



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

LES PRECIS DU COFEB

N°1 / année 2019

**PRATIQUES DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE
ET DES CADRAGES MACRO-ÉCONOMIQUES DANS
LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT**

Jean-Claude Nascimento

Marc Raffinot, Université Paris Dauphine, LED@-DIAL



BCEAO
BANQUE CENTRALE DES ÉTATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

Direction Générale des Ressources Humaines et de la Formation
Centre Ouest Africain de Formation et d'Études Bancaires (COFEB)

LES PRECIS DU COFEB
N°1 / année 2019

PRATIQUES DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE ET DES CADRAGES MACRO-ÉCONOMIQUES DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

Jean-Claude Nascimento
Marc Raffinot, Université Paris Dauphine, LEDA-DIAL

Les avis exprimés engagent
la responsabilité des seuls auteurs.

INTRODUCTION	7
I. LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE : GÉNÉRALITÉS	9
1.1 Dialogue avec le FMI	11
1.2 Les facilités de prêts	12
1.3 Un cadre macro-économique qui traduit un programme financier discuté avec le FMI	12
2. PRATIQUE DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE FMI	17
2.1 Éléments de base	20
2.2 Trois objectifs	20
2.2.1 Croissance du PIB réel	21
2.2.2 L'inflation	21
2.2.3 L'équilibre extérieur	23
2.3 Environnement extérieur et autres variables exogènes : flux financiers extérieurs, prix et taux d'intérêt mondiaux et conjoncture internationale.	25
2.3.1 Flux financiers extérieurs	25
2.3.2 Environnement économique international	27
2.4 Logique d'ensemble de la programmation financière	27
3. PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES	29
3.1 Projections de l'équilibre ressources-emplois en biens et services	31
3.1.1 Le PIB réel : approche de la production	31
3.1.2 L'inflation projetée selon l'indice des prix à la consommation (IPC) et selon le déflateur du PIB	33
3.1.3 Le PIB réel : approche par la demande	34
3.1.4 Bouclage de l'équilibre ressources emplois (ERE) en biens et services	37
3.2 Projection de la situation monétaire intégrée (SMI)	37
3.2.1 Loi quantitative de la monnaie (LQM)	37

3.3	Projection de la balance des paiements (BP)	41
3.3.1	Les postes qui sont déjà projetés	41
3.3.2	Déterminants des exportations et importations	42
3.3.3	Détermination des importations	42
3.3.4	L'investissement direct étranger (IDE)	43
3.3.5	Transferts privés	43
3.3.6	Bouclage de la BP	43
3.4	Projection du TOFE	43
3.4.1	Projection des recettes	44
3.4.2	Projection des dons	46
3.4.3	Projection des dépenses publiques	47
3.4.4	Le déficit budgétaire	49
3.4.5	Le financement	50
3.4.6	Bouclage du TOFE	51
3.5	Conditionnalité du Fonds : critères de performance et repères	52
3.6	Programmation financière : limites, compléments et alternatives	53
3.6.1	Taux de change	53
3.6.2	Croissance	58
3.6.3	Masse monétaire et inflation	61
3.6.4	Investissement public et privé	65
3.6.5	Investissement et importations	65
3.6.6	Absorption intérieure et exportations	66
4.	PROGRAMMATION FINANCIÈRE : DE LA TECHNIQUE AU DIALOGUE SUR LES POLITIQUES	67
4.1	Aspects techniques	69

4.1.1 Programme financier appuyé par les ressources du FMI : critères et repères.	69
4.1.2 Scénario de référence et incertitude	70
4.2 Déroulement des négociations	71
5. PROGRAMMATION FINANCIÈRE ET LUTTE CONTRE LA PAUVRETÉ	73
5.1 Une procédure peu adaptée pour traiter les questions de lutte contre la pauvreté	75
5.2 La relation entre croissance et pauvreté	75
5.3 Les programmes FMI et leur impact sur la pauvreté	77
5.4 Croissance pro-pauvres, croissance inclusive	78
5.5 Programmes FMI et réduction des inégalités	78
5.6 Limites	79
6 AU-DELÀ DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE	81
6.1 Court terme : le rôle de la demande dans les pays en développement	83
6.2 Une approche keynésienne « adaptée » dans les pays en développement	85
6.3 L'approche keynésienne en pratique	86
6.4 Résultats : des projections souvent divergentes	88
6 Appropriation de la programmation financière comme outil de gestion macroéconomique	91

Introduction

Ce document traite de la programmation financière et du cadrage macroéconomique dans les pays ayant un accès limité aux marchés internationaux des capitaux, et dont le financement extérieur est essentiellement obtenu auprès d'organismes publics bilatéraux et multilatéraux et est généralement constitué de prêts concessionnels et de dons. Toutefois, comme un nombre croissant de ces pays cherche à accéder au marché international des capitaux, nous présenterons aussi certains éléments qu'il faut prendre en considération dans le cas où cet accès est obtenu.

Dans le cadre de son mandat portant sur la surveillance bilatérale, le FMI tient des consultations annuelles avec les pays membres, conformément à l'Article IV de ses statuts. Ces consultations annuelles comprennent inter alia un dialogue entre les services du FMI et les autorités des pays membres. Ce dialogue porte sur le bilan économique de l'année écoulée et les perspectives de leur économie avec un accent particulier sur la conduite de leur politique économique. Dans le cas de pays cherchant à redresser des déséquilibres macroéconomiques graves, ce dialogue peut aussi se tenir dans le cadre de négociation ou encore de revue de programme financier appuyé par le FMI, conformément à l'Article V des Statuts du Fonds.

Sur le plan analytique, ces discussions se déroulent dans le cadre de la programmation financière, une technique d'analyse macroéconomique développée au sein du FMI dans les années 50. Les analyses qui remettent en question ce cadre (comme les analyses dites « structuralistes¹ ») n'ont eu qu'un impact réduit, bien que certaines d'entre elles soient maintenant reprises dans l'approche standard².

Le présent document a pour objectif de présenter la programmation financière telle qu'elle est généralement pratiquée. Cette technique d'analyse met surtout l'accent sur le cadre comptable de cohérence, et peut s'adapter à différentes approches théoriques, qu'elles soient monétaristes ou d'inspiration keynésienne. Nous analyserons donc les différences entre ces deux façons d'effectuer des projections.

¹ - Voir sur ce point Taylor (1994) et Fontaine et Lanzarotti (2001).

² - C'est le cas par exemple des contrôles des flux de capitaux, qui sont maintenant admis dans certains cas par le FMI, voir Ostry et al. (2010)

CHAPITRE I

LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE : GÉNÉRALITÉS

1.1 Dialogue avec le FMI

La programmation financière est une technique pratique d'analyse et de prévisions macroéconomiques. Son cadre d'analyse vise à assurer la cohérence entre les comptes de différents secteurs de l'économie (comptes nationaux, monétaires, extérieurs et Tableau des opérations financières de l'Etat ou TOFE), et à bâtir un programme financier.

On nomme « programme financier » l'ensemble des mesures de politiques économiques visant à atteindre des objectifs macroéconomiques fixés, soit pour maintenir une bonne performance économique, soit pour corriger (ajuster) une situation initiale de déséquilibre macroéconomique et partant d'éviter un ajustement économique désordonné (ex : recours au contrôle de changes, à des restrictions quantitatives des importations en cas de manque de devises, etc.).

Dans le cadre des discussions avec les pays membres (consultations annuelles, négociation ou revue/suivi de programmes), le FMI procède à des cadrages macro-économiques qui sont une traduction chiffrée des programmes financiers. Dans le cadre des consultations annuelles au titre de l'Article IV, ces discussions visent, pour le FMI, à faire l'évaluation de la conduite des politiques de changes par les pays membres, conformément au 2^e amendement de ses Statuts en 1977 suite au démantèlement du système de Bretton Woods. Comme la durée des programmes du FMI varie d'un an (court-terme) à trois/cinq ans (moyen-terme) selon la facilité de tirage, il s'agit essentiellement d'assurer la cohérence macroéconomique tant en année de base que pour la période de projections de moyen terme³).

Depuis 1999, les institutions financières internationales (notamment le FMI, la Banque Mondiale, les banques régionales de développement telle que la Banque africaine de développement pour l'Afrique) ont accordé des réductions de dette aux pays les plus pauvres. Les analyses de soutenabilité de la dette sont intégrées par le FMI aux exercices de programmation financière depuis 2002 (et systématiquement, suivant un cadre standardisé baptisé « cadre de viabilité de la dette », depuis 2005).

En outre, les programmes du FMI appuyés par des facilités concessionnelles visent de manière explicite depuis 1999 la réduction de la pauvreté et la croissance. Nous examinerons quelques implications de cet objectif sur la méthode de programmation financière. Mais cet aspect de la question dépasse les questions d'équilibre macroéconomique (ex : monétaire, budgétaire et de balance des paiements) et il est élaboré et mis en œuvre conjointement avec la Banque mondiale et, parfois, d'autres partenaires au développement, multinationaux (ex : Union Européenne ; banques régionales de développement) et / ou nationaux (ex : agences nationales de développement). Pour le FMI, la lutte contre la pauvreté doit être accompagnée d'une croissance saine, ce qui signifie que le respect des grands équilibres macroéconomiques et l'avancement des réformes (libéralisation, privatisations, etc.) doivent être compatibles avec les deux objectifs de croissance et de lutte contre la pauvreté.

3 - Voir documents pédagogiques élaborés par l'Institut du FMI en français (1984, 1999) et en anglais (1996, 2000).

1.2 Les facilités de prêts

Le FMI dispose de plusieurs guichets de prêts, appelés « facilités ». A l'origine, le FMI ne disposait que de facilités destinées à stabiliser les économies, en général à revenu élevés telles que, par exemple : la facilité « stand by » destinée plus précisément à aider les pays à faire face aux déséquilibres à court-terme de la Balance des Paiements (BP), d'une durée de 12 à 18 mois, aux conditions du marché en ce qui concerne le taux d'intérêt, la durée du prêt, etc.) ; la facilité élargie destinée à aider les pays à faire face à des déséquilibres structurels (de long terme) de la BP d'une durée plus longue -3 ans- est aussi aux conditions de marché ; la facilité compensatoire destinée à aider les pays à faire face à des déficits inattendus de la balance commerciale du fait d'une chute non-anticipée des recettes d'exportations (ex : chute des cours mondiaux de principaux produits d'exportation) ou d'une hausse soudaine des dépenses d'importation (ex : hausse soudaine de la facture pétrolière).

Avec les années quatre-vingt sont venues les facilités de type concessionnel pour les pays à faible revenu éligibles au guichet IDA de la Banque mondiale comme la Facilité d'Ajustement Structurel (FAS, 1986), la Facilité d'Ajustement Structurel Renforcée (FASR), la Facilité pour la Réduction de la Pauvreté et la Croissance (FRPC), et enfin la Facilité Élargie de Crédit (FEC) (voir Encadré 1). Mais le FMI dispose aussi de possibilités de suivre des programmes sans accorder de financement (Staff Monitored Programs--SMP ou Policy Support Instrument--PSI).

1.3 Un cadre macro-économique qui traduit un programme financier discuté avec le FMI

Le cadre macroéconomique de la programmation financière qu'il s'agit de construire doit traduire en chiffres le programme financier que le gouvernement a discuté avec le FMI, dans le cadre des consultations annuelles, ou de négociations ou encore du suivi de programmes appuyés par ce dernier. Dans le cadre de son assistance financière, le FMI intervient à la demande des États pour leur fournir des devises, moyennant les engagements pris par le pays d'adopter et d'appliquer un programme financier crédible avec des politiques de stabilisation financière et de réformes structurelles :

- **Stabilisation** : L'objectif ici est de revenir aux grands équilibres macroéconomiques et financier notamment de résorber le déséquilibre entre la production nationale et la demande intérieure (gap de ressources) par la mise en œuvre de politiques de gestion de la demande globale et d'assurer la viabilité de la balance des paiements à moyen terme. ;
- **Réformes structurelles** : L'objectif ici est de rétablir les conditions d'une croissance économique saine et vigoureuse, par l'application de mesures visant à dynamiser la production nationale et partant à éliminer les distorsions et obstacles les plus sévères entravant le bon fonctionnement et l'efficacité :
 - o des administrations responsables de la formulation et l'application des politiques macroéconomiques, (administration fiscale, douanière, fonction publique, des statistiques, banque centrale, commission bancaire, ... etc.) ;

- o des marchés des biens et facteurs, entre autres par l'élimination des interventions étatiques (ex : libéralisation des prix, privatisation, dérèglementation, etc.) en étroite collaboration avec la Banque mondiale qui dispose de l'expertise en la matière, et en a le mandat, conformément aux missions respectives des deux institutions.

Le premier aspect de la question est le domaine classique de la stabilisation macroéconomique. Même si des divergences théoriques existent entre macro-économistes, les questions sont relativement bien cernées. Par contre, il est beaucoup plus délicat de traduire en termes quantitatifs les réformes inscrites aux programmes du FMI, puisque celles-ci ont pour objectif de modifier en profondeur le fonctionnement et la structure tant des administrations publiques (ex : création d'unité des grandes entreprises au sein de l'administration fiscale ; réforme de la banque centrale ; etc.) que de l'économie en tant que telle (libéralisation des prix intérieurs, du commerce intérieur et extérieur, etc.) ; les instruments et modes opératoires de gestion macroéconomique (ex : recours aux opérations d'open-market comme outil de politique monétaire) afin d'améliorer l'efficacité de la politique économique ; et le cadre juridique et réglementaire de l'environnement économique afin de favoriser l'investissement.

Quand bien même l'élaboration de ces réformes serait relativement aisée, leur impact est difficilement quantifiable. Dans ce contexte, l'économétrie devient assez inopérante puisqu'elle ne renseigne que sur les liens passés entre les variables économiques -sans même mentionner la critique de Lucas. Il devient dès lors difficile de quantifier, par exemple, l'ampleur et la durée de la réaction des investisseurs privés à un code d'investissement plus favorable, ou même le résultat d'une mesure de dévaluation sur la diversification des exportations. En pratique, il s'agit donc de construire un programme de réformes structurelles réalistes plutôt que d'utiliser des modèles mathématiques capables de prendre en compte toutes ces dimensions.

L'une des principales missions du FMI (Article V des statuts) est de fournir une assistance financière aux pays membres en proie à des déséquilibres macroéconomiques graves, notamment des déséquilibres extérieurs. Du fait de la nature limitée de ses ressources, et de son obligation à en assurer la sécurité afin de les rendre disponibles à d'autres pays membres au besoin, l'assistance financière du FMI est conditionnelle à la prise d'engagements, par les pays emprunteurs en difficultés, de la mise en œuvre d'un ensemble de mesures correctrices visant à éliminer leurs déséquilibres économiques et restaurer une croissance économique saine et durable. Ces engagements constituent l'élément central de la conditionnalité du FMI.

La conditionnalité a un double objectif. Elle vise, pour les pays membres, à fournir des assurances au FMI quant à la bonne utilisation des ressources mises à leur disposition et, pour le FMI, à s'assurer du remboursement de ses ressources dans les délais préalablement fixés afin de les mettre à la disposition d'autres pays membres en difficulté. Afin de préserver ce double objectif de la conditionnalité, le FMI a élaboré un ensemble de dispositions régissant l'accès et de règles régissant le décaissement de ses ressources, et d'instruments régissant le suivi du programme financier. Les dispositions, règles et instruments les plus importants sont présentés brièvement ci-dessous.

Le FMI dispose de plusieurs instruments pour appliquer la conditionnalité. Les principaux instruments sont : les mesures préalables (« prior actions »), le phasage des décaissements, les critères de performance (CP) du programme, les revues de programme et les dérogations (« waivers ») pour non-respect des critères de performance. Les mesures préalables sont des mesures que les autorités des pays emprunteurs sont, dans certains cas, tenues de prendre avant l'approbation du programme par le Conseil d'Administration du FMI. Elles ont pour objet de démontrer l'engagement du pays emprunteur à mettre en œuvre le programme financier négocié, spécialement après des instances répétées d'interruption de programmes⁴, ou de lever les obstacles au bon déroulement du programme financier à soumettre au Conseil. Le phasage concerne l'étalement (en part égales, ou non dépendant des besoins de financement du programme⁵) des décaissements sur la durée du programme (ex : tous les six mois pour les programmes appuyés par la FEC ; tous les trois mois pour ceux appuyés les facilités telles que la facilité « stand by »). Ces décaissements sont conditionnés par la bonne exécution du programme, notamment à l'atteinte des critères de performance (CP) du programme. Les CP sont les conditions, quantitatives (ex : un niveau plancher d'avoirs extérieurs nets, ou AEN) et structurelles (ex : libéralisation des taux d'intérêt) que le pays emprunteur doit satisfaire pour effectuer des tirages de ressources du FMI. Ces conditions reposent des variables de politique économique (ex : AEN ; niveau de taux de change ; etc.) et structurelles (ex : adoption d'un taux de change unique) sous le contrôle direct des autorités.

Les revues de programme ont pour objet de faire le suivi du programme, de vérifier son bon déroulement, et parfois de modifier le programme financier pour tenir compte d'une nouvelle situation ou d'une modification de l'environnement économique (ex : moins values dans les décaissements extérieurs par rapport aux montants programmés⁶). Enfin, les dérogations visent à permettre la poursuite du programme financier malgré le non-respect des CP, dans la mesure où les objectifs du programme sont globalement maintenus et les autorités prennent les engagements de mettre en application des mesures correctrices permettant d'atteindre ces objectifs.

Les limites d'accès : L'accès aux ressources du FMI par les pays membres est lié directement à leur quote-part. Les quotes-parts constituent l'assiette de calcul des limites d'accès aux ressources du FMI par les pays membres. Ces limites représentent le montant maximum des ressources financières que le pays emprunteur peut tirer, suite à un accord conclu avec le FMI, et elles varient en fonction de la facilité de tirage. Le montant du prêt effectivement accordé au pays en difficulté dépend des besoins de financement de la BP et de l'effort d'ajustement consenti par les autorités du pays emprunteur. Il faut souligner ici que cette assistance financière du FMI basée sur les quotes-parts ne vise pas à combler les besoins de financement extérieur du pays emprunteur, la majeure du financement provenant des bailleurs de fonds bilatéraux et autres multilatéraux tels que la Banque mondiale et les banques régionales de développement. Le rôle premier du FMI ici est celui de catalyseur de ressources extérieures plutôt que de banque de développement. Ainsi, un pays dont la quote-part est

4 - La terminologie anglo-saxonne fait référence au rétablissement d'un « track-record », c'est-à-dire de la crédibilité des engagements pris.

5 - Un phasage inégalement réparti du financement exceptionnel sur la durée du programme donne lieu à un effort d'ajustement similairement réparti dans le temps. Par exemple, un décaissement plus que proportionnel en début de programme s'accompagne généralement d'un effort d'ajustement plus important en début de programme ; on fait ici référence à un « front-loading » du paquet de mesures d'ajustement. .

6 - Des repères quantitatifs et structurels sont aussi élaborés pour s'assurer du bon déroulement du programme. Ils ne font pas l'objet d'une demande de dérogation en cas de leur non-respect.

de 100 millions de DTS ne pourra emprunter la première année au titre de la FEC que 90 % de sa quote-part, soit 90 millions de DTS.

Le cadrage macroéconomique, et partant le programme financier, est calé sur la durée du prêt (ex. : trois ans pour la Facilité Élargie de Crédit ou FEC). Cependant, dans le cas des programmes financiers triennaux, toutes les années ne sont pas traitées de la même façon. La projection de la première année du programme doit être :

- spécifiée intégralement : les engagements pris par les autorités sous forme de mesures et politiques pour atteindre les objectifs du programme doivent être quantifiés, spécifiques et précis. Par exemple, dans le cas de coupes budgétaires pour aider à la résorption du déficit de l'Etat, la mesure doit être quantifiée (montant des coupes ?), spécifique et clairement identifiée (coupe sur quelle catégorie de dépenses ?), de même que leur « timing » (date de mise en application de la mesure ?). L'objectif est entre autres de bien appréhender le réalisme et l'efficacité de la mesure adoptée.
- Financé entièrement : le TOFE et la Balance des Paiements (BP) doivent être entièrement financés (on dit aussi « bouclés »), c'est-à-dire que la totalité des ressources extérieures prévisionnelles doit être identifiée (correspondre à un engagement d'une source de financement ou du moins à une indication positive de sa part). C'est évidemment plus difficile dès qu'on traite les années suivantes, notamment dans les pays à faible revenu car les bailleurs de fonds ne peuvent (ou ne veulent) pas s'engager à annoncer des montants de financement sur des durées qui dépassent leur horizon budgétaire.

Cette approche qui se focalise sur le court terme (même si les programmes peuvent être reconduits) peut poser un problème aujourd'hui, dans la mesure où la durée des programmes nationaux de réduction de la pauvreté (cf. document de stratégie de réduction de la pauvreté ou DSRP) peut être bien supérieure à trois ans, de même que la période nécessaire pour évaluer la soutenabilité de la dette (le FMI utilise un horizon temporel de vingt ans à ce niveau). La possibilité existe pour les pays de poursuivre leur stratégie de réduction de la pauvreté et de croissance pour une durée additionnelle de trois ans avec l'appui financier du FMI dans le cadre d'un nouvel accord au titre de la FEC (ex-FRPC).

Cependant, une telle approche pose un problème du fond au FMI (une institution monétaire et non pas de développement), celui de l'utilisation prolongée de ses ressources destinées, à l'origine, à être utilisées temporairement seulement. La création de la facilité dite Instrument d'Appui aux Politiques Économiques « ou PSI » permet de contourner partiellement cette difficulté en accordant aux pays membres la possibilité de poursuivre leur stratégie de réduction de la pauvreté (SRP) avec l'appui-conseil mais sans l'assistance financière du FMI.

Encadré 1 : Facilités concessionnelles du FMI (2015)

- **Facilité Elargie de Crédit- FEC (ex-Facilité pour la Réduction de la Pauvreté et la Croissance-FRPC-** créée en 1999 en remplacement de la Facilité d’Ajustement Structurel Renforcée) : mise en place en 1986 pour aider les pays à faible revenu (éligibles aux prêts concessionnels de l’IDA/Banque mondiale) à atteindre la soutenabilité de la balance des paiements, achever une croissance durable, et réduire la pauvreté. Accès : 90% de la quote-part en général avec un niveau maximum de 140%. Décaissements semestriels échelonnés sur 3 ans sous réserve de l’atteinte des CP du programme (ou obtention d’une ou plusieurs dérogations, autrement); taux d’intérêt: 0,5%; remboursement sur 10 ans avec une période de grâce de 5 ans.
- **Facilité des chocs exogènes** : créée en 2005 en remplacement de la facilité d’Urgence et Catastrophes Naturelles pour aider les pays à faible revenu à faire face à des événements impactant négativement leur économie mais qui ne sont pas du fait des autorités (ex: flambée des cours pétroliers; chute des cours mondiaux de matières premières; catastrophes naturelles intérieures telles qu’une sécheresse, un cyclone, etc.; conflits dans les pays limitrophes avec effets négatifs sur le commerce frontalier du pays emprunteur. Accès maximum : 50% de la quote-part au maximum.
- **Instrument d’appui aux politiques économiques (PSI d’après le sigle anglais)** : créé en 2005 pour aider le pays à faible revenu qui ne souhaitent pas un appui financier du FMI mais plutôt un accompagnement dans le conseil en matière de politiques économiques. Le PSI remplace le programme de référence (ou staff monitored program—SMP)

CHAPITRE II

PRATIQUE DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE FMI

La technique utilisée par le FMI est très ancienne dans son principe. Le modèle de base est celui de Polak (1957) (voir annexe 1). Il repose sur les hypothèses-clés suivantes : un taux de change fixe, une demande de monnaie stable, la neutralité de la monnaie, l'absence de mobilité internationale des capitaux, et des marchés financiers intérieurs inexistantes ou peu développés, ainsi qu'une croissance économique exogène. La pratique de la programmation financière a subi des modifications depuis l'origine, et elle est appliquée de manière pragmatique sur le terrain par les équipes du FMI dans le cadre des consultations annuelles ou des négociations de programmes.

