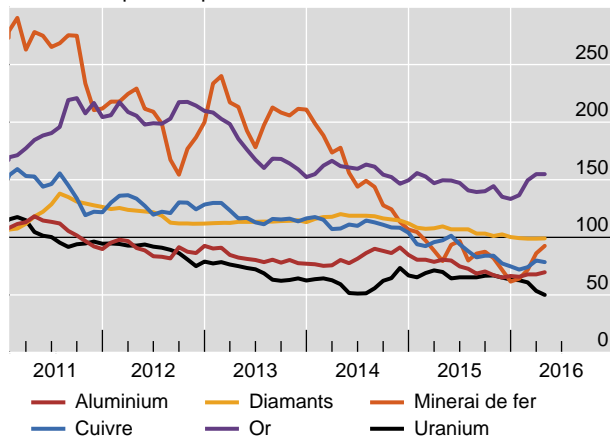
Pétrole brut



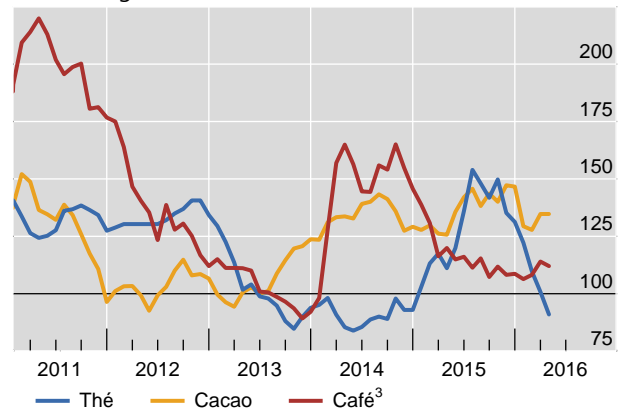
Gaz naturel et charbon



Métaux et pierres précieuses



Produits agricoles



¹ Brent daté. ² Prix frontière du gaz naturel russe en Allemagne. ³ Autres arabicas doux.

Sources : FMI, *Prix des produits de base primaires* ; Datastream ; calculs BRI.