En pratique, la manière de construire les programmes, appuyés ou non par les ressources du Fonds, est itérative. Le préalable de ce processus itératif est le bouclage des résultats économiques (estimations) en année de base qui sont calées au mieux pour fixer la base des projections et assurer la cohérence intersectorielle des données macroéconomiques.

Dans un premier temps, les projections du « scénario de base » sont faites sous l'hypothèse de la poursuite des politiques économiques en place. Étant données les hypothèses et prévisions pour les variables exogènes, les résultats en termes de prévision de croissance économique réelle, d'inflation, de la position extérieure des réserves officielles et / ou évolution du taux de change et de la position budgétaire sont tirés des Tableaux des opérations financières de l'Etat (TOFE), de Balance de paiements (BP), de la situation monétaire et de l'équilibre ressources emplois en biens et services (EREBS). . Ce scénario de base est important pour identifier les conséquences, par exemple en matière de croissance, les déséquilibres macroéconomiques, ainsi que les vulnérabilités et risques macroéconomiques résultant de la poursuite des politiques économiques en place et partant, il sert de base au dialogue avec les autorités dans le cadre des consultations annuelles ou de négociation d'un programme financier.

Dans un deuxième temps, un « scénario programme » est bâti pour corriger les déséquilibres macroéconomiques. Les projections d'un scénario programme sont faites sur la base d'objectifs macroéconomiques et structurels à atteindre et d'un ensemble de mesures de stabilisation et structurelles accompagnatrices, fortes et crédibles, ainsi que le financement extérieur mobilisable nécessaire pour atteindre ces objectifs. Bien entendu, les objectifs fixés initialement peuvent être incompatibles avec le financement extérieur disponible ou mobilisable, ou la force des mesures. Dans ce cas, le processus itératif des projections du scénario programme et des mesures sous-jacentes est enclenché. La dernière variante de ce scénario est utilisée pour fixer les critères de performance du programme (conditionnalités sur des indicateurs quantitatifs et structurels) et des repères (indicateurs quantitatifs et structurels de déroulement du programme conformément aux prévisions). Il faut noter ici que ces projections sont initialement faites sur base annuelle. Cependant, dans la pratique, les projections de la première année du programme sont trimestrialisées afin de bien cerner les évolutions saisonnières de certains agrégats macroéconomiques (comme les recettes publiques ou le crédit à l'économie) dans l'optique de l'établissement des critères de performance, généralement en fin de trimestre.

Nous commençons dans un premier temps par décrire les différentes étapes de l'élaboration des programmes. Dans un second temps, nous présenterons les principales critiques.

2.1 Éléments de base

La programmation financière, en plus des identités comptables, requiert d'autres éléments :

- Trois objectifs : un taux de croissance économique élevé et robuste, un taux d'inflation bas et stable et l'équilibre extérieur (à savoir un niveau plancher d'avoirs extérieurs nets (AEN) pour les pays en régime de taux de change fixe ou un sentier d'ajustement du taux de change pour les pays en régime de taux de change flexible).
- Des relations de comportement entre des variables-objectifs et celles de politique économique telles que, par exemple, la loi quantitative de la monnaie pour l'estimation de la demande de monnaie, ou la parité des taux d'intérêt (uncovered interest rate parity) pour l'estimation de flux d'investissement de portefeuille dans les économies ayant libéralisé leur compte de capital. Dans la pratique cependant, les relations de comportement sont plus le reflet des conditions du pays étudié que d'une théorie économique particulière. Ainsi, dans de nombreux pays en voie de développement, les estimations de la demande de monnaie incluent une variable de coût d'opportunité de la détention de monnaie locale (ex : taux d'intérêt dans la théorie keynésienne ou taux d'inflation dans les travaux sur les PVD ou encore le taux de change du marché parallèle dans les économies fortement dollarisées). De façon générale, une théorie n'est pas privilégiée par rapport à une autre, les résultats des travaux économétriques déterminant quelle théorie explique le mieux la demande de monnaie ou autre relation de comportement dans le pays en question. Il faut noter finalement que sur le terrain, les projections sont plus souvent faites à partir d'une méthode désagrégée, basée sur les entretiens avec les responsables dans chaque secteur relatifs aux tendances et perspectives pour l'année à venir.
- Des variables exogènes (données de manière extérieure au modèle) : les prix des matières premières, les taux de change des devises clés, les taux d'intérêts sur les principales devises, etc.
- Des politiques macroéconomiques et structurelles.

Dans le texte qui suit nous chercherons à présenter de la manière la plus simple possible la pratique de la programmation financière dans les pays en voie de développement en nous concentrant sur les pays à faible revenu (PFR). L'idée est de faire bien comprendre la logique d'ensemble. C'est pourquoi la présentation laissera de côté de nombreuses complications qu'il est possible d'introduire.

2.2 Trois objectifs

L'élaboration du programme commence par la fixation des objectifs macroéconomiques clés : le taux de croissance du PIB en volume, le taux d'inflation et les avoirs extérieurs nets (AEN) officiels (c'est-à-dire de la banque centrale) en régime de taux de change fixe ou sentier de croissance du taux de change en régime de taux de change flexible.

2.2.1 Croissance du PIB réel

Le premier objectif concerne le taux de croissance du PIB réel, notamment dans l'optique de la poursuite d'une croissance « pro-pauvre », forte et soutenue. Ce taux est exogène, il ne dépend pas des autres variables du modèle – du moins de manière automatique.

Dans une approche monétariste de long terme, mais en supposant constante la vitesse de circulation de la monnaie, on considère qu'une augmentation de la masse monétaire ne peut avoir d'impact sur les quantités produites (pas d'impact « réel »). La croissance ne dépend pas de la demande, on suppose que les capacités de production sont saturées : impossible de produire plus à court terme.

Dans cette approche, la croissance dépend des facteurs de production (capital, travail, capital humain, etc.) et de leur efficacité (productivité globale des facteurs ou PGF). Selon la disponibilité et la qualité des données statistiques, le cadre d'analyse théorique utilisé varie du modèle d'Harrod-Domar aux modèles de croissance endogène en passant par le modèle de Solow. Bien entendu, ces modèles présentent tous des faiblesses dans leur application, notamment dans les PVD mais ils servent de cadre d'analyse, quoique très imparfait, aux prévisions de croissance. Ces imperfections et les hypothèses afférentes doivent être explicites.

En pratique, dans la plupart des pays en développement, on ne dispose pas de données fiables sur les facteurs de production. On peut alors se référer aux taux de croissance passés, en supposant qu'ils traduisent l'accroissement « normal » des facteurs de production dans le cadre institutionnel pré-réforme. Des hypothèses sur les taux de croissance passés permettent de projeter le PIB réel.

Dans la pratique, le FMI utilise une méthode basée sur deux approches pour la projection du PIB réel. Le PIB réel est projeté en partant de la production, puis en partant la demande finale, les deux projections devant conduire au même résultat en principe. En cas de divergence (très fréquente), les deux projections sont réconciliées afin d'aboutir au même PIB réel (voir ci-dessous 5.1.4).

2.2.2 L'inflation

Lorsqu'il est élevé, la réduction du taux d'inflation (variation annuelle, en pourcentage, de l'indice général des prix à la consommation (IPC) et/ou du déflateur du PIB) est le second objectif visé. Lorsqu'il est bas, l'objectif est la stabilité des prix reflété par le maintien d'un tel taux, souvent dans une fourchette.

L'idée est que l'inflation nuit à la croissance, peut avoir un impact négatif sur la compétitivité prix et sur les recettes publiques (effet Olivera Tanzi). En outre, une faible inflation contribue à la lutte contre la pauvreté, qui est devenu un objectif explicite des programmes du FMI, car une inflation élevée et instable est supposée frapper les pauvres avant tout.

En pratique les programmes financiers :

- Ciblent des taux d'inflation à un chiffre. Le taux-cible peut être très bas, parfois de l'ordre de 2 %, dans les économies à faible inflation (ex : pays de la zone Franc, zone Euro). Cependant, le niveau du taux d'inflation ciblé dépend surtout de son niveau avant l'élaboration d'un programme financier et de la force des politiques de stabilisation envisagées par les autorités. Il va sans dire que plus ces politiques sont fortes, plus l'objectif d'inflation à un chiffre est ambitieux. L'effort de réduction du taux d'inflation sera plus élevé dans un environnement hyper-inflationniste qu'un environnement à faible inflation. Ceci dit, le niveau optimal du taux d'inflation demeure un sujet de débat intense. La crise de 2008 a montré les dangers d'un niveau trop faible (car il est impossible de réduire encore le taux d'intérêt réel quand le taux nominal est proche de zéro). C'est pourquoi Olivier Blanchard (Blanchard et al. 2010) a proposé de viser un taux plus élevé, mais sa proposition a soulevé une forte opposition de la part des gouverneurs de plusieurs banques centrales.
- Assimile généralement le taux d'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) à celui mesuré par le déflateur du PIB. Pour les projections cela correspond à l'hypothèse suivant laquelle tous les prix évoluent de la même façon et les taux de change restent fixes. Si des hypothèses plus détaillées peuvent être faites, on aura deux projections différentes pour l'IPC et le déflateur du PIB.

Encadré 2 : Mesurer l'inflation : Indice des prix à la consommation (IPC) et déflateur du PIB

L'IPC est un indice des prix à la consommation d'un panier de biens et services pondérés par leur poids relatif dans un « panier de la ménagère » en année de base (t_0), ces poids relatifs étant le résultat d'une enquête de consommation des ménages effectuée en t_0 .⁷

Le déflateur du PIB est par contre un indice dérivé des projections des déflateurs sectoriels du PIB (ci-dessus) tels que le déflateur projeté de la consommation finale (C), de l'investissement (I), des importations (M) et exportations (X), etc. Le déflateur du PIB réel est la somme pondérée de ces déflateurs sectoriels, avec les pondérations calculées sur la base du poids relatifs de chaque composante (ex : C) dans la demande finale (D) en année courante (t).⁸ Ces déflateurs sont projetés sur la base d'hypothèses relatives à leur taux de croissance entre t_0 et t_1 . Par exemple, il est de coutume de supposer que le déflateur de C croît au même taux que l'IPC, ce qui serait un facteur d'assimilation des projections de l'IPC de celles du déflateur du PIB. Par contre, le taux de croissance projeté du déflateur des biens intermédiaires et biens d'équipements (I) est souvent calculé à partir des projections de taux de croissance des prix à l'importation de ces biens, projections disponibles auprès d'organismes tels que le FMI ou la Banque mondiale. Il faut noter que dans ce cas, l'inflation projetée provenant des biens intermédiaires et d'équipements est reflété dans le déflateur du PIB mais pas dans l'IPC et constitue une source de divergence entre ces deux indices.

7 - Statistiquement, l'IPC est un indice de prix (Pi) de divers produits de consommation ($i=1, 2, \dots, n$) pondéré par le poids relatif des quantités consommées du bien/service i (Q_i/Q) en année de base, c.à.d. un indice de type Laspeyres.

8 - Ainsi donc, le déflateur du PIB est calculé comme un indice de Paasche dans lequel les pondérations varient chaque année, contrairement à l'indice de Laspeyres.

2.2.3 L'équilibre extérieur

En taux de change fixe, la question centrale est celle du niveau des réserves officielles de change (avoirs extérieurs nets de la banque centrale) dont le pays dispose et disposera au long du programme. En taux de change flexible, en théorie les réserves officielles ne sont plus nécessaires. Mais cela suppose que l'on accepte des variations erratiques du taux de change à court terme. Pour éviter ce genre d'instabilité, il faut porter attention à l'évolution du taux de change durant la période de projection.

2.2.3.1 En régime de taux de change fixe : Avoirs Extérieurs Nets (AEN) Officiels

Les pays doivent conserver un niveau minimal de réserves officielles de change (AEN) pour pouvoir toujours faire face à la demande de devises (pour le paiement du service de la dette publique extérieure (y compris la dette privée extérieure garantie par l'état), des dividendes des firmes multinationales FMN, etc.) au taux de change fixé.

C'est un point très important du programme, puisque les gouvernements qui font appel au FMI sont censés manquer de devises, et donc « acheter » des devises auprès du FMI (avec leur propre monnaie) pour « racheter » plus tard leur monnaie nationale avec des devises-clé (c'est pourquoi on parle d'« achat » et de « rachat » au lieu de « prêts » et « remboursements » quand il s'agit du FMI).

En pratique l'objectif d'AEN officiels - taux de couverture des réserves officielles de changes - est fixé en mois d'importations, dans les pays à faible revenu. La norme est autour d'un taux de couverture de 3 mois d'importations de biens et services pour des pays peu sensibles aux mouvements de capitaux extérieurs, comme le sont la plupart des pays à faible revenu. Dans cette approche, les AEN officiels sont considérés comme un stock tampon, qui permet d'absorber les chocs et la saisonnalité des flux des biens et services échangés (dans beaucoup de pays à faible revenu, par exemple, les exportations de produits agricoles sont concentrées sur une petite partie de l'année).

D'autres seuils de références sont parfois utilisés, comme la dette extérieure à court terme (dans ce cas, la norme est que les AEN officiels doivent atteindre au moins le montant du service de la dette à court terme de l'année suivante). Le seuil de 20 % de la masse monétaire est aussi utilisé.

Suite à la libéralisation grandissante des mouvements internationaux de capitaux ces dernières décennies, de nombreux pays en voie de développement, notamment les pays à revenu intermédiaire, ont accru sensiblement leur norme de couverture des réserves officielles de change allant jusqu'à 5-6 mois d'importations, afin de faire face à des sorties non-anticipées de capitaux à court terme. Diverses études du FMI montrent qu'un tel taux de couverture est grosso modo adéquat, mais une nouvelle référence calculée grâce à une relation économétrique liant le montant des réserves aux fondamentaux macro-économiques a été introduite pour les pays à revenu intermédiaire⁹.

⁹ - MF, *Assessing Reserve Adequacy, MCM and SPR Department, Février 2011*.

Dans certains cas, on prévoit un mécanisme ajustement de l'objectif (in-built contingency mechanism-ICM), notamment quand de fortes incertitudes existent sur certaines prévisions (ex : les décaissements prévus de l'aide extérieure ; les recettes exceptionnelles de ventes d'actifs publics, etc.).

2.2.3.2 En régime de taux de change flexible : Taux de change

L'élaboration du programme commence par une réflexion sur le taux de change à projeter. L'idée de base est que ce dernier doit se rapprocher du taux de change d'équilibre.

En pratique, le taux de change d'équilibre est difficile à déterminer. Le FMI a utilisé diverses approches, en fonction des circonstances particulières des pays. Dans les pays en développement où il existait un important marché parallèle de devises, le taux de change sur le marché parallèle a généralement été utilisé comme une bonne approximation du taux de change d'équilibre, au moins à court terme. En effet, l'expérience a montré que dans les périodes précédant la réunification du marché de change officiel et du marché parallèle, la majeure partie des transactions en devises (en dehors de celles de l'Etat, notamment les importations de produits énergétiques et alimentaires sensibles) se nouaient au taux du marché parallèle reflétant l'offre et la demande de devises dans l'économie. Il faut noter que cette approche doit être utilisée avec la plus grande prudence dans les pays où le marché parallèle de devises est peu profond.

Dans d'autres cas, le taux de change d'équilibre a été calculé en se référant à l'évolution du taux de change effectif réel (taux de change effectif nominal corrigé des différences d'inflation entre le pays et ses partenaires commerciaux). Il faut pour cela disposer dans le passé d'une situation de référence (une année pendant laquelle on estime que le taux de change était un taux de change d'équilibre). Bien entendu, dans cette approche, l'objectif de politique monétaire doit jouer le rôle clé d'« ancre » des politiques macroéconomiques. Ce point est fondamental pour éviter les spirales inflationnistes, dont certains pays ont malheureusement fait l'expérience en sacrifiant l'objectif monétaire.

Encadré 3 : le taux de change réel

Le taux de change réel (TCR) est un indicateur qui vise à évaluer le rapport des pouvoirs d'achats dans deux ou plusieurs pays. Si l'on considère uniquement deux pays, le TCR est calculé de la manière suivante (en notant e le taux de change nominal, P^* l'indice de prix dans le pays étranger et P l'indice de prix dans le pays dont on étudie la compétitivité) :

Si l'on prend en considération plusieurs pays, on pondère leur TCR bilatéral (par exemple par la part de chaque pays étranger dans le commerce total ou dans les importations. Au lieu d'utiliser un indice des prix, on peut aussi utiliser le coût unitaire du travail (qui donne en général une meilleure idée de la compétitivité).

Cette approche ne fait pas l'unanimité, notamment parce que la notion de taux de change d'équilibre est parfois considérée de manière statique. Les relations entre taux de change et croissance (et soutenabilité de la dette) peuvent déboucher sur des considérations différentes. Rodrik (2008),

notamment, a suggéré qu'en termes de croissance une certaine sous-évaluation du taux de change pouvait être souhaitable.

Au sein du FMI, un groupe spécial (le Consultative Group on Exchange Rates ou CGER, remplacé depuis 2013 par l'External Balance Assessment ou EBA) est chargé d'établir la méthode d'évaluation de l'adéquation du taux de change¹⁰, ce qui revient à évaluer la distance entre le taux de change observé et le taux de change d'équilibre qui aura été calculé (afin de mesurer la sous ou surévaluation de chaque devise). Comme le reconnaissait le CGER lui-même, cette évaluation est extrêmement compliquée et les méthodes utilisées dans le passé n'ont pas toujours donné satisfaction¹¹. Depuis 2013, trois approches sont utilisées (voir IMF 2013) et le diagnostic final essaie de faire une synthèse des évaluations ainsi obtenues. Ces trois approches sont :

- L'approche macro-économique, qui vise à établir dans quelle mesure une modification du taux de change permettrait d'atteindre une norme de Compte Courant (CC) de la balance des paiements.
- L'approche du taux de change effectif réel (TCER) qui vise à déterminer directement si le TCER observé est ou non en ligne avec ses déterminants de long terme.
- L'approche de la soutenabilité externe, qui vise à calculer la modification de taux de change nécessaire pour stabiliser les avoirs extérieurs nets (AEN) ou atteindre une norme en la matière. À ce niveau aussi, un changement s'est opéré. Le FMI conserve la norme de trois mois d'importation pour les pays à faible revenu, mais a adopté une méthode plus complexe pour les pays à revenu intermédiaire.¹²

2.3 Environnement extérieur et autres variables exogènes : flux financiers extérieurs, prix et taux d'intérêt mondiaux et conjoncture internationale

Nous présenterons dans cette partie les projections des flux¹³ de capitaux extérieurs et la prise en compte de l'environnement économique international. Il faut souligner d'emblée que ces flux de capitaux internationaux diffèrent fondamentalement des flux de financement extérieur exceptionnel généralement mobilisés en appui à la balance des paiements, dans le cadre d'un programme avec le FMI (voir ci-dessous).

2.3.1 Flux financiers extérieurs

Pour les pays à faible revenu, les flux « financiers » extérieurs publics sont généralement prédominants. Ils comprennent entre autres des dons tant en nature qu'en espèce et d'emprunts publics

10 - Voir FMI, Research Department, *Methodology for CGER Exchange Rate Assessments*, Nov. 2006

11 - Plus précisément, Abiad et al. (2009) montrent que le CGER a en général prédit directement la direction de la trajectoire des taux de change, mais les désalignements (sur ou sous-évaluation) ayant tendance à être permanents, les erreurs deviennent systématiques.

12 - Pour les pays à revenu intermédiaire, le risque majeur est sans doute celui d'un brutal reflux des capitaux, c'est pourquoi la norme traditionnelle de 3 mois d'importations paraît peu adaptée

13 - D'après les normes de la comptabilité nationale, les flux qui ne modifient pas la valeur nette d'un pays (la différence entre ses actifs et ses passifs par rapport au reste du monde) ne sont pas des financements. C'est pourquoi l'on distingue les dons courants, qui accroissent la valeur nette et ne sont donc pas du financement d'après cette définition et des dons en capital, qui contribuent à l'accumulation d'actifs non financiers.

concessionnels et parfois aussi des allègements ou de remises de dette extérieure préalablement accordés. Pour certains pays en voie de développement cependant, les dons privés provenant d'ONG et les transferts des émigrés tendent à occuper une place prépondérante dans ces flux financiers extérieurs. Les investissements directs étrangers (IDE) occupent un rôle croissant dans le financement extérieur de ces économies, traditionnellement pour celles qui sont riches en matières premières, mais aussi de celles enregistrant des avancées sensibles en matière de stabilisation économique et réformes structurelles.

En matière d'emprunts extérieurs publics, les données concernant le service de la dette publique contractuelle interne et externe (en devises) sont en principe connues à court terme, surtout lorsque la quasi-totalité des emprunts sont à taux fixe¹⁴. Certains emprunts effectués pendant les années de projection vont engendrer des intérêts (voire des remboursements en capital s'il n'y a pas de délai de grâce). Ces montants sont négligeables lorsque l'État emprunte à des conditions concessionnelles mais ils peuvent être significatifs lorsque les emprunts sont aux conditions du marché. Ceci explique, entre autres, le plafonnement de l'endettement extérieur dans les programmes avec le FMI, y compris la condition de ne pas contracter d'emprunts aux conditions de marché durant le programme.

Le montant de financement extérieur public que le pays est susceptible de recevoir peut-être évalué par référence au passé, ou par comparaison avec des pays similaires. Il se répartit sur trois ans dans la plupart des programmes avec le FMI. La partie concernant les projets est en général assez rigide à court terme, puisque les projets qui pourront être financés ont fait l'objet d'une instruction dans les années précédentes. Ce type de financement public a généralement lieu en présence ou non d'un programme avec le Fonds, encore que la signature d'un tel programme puisse affecter son volume. Les allègements de dette extérieure après le point d'achèvement (Initiative PPTE) partagent aussi cette caractéristique de l'aide-projet. Seuls les financements d'ajustement (aide à la balance des paiements sous forme de ressources nouvelles ou aide budgétaire) sont relativement flexibles à court terme. Comme les différents bailleurs de fonds disposent généralement « d'enveloppes » par pays, le maximum mobilisable peut être évalué par contact direct avec les agences de financement.

Pour les pays qui ont accès au marché international des capitaux, la limite quantitative précise au financement extérieur varie. Ce dernier prend la forme principalement d'emprunts publics ou privés (crédits commerciaux, investissements de portefeuille et emprunts à moyen- et long-terme) et d'investissements directs extérieurs (IDE). La limite au recours à l'emprunt extérieur est déterminée par la capacité (cf. le profil et la viabilité de la Balance des paiements à moyen- et long-terme) et la volonté (« track-record » des autorités à respecter leurs engagements) de remboursement, mais aussi par la politique économique dans les pays industrialisés et les anticipations des investisseurs.

De plus, on devrait prendre en compte le fait que les conditions auxquelles ces financements sont disponibles dépendent du montant et du profil du service de la dette extérieure, et des besoins estimés en termes de nouveaux emprunts. Il se peut en effet que les remboursements soient excessivement

14 - Ceci n'est pas le cas de de nombreux pays ou les faibles capacités des services nationaux de la dette publique ont souvent été un obstacle à l'obtention de données fiables sur la dette publique extérieure. L'initiative en faveur des Pays Pauvres Très Endettés (PPTE) a contribué à l'amélioration des données de la dette publique, extérieure et intérieure, dans nombre de ces pays. Cependant, le problème reste sensible en ce qui concerne la dette publique intérieure

concentrés sur une période particulière (« bunching »).

Typiquement, plus la quantité empruntée est importante, plus le taux d'intérêt demandé par les marchés sera élevé. En effet, ce taux d'intérêt dépend de l'évolution du taux d'intérêt « sans risque » (soit le LIBOR ; l'EURIBOR ou encore un taux comme le taux d'intérêt payé par l'Etat américain sur ses obligations pour une durée correspondante) auquel s'ajoute un « spread » (une marge de risque qui reflète le risque-pays perçu par les investisseurs étrangers). Si le spread est lié au taux d'endettement, la dynamique de l'endettement peut devenir compliquée.

Il faut noter que ces pays bénéficient aussi de financement extérieur public, notamment sous forme d'aide-projet d'organismes publics bilatéraux et/ou multilatéraux (Banque mondiale, banques régionales de développement). Ils peuvent aussi bénéficier de financement du FMI en cas de difficultés de la balance des paiements mais uniquement à des conditions de marché.

2.3.2 Environnement économique international

Toute projection de prix et de volume de produits internationalement échangés, notamment pour les économies fortement ouvertes sur l'extérieur, repose sur des hypothèses concernant les prix mondiaux, notamment l'indice des prix à l'exportation ou les prix des matières premières pour les pays qui en exportent, et l'indice des prix à l'importation et le prix du pétrole pour tous les pays, les taux d'inflation dans les pays développés, ... etc.).

Des hypothèses doivent être faites également pour les taux de change internationaux (euro contre dollar, yen contre euro ou dollars par exemple). Enfin, les hypothèses de croissance du PIB réel, notamment des secteurs fortement dépendants de l'extérieur (ex : production minière, tourisme) reposent aussi sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale en général, et des économies des principaux pays partenaires en particulier.

Dans le cadre du dialogue avec les pays membres, soit au titre des consultations annuelles ou de négociations d'un programme avec le FMI, ces projections de prix, d'indices de prix et de volume pour l'économie mondiale l'année suivante et delà sont souvent fondées sur les projections mondiales du FMI qui sont retracées tous les six mois dans le World Economic Outlook (WEO, téléchargeable sur le site du FMI, imf.org). Dans le passé, toutefois, ces projections se sont souvent révélées optimistes en cas de retournement des cours à la baisse (voir Deaton 1999).

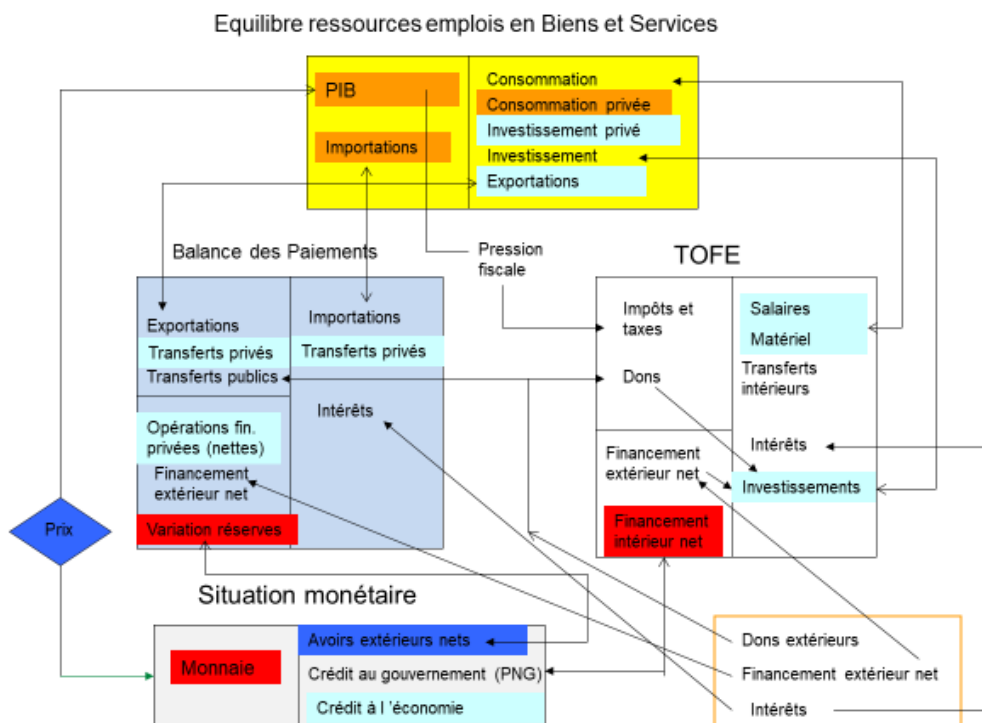
2.4 Logique d'ensemble de la programmation financière

Lorsque les éléments de base de la projection sont établis, la démarche de calcul de la situation monétaire, du TOFE et de la BP est conforme au schéma général de projection (schéma n°1), dans lequel les flèches indiquent de simples reports des agrégats d'un tableau à l'autre, ou encore des déterminations logiques par l'intermédiaire des relations prises en compte.

La flèche reliant la variation des AEN officiels de la BP à la situation monétaire indique que les AEN

officiels sur lesquels se soldent la BP sont une partie des AEN de la situation monétaire, qui comprend aussi les AEN des banques (même si les banques ont l'obligation de céder leurs devises à la Banque Centrale, un certain montant attend dans les banques d'être transféré).

Schéma 1 : Le schéma de la programmation financière



En pratique, deux scénarios sont utilisés. Dans le premier (scénario de base), il est fréquent de voir apparaître des déséquilibres financiers qui montrent pour le TOFE un recours accru au financement intérieur soit monétaire (de moins en moins possible du fait des réformes des statuts de nombreuses banques centrales interdisant un financement direct à l'Etat) soit non-monétaire (recours aux marchés des titres) et pour la balance des paiements des pertes de réserves officielles et un affaiblissement de la position de réserves extérieures du pays.

Dans le deuxième (scénario-programme), les objectifs macro-économiques sont fixés en matière de croissance, d'inflation et d'accumulation de réserves officielles de change et / ou d'évolution du taux de change. Le gap de financement est éliminé dans le programme financier pour la première année de projection, en adoptant des politiques d'ajustement et en mobilisant sur cette base des appuis extérieurs pour combler le gap. Pour les années suivantes, on laisse souvent apparaître un gap de financement (financement « non identifié ») du moment que ces gaps soient « réalistes » ou « finançables »¹⁵.

¹⁵ L'absence de mesures de politiques économiques fortes et crédibles ne peut être camouflée par de nouvelles projections mécaniques faisant disparaître des gaps de financement dans le TOFE ou la BP par recours à des hypothèses irréalistes ou incohérentes avec les objectifs du

CHAPITRE III

PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Ayant posé les éléments de base, l'étape suivante de la programmation financière est la projection des principaux agrégats macroéconomiques à partir des comptes des secteurs clés de l'économie. Il s'agit des comptes nationaux, extérieurs, monétaires et de l'Etat.

Comme indiqué ci-dessus, dans la pratique, ces projections se font en deux temps, d'abord sous l'hypothèse de politiques économiques inchangées (« scénario de base »), et ensuite sous l'hypothèse de l'adoption d'un paquet de politiques de stabilisation et structurelles pour réduire les déséquilibres macroéconomiques initiaux (scénario de référence).

3.1 Projections de l'équilibre ressources-emplois en biens et services

Il s'agit ici de faire les projections des principaux agrégats des comptes nationaux. Il faut noter que certaines variables sont projetées dans les autres secteurs, notamment le montant des exportations et importations en valeur (BP), la consommation finale des administrations publiques (dépenses de personnel et de matériel dans le TOFE)¹⁶, les investissements publics (dépenses d'investissements du TOFE, sous la même remarque que précédemment). L'exposé ci-dessous se focalise sur les variables à projeter, telles que le PIB réel, l'IPC et le défateur du PIB, l'investissement privé (formation brute de capital fixe ou FBCF), et la consommation finale privée.¹⁷

3.1.1 Le PIB réel : approche de la production

Une méthode pratique, utilisée par les services du FMI notamment dans les PVD, est la projection du PIB réel selon l'approche de la production, puis de la demande finale, les résultats devant être identiques. En cas de divergence (ce qui est en général le cas), les hypothèses sont révisées jusqu'à la réconciliation des deux projections.

La projection du taux de croissance du PIB réel selon la production est basée sur les taux de croissance de la valeur ajoutée (VA) de chaque secteur/branche de l'économie (ex : agriculture, pêche, industrie, tourisme, commerce, construction, ..., etc.), à prix constants (croissance réelle ou en volume)¹⁸. Ces taux sont déterminés sur la base de l'analyse approfondie des potentialités des différents secteurs. Le taux de croissance du PIB réel projeté est calculé en faisant la somme des VA des différents secteurs i ainsi projetées pondérées par leur part relative dans le PIB réel en année de base. Le taux de croissance du PIB réel (DY_{t+1}) projeté s'écrit ainsi :

$$DY_{t+1} = \sum_i \omega_i \cdot DVA_{i,t+1} \quad i=1, \dots, n ; t=1, \dots, T$$

Avec : ω_i pondération du secteur i dans le PIB réel

programme (ex : compression des importations devenant alors incohérentes avec l'objectif de croissance du PIB réel, ou compression irréaliste des dépenses primaires devenant alors non crédible politiquement ou pour le fonctionnement minimum de l'administration).

16 - Eventuellement corrigée de la différence entre administrations publiques au sens de la comptabilité nationale et Etat au sens du TOFE

17 - Si l'on ne dispose pas d'information précise, on suppose que la variation des stocks est nulle.

18 - Cela amène souvent à assimiler le taux de croissance de la VA d'un secteur à celui de la production. Ceci n'est pas totalement correct, car le prix de la production peut différer de celui des différents intrants, ce qui peut rendre complexe la relation entre production et VA. Pour éviter cela, il vaut mieux utiliser un TRE et pratiquer une double déflation quand c'est possible (voir plus bas).

T étant la durée du programme financier élaboré au temps t^{19} La projection du taux de croissance du PIB réel en partant de la demande est basée sur les projections de la croissance de chacune de ses composantes telles que la consommation finale privée (C), la consommation des administrations publiques (G), l'investissement privé (I_p) plus celui des administrations publiques (I_g), les exportations (X) et importations (M) de biens et services non-facteurs. Cette dernière composante de même que la consommation et l'investissement des administrations publiques sont déterminés séparément. Le taux de croissance de ces composantes de la demande globale sont projetées à prix constant, les déflateurs de chaque composante étant projetés séparément.

$$DY(t+1) = DC(t+1) + DI_p(t+1) + DI_g(t-1) + DG(t+1) + (DX-DM)t+1$$

Avec $t=1, \dots, T$

Les réformes sont censées améliorer à la fois les taux d'investissements (libéralisation de l'économie, réduction de la fiscalité) et leur efficacité (réduction des distorsions).

Pour certains pays (ex : Afrique du Sud ; Sri Lanka), le FMI a essayé de fonder ses projections sur des estimations du taux de croissance potentielle ou encore sur l'évolution des facteurs de production et de la productivité globale des facteurs (PGF). Ces méthodes restent cependant fragiles, d'abord parce que les estimations faites sur le passé ne sont pas forcément très robustes, et ensuite parce qu'il est bien possible que la croissance potentielle (ou la PGF) connaisse des évolutions erratiques à court terme.

Encadré 4 : Projection du PIB. Détermination dynamique et détermination par le circuit

- **Détermination dynamique :**

Elle lie le PIB de l'année t , Y_t à certaines variables de l'année précédente. Par exemple, la détermination classique par l'investissement I à l'aide du coefficient de capital v donne :

$$Y_t = Y_{t-1} + I_{t-1}/v$$

Pour compléter l'équilibre ressources-emplois, il faut alors solder sur un des postes de la demande globale, habituellement la consommation privée.

- **Détermination par le circuit.**

C'est la détermination macro-économique traditionnelle. Si l'équilibre ressources emplois s'écrit (en notant M les importations, I_p l'investissement privé et I_g l'investissement public, X les exportations et G les dépenses publiques) :

$$Y + M = C + G + I_p + I_g + X$$

Il suffit de considérer comme exogènes les évolutions de G , I_g , X et I_p et M et C déterminées par des relations avec le PIB (par exemple $M = m Y$ et $C = c (1-t) Y$, en supposant une pression fiscale constante) pour que Y soit déterminé de manière univoque. Si l'on suppose une loi d'évolution dans le temps d'au moins un agrégat exogène, par exemple G , il en résulte une chronique correspondante de Y .

¹⁹ - Les projections sont glissantes, et partant sont mises à jour annuellement, pour les trois années à venir. Ainsi, dans la dernière année du programme financier, l'horizon des projections doit couvrir les trois années à venir.

Ces différentes approches, même si elles sont utiles, n'en sont pas moins limitées pour appréhender l'évolution de la création de biens et services dans ces économies. Ces limites sont multiples et vont des faiblesses de l'appareil statistique (notamment dans la collecte, la saisie, le traitement et la couverture des données statistiques), à la couverture partielle du champ de l'activité économique appréhendé par l'appareil statistique (ex : secteur informel partiellement hors-champ), à la valorisation des activités économiques mesurées. Ces problèmes, auxquels il faut ajouter les changements de système de comptabilité nationale donnent naissance à des revalorisations du niveau du PIB dans certains cas (ex : Nigeria en 2014). Les comptes doivent alors être repris pour les années passées afin de les rendre compatibles avec les nouvelles méthodes (rétropolation).

Signalons enfin que l'approche de la Banque mondiale a longtemps été différente. Dans la lignée des modèles à la Harrod-Domar, la Banque mondiale faisait reposer ses projections sur une relation fixe entre le taux d'investissement et le taux de croissance de l'économie (voir Encadré 4). Ce modèle a été critiqué, notamment par Easterly (2002) du fait de la rigidité de la relation qu'il suppose entre financement extérieur et investissement d'une part, entre investissement et croissance d'autre part. Sur cette base, des pays qui ont connu des taux d'investissements élevés auraient dû connaître des taux de croissance très rapide, ce qui est souvent très loin des évolutions constatées.

3.1.2 L'inflation projetée selon l'indice des prix à la consommation (IPC) et selon le déflateur du PIB

3.1.2.1 Selon l'IPC

La projection de l'IPC dépend de nombreux facteurs. Ceux-ci comprennent entre autres le régime monétaire et de change, l'horizon temporel de la projection et, partant, le cadre théorique d'analyse, l'orientation de la politique monétaire et le régime des prix intérieurs (prix administrés ou libéralisés). Ici aussi, l'approche utilisée dépend de la structure de l'économie en question et des circonstances.

Dans le cas de « petites » économies ouvertes sur l'extérieur (comme la plupart des PVD), le taux d'inflation est projeté comme étant la moyenne pondérée des taux d'inflation projetés dans les principaux pays partenaires, les pondérations reflétant l'intensité des échanges commerciaux, sous l'hypothèse de la conduite d'une politique monétaire « non-accommodante » (non génératrice d'inflation). Cette approche a pour origine les modèles macroéconomiques dits « scandinaves », appliqués aux économies fortement ouvertes sur l'extérieur dans lesquelles l'inflation est une moyenne pondérée de l'inflation importée (variation du taux de change plus variation des termes de l'échange exprimés en monnaie étrangère) et l'inflation intérieure engendrée par une politique monétaire expansionniste. En régime de taux de change fixe (variation nulle du taux de change), et en présence d'une politique monétaire stricte, l'inflation intérieure a pour origine l'inflation importée. 20

20 - En réalité, la variation du taux de change n'est nulle que lorsque l'arrimage de la monnaie locale (Franc CFA) est par rapport à un panier de monnaie constitué uniquement des monnaies des principaux partenaires commerciaux. Dans le cas d'un arrimage à une seule monnaie étrangère dite monnaie standard (euro), l'inflation importée reflète aussi les mouvements croisés des taux de change entre la monnaie des pays tiers et la monnaie standard.

Il faut noter ici la tendance croissante dans les PVD à l'adoption de régimes monétaires basés sur le ciblage de l'inflation (« inflation targeting »). Bien entendu, dans ces régimes, le taux d'inflation cible (ex : 2%) est prédéterminé et l'objectif ultime de la politique monétaire est l'atteinte du taux-cible. De tels régimes requièrent des capacités institutionnelles et humaines ainsi que des appareils statistiques relativement développés pour le suivi rapproché du taux d'inflation et pour prendre des actions correctrices au besoin.

3.1.2.2 Selon le déflateur du PIB

Comme indiqué ci-dessus, le déflateur du PIB réel peut-être calculé comme la somme pondérée des déflateurs des composantes de la demande globale²¹ notamment la consommation finale des ménages (Cp) et des administrations (Cg), de l'investissement privé (Ip) et public (G), des importations (M) et des exportations (X), avec les pondérations calculées sur la base du poids relatifs de chaque composante (ex : C) dans la demande finale (D) en année courante (t).

Pour projeter l'inflation mesurée par le déflateur du PIB, diverses hypothèses sont faites sur la variation annuelle (en %) de chacun des déflateurs des composantes de la demande globale suivantes :

- **Consommation finale des ménages** : il est de coutume de prendre l'inflation mesure par l'IPC ;
- **Consommation des administrations** : il est de coutume de prendre une moyenne pondérée de la hausse des salaires et traitements dans l'administration et de l'IPC²².
- **Investissement privé** : moyenne pondérée de la hausse de l'indice des prix des biens intermédiaires et d'équipements importés, et l'évolution des prix d'autres facteurs jouant un rôle clé dans l'économie tels que le ciment comme une approximation de la hausse de l'indice dans l'industrie du bâtiment.
- **Importations et exportations** : hausse de chacun de ces indices de prix, ou plus exactement des indices de valeur unitaire (Source : WEO ; cf. ci-dessus). L'indice des prix des importations est lié à l'inflation dans les pays fournisseurs, mais il peut être plus faible si les importateurs sont assez habiles et rapides pour changer de fournisseurs lorsque les prix de l'un d'entre eux augmentent plus que ceux de leurs concurrents.

3.1.3 Le PIB réel : approche par la demande

Les projections ci-dessous concernent la consommation finale privée et l'investissement privé. Les autres composantes sont déterminées dans le TOFE, à savoir la consommation publique et les investissements publics et dans la BP, en ce qui concerne les exportations et importations.

²¹ - Il peut être aussi calculé à partir du calcul des valeurs ajoutées en valeur et en volume (notamment quand on utilise un TRE)

²² - Cette façon de faire généralement utilisée est néanmoins problématique car ces éléments de coûts ne traduisent pas forcément une croissance des quantités produites. Ce mode de calcul a été modifié dans les pays de l'OCDE.

3.1.3.1 Déterminants de la consommation finale

Consommation finale des administrations

La projection en l'année $t+1$ est prédéterminée. Il s'agit des dépenses, en valeur nominale, des salaires et traitements et celles de biens et services inscrites dans le projet de Loi de Finances pour l'année à venir (Source : TOFE).

Consommation finale des ménages

Cette composante est la plus difficile à projeter du fait de la qualité des données statistiques. Une hypothèse parfois utilisée, quand bien même très imparfaite, pour la projection de cette composante est le taux de croissance de la population.

Une autre hypothèse parfois utilisée et provenant de la théorie de revenu permanent est de projeter la consommation future des ménages au même niveau qu'en année courante, selon l'idée que la consommation suit une distribution normale. En l'absence d'indications permettant d'informer le choix d'une hypothèse particulière, il est fréquent de déterminer la projection de la consommation finale des ménages (C_p) par solde du PIB réel projeté par l'offre et la somme des autres composantes du PIB réel projetée par la demande.

Des approches alternatives conduiraient à prendre en compte le revenu disponible des ménages en tant que déterminant de la consommation, mais cela suppose une vérification de l'adéquation de cette approche dans chaque cas. De plus, cela introduit une boucle revenu consommation dans le modèle, boucle qui ne peut se résoudre aisément sans avoir de modèle à sa disposition (voir infra section 6.2).

3.1.3.2 Déterminants des investissements

Investissements privés

La théorie économique présente de nombreux déterminants des investissements privés. Dans les modèles académiques le déterminant principal est le taux d'intérêt. En général, dans les pays en développement, il n'est pas possible de quantifier une relation statistiquement significative à ce niveau.

En cas de restriction quantitative sur le montant du crédit à l'économie, ce montant peut apparaître comme un bon déterminant de l'investissement. Mais ces approches sont souvent peu pertinentes dans des économies où une très grande partie de l'investissement est autofinancé (et où le système bancaire est sur-liquide). D'autres approches théoriques lient l'investissement avec le coût du capital (ce qui conduirait dans les pays en développement à une liaison avec le taux de change, car la plupart des biens d'équipement sont importés).

L'investissement privé peut enfin être considéré comme résultant d'anticipations sur la rentabilité future, que l'on relie souvent à l'évolution de la demande passée (accélérateur).

Les programmes appuyés par le FMI sont souvent construits sur l'hypothèse que des politiques budgétaires expansionnistes conduisent à un effet d'éviction, à savoir une situation où un accroissement des dépenses publiques (par exemple de l'investissement public) se traduirait nécessairement par un déficit public accru, un besoin de financement plus important de l'Etat qui augmenterait le déséquilibre sur le marché des fonds prêtables et conduirait finalement à un accroissement des taux d'intérêt, étant donné le niveau d'épargne financière existant (l'Etat empruntant davantage pour financer son déficit et partant réduisant le pool d'épargne financière disponible pour le secteur privé). Ceci conduirait à une baisse des investissements privés. Bien entendu, un tel effet présuppose la dérèglementation du secteur financier, notamment la libéralisation des taux d'intérêt et du crédit. De plus, beaucoup de PFR financent leur déficit par des prêts extérieurs concessionnels et des dons, ce qui réduit l'impact sur le taux d'intérêt.

Les économistes structuralistes insistent au contraire sur la complémentarité entre investissements publics (infrastructures) et privés. Il faut en effet un minimum d'infrastructures pour que le secteur privé (aussi bien résident que non résident) investisse dans un pays. La relation entre les deux types d'investissement est alors plus complexe, comme le décrit le modèle de Barro (1990) : au-dessous d'un certain seuil, la taxation permet la construction d'infrastructures et favorise la croissance. Passé ce seuil, l'investissement privé devient plus rentable que l'investissement public et la taxation devient défavorable à la croissance.

En pratique, il est possible de raisonner de manière plus fine :

- Une grande partie de l'investissement résulte habituellement des décisions d'un petit nombre de firmes, généralement des entreprises qui fournissent des services publics (eau, électricité, télécommunications). Les investissements de ces entreprises sont programmés des années à l'avance, de manière à constituer des réseaux, en fonction d'une demande « normative » de long terme.
- Une autre partie importante de l'investissement est constituée par le logement des ménages. Elle est en grande partie liée au processus d'urbanisation. On peut donc l'approximer (en volume) par le nombre annuel de nouveaux ménages, sauf s'il apparaît que des contraintes les empêchent de se loger.