Évolution de la situation au Nigéria depuis 2007

Graphique A2

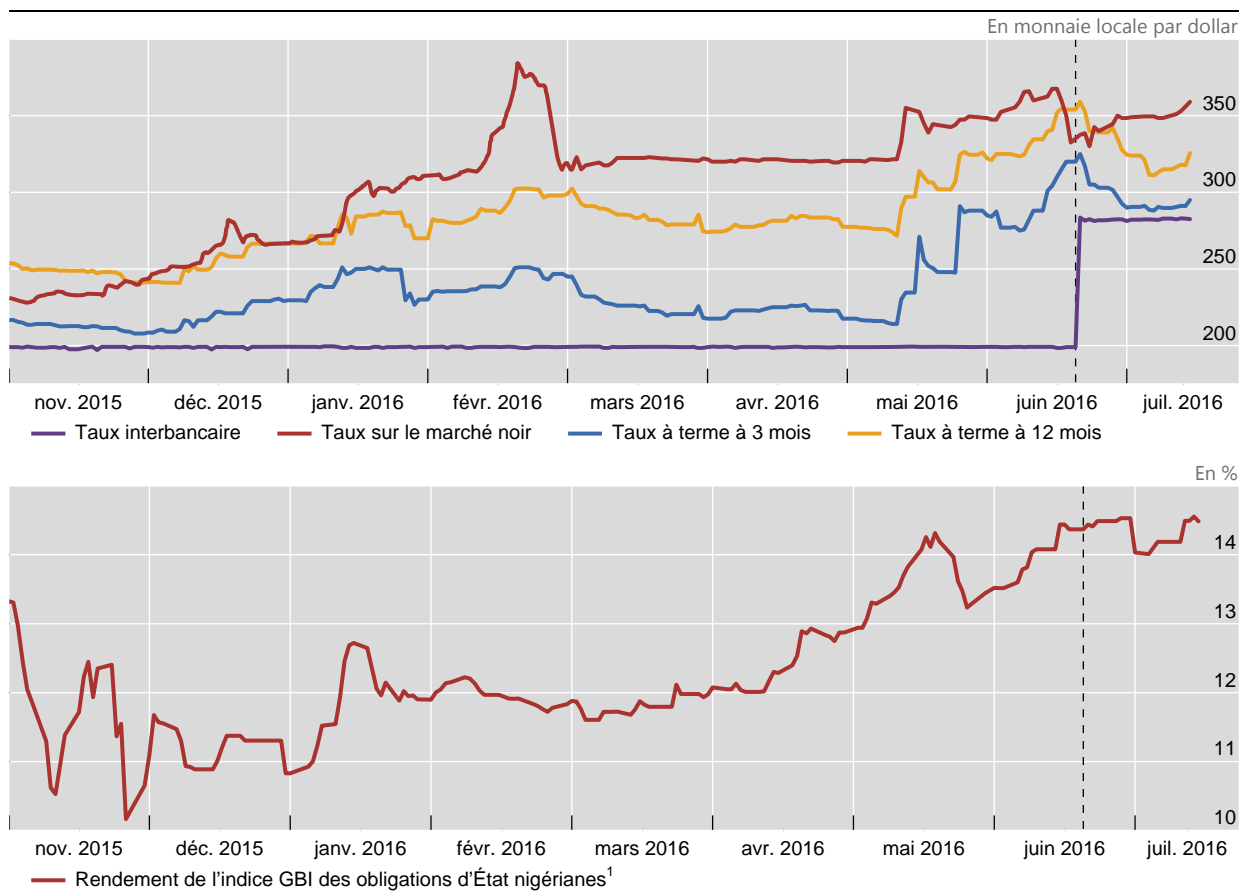


¹ Variations sur 1 an.

Sources : Datastream ; et calculs BRI.

Évolution récente des taux d'intérêt et des taux de change du Nigéria

Graphique A3



La ligne en pointillés indique l'introduction d'un taux de change flexible le 20 juin 2016 (annoncée le 15 juin).

¹ Indice boursier.

Sources : AbokifX.com ; Bloomberg ; JPMorgan Chase.

Positions extérieures des banques déclarantes vis-à-vis de tous les secteurs et pays¹

Variation corrigée des effets de change et encours (estimation), en milliards de dollars US

Tableau A1

	2005-07	2008-09	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Encours, déc. 2015
Avoirs									
Algérie	-2	-	-	-	-	-	-	-1	2
Égypte	12	-1	5	-7	-2	-2	1	3	15
Libéria	2	5	2	-	-	-2	-	4	29
Maroc	3	1	-	3	-	2	1	-1	13
Nigéria	5	1	-1	1	3	2	5	-1	17
Afrique du Sud	16	-2	3	-6	4	-	6	1	40
Afrique	41	8	11	-6	11	7	14	9	175
Afrique, hors Libye	41	8	11	-5	11	6	14	9	174
Engagements									
Algérie	6	-5	-	-	-	-1	-	-	5
Égypte	12	-13	-2	4	-5	-	-2	-	22
Libéria	4	-	3	-3	-4	-	2	-	15
Maroc	4	-2	-1	-2	-2	2	-	-1	6
Nigéria	23	-13	-	-4	9	3	-4	-9	17
Afrique du Sud	19	-17	5	-9	2	5	1	-3	40
Afrique	150	-66	13	5	-8	-2	-12	-5	238
Afrique, hors Libye	98	-52	18	-2	2	8	-7	-8	196

« - » désigne zéro ou une valeur négligeable.

¹ Ne tient pas compte des créances et engagements transitant par des véhicules non bancaires domiciliés hors de l'Afrique.

Source : Statistiques bancaires internationales BRI.

Annexe

Chute des prix des produits de base : expériences du Chili et de l'Indonésie¹¹

Chili. La chute de près de 50 % des cours du cuivre depuis début 2011 a ralenti la croissance du PIB, celle-ci passant de 5 % en moyenne entre 2004 et 2013 à 2,5 % en 2014–2015. Les investissements se sont également effondrés. Le cuivre représente 10 % du PIB chilien et la moitié des exportations et des flux d'investissements directs étrangers.

Depuis 2001, la politique budgétaire a été guidée par une règle visant à maintenir un excédent structurel de 1 % du PIB. Cela permet à l'État de mettre en œuvre des politiques contracycliques en accumulant des déficits lors des phases de récession et des excédents en période de prix élevés du cuivre et de croissance soutenue. Par exemple, pour soutenir la croissance économique, le budget 2015 a prévu des mesures de relance budgétaire.