Dans le cadre des programmes d'ajustement, il est souvent supposé que la libéralisation de l'économie, la réduction des contrôles et de l'intervention de l'État auront pour résultat une forte croissance de l'investissement privé. En l'absence d'une forte demande interne, cette croissance reste cependant souvent limitée.

Investissement public

La projection concerne les dépenses d'investissement inscrites dans la le projet de loi de finance (source : TOFE). Pour les années ultérieures, il est possible aussi d'utiliser des données issues du Cadre budgétaire à Moyen Terme, s'il en existe un qui soit opérationnel. À moyen terme, un programme d'investissement publics (PIP) est parfois disponible, mais il est rarement actualisé et opérationnel.

3.1.4 Bouclage de l'équilibre ressources emplois (ERE) en biens et services

Il faut vérifier que la valeur projetée du PIB est réaliste notamment en ce qui concerne la consommation privée qui devrait varier avec le revenu des ménages, ou leur richesse, selon l'approche keynésienne. Si ce n'est pas le cas, les hypothèses de base du PIB réel projeté tant selon la demande (notamment au niveau de ses composantes telles que l'investissement privé et public), que selon la production (ex : VA du secteur de la construction) devraient être revues jusqu'à convergence.

3.2 Projection de la situation monétaire intégrée (SMI)

3.2.1 Loi quantitative de la monnaie (LQM)

La loi quantitative de la monnaie (LQM) est un élément clé de la programmation financière. C'est une des plus anciennes « lois » de l'économie : elle a été découverte en Europe après la grande inflation déclenchée par l'abondance d'or et d'argent qui a suivi le pillage de l'Amérique au XVIème siècle. Un phénomène similaire s'était produit lorsque le roi du Mali Kankan Moussa apporta une si grande quantité d'or à la Mecque lors de son pèlerinage en 1324 qu'elle produisit une considérable augmentation des prix.

Dans sa version initiale, la LQM est une simple identité comptable, transformée ensuite en une équation de comportement.

3.2.1.1 Version initiale : la LQM en termes de transactions

Dans cette version, on se borne à constater qu'un certain montant de signes monétaires peut permettre d'effectuer un certain montant de transactions, à conditions de circuler plusieurs fois. On écrit :

$$MV = PT$$

M : masse monétaire

V : vitesse de circulation de la monnaie (vitesse « transactions »)

P : niveau des prix (ou déflateur)

T : montant des transactions

Cette version est inutilisable en pratique, car on ne connaît pas le montant des transactions.

3.2.1.12 Version modifiée : la LQM en termes de revenu

Dans cette version on remplace le montant des transactions par le montant du PIB (équation de Cambridge ou équation de Fisher). C'est discutable, car le montant des transactions ne varie pas nécessairement de la même façon que le PIB. On écrit :

$$Mv = Py$$

M : masse monétaire

v : vitesse de circulation revenu de la monnaie

P : niveau des prix (ou déflateur)

y : PIB en volume

En soi, cette équation peut s'interpréter de manières très différentes. Dans le cadre de la programmation financière, on suppose d'abord que v est constant à court terme (ou au moins prévisible, s'il y a par exemple un processus continu de monétarisation de l'économie, cas auquel il faut prévoir une baisse de v).

L'autre hypothèse, déjà évoquée, est l'hypothèse monétariste suivant laquelle une augmentation de la masse monétaire va conduire à une augmentation du niveau des prix. Dans une approche keynésienne, au contraire, une augmentation de la masse monétaire pourrait conduire à une augmentation de l'activité économique avec des prix plus ou moins stables.

En termes de variations, si l'on considère de petites variations et que l'on note dX la variation de X par unité de temps (en valeur absolue) et DX le taux de croissance de la variable X, on peut écrire approximativement (en passant en logarithmes et en différentiant) :

$$DM + Dv = Dy + DP$$

En faisant l'hypothèse que v est une constante, la variation de v est nulle, ainsi que son taux de croissance ($Dv = 0$), on obtient l'équation quantitative de la monnaie en termes de variations relatives :

$$DM = Dy + DP$$

D'où la conclusion : la masse monétaire croît au même taux que le PIB en valeur (le taux de croissance du PIB en valeur est à peu près égal à la somme des taux de croissance du PIB en volume et du déflateur du PIB, si ces taux sont petits).

Dans une approche monétariste, si la masse monétaire croît plus rapidement (par exemple, dans le scénario de base), l'inflation dépassera l'objectif, mais le taux de croissance réel du PIB (Dy restera constant). Dans l'approche monétaire des « petites » économies ouvertes, dite aussi « approche monétaire de la balance des paiements », en plus d'un PIB réel inchangé, l'inflation reste aussi inchangée (une hypothèse-clé de ces modèles théoriques appelés modèles « scandinaves » étant que l'inflation est entièrement « importée et est déterminée par le prix relatif des biens importés et exportés qui est supposé constant, le « petit » pays n'ayant aucun pouvoir d'influer sur ce prix relatif). Dans ce cas de figure (scénario de base), le déséquilibre monétaire ci-dessus se traduit par des pertes de réserves officielles de changes. Bien entendu, dans la réalité, ce déséquilibre monétaire est le reflet de ces deux hypothèses extrêmes et se traduit par une combinaison de pertes de réserves officielles et une montée de l'inflation, la part de deux dépendant du degré d'ouverture de l'économie.

Les hypothèses précédemment posées sur y et P donnent Y (le PIB nominal) pour l'année suivante et donc M en appliquant la règle qui vient d'être posée. On obtient ainsi le montant de la masse monétaire qui ne doit pas être dépassé (sans quoi l'objectif d'inflation ne sera pas atteint).

Les contreparties de la masse monétaire

On considère ensuite les contreparties de la masse monétaire, conformément à l'équation (où M est la masse monétaire, usuellement $M2$ dans les PFR ; AEN sont les avoirs extérieurs nets du secteur bancaire, AIN les avoirs intérieurs nets du secteur, composés de la position nette du gouvernement PNG vis-à-vis du secteur et du CREDECO, le crédit bancaire à l'économie²³, et enfin les autres postes nets APN.

$$M = AEN + AIN + APN \quad \text{ou encore :}$$

$$M = AEN + PNG + CREDECO + APN$$

Dans le scénario-programme les AEN sont déjà déterminés, Il faut noter ici que l'objectif d'AEN portait sur les avoirs de l'ensemble du système bancaire avant la vague de réforme monétaire et libéralisation financière des années 90. Ceci reflétait la réglementation des changes relative à l'obligation de cession de devises des banques à la banque centrale (voir ci-dessous). Le montant des avoirs intérieurs nets (AIN) est alors déterminé par solde entre le montant des AEN et la masse monétaire projetée ci-dessus.

Reste à partager les AIN entre la PNG, le CREDECO (le crédit à l'économie accordé par le secteur bancaire) et les APN (qui sont un ensemble disparate comprenant notamment les immobilisations, le capital, les contreparties de dévaluation ou de réévaluation, etc.).

Si l'on veut promouvoir le secteur privé, CREDECO doit permettre de financer l'activité du secteur « privé » (on rappelle que CREDECO est le crédit à toutes les entités qui ne sont pas l'Etat au sens du TOFE, notamment les entreprises publiques). En pratique, CREDECO est surtout du crédit à court terme, il sert à financer le fonds de roulement des entreprises (privées et publiques).

La variation de CREDECO n'est pas facile à prévoir. Dans la plupart des PFR, le crédit à l'économie est surtout composé de crédit commercial destinée à financer le fonds de roulement des entreprises, et notamment des entreprises commerciales d'import-export.

CREDECO peut augmenter à cause d'une augmentation de l'activité, mais aussi en cas de baisse (les durées de stockage sont plus longues, les entreprises n'arrivent pas à écouler leurs produits). Il semble raisonnable de faire l'hypothèse que CREDECO devrait croître au même taux que le PIB en valeur, puisque les besoins en fonds de roulement devraient être liés d'une certaine manière à l'activité économique globale.

Rien n'interdit des approches plus sophistiquées, dans lesquelles une partie de CREDECO serait liée en partie à l'investissement projeté.

23 - Ce qu'on désigne ici par « économie » est tout ce qui n'est pas l'Etat. L'économie comprend donc les entreprises publiques, qui ne font pas partie de l'Etat au sens du TOFE. C'est pourquoi il est erroné de parler de « crédit au secteur privé » au lieu de « crédit à l'économie ».

On obtient alors la PNG par solde en supposant que les APN restent constants.²⁴ Ce solde incorpore, compte tenu du financement extérieur exceptionnel, l'ensemble des mesures d'ajustement fiscal et budgétaire nécessaires pour atteindre les objectifs économiques du programme.

Il faut noter que, typiquement dans les scénarios de base, le CREDECO est obtenu par solde, la PNG étant la résultante de la poursuite des politiques fiscale et budgétaire en place. Bien entendu, cette situation est souvent incompatible avec une croissance économique forte et soutenue et / ou le maintien de l'objectif de réserves officielles extérieures. Ces incompatibilités montrent toute l'importance de la programmation financière comme cadre analytique et de cohérence des objectifs économiques fixés et des politiques macroéconomiques poursuivies,

Avant la vague des réformes monétaires et de la libéralisation financière des années 90, la prévision de la situation monétaire intégrée (SMI) était la base de la formulation du programme monétaire. L'objectif des AIN du secteur bancaire était poursuivi à travers un système de contrôle direct du CREDECO fondé sur la fixation de plafonds de crédit individuels par banque. Suite aux réformes susmentionnées, le programme monétaire établi dans le cadre des programmes financiers n'est plus fondé sur les projections de la SMI mais du bilan de la banque centrale.

Dans cette optique, à l'étape de prévision de la SMI, doit succéder une étape supplémentaire de prévision du bilan de la banque centrale²⁵ Cette étape comprend :

- La prévision de la base monétaire (H) : en supposant le multiplicateur de monnaie constant (m), la base monétaire est projetée en utilisant la masse monétaire projetée ci-dessus, sachant que $M=m*H$.
- Etant donné l'objectif d'AEN officiels, les AIN de la banque centrale sont obtenus par solde entre cet objectif et la base monétaire projetée. Dans ce contexte, il faut souligner que les AEN de la SMI et les AEN officiels diffèrent du fait de l'élimination de l'obligation de cession de devises des banques à la banque centrale. En effet, cette réglementation a été éliminée dans de nombreux cas dans la vague de réformes monétaires mentionnées ci-dessus.
- Etant donné (i) les autres postes nets supposés un changés et (ii) l'élimination du financement monétaire de l'Etat, une réforme adoptée aujourd'hui par la plupart des banques centrales suite à un amendement de leurs statuts, les prévisions d'AIN de la banque centrale consistent essentiellement à rendre ses opérations de refinancement compatibles avec les objectifs macroéconomiques du programme financier. Les prévisions sur les AIN de la banque centrale constituent aussi l'objectif intermédiaire de la politique monétaire dans un système de contrôle monétaire indirect, c'est-à-dire où la banque centrale contrôle la base monétaire à partir de ses opérations de refinancement (ex : opérations d'open market, ou d'appels d'offre, ou autres)²⁶.

24 - La disponibilité d'information prévisionnelles sur certains postes des APN (ex : bénéfices/pertes des banques, la réévaluation de changes, etc.) peut faire que ce poste ne soit pas constant. On utilise alors l'information connue et on suppose que les autres APN sont constants.

25 - Les détails techniques de la décomposition des prévisions de la SMI entre le bilan de la banque centrale et la situation consolidée des banques est fournie en annexe.

26 - Pour une discussion de la politique monétaire dans le cadre de l'UMOA, on trouvera dans *Bationo (2018)* une présentation analytique du

Trois points essentiels méritent d'être soulignés ici. Premièrement, l'hypothèse de constance du multiplicateur de monnaie est cruciale dans l'exercice de programmation. Une variation non anticipée du multiplicateur peut avoir des répercussions sérieuses sur la posture de la politique monétaire notamment en période de crise financière. En effet, dans de telles situations, la banque centrale peut être forcée de jouer son rôle de prêteur de dernier recours, résultant en des injections massives de monnaie centrale dans le système bancaire pour éviter les faillites bancaires, créant un dilemme entre la poursuite de l'objectif initial de base monétaire forte et la sauvegarde du système bancaire.²⁷ Deuxièmement, dans la poursuite de son objectif intermédiaire d'AIN de son bilan, la banque centrale doit coordonner ses opérations monétaires étroitement avec les opérations de trésorerie pour son financement à court terme (ex : placement de bons du trésor) de l'état afin de contrôler les mouvements globaux de la liquidité du système bancaire. Plus généralement, ceci appelle à la coordination étroite entre la politique monétaire et la politique budgétaire à court terme. Troisièmement, la banque centrale peut atteindre son objectif intermédiaire de politique monétaire en poursuivant un régime de contrôle d'agrégat monétaire (ici la base monétaire) ou de contrôle de taux. Elle ne peut viser les deux à la fois. Ainsi, le recours à un régime de contrôle de la base monétaire requiert une politique flexible du taux d'intérêt de la banque centrale.

3.3 Projection de la balance des paiements (BP)

3.3.1 Les postes qui sont déjà projetés

Les hypothèses sur le financement extérieur de l'État (prêts et dons et traitement de la dette) sont reprises du TOFE, ainsi que les données sur le service de la dette extérieure publique. En pratique il faut seulement faire attention au fait que le « secteur public » qui apparaît dans la balance des paiements n'est pas forcément exactement le même que ce qu'on nomme « Etat » au sens du TOFE. Dans les pays à faible revenu, les flux financiers privés avec l'extérieur sont généralement très limités. La connaissance des flux publics avec l'extérieur permet donc déjà de projeter une partie importante de la BP.

L'objectif d'AEN nous donne le montant de la variation des AEN (attention : il faut changer de signe, puisqu'une augmentation des réserves est un emploi dans la BP), sous l'hypothèse qu'il n'y a pas de modification des taux de change.

Reste à déterminer pour boucler la BP :

- Le « financement » extérieur privé (y compris les transferts),
- Les exportations et
- Les importations

cadre institutionnel et de son efficacité

27 - Les crises bancaires des années 80 (ex. : Philippines) et de 2008 ont mis à nu ce problème des banques centrales et l'importance ainsi que les implications de la stabilité du multiplicateur de monnaie

3.3.2 Déterminants des exportations et importations

Les déterminants des exportations les plus souvent cités dans les manuels de macro-économie sont : les prix internes, les prix extérieurs, le taux de change et l'intensité de la demande extérieure (les trois premiers éléments étant synthétisés dans le taux de change réel). Il faut rajouter à ces déterminants classiques les déterminants de la compétitivité hors prix (différentiation du produit, qualité, niches).

En partant de l'hypothèse des prix extérieurs exogènes (hypothèse standard pour les « petites » économies), il s'agit alors de projeter le volume des exportations totales. C'est notamment les cas pour les petits pays exportateurs de matières premières pour lesquels il est souvent suffisant de considérer que la totalité de la production des filières d'exportations est automatiquement exportée au prix mondial. Dans ce cas, le niveau des exportations doit être mis en rapport avec la dynamique de l'offre, qui est souvent sensible au prix proposé aux producteurs, réel ou nominal.

Comme nous l'avons noté, le FMI (WEO) ou la Banque mondiale publient régulièrement les projections des prix sur les marchés internationaux. Les projections économétriques des prix des matières premières, mais celles-ci se sont généralement révélées très optimistes. On pourrait se référer à une moyenne des années passées, ou faire plusieurs scénarios pour identifier les problèmes potentiels.

Dans les PFR avec des séries statistiques insuffisamment longues et fiables, les services du FMI dans les PVD effectuent une projection détaillée de chaque produit d'exportation (en faisant généralement l'hypothèse implicite d'une égale élasticité des déterminants des exportations pour tous les produits d'exportations). Cette approche, quoique plus exigeante en termes de temps, est plus fiable que la première).

Bien entendu, les projections des exportations doivent être cohérentes avec celles qui figurent dans l'équilibre ressources-emploi (au niveau de la VA des branches exportatrices ainsi qu'au niveau de la demande).

3.3.3 Détermination des importations

La projection des importations est déterminée à partir des relations généralement considérées comme pertinentes par la théorie macro-économique. D'après ces approches, le niveau des importations de biens et services en volume devrait dépendre du PIB en volume et du taux de change réel. Dans les pays en développement, il faut tenir compte aussi de l'absence de substitution possible pour un grand nombre de biens importés (ce qui ne signifie pas que le volume importé de ces biens ne peut pas se réduire en cas de diminution du revenu).

Il en résulte que les importations en volume sont souvent liées au PIB en volume par une élasticité supérieure à 1 (toute augmentation de l'activité entraîne une augmentation plus que proportionnelle des importations.)

3.3.4 L'investissement direct étranger (IDE)

Cette importante rubrique de la BP est projetée à partir de l'hypothèse d'un rapport constant entre les flux d'IDE et le PIB des années précédentes, toutes choses égales par ailleurs. L'IDE projeté est calculé comme le produit de ce ratio avec le PIB nominal projeté. Bien entendu, toutes informations nouvelles sur l'environnement macroéconomique intérieur ou extérieur, sur l'exécution dans les délais des programmes d'investissement étrangers connus du secteur privé et parapublic ou des programmes de privatisation ou encore autres informations peuvent affecter cette projection, et doivent être intégrées dans la projection.

Concernant les programmes de privatisations, il faut noter que les recettes attendues apparaîtront comme des recettes exceptionnelles du TOFE et aussi comme des investissements directs dans la BP, si l'on prévoit un rachat par des investisseurs étrangers.

Il faut garder à l'esprit que les projections ainsi réalisées sont très fragiles. Il n'est pas inhabituel de voir des programmes d'investissement dans le secteur minier être gelés ou abandonnés pour cause de tendances nouvelles défavorables concernant les cours mondiaux de cette matière première, ou des programmes de privatisation repoussés dans le temps.

3.3.5 Transferts privés

Les transferts privés (envois des travailleurs émigrés) sont estimés sur la base des tendances passées, ou en faisant des hypothèses particulières s'il existe des indications sur des ruptures de tendances.

3.3.6 Bouclage de la BP

Dans le scénario de base, le bouclage de la BP se traduit par une accumulation (ou une perte) nette d'avoirs extérieurs de la banque centrale.

Dans un scénario programme, cette variable est fixée comme objectif à atteindre. Ainsi, la différence entre ressources et emplois de la BP est considérée comme un « gap » en devises. Pour la première année de projection, ce gap doit être éliminé en modifiant les différentes hypothèses (par exemple en réduisant les importations de biens d'équipements ou biens intermédiaires, et donc l'objectif de croissance du PIB), ou en accroissant le financement extérieur, une alternative plus difficile à atteindre car il dépend de la force du programme d'ajustement envisagé par les autorités.

3.4 Projection du TOFE

Schématiquement, la projection du TOFE dans la programmation financière consiste d'abord à estimer un montant réaliste des ressources (recettes fiscales et non fiscales, dons et financement). Pour assurer la cohérence des projections, les emplois doivent être égaux à ces ressources. Parmi les emplois, on distingue ceux qui font l'objet d'un engagement antérieur de l'Etat (remboursement du service de la dette, retraites etc.) et les emplois qui peuvent être réduits ou supprimés. Ceci permet de calculer

par solde le montant maximal du déficit base engagement et d'en déduire le montant maximal des dépenses primaires (hors intérêts) qui peut être financé.

Soulignons que la programmation financière du FMI ne fait pas usage pas d'une règle budgétaire particulière²⁸ telles que celle du traité de Maastricht et de l'UEMOA (déficit inférieur à 3% du PIB) ou celle du pacte de stabilité (Traité pour la stabilité, la coordination et la gouvernance) adopté par l'Union Européenne en 2012 : le déficit structurel (corrige des variations conjoncturelles) autorisé est de 0,5 %, pour l'« objectif à moyen terme » que chaque pays de l'Union européenne se fixe, ou encore la règle d'or britannique des finances publiques (« les emprunts ne doivent financer que des investissements »). L'application de ces règles permettrait aussi de calculer le montant maximal des dépenses publiques primaires, en tenant compte indirectement de la question de la soutenabilité.

La programmation financière du FMI ne fonctionne pas par référence à l'une de ces règles. Elle opère en deux temps. Dans le premier temps, on recherche comme on vient de le voir le déficit « finançable » compte tenu des ressources disponibles. Dans un second temps, on recherche si ce déficit finançable ne débouche pas sur une dette publique insoutenable. Si c'est le cas, le FMI rend public le diagnostic de « risque élevé » de manière à ce que les prêteurs limitent leurs prêts. Le cadre de viabilité de la dette qui permet d'évaluer la soutenabilité de la dette ne repose pas non plus sur un critère unique comme dans l'UE (60 % du PIB) ou dans l'UEMOA et la CEMAC (70 % du PIB) : elle repose sur plusieurs projections à 20 ans et apprécie le risque à partir d'une batterie d'indicateurs modulés en fonction de la qualité de la gouvernance.

3.4.1 Projection des recettes

Deux approches sont possibles pour la projection des recettes de l'Etat. La première fait une projection agrégée des recettes partant d'estimations ou de modèles économétriques, alors que la seconde est une approche désagrégée où la projection des recettes est la somme de la projection de chaque type de recettes.

Première approche : Dans des modèles macro-économiques, il est généralement impossible de retracer le lien exact entre les recettes publiques et les véritables bases d'imposition (par exemple de calculer l'impôt sur le revenu des entreprises en tenant compte de l'ensemble des dispositions prévues par le Code des Impôts, y compris souvent l'existence d'un impôt forfaitaire sur les bénéfices lorsque l'entreprise fait des pertes). Les bases d'imposition sont en général trop spécifiques pour pouvoir être prises en compte dans des modèles nécessairement assez agrégés. Il faut donc utiliser des assiettes « de remplacement », dont l'évolution (mais pas forcément le niveau) soit aussi proche que possible de l'assiette réelle. Par exemple, on pourra lier l'impôt sur les bénéfices avec la production ou la valeur ajoutée des sociétés et quasi-sociétés, si l'on ne dispose pas d'une évaluation des bénéfices des entreprises du secteur moderne. En ce qui concerne les impôts dont l'assiette est très spécifique, ou les recettes non fiscales, on utilise par défaut le PIB en valeur comme assiette de remplacement.

28 - Bien entendu, lorsque le pays s'est lui-même engagé à certaines règles, la programmation financière en tient compte.

Le lien entre un certain type de recette fiscale et l'assiette « de remplacement » est généralement effectué en utilisant simplement un taux de pression fiscale apparente²⁹ (calculé dans le passé comme le rapport entre les recettes fiscales de ce type et l'assiette de remplacement en question, par exemple la VA dans le cas de l'impôt sur les bénéfices). En projection, le montant des recettes fiscales d'un certain type (par exemple les impôts sur le bénéfice) est calculé en multipliant l'assiette « de remplacement » (ici la VA projetée) par le taux de pression fiscale apparente (inchangé si l'on suppose que le système fiscal ne se modifie pas, ou accru si des changements sont envisagés)³⁰.

Les taux apparents diffèrent donc des taux nominaux (ceux qui figurent dans les barèmes, tarifs douaniers, loi de finances, etc.) Si la relation entre l'assiette de remplacement et les recettes fiscales du type considéré n'est pas stable dans le passé, d'autres types de relation peuvent être envisagés (une élasticité par exemple). L'impact de changements du système fiscal est généralement très difficile à prévoir correctement. Il convient donc de discuter les projections avec les responsables des Régies financières correspondantes.

Si l'on ne dispose pas d'informations détaillées, ou en cas d'urgence, la projection macro-économique part de l'hypothèse qu'il existe un lien entre l'activité économique et les recettes fiscales. Sous sa forme la plus simple, le lien est décrit ainsi :

$$T = tY$$

T : montant des impôts et taxes

t : taux de pression fiscale (taux apparent)

Puisque l'on a déjà fait une hypothèse sur Y (PIB en valeur), une hypothèse pour le taux de pression fiscale t suffit pour obtenir le montant des taxes pour l'année projetée. L'hypothèse sur t est délicate, car t est la pression fiscale apparente. La valeur de cette pression fiscale apparente varie avec les taux d'imposition nominaux, mais dépend aussi des systèmes d'exonération, des systèmes institutionnels (légitimité de l'impôt, systèmes d'incitation des corps chargés du recouvrement des impôts, etc.)

Comme les différentes composantes de l'économie ne sont pas taxées de la même façon, il peut être utile de décomposer la « base taxable » en différents éléments. Par exemple (en notant M les importations, RDM le revenu disponible des ménages et TREND une variation autonome en fonction du temps :

$$T = t1 Y + t2 M + t3 RDM + t4 TREND$$

Toutefois, ceci n'est intéressant que si M et RDM ne varient pas comme Y. De plus, une telle méthode d'estimation n'est pas forcément très performante à long terme, puisque qu'une réforme fiscale est susceptible de modifier ces relations.

²⁹ - Ce terme « apparent » peut porter à confusion. On utilise ce terme en français pour distinguer la pression fiscale observée (« apparente ») de la pression fiscale « théorique » (celle qui résulterait de l'application stricte des barèmes et réglementations). Les deux types de pressions fiscales diffèrent donc à cause des exonérations, de la fraude, etc.)

³⁰ - Si l'impôt qu'il s'agit de projeter est progressif, on utilise plutôt une élasticité pour faire le lien entre la recette et l'assiette de remplacement.

Le gouvernement agit sur les taux nominaux (taux de la TVA, taux de droits de douane, etc.), et non sur le taux apparent. Le lien entre taux nominaux et apparents n'est pas simple, et sans doute pas linéaire. Si certains taux nominaux sont excessifs, l'évasion fiscale, la contrebande et la corruption peuvent réduire les taux apparents et les recettes (c'est le message porté par la courbe de Laffer, ou par le dicton « trop d'impôt tue l'impôt »).

En général les recettes budgétaires sont insuffisantes (c'est une des raisons pour lesquelles les gouvernements font appel au FMI). Il faut donc un programme de réforme de la fiscalité et/ou du dispositif administratif. C'est pourquoi le FMI effectue aussi des analyses du système fiscal et propose fréquemment des réformes fiscales, encore baptisées fiscalité-douanières, car il s'agit le plus souvent de réduire la fiscalité sur le commerce extérieur (fiscalité de porte) pour accroître la fiscalité intérieure. Le FMI préconise souvent d'élargir la base taxable tout en réduisant les taux nominaux, de manière à réduire la corruption et à augmenter les recettes sans accroître la charge sur les contribuables « visibles » qui sont souvent lourdement imposés.

En pratique on suppose que $t = \text{constante}$ s'il n'y a pas de modification du système fiscal. On en déduit la valeur projetée de T (qui peut aussi être considérée comme un objectif). Il faut toutefois tester la stabilité de cette relation dans le passé. Il se peut que la relation ne soit pas linéaire. Par ailleurs, la valeur de t peut aussi se modifier si la structure de l'économie change, sans aucun changement du système fiscal. Par exemple, si l'on prévoit une croissance rapide due essentiellement à une bonne récolte de produits céréaliers, il se peut que t diminue simplement parce que le secteur agricole est moins taxé que les autres.

Dans l'approche désagrégée, chaque rubrique des recettes du TOFE est projetée. Dans les PVD, la fiscalité de porte constituant la part la plus importante des recettes fiscales, la projection de cette rubrique repose sur les hypothèses de projection des importations, prenant en compte les différents régimes fiscaux (ex : exonérations accordées à certains types de biens) en vigueur. La projection des impôts directs est rendue plus facile du fait qu'une partie significative de ceux-ci est prélevée à la source (notamment pour les fonctionnaires et le secteur moderne).

La projection des recettes non fiscales est assez aisée dans la mesure où elle consiste en général à projeter des recettes de type contractuel (ex : produits de cessions d'actifs ; rétrocessions de dettes ; etc.). Mais une partie d'entre elles est périodique, tous les cinq ans par exemple (comme les redevances des sociétés de téléphonie mobile).

3.4.2 Projection des dons

Cette rubrique consiste en des dons en nature ou espèce accordés à l'Etat par des organismes publics bilatéraux ou multilatéraux (ainsi que certaines fondations privées dont le poids est grandissant) à des fins d'aide au développement (aide-projet ou appui budgétaire).

Il est important de bien distinguer les dons projets et les appuis budgétaires. Les premiers sont inscrits à la fois en ressources et en emplois, puisqu'ils sont accordés pour des dépenses précises (en principe des dépenses d'investissement). Ce n'est pas le cas des appuis budgétaires, qui ne font pas l'objet d'une inscription en emplois puisqu'elles viennent soutenir un programme existant.

La projection provient en général des conventions signées entre l'Etat et ces entités (du moins pour la première année de projection) et est donc connue sauf dans des situations exceptionnelles d'aide d'urgence humanitaire. Il faut toutefois faire attention au fait qu'il peut exister un décalage important entre les engagements des bailleurs de fonds et les décaissements effectifs. On peut alors introduire dans les projections une hypothèse sur le taux de décaissement en utilisant les taux observés dans le passé comme référence.

3.4.3 Projection des dépenses publiques

Certaines dépenses, telles que les salaires et traitements et les autres dépenses courantes sont exogènes dans le scénario de base (elles ne dépendent pas mécaniquement des autres variables projetées). Pour d'autres, le gouvernement doit en principe respecter ses engagements antérieurs sans quoi il risque d'accumuler des arriérés de paiements intérieurs (API) ou extérieurs (APE). C'est notamment le cas pour les intérêts sur la dette publique intérieure et/ou extérieure, les pensions de retraite (API), les crédits de TVA (API), etc.

Ce caractère exogène dans le scénario de base recouvre cependant deux situations différentes. Certaines dépenses sont dites « discrétionnaires » : leur montant dépend d'une décision du gouvernement (validée par le parlement), d'autres sont dites « réglementaires » : elles dépendent de règles contingentes à certaines situations. Par exemple, l'Etat peut s'être engagé (explicitement ou non) à financer certains déficits lorsque les prix des matières premières diminuent ou augmentent (comme les subventions aux hydrocarbures).

Dans un scénario programme cependant, les dépenses sont endogènes (elles doivent être calculées de manière à atteindre l'objectif de déficit, qui dépend lui-même de la projection des financements identifiés), et il faut les projeter rubrique par rubrique. Comme le montant des intérêts versés est connu pour l'essentiel, on peut ainsi calculer par solde le montant des dépenses primaires (dépenses hors intérêt) compatibles avec les hypothèses et objectifs.

Salaires et traitements

La projection de la masse salariale est liée à la politique salariale de l'Etat qui est connue d'avance. Dans le scénario de base, la projection reprend le montant inscrit dans le projet de loi des Finances. Notons en passant que même si aucune mesure particulière n'est prise, la masse salariale a tendance à augmenter régulièrement du fait du glissement catégoriel. Les agents gagnent plus du fait de l'ancienneté et du passage à l'ancienneté d'un échelon à l'autre, ce qui fait que la masse salariale a tendance à progresser même si aucun recrutement n'est effectué.

Autres dépenses courantes

Ces dépenses se composent d'achats de biens et services d'une part (le carburant, l'électricité, le papier, les dépenses de voyages des agents de l'Etat, les dépenses d'ambassades, etc.) et de transferts d'autre part (subventions, dons, prestations sociales³¹, etc.)

Il faut alors projeter sous-rubrique par sous-rubrique. Pour les dépenses des ambassades, par exemple, on fait l'hypothèse d'un taux d'accroissement des dépenses basé sur l'inflation dans les principaux pays partenaires (projetés dans le WEO).

Comme nous l'avons déjà mentionné, toutes ces dépenses sont endogènes dans le scénario-programme (elles dépendent du montant du financement qui détermine le déficit « finançable »).

Du point de vue technique, les dépenses de personnel et les dépenses de biens et services forment la production des administrations publiques (évaluées par convention à leur coût de production³²), qui (par convention également) est égale à la consommation publique³³. Il faut donc vérifier que les montants projetés dans le TOFE sont bien cohérents avec ceux de l'équilibre ressources-emploi en biens et services, dans au niveau des ressources (valeur ajoutée) que des emplois (consommation finale des administrations publiques).

Intérêts sur la dette publique

Parmi les dépenses courantes figure le montant des remboursements en intérêts prévus d'après les conventions (dette publique intérieure et extérieure). Il suffit donc d'inscrire ces montants, en tenant éventuellement compte de la modification prévue des taux de change en ce qui concerne les intérêts sur la dette extérieure. En toute rigueur, il faudrait y ajouter les intérêts sur la dette qui va être contractée durant les années de projection. En principe, il s'agit de montants assez faibles dans les pays à faible revenu qui reçoivent essentiellement des financements concessionnels. On peut donc les négliger dans un premier temps (sinon, on ajoute aux intérêts dus sur la dette déjà contractée la moitié des intérêts sur les emprunts de l'année, ce qui revient à supposer que les tirages sont réguliers tout au long de l'année).

Dépenses en capital :

Ces dépenses sont projetées en tenant compte du programme d'investissement sur le budget national et sur financement extérieur). Dans les deux cas, l'essentiel des dépenses projetées correspond à des projets déjà en cours d'exécution. Pour le réalisme des projections, un bon suivi des projets est donc crucial.

31 - Le manuel de finances publiques 2001 et 2014 distinguent les subventions (aux entreprises), les dons (à d'autres entités publiques qui ne font pas partie du TOFE) et les prestations sociales (aux ménages).

32 - La plupart du temps, la consommation de capital fixe (qui correspond à l'amortissement des infrastructures publiques) n'est pas évaluée, et donc pas prise en compte. Elle devrait s'ajouter aux autres coûts lorsque le Manuel 2001 de Statistiques des Finances Publiques sera pleinement utilisé.

33 - Cette production ne comprend donc pas toutes les dépenses courantes (les transferts et les intérêts payés sont exclus).

Les dépenses en capital sur financement extérieur sont projetées en grande partie sur la base des conventions d'aide-projets signées avec les partenaires au développement (ex : banque mondiale, banque régionale de développement, Union Européennes, agence de développement bilatérale, etc.). La contribution de la partie locale (État) étant généralement fixée (ex : 10 %), cette projection est aisée en dehors des hypothèses à faire sur les taux de change. En effet, les informations sur les projets sont en général assez faciles à réunir, car la plupart des décaissements qui auront lieu l'année suivante sont relatifs à des projets qui sont déjà en exécution, ou qui ont fait l'objet d'études poussées (en ce qui concerne les nouveaux projets qui entreront en activité durant les années suivantes).

Dépenses extra-budgétaires

Les dépenses de trésorerie ou « extrabudgétaire » sont souvent importantes pour diverses raisons. Elles peuvent affecter sensiblement la taille du déficit budgétaire.

En fonction de la nature des dépenses publiques qui peuvent parfois être assez rigides (pour des raisons techniques ou politiques, ou pour des raisons de réduction de la pauvreté, d'augmentation des dépenses sociales, d'atteinte des OMD), on inscrit souvent les montants des dépenses primaires compatibles avec les objectifs du programme, et on en déduit un « gap » (besoin résiduel) de financement.

3.4.4 Le déficit budgétaire

Ce solde est une variable clé de la programmation financière car elle donne des indications sur la situation des finances de l'État. Deux variantes de ce solde sont généralement calculées à savoir le déficit « base engagement, dons exclus » et le déficit « base engagements dons inclus ». L'intérêt de la distinction est de faire apparaître le financement exceptionnel nécessaire (notamment sous forme d'accumulation d'arriérés de paiements intérieurs (API) dans un scénario de base. Ce financement exceptionnel doit être éliminé dans un scénario programme.

Dans ce dernier cas, les arriérés doivent être « remboursés » durant la période du programme (3 ans pour la FEC). Certains arriérés peuvent faire l'objet de financements spécifiques (par exemple certains partenaires peuvent réduire le montant de la dette si les fonds servent à payer les arriérés envers leurs ressortissants). D'autres arriérés peuvent être titrisés (transformations en titres de dette des arriérés qui sont des montants impayés pour prestations fournies à l'État) : les arriérés deviennent alors de la dette publique au sens précis du terme. Les variations d'arriérés sont donc normalement négatives (ce sont des emplois) ou nulles pendant la durée d'un programme.

La projection de la variation des arriérés permet alors de calculer le déficit base caisse, qui devra être égal au financement net disponible (il doit être égal et de signe contraire).

Il faut noter que cette distinction des soldes du déficit n'a pas lieu d'être lorsque les opérations de l'État sont enregistrées en base caisse, une situation rare mais qui prévaut néanmoins dans certains pays avec de faibles capacités institutionnelles et un faible appareil statistique.

3.4.5 Le financement

Le financement se décompose en deux parties : financement intérieur et extérieur. Théoriquement, le financement intérieur est celui qui est fourni par les résidents, et le financement extérieur par des non-résidents. En pratique, cependant, la distinction entre monnaie locale /devises étrangères a tendance à supplanter cette distinction. On baptise alors financement intérieur tout financement en monnaie locale (c'est en particulier le cas pour les emprunts sur le marché financier de l'UEMOA).

3.4.5.1 Financement intérieur :

Les modes de financement intérieur sont multiples :

- Financement monétaire : la banque centrale et/ou les banques commerciales prêtent à l'Etat ou souscrivent aux titres émis par l'Etat pour combler la totalité ou une partie de son besoin de financement intérieur. Il faut noter ici que le financement intégral par la banque centrale est plus néfaste quant à ses effets sur l'inflation que celui des banques commerciales du fait du rôle du multiplicateur de monnaie. Ceci explique une réforme clé des banques centrales ces dernières années, à savoir l'interdiction par ces institutions de financer les déficits des États par le recours à la planche à billet ou à la souscription des titres d'État. Sur le plan technique, on reporte dans le financement du TOFE la variation de la PNG calculée à partir de la situation monétaire.
- Les prêts du FMI accordés à la Banque centrale et rétrocédés à l'Etat doivent donc être reportés ici, si la Banque centrale est toujours autorisée à effectuer des avances à l'Etat. Le montant varie suivant les différentes « facilités » du FMI. Il est généralement calculé en fonction de la quote-part que le pays a versé lors de son entrée au FMI. Par exemple, la facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC) était limitée à un plafond annuel de 90 % de la quote-part pour les nouveaux utilisateurs et de 65 % pour les autres. L'encours maximal se situe entre 140 et 185 % de la quote-part.
- Les marchés financiers intérieurs, il faut faire une évaluation réaliste des montants qui peuvent y être empruntés par l'Etat sans provoquer d'effets négatifs sur le secteur privé tels que l'effet d'éviction (augmentation du taux d'intérêt, assèchement de l'offre de fonds prêtables).
- Les recettes exceptionnelles (privatisation, etc.) : leur montant doit être évalué de manière prudente. De plus en plus, conformément à la nouvelle approche patrimoniale des manuels de finances publiques de 2001 et de 2014, ce type de recettes sont placées en financement, car elles ne modifient pas la valeur nette de l'Etat.

3.4.5.1 Financement extérieur

L'information collectée par le FMI ou par le gouvernement auprès des partenaires extérieurs doit permettre d'avoir une bonne estimation du financement extérieur disponible. Les montants annoncés

avec beaucoup d'incertitude sont omis, ou parfois comptabilisés mais avec un recours au mécanisme d'ajustement des critères (« built-in contingency mechanism »), qui permet d'ajuster les critères du programme lorsque ces financements ne sont pas décaissés.

On doit obtenir un certain détail pour établir une projection correcte. La principale catégorie ici concerne ici les prêts (bilatéraux, multilatéraux) à des fins d'appui budgétaire (= financement du déficit), et les traitements de la dette (rééchelonnements, annulations).

Le financement extérieur comprend aussi (en emplois) le montant des remboursements en capital (amortissement) prévu d'après les conventions. Il suffit donc d'inscrire ces montants, en tenant éventuellement compte de la modification prévue des taux de change. Les remboursements en capital sur les montants empruntés durant la période de projection devraient aussi être pris en compte, mais il est généralement possible de les ignorer, car, dans les pays à faible revenu, les délais de grâce sont longs (8 à 10 ans pour les prêts AID et 5,5 ans pour les facilités du FMI) et dépassent l'horizon de projection.

3.4.6 Bouclage du TOFE

Dans un scénario « de base », à savoir sous l'hypothèse de politique budgétaire inchangée, le TOFE est bien entendu entièrement financé par recours soit au financement intérieur (système bancaire ou marchés des titres d'État), soit à une accumulation nette d'arriérés (API). Cette situation peut faire apparaître des déséquilibres non soutenables des finances de l'État, incompatibles avec les objectifs d'inflation (ex : recours au financement bancaire) ou de croissance (recours aux API, taux d'intérêt élevés en cas de financement par recours aux marchés financiers).

Dans un scénario « programme » cependant, si le montant des dépenses publiques (notamment primaires) obtenu sous l'hypothèse de politique inchangée est politiquement irréalisable, ou incompatible avec les Objectifs Internationaux de développement (OMD puis ODD), il faut revoir les politiques et mesures d'ajustement du programme et partant les projections du scénario programme, ou revoir les objectifs macroéconomique du programme (à la baisse, c'est-à-dire des objectifs moins ambitieux en termes de réduction de l'inflation, ou de la position extérieure sous réserve de l'atteinte d'une couverture significative des importations).

Il en va de même si le gap apparaît élevé. On peut alors rechercher plus de financement extérieur (notamment en termes de rééchelonnement ou de réductions de dettes) ou réduire les dépenses publiques. Il faut noter cependant que l'option de financement extérieure additionnelle est réduite et souvent liée à un renforcement de l'ajustement (Note technique : en raison de la méthode utilisée, une réduction des dépenses publiques est censée n'avoir aucun impact mécanique sur la croissance).

Reste alors à évaluer les conséquences du déficit sur la soutenabilité de la dette, en tenant compte des particularités des pays à faible revenu le cas échéant (Raffinot 2008). Ce n'est qu'en 2005 que l'AID et le FMI ont mis en place une méthode d'évaluation standardisée de la soutenabilité de la dette, le Cadre de Viabilité de la Dette (CVD). Ce cadre repose sur des projections à 20 ans et présente

l'originalité de prendre en compte une gamme étendue d'indicateurs qui dépendent de la qualité de la gouvernance (mesurée par le Country Policy and Institutional Assessment ou CPIA de la Banque mondiale). Plus un pays est « bien » gouverné, plus on suppose qu'il sera capable de gérer un niveau de dette élevée. À l'issue de l'évaluation, le pays est classé dans une des quatre catégories suivantes : faible risque, risque moyen, risque élevé et insoutenabilité – le financement de l'AID étant adapté en conséquence.

C'est une avancée importante, car sans cela, le pilotage économique ne pouvait que se faire à court terme, avec un horizon temporel réduit. Ceci explique sans doute que beaucoup de pays aient connu à partir des années 80 des programmes successifs d'ajustement pilotés par le FMI (et la Banque mondiale) sans que la soutenabilité de la dette soit restaurée. Au contraire, il a fallu procéder à des réductions de dette bilatérale (en Club de Paris à partir de 1988) et multilatérale (initiative pays pauvres très endettés PPTe à partir de 1996 et initiative d'allègement de la dette multilatérale IADM à partir de 2005). Toutefois, la méthode utilisée a été critiquée sous plusieurs angles (Djoufelkit et Raffinot, 2008). D'abord parce qu'elle ne prend pas en compte l'impact des investissements sur la croissance. Mais aussi parce qu'elle utilise de nombreux indicateurs et que la méthode retenue pour les agréger est trop conservatrice, provoquant de multiples alertes infondées (Berg et al. 2014).

3.5 Conditionnalité du Fonds : critères de performance et repères

L'utilisation des ressources financières du Fonds est conditionnelle à l'adoption de politiques d'ajustement visant à corriger les déséquilibres extérieurs. La conditionnalité est l'ensemble des politiques et procédures du Fonds régissant l'accès des pays membres à ses ressources.

Dans le cadre de son appui au programme financier aux pays membres, le FMI pose des critères de performance quantitatifs (CPQ) sur un certain nombre de variables clés du programme (jugées de facto sous le contrôle direct des autorités), ainsi que des critères de performance structurels (CPS), auxquels s'ajoutent des repères quantitatifs et structurels. Les critères de performance doivent être respectés si l'on veut éviter des retards dans le déroulement du programme (et donc les décaissements) ou, un arrêt du programme ou encore dans des cas extrêmes, l'annulation du programme. Cela dit, il faut noter que le non-respect de certains critères de performance peut faire l'objet d'une dérogation de la part du Conseil d'Administration (CA) du FMI lors de l'examen du dossier sous certaines conditions (ex : assurances que des actions crédibles sont prises pour corriger le dérapage), et partant permettre la poursuite du programme financier avec l'appui du FMI. Les repères non respectés ne donnent pas lieu à l'arrêt de programme mais leur non-respect répétitif peut conduire à leur relèvement au niveau de critère de performance.

Les CPQ portent souvent sur :

- Les avoirs extérieurs nets AEN (plancher)
- Les avoirs intérieurs nets AIN (plafond)

- Avec un sous-plafond pour le niveau de la PNG
- La réduction des arriérés de paiements, intérieurs (API) ou extérieurs (APE)

Dans les PFR, une condition porte souvent sur l'absence d'emprunt à des sources non-concessionnelles pendant la durée du programme. Il s'agit d'éviter qu'un pays qui reçoit des financements concessionnels du FMI et de la Banque mondiale (ce qui constitue une forme de subvention) n'en profite pour s'endetter à des taux plus élevés auprès d'autres organisations.

Les CPS portent souvent sur des obstacles structurels à la bonne exécution du programme (ex : mesure de renforcement des effectifs de la Douane ; ou de la Direction des Impôts ; création d'une Unité des Grandes Entreprises pour améliorer le recouvrement des impôts des gros contribuables ; etc.)

La conditionnalité n'a cessé d'évoluer. Depuis le début des années 2000 environ, les conditions sont moins nombreuses et plus limitée aux aspects purement macroéconomiques. Par exemple, le FMI a cessé de poser des conditions concernant la masse salariale au niveau du TOFE.

3.6 Programmation financière : limites, compléments et alternatives

La programmation financière a été critiquée, notamment pour son incapacité à intégrer les avancées de la macroéconomie moderne (Edwards.1990). Un nombre important de propositions ont été faites à l'intérieur du FMI (notamment Khan, Montiel et Haque 1991) et à l'extérieur (notamment Tarp 1993 et Killick 1995, chapitre 4) pour la « moderniser » ou la remplacer en s'inspirant notamment des travaux des économistes « structuralistes » (Fontaine et Lanzarotti 2001), tels que les travaux de la CEPAL ou le CARPAS de la Commission des Nations Unies pour l'Afrique, etc. (voir Raffinot 1991 p. 135 et suivantes).

Nous examinerons les principaux problèmes soulevés par les différentes étapes de la procédure. Nous ne reprendrons pas ici l'ensemble des critiques qui ont été faites aux programmes en tant que tels, notamment aux aspects « qualitatifs » tels que l'ouverture de l'économie ou les privatisations, car ces aspects sont assez peu liés à la programmation financière de court terme proprement dite, même s'ils ont en pratique une importance considérable.