Avec des pressions inflationnistes limitées, la politique monétaire a elle aussi été conciliante. Les autorités ont permis au taux de change de se déprécier à mesure que le prix du cuivre chutait, entraînant une forte compression des importations. En revanche, les exportations autres que celles du cuivre ont été plus lentes à réagir. Pour diversifier l'économie dans des secteurs autres que la production de cuivre, les autorités comptent mettre en œuvre des réformes structurelles (notamment en ce qui concerne le marché de l'emploi et de l'éducation) afin d'améliorer la qualité des ressources humaines et renforcer la gouvernance publique et privée. Elles comptent également améliorer l'accès au crédit pour les PME en mettant en place un Bureau de crédit public et un registre des actifs mobiliers des entreprises afin de permettre aux banques d'utiliser plus facilement la valeur de ces biens à des fins de garantie.

Indonésie. Ces dernières années, l'Indonésie a résisté aux chocs des cours des produits de base et aux turbulences sur les marchés financiers mondiaux. Dernièrement, soutenu par des politiques macroéconomiques appropriées, le pays a continué à afficher une solide croissance du PIB (4,7 % en 2015) et une faible inflation (3,4 % fin 2015). Les entrées en portefeuille ont continué, mais les flux sortant d'investissements en actions ont suivi la tendance observée dans d'autres économies émergentes. Les principaux produits de base continuent de représenter un peu moins de 10 % du PIB et la moitié des exportations de marchandises.

La baisse des prix des produits de base a influé sur l'économie au travers de plusieurs mécanismes. Les recettes d'exportation et les bénéfices des entreprises se sont repliés aux niveaux de production existants. Ceci a eu un impact négatif sur la demande intérieure et les importations. Les recettes pétrolières et gazières ont diminué. La prime de financement externe imposée aux entreprises a augmenté, diminuant ainsi la demande de crédit et les afflux de capitaux. Le choc des cours des produits de base a également nui aux investissements dans le secteur de ces produits et les secteurs associés, comme le bâtiment et les transports, réduisant encore davantage les recettes et l'emploi.

¹¹ FMI (2016b), FMI (2015a) et FMI (2015b).

Depuis 2013, l'Indonésie a bénéficié d'un cadre de politique budgétaire renforcé qui a fourni un point d'ancrage politique important. La règle budgétaire limite le déficit des administrations publiques à 3 % du PIB et la dette publique à 60 % du PIB. Le déficit budgétaire des administrations publiques s'élevait à 2,8 % en 2015 et la dette publique était tombée à 27,5 %. Pour limiter les conséquences budgétaires de la baisse des recettes, et animées par la baisse des prix de l'énergie, les autorités ont mis en place une réforme des subventions à l'énergie, éliminant les subventions portant sur l'essence et rationalisant celles qui concernaient le gazole et l'électricité. Elles ont permis au taux de change de refléter les forces du marché et sont intervenues de manière judicieuse sur le marché des changes pour en garantir le fonctionnement ordonné. La politique monétaire a été resserrée en 2015 afin d'ancrer l'inflation et de maintenir la balance extérieure.

Pour soutenir des nouveaux moteurs de croissance et encourager une diversification de l'économie en vue d'en réduire la longue dépendance vis-à-vis des ressources naturelles et de l'orienter vers des secteurs porteurs (fabrication, agriculture, tourisme et autres secteurs axés sur les services), les autorités préparent des réformes visant à améliorer le climat d'investissement et à rationaliser la réglementation, en particulier à l'échelle locale. Elles travaillent également à l'amélioration du fonctionnement du marché de l'emploi. L'Indonésie souffre d'un important écart de développement en termes d'infrastructures par rapport à ses voisins asiatiques, en particulier dans la production et le transport d'électricité. Le gouvernement compte intensifier les investissements dans ces secteurs. Ces investissements seront financés aux deux tiers par l'État et à un tiers par le secteur privé, principalement au travers de partenariats public-privé.

Volumes précédents dans la série sur l'Afrique

Titre	Date de publication
The role of central banks in macroeconomic and financial stability (BIS Papers n° 76) Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière	Février 2014
Central banking in Africa: prospects in a changing world (BIS Papers n° 56) Banques centrales d'Afrique : perspectives dans un monde en mutation	Septembre 2011
Financial Market developments in Africa: new challenges for central banks? Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ?	Novembre 2007
Central banks and the challenge of development Les banques centrales et le défi du développement	Mai 2006

Les différents volumes sont consultables et disponibles sur le site de la BRI (www.bis.org).