3.6.1 Taux de change

Un taux de change équilibré est un objectif fondamental de la politique économique. Un taux de change surévalué est un obstacle majeur à la croissance. Il empêche la croissance des exportations et favorise celle des importations.

Fixer un tel objectif est une étape clé de la programmation financière notamment pour les pays en développement (PED). Ceci nécessite d'évaluer si le taux de change actuel est un taux d'équilibre et si non, de mesurer le déséquilibre puis de décider de le corriger. Cette décision nécessite aussi, entre autres, une analyse des effets de cette correction sur des objectifs macroéconomiques tels que la croissance et l'inflation.

3.6.1.1 Objectif de taux de change

L'évaluation du taux de change est au cœur du dialogue entre le FMI et les pays membres dans le cadre des négociations de programmes financiers autant que des consultations annuelles au titre de l'Article IV. Elle requiert :

- d'identifier les déterminants du taux de change d'équilibre et partant l'objectif de taux de change à poursuivre;³⁴
- de mesurer le taux de change d'équilibre et l'écart entre ce dernier et le taux actuel c'est à dire le désalignement ;
- et de décider de corriger ou non le désalignement.³⁵

La littérature sur les questions de change offre un éclairage limité sur ces questions. En effet, la plupart des modèles d'analyse du taux de change laissent de côté d'importantes caractéristiques structurelles des PED telles que la part prépondérante des importations de biens intermédiaires et d'équipement dans les importations totales, celle des exportations de produits primaires dans les exportations totales³⁶ et enfin des capitaux officiels (ex : prêts, dons) dans les flux de capitaux extérieurs. Leurs résultats doivent donc être examinés avec prudence. Cependant, quelques modèles les prennent en compte [Edwards (1989) ; Rogoff (1996)] et servent de cadre analytique à plusieurs études empiriques sur les PED.

3.6.1.1 Taux de change d'équilibre ?

Sur le plan analytique, diverses théories tentent de déterminer le taux de change d'équilibre. Selon celle de la parité des pouvoirs d'achat (PPA), le taux de change d'équilibre est le rapport entre les indices de prix de deux pays convertis dans la même monnaie ($E^*P2/P1$) (voir plus haut). Ce rapport est supposé constant et toute variation du taux d'équilibre nominal est donc égale au différentiel d'inflation entre ces pays (version relative de la PPA). Selon la théorie de la parité des taux d'intérêt non couverte, la variation du taux d'équilibre nominal est égale au différentiel de taux d'intérêt ($i-i^*$) d'un même actif financier dans deux pays.

Selon les modèles macroéconomiques de détermination du taux de change, les fondamentaux déterminent le taux d'équilibre.³⁷ Parmi les modèles ayant essaimé à partir des années 50, on note : le modèle keynésien de l'absorption où le taux de change d'équilibre est celui assurant l'équilibre interne (plein emploi) et externe (balance des paiements équilibrée); le modèle de Mundell-Fleming où le taux d'équilibre est celui compatible avec l'équilibre sur les marchés des biens, de la monnaie et

34 - Un objectif de court terme est le lissage du taux en régime de change flexible. Un objectif de long-terme est l'élimination d'un désalignement. Le taux de change égalisant l'offre et la demande sur le marché des changes est un taux d'équilibre de court-terme ; celui assurant l'équilibre macroéconomique interne et externe simultanément est un taux d'équilibre de moyen-terme.

35 - Cette évaluation aide aussi à calculer à quel niveau fixer la parité d'une monnaie d'un pays changeant de régime de change (ex: rattachement à une monnaie forte) et quel le taux de change utiliser pour comparer les niveaux de vie entre pays.

Ces caractéristiques ont pour conséquence que dans le PED le commerce extérieur est principalement asymétrique (interbranche), alors qu'il est essentiellement symétrique (ou intra-branche) dans les pays industrialisés.

36 - Ces caractéristiques ont pour conséquence que dans le PED le commerce extérieur est principalement asymétrique (interbranche), alors qu'il est essentiellement symétrique (ou intra-branche) dans les pays industrialisés.

37 - Deux autres approches moins pertinentes pour les PED sont celles : de la microstructure du marché des changes ; et de la nouvelle macroéconomie en économie ouverte d'Obstfeld et Rogoff (1995).

des actifs financiers (cf. hypothèse de la parité d'intérêt non couverte) ; et le modèle monétaire à prix flexible où le taux de change d'équilibre dépend des déterminants du rapport entre le prix des biens (ex : rapport entre les masses monétaires domestique et étrangère, les produits intérieurs domestique et étranger, etc.) auquel il s'ajuste en continu ou le modèle à prix rigide où il s'ajuste lentement face aux prix.

En général, les études économétriques ne valident pas ces théories à court-terme. Elles montrent que les désalignements du taux de change par rapport à la PPA sont larges et persistent à court- et moyen-terme. Cependant, des études basées sur des séries longitudinales de plus de 100 ans valident PPA à long-terme. D'autres études montrent que des facteurs « fondamentaux » réels déterminent le taux de change réel d'équilibre (TCER) à savoir : les termes de l'échange (TE) ; le différentiel de productivité (l'effet « Samuelson-Balassa ») ; le solde budgétaire, et autres facteurs structurels tel que le degré d'ouverture de l'économie. Une relation statistique durable entre le TCER et ces « fondamentaux » est confirmée pour l'Inde [Purfield C. (2008)], l'Afrique du Sud [MacDonald R. et Ricci A. (2008)], et le Kenya [D. Musyoki, G.P. Pokhariyal, M. Pundo (2012)].

Des études en panel [Cashin et al. (2008) ; Coudert et al. (2008) ; Bodart et al. (2011)] montrent que les termes de l'échange (TE) sont le principal déterminant du TCER pour les pays exportateurs de matières premières en général. En plus, le coefficient estimé des TE sur le TCER est plus élevé pour ces pays que pour les pays exportateurs de pétrole ; et il dépend aussi du régime de change et de caractéristiques structurelles comme le degré d'ouverture de l'économie. L'évaluation du taux de change pour les PVD doit donc prendre en compte les effets des « fondamentaux » réels ci-dessus.

Nonobstant ses problèmes, la PPA reste le cadre initial d'évaluation du taux de change sur le plan opérationnel notamment pour les pays où la courte durée et la qualité moyenne des séries statistiques limitent les travaux de la modélisation du taux de change. La première étape de l'évaluation est l'analyse de l'évolution des indices de prix (ex : à la consommation, à l'exportation ou à l'importation, etc.) ou de coût unitaire (ex : coût unitaire du travail ou ULC) disponibles sur une période donnée. Le montant cumulé des écarts entre le TCR actuel et celui en année de base mesure le désalignement. La deuxième étape consiste à calculer le désalignement pour chaque indice de prix ou coût unitaire, ce qui permet de calculer de larges fourchettes de taux de sous-évaluation ou surévaluation.³⁸ La dernière étape est le choix du taux de désalignement à corriger, et donc la fixation de l'objectif de taux de change. Cette fourchette souligne le caractère incertain du calcul du désalignement et la prudence requise dans la décision de le corriger car le désalignement du TCR est sensible au choix de l'indice et l'année de base où le taux de change est supposé être en équilibre. Dans le rapport de 2014 sur l'Afrique du Sud, les services du FMI notent que le TCR calculé sur la base de l'indice UCL est plus proche de sa moyenne décennale (TCER) que celui calculé sur la base de l'IPC par rapport à sa moyenne décennale, indiquant un désalignement. Les deux calculs supposent que le TCR était équilibré en année de base. D'autres méthodologies de calculs sont aussi utilisées à cette fin (ci-dessous).

³⁸ - Le cas de la Grande Bretagne après la première guerre mondiale en est une illustration (cf. surévaluation de 2% basée sur un TCR calculé à partir de l'indice de prix de gros contre 12% basée sur le TCR calculé à partir de l'IPC ; Isard (2007)). Aussi, le calcul du taux d'entrée dans la zone Euro en 1999 montre une surévaluation de la Livre sterling allant de 10% à 40%.

Concernant les modèles macroéconomiques de détermination du taux de change, leur faiblesse majeure est que leur pouvoir prédictif hors-échantillon à court terme ne dépasse pas celui des modèles à marche aléatoire, ce qui signifie que la meilleure prévision pour le taux de change est sa valeur actuelle (Rogoff et Meese, 1983), ce qui limite leur utilité en matière de stabilisation pour les décideurs. Une nouvelle approche de modélisation empirique du TCER s'est développée et sert d'outil d'évaluation du taux de change en fonction d'objectifs macroéconomiques d'équilibres interne et externe à moyen-terme. Abandonnant le postulat d'un TCER constant de la théorie PPA, cette approche stipule que le TCER évolue en fonction des « fondamentaux » réels. L'analyse empirique consiste à estimer la relation statistique entre le TCR observé et ses « fondamentaux », à extraire le TCER du modèle estimé, et enfin à calculer le désalignement comme la différence entre le TCER (valeur estimée) et le TCR observé [P. Isard (2007) ; R. MacDonald (2007) ; Williamson (1994), FMI (2007)].³⁹ On distingue plusieurs sous-approches : (a) l'approche par le comportement (« behavioral equilibrium exchange rate »-BEER), (b) l'approche normative de l'équilibre interne et externe dont deux variantes sont l'approche du taux de change d'équilibre fondamental (« fundamental equilibrium exchange rate »—FEER) et l'équilibre macroéconomique (MB), et (c) l'approche de la soutenabilité extérieure (SE). Les dernières approches sont normatives en ce sens que le calcul du TCR est basé sur un objectif-cible de la position du compte courant extérieur.

Dans le cas de SE par exemple, le TCER est celui qui permet de stabiliser le ratio des AEN par rapport au PIB à un niveau-cible. Chaque sous-approche a ses forces et faiblesses (voir Annexe).

Depuis 2012, les services du FMI utilisent les trois méthodologies (BEER, MB et SE, en sus de l'examen de l'évolution des indices de prix ou coût unitaire) pour calculer le désalignement dans le cadre de l'exercice d'évaluation de l'équilibre extérieur [IMF (2013)].⁴⁰ Dans le cas de l'Afrique du Sud susmentionnée, le calcul basé sur MB et ES montre un désalignement de 5% à 20% en 2014 compatible avec la baisse de la part des exportations sud-africaines dans les exportations mondiales.

Le recours à ces diverses approches pour évaluer le taux de change requiert des ressources humaines et financières conséquentes. Néanmoins, ces coûts sont à comparer aux effets macroéconomiques d'une évaluation erronée du TCR actuel. Ces effets sont examinés ci-dessous.

3.6.1.3 Impact macroéconomique du taux de change

Les effets macroéconomiques d'une variation du TCR sur la croissance économique et sur l'inflation, deux autres objectifs clés, doivent aussi être intégrés dans la programmation financière.⁴¹

L'impact sur la croissance soulève deux questions. La première question a trait à l'effet appréciable d'un afflux de capitaux provenant de la découverte d'une ressource naturelle ou de l'aide étrangère (syndrome hollandais, « Dutch Disease » ou DD). Il est généralement admis qu'une appréciation du TCR provenant d'un tel choc est un changement d'équilibre, le TCR se déplaçant vers une nouvelle position d'équilibre plutôt que s'écartant durablement de sa position d'équilibre existante (désalignement) ; en

39 - La technique d'estimation par co-intégration est utilisée pour établir une relation de long-terme entre le TCER et ses déterminants.

40 - Il remplace le CGER et couvre 49 pays (industriels et émergents) avec un PIB total égale à 90% du PIB mondial.

41 - Ceci souligne le caractère itératif de l'exercice de programmation financière.

principe, une telle appréciation n'entrave donc pas la croissance. Des études empiriques confirment cette hypothèse [A. Harberger (2003), P. Isard ((2007), P. Isard et Symansky (1996)].

La deuxième question a plutôt trait à l'effet d'un désalignement sur la croissance. S'il est admis que la surévaluation freine la croissance, l'effet de la sous-évaluation fait l'objet de débats. Selon le Consensus de Washington (CW), tout désalignement (surévaluation ou sous-évaluation) est un phénomène de déséquilibre macroéconomique et partant freine la croissance. Par contre, sur la base de l'expérience des pays asiatiques, Rodrik (2008) soutient que la surévaluation freine la croissance et la sous-évaluation la stimule du fait d'externalités dans le secteur des biens commercialisés. Ces approches opposées reflètent le recours à des modèles d'estimation différents : le CW utilise l'approche d'équilibre interne et externe (équilibre macroéconomique) ; Rodrik (2008) utilise la PPA élargie à l'effet « Samuelson-Balassa ».

L'impact sur l'inflation : Les modifications du taux de change ont un impact sur l'inflation car les augmentations de prix des produits importés, des intrants en particulier, se répercutent sur les prix, y compris des prix des produits dits « locaux ». Rappelons que la dévaluation de 50 % du Fcfa en 1994 a entraîné une augmentation des prix dans les pays de zone franc variant de 20 à 30 %. Le pass through (PTTC) mesure l'effet d'une variation du taux de change sur les prix intérieurs, d'abord sur les prix à l'importation, ensuite sur les prix au consommateur. Lorsqu'une variation du taux de change nominal de 1% induit une variation des prix intérieurs des biens de 1%, le PTTC est complet (égal à 1) : son effet positif sur la balance commerciale est maximum et la politique de taux de change flexible est efficace. Lorsque cette variation du taux de change nominal n'affecte pas le prix des biens, le PTTC est nul : elle n'a pas d'effet sur la balance commerciale et la politique de taux de change est inefficace. Ceci dit, le PTTC peut être incomplet à court-terme du fait des effets décalés mais complet à long-terme. Diverses études suggèrent que le PTTC est incomplet.

Le PTTC est incomplet du fait de la variation de la marge (mark-up) des entreprises exportatrices, l'impact du taux de change nominal sur leurs intrants et donc sur leur coût marginal, et la rigidité des prix intérieurs. S'y ajoutent le rapport entre le nombre d'entreprises exportatrices étrangères et locales, les pratiques de prix intra-groupes au sein des multinationales et les barrières non tarifaires (BNT) [Menon (1995)]. Par exemple, plus la concurrence est faible, plus le PTTC est large et tend vers un (1) ; et plus les pratiques de prix internes et les BNT sont répandues, plus le PTTC est faible et proche de zéro.

Dans l'approche macroéconomique, les hypothèses de stratégie de prix des entreprises dans les modèles d'économies ouvertes, l'indice de prix utilisé, et le régime de politique monétaire influencent le PTTC. Dans une stratégie de prix « dans la monnaie locale » (PML) où l'exportateur absorbe ces variations, le PTTC est nul. Par contre, dans une stratégie de prix « dans la monnaie du producteur » où l'exportateur répercuté les variations du taux de change nominal sur les prix intérieurs, le PTTC est complet ; cependant, la libéralisation du commerce extérieur et du marché intérieur et le changement des pondérations de l'IPC en faveur des produits manufacturés réduisent le PTTC. L'adoption de régime monétaire de ciblage de l'inflation réduit aussi le PTTC.

Les études empiriques sur les pays industriels (PI) et les PED valident certaines de ces hypothèses [J. Menon (1995) et J. Aron, R. MacDonald, et J. Muellbauer (2014)]. Elles montrent que :

- le PTTC sur l'IPC ou l'IPI est incomplet et sa taille dans les PED est proche de celle observée dans les PI. Les effets décalés sont plus courts (moins d'un an) dans les PED que les PI, indiquant un processus d'ajustement extérieur plus rapide dans les PED. De plus, Razafimahefa (2012) rejette les deux hypothèses de stratégie de prix pour les pays de l'Afrique Sub-Saharienne indiquant un rôle limité pour un taux de change flexible dans leur processus d'ajustement extérieur.
- le PTTC varie fortement entre pays dans les études de panel (de 15% pour Taiwan à 70% pour Mexico en utilisant l'IPI ; de 9-13% pour le Burundi et l'Afrique du Sud à 48-50% pour la Hongrie et le Venezuela en utilisant l'IPC) et dans les études-pays (12% à 45% pour l'Afrique du Sud en utilisant l'IPC). Celles-ci confirment aussi l'hypothèse d'un PTTC sur l'IPC plus faible que celui sur l'IPI du fait de la chaîne de distribution. Pour la Colombie, le PTTC sur l'IPC varie de 8-15% à 75-80% après un an pour le PTTC sur l'IPI, soulignant l'effet absorbant de la chaîne de distribution [P. Rowland (2004)].
- le PTTC et le taux d'inflation moyen mesuré par l'IPC sont positivement corrélés. Ce résultat est robuste au choix d'indices de prix et à la comparaison avant et après adoption d'un régime de ciblage de l'inflation [Choudhri et Hakura (2006); Coulibaly et Kemp (2010)], et partant valide la thèse de Taylor sur le rôle positif des régimes monétaires anti-inflationnistes (ex : ciblage de l'inflation) sur la baisse du PTTC.

Ces études sur les PVD font aussi état de résultats sensiblement différents entre pays sur la stabilité du PTTC estimé, son effet asymétrique ou pas, et l'impact du régime commercial. Dans l'ensemble, les résultats sont peu comparables car ils résultent en partie de différences dans la spécification du modèle PTTC estimé, dans les techniques d'estimation et dans les données statistiques utilisées. Ceci offre un vaste champ d'étude empirique pour les PED dont les résultats aideraient les autorités à la prise de décision notamment en matière de politique monétaire⁴².

3.6.2 Croissance

Le fait d'établir un équilibre ressources-emplois réaliste, et aussi cohérent que possible avec les autres secteurs, aussi bien en ressources qu'en emplois, ne garantit pas que le taux de croissance de l'économie pris comme hypothèse soit véritablement adéquat. En effet, il est possible d'établir un équilibre ressources emplois formellement cohérent avec des taux de croissance plus ou moins élevés (surtout si l'on solde sur la consommation privée).

Nous discuterons d'abord la question de la prévision de la croissance à court terme avant de nous tourner vers la relation entre court et moyen terme.

42 - Pour plus de détails sur ces questions, le lecteur se reportera à l'annexe.

La croissance de court terme dans les économies à faible revenu

Comme nous l'avons vu, la méthode généralement retenue consiste à effectuer une prévision détaillée de la croissance par secteurs de l'économie, et de comparer ensuite avec une projection des composantes de la demande globale. Ceci permet de tenir compte de nombreux renseignements, comme la mise en service de nouvelles capacités de production.

Toutefois, il n'est pas sûr que cette méthode permette de tenir compte de manière adéquate de toutes les interrelations entre secteurs (via les intrants d'un secteur utilisés par un autre). Ce point serait très important dans une économie très interconnectée, mais beaucoup moins dans une économie où les branches sont peu reliées entre elles (ce qui implique que la plupart des consommations intermédiaires sont importées). Dans ce second cas, qui est le cas de la plupart des PFR, c'est surtout la relation entre activité économique et importations qui est importante.

D'autres relations, comme celles qui lient l'investissement et la production du secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) où la consommation finale des ménages et l'agriculture vivrière, ne font pas l'objet d'un traitement systématique.

Ceci pourrait être facilement amélioré avec l'utilisation d'un Tableau Ressources Emploi (TRE) (Meier et Raffinot 2006). De plus en plus, les comptes nationaux sont établis à partir du logiciel ERETES ans les pays d'Afrique francophone, ce qui permet de disposer de TRE récents. Dans ce cas, on projette le TRE en supposant qu'à court terme les coefficients de la matrice inputs-outputs sont fixes (à moins que l'on dispose d'information sur leur modification, notamment en cas d'apparition de nouvelles branches de production) (voir plus bas, section 6.3).

Enfin, il serait utile de tenir compte du fait que la croissance à court terme (notamment dans les pays sahéliens) fluctue largement en raison de la pluviométrie. Très souvent, une bonne récolte suit une mauvaise, et inversement. Tenir compte de ceci n'est pas facile, car cela devrait conduire à « prévoir » des taux de croissance tantôt très élevés, tantôt très faibles voire négatifs. Le FMI cherche parfois à pallier cette difficulté en divisant l'économie en deux (par exemple secteur agricole et non agricole, hydrocarbures et non-hydrocarbures, etc.) Cette approche clarifie les choses, mais elle fait l'impasse sur les relations entre les deux secteurs considérés.

Ces considérations permettent d'aborder la question du mode de projection lui-même. En effet, dans le domaine académique, la vision traditionnelle de la macro-économie de court terme repose sur le modèle IS/LM (ou dans une approche plus sophistiquée sur le modèle offre globale / demande globale).

Dans cette approche, le PIB à court terme est déterminé par l'évolution de la demande. On commence par projeter les exportations, l'investissement public et privé, la consommation publique, et la consommation privée et les importations sont déterminées par leur relation avec le PIB. La consommation privée peut ainsi être liée au revenu disponible des ménages, et les importations au PIB par une propension à importer, une élasticité ou une formule plus sophistiquée tenant compte aussi

de l'évolution du taux de change effectif réel (TCER). Il ne reste plus alors qu'à résoudre une équation à une inconnue (le PIB) pour obtenir une détermination conjointe du PIB, de la consommation privée et du niveau d'importation.

Un taux de croissance exogène ?

Dans l'approche traditionnelle de la programmation financière (PF), l'impact de la demande sur l'offre n'est pas formalisé. Le taux de croissance du PIB est exogène, il est simplement soumis à un test de cohérence dans le cadre de l'équilibre ressources-emplois (voir plus haut 3.2.1).

L'hypothèse selon laquelle les éléments de la demande n'auraient aucun impact sur l'offre revient à considérer que l'économie qui négocie un programme avec le FMI est en situation de plein emploi de ses facteurs de production, ce qui signifie que le PIB évolue sur son sentier de PIB potentiel. Dans ce cas, comme nous l'avons vu, le problème est d'identifier des secteurs moteurs de la croissance en termes d'offre. La décomposition de l'économie permet de préciser quels pourraient être ces secteurs et quelles politiques seraient nécessaires pour les dynamiser (c'est cette approche que l'on retrouve dans la plupart des documents de stratégie de réduction de la pauvreté ou DSRP).

À court terme cependant, la plupart des économistes admettent qu'il existe une relation entre la demande et le dynamisme de l'économie. Même si le modèle keynésien traditionnel (Mundel Fleming en économie ouverte) pose des hypothèses extrêmes (fixité des prix, c'est-à-dire indépendance des prix par rapport à la demande), il peut être modifié pour tenir compte de l'offre et pour introduire une certaine flexibilité des prix, qui varie avec la durée (faible à court terme, beaucoup plus forte à moyen terme lorsque les marchés se sont ajustés). Les modèles correspondant sont baptisés « modèles offre globale / demande globale » (cf. Epaulard et Pommeret 2017 et Hairault 2000)⁴³

En pratique, il est cependant souvent très utile de décomposer l'économie en secteurs car certains peuvent très bien être en situation de plein emploi, alors que d'autres secteurs seront en situation de capacités de production sous-employées (d'où l'importance du suivi conjoncturel du taux d'utilisation des capacités).

De plus, si l'on veut effectivement retracer l'impact des programmes sur la pauvreté, on ne devrait introduire dès le début dans le programme une analyse de l'impact de la pauvreté sur la croissance (même si les travaux théoriques portent plutôt sur la relation entre l'inégalité et la croissance). Au centre de la réflexion, le chômage des jeunes et l'exode des cerveaux doivent tenir une place centrale.

Il existe à ce niveau de nombreux débats sur les stratégies de développement qui pourraient permettre aux pays africains de connaître une croissance durable et équitable. Les stratégies qui débouchent sur un exode rural important, par exemple, doivent analyser quels secteurs seraient susceptibles d'employer les migrants arrivant en ville. Faut-il pour cela miser sur l'agriculture, et notamment l'agriculture familiale, comme certains économistes le soutiennent (voir l'étude RuralStruc de la Banque mondiale). Au contraire, les pays africains doivent-ils choisir plutôt de copier les « miracles

43 - Dans les modèles théoriques, on suppose que les prix sont fixes. Il faut entendre qu'ils ne sont pas liés à la demande. En réalité, ils peuvent évoluer pour d'autres raisons, notamment l'inflation importée ou l'inflation par les coûts.

asiatiques » et de s'insérer aussi vite que possible dans les chaînes de valeur internationales ? Peuvent-ils « sauter » l'étape de l'industrialisation, et fonder leur développement sur certains secteurs des services comme l'informatique ou le tourisme ?

Ndulu (2007) a essayé de préciser ce que pourrait être une stratégie de croissance accélérée pertinente pour les pays africains, mais en distinguant quatre groupes plus ou moins homogènes en fonction de leurs caractéristiques. Pour les pays côtiers, la stratégie la plus adaptée serait la croissance entraînée par les exportations de produits manufacturés, à l'instar de la stratégie suivie par les pays asiatiques. La croissance des salaires en Asie, et notamment en Chine devrait accroître progressivement la compétitivité prix des pays africains (Ndulu montre que beaucoup de pays africains sont déjà compétitifs en termes de prix, mais que les coûts de transactions élevés détournent les investissements de ces pays). Pour les pays riches en ressources minières ou énergétiques, le modèle à suivre serait le modèle du Botswana qui repose sur une croissance équitable permettant de surmonter la malédiction des ressources naturelles. Les pays qui disposent de ressources naturelles agricoles peuvent suivre les modèles chilien et malaysien des exportations agro-industrielles. Reste la catégorie la plus défavorisée des pays enclavés, pour lesquels le modèle pertinent, toujours d'après Ndulu, est le modèle indien d'exportation de main-d'œuvre et de services à forte valeur ajoutée. Même si ce dernier conseil peut sembler un peu optimiste, les alternatives ne sont pas aisées à imaginer.

3.6.3 Masse monétaire et inflation

3.6.3.1 Objectif : inflation zéro ?

La plupart des programmes FMI visent une réduction sensible des taux d'inflation sur la période du programme. Une question cruciale est jusqu'à quel niveau réduire l'inflation lorsqu'elle est à un chiffre car un taux d'inflation très bas pose aussi des problèmes : Paul Krugman a rappelé que l'inflation zéro n'était sans doute pas un objectif souhaitable, parce qu'il rend les ajustements plus difficiles en éliminant la flexibilité des variables réelles. Olivier Blanchard (Blanchard et al., 2010) a proposé dans ce sens de fixer des taux objectifs plus élevés que les 2 % qui faisaient consensus avant la crise.

Une question clé est donc à partir de quel niveau l'inflation est néfaste pour la croissance ? Bruno & Easterly (1995) ont montré qu'il n'existe pas de relation claire entre croissance et inflation tant que l'inflation reste inférieure à 20-25 % (après 40 % l'inflation a tendance à devenir cumulative et débouche sur l'hyperinflation et des crises comme au Zaïre, Argentine, Chili, Zimbabwe, etc.). Sarel (1995) met en évidence un break structurel dans la relation qui lie la croissance et l'inflation autour de 8%. Lorsque l'inflation est inférieure à ce taux, elle n'a pas d'effet significatif sur la croissance (voire même un effet légèrement positif). Mais lorsque l'inflation est plus élevée, l'effet dépressif sur la croissance est important.

3.6.3.2 Stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie ?

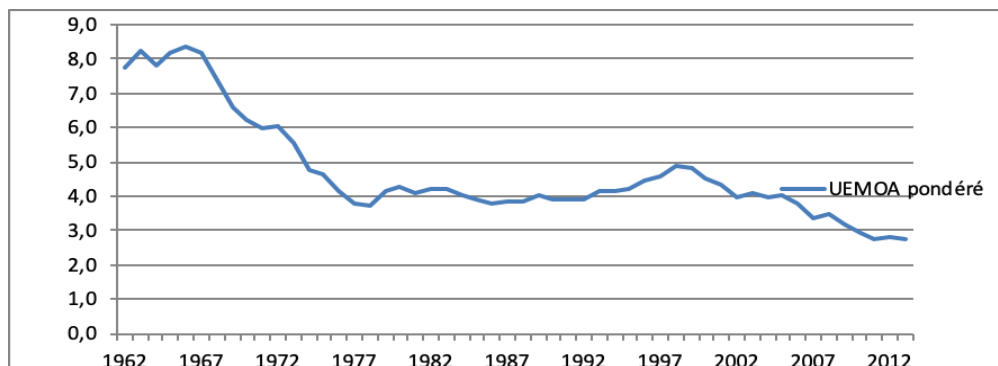
Les programmes font souvent l'hypothèse que la vitesse de circulation de la monnaie est stable. Cependant, la relation entre la masse monétaire et les objectifs monétaires (l'inflation ou la position extérieure en devises pour les PVD) risque d'être peu stable à court terme. Ceci est d'autant plus vrai que la vitesse de circulation de la monnaie n'est pas en pratique d'une stabilité absolue.

Easterly (2006) a montré que l'élasticité de l'inflation à la création monétaire en excès (taux de croissance de la masse monétaire moins le taux de croissance de l'économie) est significativement différente de 1 pour un panel de pays en développement entre 1961 et 1999 (la valeur estimée est de 0,71). Easterly montre de plus que cette différence s'explique largement par l'instabilité de la vitesse de circulation de la monnaie.

En cas de bouleversement des comportements (notamment dans les périodes de croissance avec transformation structurelle), il est peu probable que les comportements de détention de la monnaie soient stables. En particulier, la proportion des transactions non monétaires (autoconsommation) tend typiquement à se réduire. Le Graphique 2 montre que dans l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA), la vitesse de circulation de la monnaie connaît une décroissance significative dans les périodes de croissance du revenu.

Dans la pratique de la programmation financière, la vitesse de circulation v est alors ajustée - à la hausse ou la baisse selon le cas - sur la base des informations fournies par les autorités, les banquiers de la place, et d'autres agents économiques durant les négociations de programme. De plus, la prévision initiale est révisée durant les revues à mi-parcours. Cette situation est souvent apparue cette dernière décennie avec les problèmes dans les systèmes bancaires.

Graphique 2 : Vitesse de circulation de la monnaie dans l'UEMOA (1962-2013), pondérée par les PIB



Source : calculé à partir des données de la World data bank (Banque mondiale) téléchargée le 20/3/2015

Même si l'on disposait d'études économétriques précises sur le comportement passé de la relation entre la vitesse de la monnaie et la masse monétaire (la vitesse tend généralement à se réduire lorsque la masse monétaire augmente), la relation trouvée risquerait d'être remise en cause par un changement de politique monétaire.

3.6.3.3 Stabilité du lien inflation / masse monétaire

Dans les économies développées, si l'économie n'est pas en pleine utilisation des facteurs de production, il est probable qu'un excédent de l'offre de monnaie se traduira en partie par une augmentation des quantités produites, et non seulement des prix, à court-terme⁴⁴. Dans les PVD entièrement ouverts sur l'extérieur l'excédent d'offre de monnaie se traduira très vraisemblablement par des pertes de devises pour les pays en régime de taux de change fixe ou par une dépréciation de la monnaie locale causant de l'inflation intérieure au moins proportionnelle à la part des biens importés dans le panier des biens de consommation de la ménagère en régime de taux de change flexible.

3.6.3.4 Masse monétaire et réserves de change

Pour les PVD en économies ouvertes et en taux de change fixe, la détention d'un stock conséquent d'Avoirs Extérieurs Nets (AEN) est important pour absorber les chocs macroéconomiques et partant maintenir la stabilité monétaire. Toutefois, la détermination du niveau optimal de détention de réserves officielles de change est un problème ardu. Ce niveau optimal doit prendre en compte plusieurs facteurs de risques liés à la sécurité du placement, son rendement, la liquidité, etc. Il n'est pas forcément très intéressant pour un pays de conserver un niveau important de réserves en devises, car celles-ci sont généralement placées de manière à privilégier la sécurité sur le rendement. Il faut en effet qu'elles soient très liquides pour pouvoir être utilisées rapidement.

De plus, le fait de détenir un niveau assez élevé réserves de change est pertinent en cas de taux de change fixe et, dans une moindre mesure, de taux de change flexible administré. En théorie, avec des taux de change flottants, il n'est plus besoin de réserves dès lors que l'on admet que le taux de change, comme tous les prix, pourrait fluctuer largement. En pratique, la plupart des responsables de la politique économique et de la politique de change cherchent à lisser les variations du taux de change.

Au-delà d'un niveau minimal, un débat persiste sur le niveau approprié d'AEN à détenir par un pays. L'accumulation de réserves de change par la Chine et l'Inde au début des années 2000 a été la cible de critiques. Évidemment, une telle accumulation de réserves s'explique avant tout par le souci de ne jamais devoir faire face à une crise violente du fait de sorties massives de capitaux, comme cela s'est passé en 1997 en Asie.

Elle pose néanmoins le problème fondamental de l'ajustement international, à savoir l'accumulation importante de réserves par les pays qui dégagent un excédent de leur balance globale plutôt qu'un ajustement reposant sur l'appréciation de leur taux de change. Ceci peut mettre un frein aux exportations et donc à la croissance économique des pays ayant opté pour une stratégie de développement ouverte sur l'extérieur.

En ce qui concerne les pays à revenu intermédiaire, les réserves de change ne sont pas principalement

⁴⁴ - Voir les modèles théoriques « scandinaves » appliqués aux « petits » pays ouverts sur l'extérieur. Dans la pratique pour les PVD. Ce qui se produit souvent est une perte de devises.

destinées à éviter des difficultés en ce qui concerne les importations. Le danger principal est celui d'une sortie de capitaux, qui peut très rapidement assécher les réserves et/ou provoquer une dévalorisation brutale de la monnaie (comme au Mexique en 1994, en Asie en 1997 et en Argentine en 2001). C'est pourquoi le FMI a élaboré pour ces pays une norme différente de la norme traditionnelle pour les pays à faible revenu, qui reste fixée à trois mois d'importations. Pour les pays à revenu intermédiaire, la nouvelle norme (new metrics) est obtenue en tenant compte d'un ensemble de déterminants macroéconomiques (IMF, 2011).

3.6.3.5 Inflation par les coûts ou inflation monétaire ?

Les économistes structuralistes (Fontaine et Lanzarotti 2001, Taylor 2004) considèrent que l'inflation dans les pays en développement n'est pas forcément un phénomène monétaire, mais résulte surtout de l'augmentation des coûts. Les prix seraient déterminés, comme dans les situations de concurrence imparfaite, par une marge (« mark-up ») sur les coûts de production. Parmi ceux-ci, ces économistes incluent les intérêts versés sur le fonds de roulement – quoique ceux-ci n'apparaissent pas comme tels dans les conventions de la comptabilité nationale actuelle comme une consommation intermédiaire.

Cette approche montre en particulier que la libéralisation financière, en accroissant les taux d'intérêt, peut se traduire par une augmentation des prix. Cette approche incite aussi à s'intéresser à la façon dont sont gérés les conflits de redistribution. L'indexation des salaires, par exemple, conduit à des spirales prix-salaires. Les fortes inégalités de revenu conduisent à des revendications permanentes sur les rémunérations, et à des augmentations des prix.

L'expérience de nombreux pays en Amérique Latine (Brésil, Bolivie) comme en Afrique Sub-Saharienne (ex : le Zimbabwe des années 2000, le Zaïre des années 90, ... etc.) appuie la thèse de l'inflation comme étant un phénomène monétaire dont l'origine est très souvent le financement monétaire des déficits du secteur public (ex : déficits budgétaires insoutenables) ou du secteur privé (ex : sauvetage de banques en détresse ou défaillantes) notamment pendant les crises bancaires.⁴⁵

Cependant, la structure non-compétitive de nombreux marchés de biens et services dans les PVD en général et ceux à faible revenu en particulier, et les indexations de salaires (quoique moins fréquents aujourd'hui), sont autant de facteurs faisant de l'inflation par les coûts une réalité dans ces pays. Par conséquent, toute analyse de l'inflation dans les PVD, particulièrement à faible revenu ouverts sur l'extérieur et avec des structures de marché naissantes et peu concurrentielles, devrait tenir compte tant des déséquilibres monétaires que des faiblesses structurelles.

3.6.3.6 Inflation et réduction de la pauvreté

L'idée que l'inflation doit être réduite parce qu'elle aurait un impact fort sur la pauvreté doit être vérifiée attentivement dans chaque cas particulier. En effet, l'inflation frappe avant tout les personnes dont les revenus nominaux sont fixes, au moins à court terme. Lorsque les pauvres sont essentiellement dans

45 - Les facteurs clés à l'origine de ces situations dans les PVD est souvent une politique laxiste de crédits de la part des banques, une situation exacerbée par des insuffisances en matière de contrôle bancaire et un cadre juridique de résolution de crises bancaires soit absent, soit inadapté. En effet, cette situation est souvent liée à la façon dont se fait la répartition des crédits, et c'est l'une des raisons pour lesquelles certains de ces crédits ne sont pas remboursés. Dans beaucoup de pays en développement, les crédits sont attribués à des personnes proches du pouvoir, sur lesquels les banques et le système judiciaire sont dépourvus de moyens pour les amener à rembourser.

le secteur informel, on peut se demander si ce sont bien eux les plus atteints. Cardoso (1992) soutient par exemple que dans une série de pays les plus atteints seront en fait les classes moyennes.

En Afrique Sub-Saharienne, les pauvres présentent plusieurs caractéristiques spécifiques que les enquêtes ont permis de mettre en lumière. En ce qui concerne les caractéristiques qui ont une pertinence macroéconomique, il faut notamment citer :

- La part élevée de la consommation de produits alimentaires (. Une implication de ceci est que l'augmentation des revenus des pauvres risque de conduire à une augmentation de prix alimentaires, du fait de la rigidité de l'offre.
- La part élevée de pauvres ruraux. La situation est complexe à ce niveau, car les ruraux ne sont pas un groupe social homogène. Certains ménages produisent plus de produits alimentaires que leurs besoins. Ils bénéficieraient donc d'une augmentation des prix agricoles. Mais d'autres ménages (et souvent les plus pauvres) manquent de main d'œuvre et ne produisent pas assez de biens alimentaires. Ils doivent donc acheter le complément sur les marchés et seraient donc pénalisés par une augmentation des prix des produits alimentaires. Pour cette catégorie de ménages, les revenus non-agricoles sont souvent les plus importants, ou du moins un complément absolument nécessaire aux revenus agricoles.

3.6.4 Investissement public et privé

Pendant longtemps, le FMI a insisté sur l'impact négatif que des investissements publics pouvaient avoir sur les investissements privés à travers l'effet d'éviction. Si l'Etat accroît ses dépenses, il emprunte davantage, ce qui exerce une pression à la hausse sur le taux d'intérêt et réduit l'investissement privé. Ceci d'autant plus que le marché financier est étroit.

Toutefois, au début des années quatre-vingt-dix un changement s'est produit, de plus en plus de travaux mettant empiriques et théoriques mettant l'accent sur l'impact positif de l'investissement public sur la croissance. Le modèle de croissance endogène de Barro (1990) a montré que la croissance pouvait être accélérée – du moins jusqu'à un certain seuil de pression fiscale - par un investissement public si celui-ci crée des infrastructures qui font partie de la fonction de production du secteur privé. Dans un premier temps, l'augmentation de la pression fiscale permet à l'Etat d'investir dans des infrastructures à productivité marginale élevée en tant que facteurs de production du secteur privé. Passé un certain seuil (taux de pression fiscale optimal), augmenter la pression fiscale réduit la croissance, car la productivité marginale du capital privé est devenue plus élevée que celle des infrastructures publiques.

3.6.5 Investissement et importations

Dans les économies en développement, l'appareil productif est en général incomplet. Les secteurs de production de biens d'équipement sont habituellement absents (en dehors de la construction), ce qui fait qu'il existe un lien très fort entre l'accroissement de l'investissement et celui des importations. Comprimer les importations de biens intermédiaires et de biens d'équipements (en dévaluant, par

exemple) peut alors avoir un impact négatif sur l'investissement. Toutefois, ceci n'est pénalisant que lorsque l'investissement est efficace. Ceci explique la priorité accordée à la compression des importations de biens de consommation par rapport aux biens d'équipements, lorsque nécessaire, dans les programmes appuyés par le FMI. Cette question doit être abordée en relation avec le niveau adéquat et l'efficacité de l'investissement dans la croissance. Par exemple, comprimer des dépenses d'investissement inefficaces (« éléphants blancs ») peut être bénéfique pour la croissance.

3.6.6 Absorption intérieure et exportations

Les programmes appuyés incorporent souvent une mesure de dévaluation de la monnaie locale lorsque le taux de change réel s'écarte durablement du taux d'équilibre et partant contribue au déséquilibre de la balance courante (perte de compétitivité extérieure). Une telle mesure est supposée se traduire, toute chose égale par ailleurs, par une baisse des importations (voir hausse du prix en monnaie locale des biens importés) et la relance des exportations ayant subi le contrecoup d'un taux de change réel surévalué, ou autrement dit d'une perte de compétitivité extérieure. Cette relance est d'autant plus forte que l'économie est tournée vers l'extérieur.

Les économistes structuralistes soulignent cependant le fait que dans les pays en développement, les exportations sont plutôt complémentaires que substituables à la production tournée vers le marché intérieur. De plus, la compression du marché intérieur risque d'avoir pour conséquence des difficultés à l'exportation, car le marché intérieur sert souvent de test ou de « rampe de lancement » pour les exportations. Cette situation ne semble s'appliquer qu'à quelques PVD seulement, notamment ceux avec un marché intérieur de grande taille (ex : Chine, Inde, Brésil, ...etc.). En effet, pour les économies dont les produits d'exportations sont limités à quelques produits primaires, il y aurait plutôt une substituabilité. Pour les PVD avec de larges économies, l'adoption de stratégies de croissance basées sur les exportations ces dernières décennies semblent indiquer que la substituabilité est déterminante ici aussi.

CHAPITRE IV

PROGRAMMATION FINANCIÈRE : DE LA TECHNIQUE AU DIALOGUE SUR LES POLITIQUES

En pratique, la programmation financière est réalisée au cours de discussions entre une mission du FMI et le gouvernement dans le cadre de consultations annuelles ou de négociations/revue de programme appuyé par le Fonds. Lors de cette discussion sont abordés aussi bien les aspects techniques que les politiques économiques du programme. Longtemps, l'idée d'appropriation des politiques était limitée (Meier et Raffinot, 2005). Aujourd'hui, les programmes, y compris ceux appuyés par la FEC/ex-FRPC (facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance) mettent un accent particulier sur l'appropriation des programmes et la participation des diverses composantes de la société civile dans le dialogue avec le FMI et ils tiennent compte, dans le cadrage macroéconomique à moyen terme, des politiques de lutte contre la pauvreté telles qu'elles sont présentées dans les stratégies nationales de croissance soutenable (initialement « Documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté ou DSRP). La politique du Gouvernement sous-tendant le programme financier est présentée dans son projet de Mémoire des Politiques Économiques et Financières (MEFP) qui fait l'objet de négociations avec les services du FMI sur le terrain.

4.1 Aspects techniques

Le programme est matérialisé par un scénario de référence, qui sert de base à la fixation de critères et de repères. Ce scénario se distingue du scénario de base bâti sur l'hypothèse d'une politique économique inchangée. Dans la séquence des négociations, le scénario de base est discuté en premier. Le scénario de référence est ensuite discuté, l'objectif étant de trouver un accord sur le paquet de mesures de politique économique crédibles et fortes assurant l'élimination des déséquilibres macroéconomiques. L'intérêt de ces deux scénarios est de montrer l'effort d'ajustement fait par le pays pour résorber ses déséquilibres macroéconomiques et structurels.

Le scénario de référence est révisé si les variables exogènes n'évoluent pas comme prévu (par exemple si le financement extérieur n'est pas décaissé en totalité).

Ces aspects techniques s'appliquent au programme financier discuté tant dans le cadre des consultations annuelles que de négociations d'un appui financier du FMI. Dans le premier cas, le programme ne fait pas l'objet de la conditionnalité. Cependant, une évaluation critique des politiques (« Staff Appraisal ») du pays est faite par le CA du FMI et est publiée.⁴⁶

4.1.1 Programme financier appuyé par les ressources du FMI : critères et repères.

Ces programmes sont soumis à la conditionnalité du FMI. Celle-ci couvre plusieurs aspects dont les critères de performance et les repères. Les premiers conditionnent les décaissements du FMI, et souvent aussi ceux des autres partenaires au développement. Les autres aspects sont les actions préalables qui conditionnent parfois l'examen du dossier par le CA du FMI, et la revue des programmes dont la conclusion conditionne la poursuite le décaissement des tranches au-delà de la première.

⁴⁶ - Certaines informations sensibles ayant des effets sur les marchés sont supprimées.

Le FMI fixe des critères de performance (ou réalisation) et des repères :

- Les critères doivent être respectés. En cas de non-respect, le Conseil d'Administration du FMI peut accorder des dérogations (waivers) - une par critère non respecté - sous certaines conditions (ex : dépassement marginal ; dépassement temporaire assorti d'un engagement fort des autorités à prendre des mesures correctrices pour éliminer le dépassement ; etc.) ou circonstances expliquant le non-respect du critère (ex : facteur indépendant de la volonté des autorités). Ils sont établis sur des variables quantitatives ou qualitatives sous le contrôle direct des autorités.
- Les repères servent généralement à faire le suivi du programme. Des repères quantitatifs sur les AEN par exemple sont souvent mis sur les trimestres intermédiaires (ex : fin-Mars si Décembre et Juin font l'objet de CP) ne faisant pas l'objet de CP. Ils sont souvent appliqués à des mesures et politiques structurelles. Leur non-respect ne fait pas l'objet de dérogation mais ils peuvent être élevés au rang de CP.

Il y a des critères :

- quantitatifs (ex : niveau du crédit à l'économie, du financement intérieur du TOFE, des arriérés)
- structurels (des décisions, comme, l'adoption d'un nouveau régime, la mise en place d'une Unité des Grandes Entreprises dans les Directions des Impôts, l'adoption d'un compte unique du Trésor, la suppression des exonérations fiscales,,etc.)

Comme ces critères et repères sont relatifs au scénario de référence, il y a lieu de prévoir des modifications si certains aléas se matérialisent. C'est pourquoi beaucoup de programmes spécifient le mécanisme d'ajustement (in-built contingency mechanism).

4.1.2 Scénario de référence et incertitude

Le suivi du programme permet d'actualiser le scénario de référence initialement retenu. Toutefois, cette façon de faire peut poser problème dans les pays à faible revenu compte tenu du fort degré de volatilité de leurs économies. Si l'on considère que le but de la politique économique est d'identifier les principaux risques et de prévoir à l'avance les actions à entreprendre s'ils se matérialisent, considérer un seul scénario (même si c'est « le plus probable ») est une approche réductrice. Historiquement, dans ces pays, ce sont souvent des chocs qui ont conduit à de grands dérapages. Il est notable que les chocs les plus dangereux sont sans doute les chocs positifs (comme l'augmentation brutale des prix des matières premières exportées). Dans ce cas, le gaspillage des ressources est fréquent. De plus, le pays soudainement « enrichi » doit faire face à de nombreuses propositions, notamment de prêts (loan pushing). Les cas les plus grâces sont ceux où ces prêts ont été contractés à des taux élevés pour des projets peu ou pas étudiés. Céder à ces propositions (souvent faite par les fournisseurs des technologies proposées) se révèle catastrophique lorsque les prix baissent. Il est donc important de prévoir à l'avance l'utilisation de ces fonds.

4.2 Déroulement des négociations

Le FMI, les autres partenaires au développement et le gouvernement du pays bénéficiaire partagent des objectifs communs. Ils ont aussi chacun des objectifs spécifiques, plus ou moins contradictoires.

La discussion du programme est un processus souvent bilatéral FMI-gouvernement, mais dans certains cas trilatéral (FMI-BM-Gouvernement) comme dans le cas de la FEC. Les autres partenaires sont impliqués directement dans certaines discussions (ex : sur le budget, les réformes structurelles) même s'ils ne sont pas partie prenante à l'accord conclu ad-referendum (signature sous réserve de confirmation du pouvoir de signer), et/ou indirectement, puisque le programme repose en grande partie sur le financement extérieur, les réductions de dette, (avec le cas échéant des conditionnalités spécifiques) accordés par les autres partenaires au développement.

CHAPITRE V

PROGRAMMATION FINANCIÈRE ET LUTTE CONTRE LA PAUVRETÉ

Les nouvelles approches des IFI centrées sur la lutte contre la pauvreté rendent, potentiellement, beaucoup plus complexe le processus d'élaboration des programmes. Récemment, d'ailleurs, le FMI a introduit un élément de complexité supplémentaire en publiant des travaux sur l'impact de l'inégalité sur la croissance (Ostry et al., 2014).

5.1 Une procédure peu adaptée pour traiter les questions de lutte contre la pauvreté

Les programmes appuyés par le FMI jusque dans les années 1990 font seulement indirectement référence à la lutte contre la pauvreté notamment dans le cadre des mesures anti-inflationnistes. Ces programmes ne font pas non plus explicitement référence aux politiques de croissance mais plutôt aux politiques favorisant les conditions d'un retour à une croissance saine. C'est une des critiques adressées par Joseph Stiglitz (2002) à l'action passée du FMI, lui reprochant d'avoir excessivement mis l'accent sur la stabilisation au détriment de la croissance, alors que l'article I des statuts du FMI stipule que celui-ci doit d'attacher au « maintien d'un niveau de plein emploi ... et le développement des ressources productives de tous les états membres [Article I (ii)] ».

La programmation financière sert de cadre analytique à l'élaboration d'un programme financier visant essentiellement le rétablissement des équilibres macro-économiques ainsi que le retour à la croissance, par la mise en œuvre de mesures correctrices de politiques économiques et de réformes. Dans les programmes FEC (ex-FRPC), les objectifs incluent explicitement la réduction de la pauvreté.

Dans quelle mesure le retour aux équilibres est-il favorable à la croissance ? On peut soutenir que la réduction des déséquilibres accélère la croissance. C'est du moins ce que l'on observe lorsque les déséquilibres étaient très importants (hyperinflation, large surévaluation du taux de change, etc.). C'est beaucoup plus contestable lorsque les déficits sont modérés.

5.2 La relation entre croissance et pauvreté

La croissance réduit la pauvreté, du moins « en général » (Dollar et Kraay, 2002, OPPG 2005). Peut-on pour autant en conclure que promouvoir la croissance suffit à assurer une réduction de la pauvreté ? Même dans ces travaux, on constate que l'impact de la croissance sur la pauvreté est très variable. Une croissance assez forte s'accompagne parfois d'une faible réduction de l'incidence de la pauvreté voire d'une légère augmentation de celle-ci. C'est ce que l'on a constaté dans des pays comme le Burkina Faso, où l'incidence de la pauvreté a augmenté entre 1994 et 2009 malgré une augmentation du PIB réel de 60 %.

Lorsqu'on veut introduire dans un programme financier quelques éléments quantitatifs d'impact sur la pauvreté, la manière la plus simple de procéder est d'utiliser l'élasticité de la réduction de la pauvreté à la croissance :

$$DP = Dy$$

Avec :

D : opérateur de croissance en pourcentage

P : un des indicateurs de pauvreté, usuellement le pourcentage de pauvres dans la population (incidence)

y : le revenu réel par tête

Dans OPPG (2005), l'élasticité dans l'échantillon est proche de 1.

Le problème est que la valeur de l'indicateur à utiliser n'est pas facile à déterminer. Théoriquement, dépend de l'inégalité (indice de Gini) et de la distance entre le revenu moyen et le seuil de pauvreté. L'analyse de l'évolution d'un indicateur de pauvreté dans le temps peut se faire en décomposant l'effet de croissance générale des revenus et la variation de l'inégalité. F. Bourguignon (2003) a montré que l'élasticité de la pauvreté à la croissance dépend elle-même du degré d'inégalité (voir aussi Cling et alii, 2004). Ainsi, la réduction de la pauvreté pour un taux de croissance donné sera d'autant plus forte que l'inégalité est plus faible et que la distance entre le revenu moyen et le seuil de pauvreté est faible.

Le Graphique 2 quantifie cette relation. Les courbes y représentent les lieux d'iso-élasticité, en fonction de deux paramètres : le coefficient de Gini d'une part et le seuil de pauvreté en pourcentage du revenu moyen. On voit ainsi que des pays comme le Sénégal ont théoriquement une grande difficulté à réduire la pauvreté car l'élasticité est inférieure à 2, du fait de la forte inégalité, mais aussi parce que le seuil de pauvreté est relativement élevé par rapport au revenu moyen.

Graphique 3 : Elasticité de la réduction de la pauvreté à la croissance en fonction du degré d'inégalité et de la distance revenu moyen-seuil de pauvreté

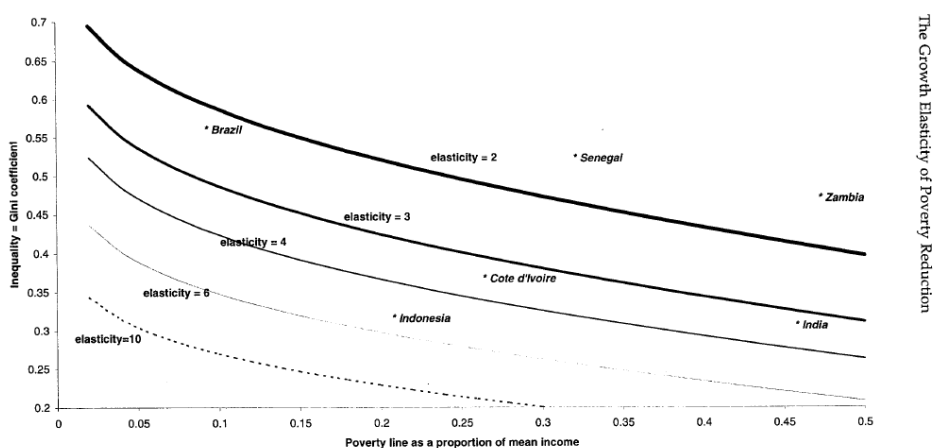


Figure 1.3
Poverty (headcount)/growth elasticity as a function of mean income and income inequality, under the assumption of constant (lognormal) Distribution

Source : Bourguignon (2003).

De plus, il est clair que cette façon de procéder est très simplificatrice. L'impact sur la pauvreté dépend bien entendu de nombreux autres facteurs, notamment des types de dépenses publiques qui sont choisies, des caractéristiques générales de l'économie (part du secteur agricole, par exemple). Enfin, les effets sur la répartition des revenus sont très complexes. C'est pourquoi beaucoup d'analyses ont été menées en utilisant des courbes d'incidence de la croissance, qui visualisent entre deux périodes l'évolution des revenus des différents ménages (OPPG 2005).

Il est possible de préciser les analyses grâce à des modèles d'équilibre général calculable, mais il est difficile de construire des modèles vraiment réalistes dans la mesure où l'on ne peut raisonner que par grandes catégories de ménages. C'est pourquoi les travaux se sont orientés vers les techniques de micro-simulation qui permettent de simuler l'impact des politiques en liant les données des enquêtes sur les ménages à des modèles macroéconomiques (Cogneau, Grimm et Robilliard, 2003). Ces modèles peuvent être des modèles d'équilibre général calculable, pour des simulations de politiques, ou des modèles quasi-comptables de prévision, comme le modèle IAP du Burkina Faso. La plupart des modèles de micro-simulation se limitent toutefois à analyser l'impact des politiques publiques sur la répartition des revenus, sans prendre en compte les effets en retour du micro vers le macro.

5.3 Les programmes FMI et leur impact sur la pauvreté.

Les programmes financiers appuyés par le FMI incorporent aussi bien des mesures de stabilisation économique que des réformes structurelles et des mesures de lutte contre la pauvreté.

Certaines réformes peuvent être perçues comme ayant un impact positif sur la réduction de la pauvreté. Par exemple, certaines réformes visent à mettre fin à des politiques insoutenables (subventions aux entreprises publiques) ou à des politiques qui créent des distorsions dans les prix relatifs de biens de consommation (ex : riz ; farine), services (ex : tarifs des services d'utilité publique) ou facteurs de production (ex : énergie ; engrais). De ce point de vue, les subventions aux produits de base en milieu urbain, par exemple, sont une charge budgétaire ; elles favorisent souvent la consommation des produits importés au détriment de ceux de l'agriculture locale. Les subventions aux entreprises publiques constituent souvent des primes à la mauvaise gestion, et ne permettent pas d'éviter une détérioration continue de la qualité des services publics.

Mais certaines réformes impulsées par le FMI ont eu un impact négatif sur les pauvres, au moins à court terme. Pour atténuer ces effets, les programmes FEC incorporent un filet ciblé de protection social (« well-targeted social safety net ») dans le plan de dépenses publiques. La difficulté majeure réside dans l'élaboration le ciblage du filet du fait de l'insuffisance de données statistiques sur la pauvreté,

La situation s'est cependant améliorée avec les Documents Stratégiques de Réduction de la pauvreté (DSSP), qui ont été imposés à partir de 1999 pour bénéficier de la réduction de dette au titre de l'initiative Pays Pauvres Très Endettés (PPTTE). Dans le cadre de l'élaboration de leur DSRP, de nombreux pays ont déployé des efforts à partir des années 2000 dans la conduite d'enquêtes sur les ménages afin de construire des bases de données permettant de tirer des indicateurs de pauvreté. Dans la

pratique, l'exercice d'élaboration d'un filet de protection sociale est fait en coordination étroite avec la BM qui dispose de l'expertise en la matière, contrairement au FMI malgré des études menées sur la question par le Département des Finances Publiques du FMI.

5.4 Croissance pro-pauvres, croissance inclusive

Étant données ces difficultés, des réflexions ont été menées pour essayer de définir les éléments de politiques devant mener à une « croissance pro-pauvres » (Klasen 2003, Operationalizing Pro-poor Growth Research Program, 2005). L'idée de base est de déterminer quelles sont les politiques qui favorisent la croissance, tout en ayant le plus fort impact sur la réduction de la pauvreté. Mais, du point de vue opérationnel, il n'y a pas vraiment de consensus sur l'objectif recherché : faire croître les revenus des pauvres ou faire croître les revenus des pauvres plus rapidement que celui des non-pauvres ? La première option peut être compatible avec un accroissement des inégalités de revenus, comme en Chine. Pour éviter ces écueils, les organisations internationales préfèrent maintenant parler de croissance inclusive. Le PNUD la définit ainsi : « le développement ne peut être inclusif que si toutes les catégories de population – quels que soient leur sexe, leur origine ethnique, leur âge ou leur statut social – contribuent à créer des opportunités, partagent les bénéfices du développement et participent à la prise de décision. ». Cela permet notamment de prendre en compte la croissance des classes moyennes, qui est souvent considérée comme un facteur essentiel de développement.

Quoiqu'il en soit de ces problèmes de définition, l'analyse montre que ce ne sont pas forcément les politiques traditionnellement mises en avant (éducation, santé) qui sont nécessairement les plus performantes en termes de réduction de la pauvreté.

Il faut aussi prendre en compte d'autres politiques et leur redonner une certaine priorité. (Châtaigner et Raffinot, 2005). Parmi les politiques qui sont ainsi « réhabilitées », il faut citer le développement rural (y compris la recherche et la vulgarisation), les investissements dans certaines infrastructures (les infrastructures rurales, les infrastructures qui connectent les quartiers défavorisés aux marchés, etc.)

Il reste toutefois assez difficile de préciser quels sont les politiques les plus efficaces pour relancer la croissance et réduire la pauvreté. La réponse est spécifique à chaque pays. De plus, les tentatives d'identifier ces secteurs à partir d'analyses statiques des matrices de comptabilité sociale sont décevantes, car elles identifient en général les secteurs les plus intensifs en main d'œuvre comme étant les plus réducteurs de pauvreté. Malheureusement, ces secteurs sont ceux qui ont la plus faible productivité et qui sont probablement le moins porteurs de croissance à long terme.

5.5 Programmes FMI et réduction des inégalités

La recherche au sein du FMI s'est de plus en plus orientée vers l'analyse des causes et des conséquences de l'augmentation des inégalités qui se manifeste un peu partout dans les pays industrialisés et dans les pays en développement⁴⁷.

47 - Voir une synthèse de ces travaux sur le site du FMI : <http://www.imf.org/external/french/np/blog/2017/0222171.htm>

L'analyse des chercheurs du FMI montre que les mesures traditionnellement préconisées, comme la réduction des déficits budgétaires par des hausses d'impôt ou des baisses de dépenses, la libéralisation des marchés du travail et la libéralisation des flux de capitaux peuvent aussi avoir des effets négatifs sur les inégalités. Cela dépend dans une large mesure de la façon dont sont menées les politiques correspondantes. Par exemple, la politique budgétaire peut réduire les inégalités si les impôts sont progressifs (éventuellement en taxant la fortune⁴⁸), et si les dépenses publiques bénéficient en premier lieu aux plus pauvres.

En retour, ces analyses montrent que les inégalités peuvent avoir un effet négatif sur la croissance et sur la soutenabilité de cette croissance (Berg et Ostry, 2011, Ostry et al. 2014, Fabrizio et al. 2017)). Grigoli et Robles (2017) montrent que l'inégalité a un effet négatif sur la croissance lorsque le coefficient de Gini dépasse 27 %.

Ces nouvelles approches devraient conduire à une complexification considérable de la construction des programmes, dans la mesure où cela implique de prendre en compte les effets des mesures proposées sur la répartition des revenus, et ceci d'une manière spécifique à chaque pays.

5.6 Limites

La plupart des réflexions privilégient l'approche monétaire de la pauvreté. Or celle-ci est contestée, car la pauvreté est multidimensionnelle, comme l'a montré A. Sen. Celui-ci a encore élargi l'approche, en définissant la pauvreté comme une réduction des libertés.

D'un point de vue plus technique, la connaissance de la pauvreté monétaire dans les pays les plus pauvres est souvent très lacunaire. Elle se réduit généralement à quelques enquêtes, difficilement comparables. On manque la plupart du temps de données sur les aspects transitoires de la pauvreté, et sur les trajectoires intergénérationnelles. On peut pourtant soupçonner que dans les pays les plus pauvres ces aspects de la pauvreté jouent un rôle important.

48 - Voir le numéro d'octobre 2017 du *Fiscal Monitor* du FMI.

CHAPITRE VI

AU-DELÀ DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE

L'approche keynésienne qui va maintenant être présentée est plus orientée vers la croissance, qu'elle cherche à stimuler à partir de dépenses publiques. La prise en considération de l'impact des dépenses publiques sur la croissance conduit à accepter des déficits publics plus élevés que ceux qui sont recommandés par la programmation financière du FMI⁴⁹. Elle accommode les déficits publics à court et moyen terme, mais cependant sous contrainte que la dette publique reste soutenable. L'analyse de la soutenabilité de la dette étant extrêmement délicate, il est pertinent en termes de gestion macroéconomique de fixer une règle simple et claire, comme la limite de 60 % du PIB – notamment pour des pays où la gestion des finances publiques est un peu relâchée.

Dans les pays les plus pauvres, le manque de données (notamment de comptes nationaux trimestriels), l'absence de séries longues et les changements de régime rend assez peu recommandable l'utilisation de méthodes de projection fondées sur les modèles économétriques à correction d'erreur (Carnot et Tissot, 2002) utilisés dans les pays industrialisés pour les prévisions à très court terme.

La plupart des modèles appliqués sont des modèles macroéconomiques annuels d'inspiration keynésienne adaptés à la situation des pays en développement, fondés ou non sur l'utilisation d'un tableau ressources emplois (Aerts 1989, Collange et Jourcin 1995, MEF-GTZ 1997, Razafindrakoto 2000, etc.)

Les développements rapides qui suivent ont simplement pour objet de préciser les enjeux.

6.1 Court terme : le rôle de la demande dans les pays en développement.

Dans les approches keynésiennes de base, une augmentation de la demande accroît les quantités produites (L'hypothèse de base est qu'il y a des capacités de production inemployées) et laisse les prix inchangés. En économie ouverte, il en résulte aussi une augmentation des importations.

Toutefois, le FMI met souvent l'accent sur les conséquences négatives d'une politique d'accroissement des dépenses publiques pour relancer l'économie. Outre l'endettement public et le déficit de la balance commerciale, il est souvent avancé que l'effet d'éviction limite singulièrement l'impact positif d'un accroissement des dépenses publiques (l'accroissement des besoins financiers de l'Etat conduit à une augmentation des taux d'intérêts, qui a un effet négatif sur les investissements privés). Ainsi, l'accroissement des dépenses publiques pourrait réduire une autre composante de la demande. De plus, on invoque parfois l'« équivalence ricardienne » remise à l'ordre du jour par Barro : en cas d'augmentation des dépenses publiques par endettement, les contribuables (rationnels) anticiperaient une taxation future pour rembourser la dette, ce qui les amènerait à épargner pour faire face à la future taxation (s'ils tiennent à lisser leurs revenus et ceux de leurs descendants). Dans les pays en développement, surtout ceux à faible revenu, il est pourtant peu probable que ces deux derniers effets aient un impact considérable. L'Etat emprunte en général assez peu sur les marchés financiers intérieurs (même si cela tend à augmenter) et les entreprises empruntent peu pour investir

49 - Toutefois, comme on va le voir, la faiblesse de l'impact des dépenses publiques sur la croissance dans les pays à faible revenu fait que la différence entre les deux approches n'entraîne pas forcément des différences considérables.

(l'essentiel de leurs investissements se fait par autofinancement). Quant à l'équivalence ricardienne, elle risque peu de se produire lorsque la préférence pour le présent est très élevée et que l'altruisme intergénérationnel est faible.

Pendant longtemps, le FMI a considéré que pour l'essentiel, l'effet de relance par les dépenses publiques ne pouvait avoir pratiquement que des conséquences négatives (sur l'endettement public, sur l'inflation, sur le déficit extérieur) – et qu'une réduction des dépenses publiques n'avait pas vraiment d'impact sur l'activité économique. Toutefois, la crise économique de 2008 a modifié considérablement cette approche, qu'elle concerne les pays industrialisés⁵⁰ ou les pays en développement (Berg et al. 2009, Blanchard et al. 2010).

Reste à savoir quel peut être l'ampleur de l'impact d'un accroissement des dépenses publiques dans les pays en développement. Cet impact se mesure traditionnellement par le multiplicateur (le rapport entre l'accroissement du PIB et celui des dépenses publiques). Il existe maintenant un certain nombre d'études empiriques qui permettent de faire le point sur la question. Ilzetzki et al. (2010) montrent que le multiplicateur de dépenses publiques est beaucoup plus faible dans les pays en développement que dans les pays industrialisés (pour une augmentation permanente, le multiplicateur serait égal à 1,04 dans les pays industrialisés et à 0,79 dans les pays en développement (en fait, plutôt des pays à revenu intermédiaire). Un article de Kraay (Kraay, 2010) sur le multiplicateur dans les pays en développement obtient des résultats encore plus pessimistes : le multiplicateur dans les pays en développement serait proche de zéro⁵¹.

Dans le cas des pays de l'UEMOA, Diop et Diaw (2014, p. 19) ont montré des impacts très différenciés suivant les pays : « les chocs sur les dépenses en capital impactent positivement la production de la Côte d'Ivoire (+0,02 au 4e trimestre), du Sénégal (+0,19 au 4e trimestre) tandis que les chocs sur les dépenses de consommation publique influencent l'activité économique du Burkina Faso de +0,85 au 4e trimestre (de +0,95 au 7e trimestre), de la Côte d'Ivoire pour +0,08 au 8e trimestre et du Sénégal pour +0,43 au 4e trimestre » « les chocs sur les investissements publics ne suscitent aucune tension inflationniste dans les pays de l'étude, ce qui n'est pas le cas des dépenses de consommation publique qui provoquent dans certains États une hausse des prix : + 0,48 en Côte d'Ivoire à la fin du 6e trimestre et + 0,86 au Sénégal à la fin du 4e trimestre. L'évaluation des canaux de transmission fait apparaître, par ailleurs, un effet d'éviction du secteur privé au Burkina Faso (le multiplicateur total étant de -0,10 à la fin du 4e trimestre et de -0,12 au 8e trimestre) et en Côte d'Ivoire (-0,043 à la fin du 5e trimestre) ».

Une des raisons probables de ces différences est que la valeur du multiplicateur dépend théoriquement de la situation de l'économie par rapport au cycle - et également de ce qui est comptabilisé comme « investissement public ». De plus, il est possible que l'impact des dépenses publiques sur la croissance dépende aussi du niveau d'endettement (essentiellement pour des raisons d'anticipation, comme dans la théorie du *debt overhang* ou dans l'équivalence ricardienne, voir Benassy et al. 2009). C'est

50 - En janvier 2013, Olivier Blanchard et Daniel Leigh ont reconnu que le Fonds Monétaire International avait sous-estimé la valeur des multiplicateurs budgétaires, provoquant ainsi un biais en faveur des politiques d'austérité

51 Voir <http://blogs.worldbank.org/african/multipliers-in-europe-and-africa>

ce que suggère le travail de Plane et al. (2008) : d'après cette étude, dans l'UEMOA une augmentation des dépenses publiques a un effet positif (keynésien) sur l'activité économique (sur l'output gap dans ce cas) tant que la dette extérieure ne dépasse pas 83 % du PIB.

En termes opérationnels pour la politique économique, le point crucial est de bien connaître la conjoncture du pays, afin de savoir comment se comporterait l'économie dans les semaines, mois et années qui suivent une augmentation de la demande publique (en différenciant suivant le type de dépense). En pratique, les enquêtes de conjoncture montrent souvent que certains secteurs sont en mesure de répondre rapidement à une augmentation de la demande par une augmentation de leur production (ce peut être le cas du secteur informel, du secteur de l'hôtellerie et de la restauration, de l'industrie des boissons), alors que d'autres ne le peuvent pas (dans les pays à faible revenu, c'est généralement le cas du secteur agricole après la récolte). Dans le premier cas, les personnes interrogées dans les enquêtes répondent que leur contrainte principale est au niveau de leur carnet de commande insuffisant, dans le second cas, qu'ils manquent d'équipement ou de main d'œuvre. Tout ceci n'est pertinent qu'à court terme, car à moyen ou long terme, il est clair que la production dépend des capacités de production qui seront mises en place.

6.2 Une approche keynésienne « adaptée » dans les pays en développement

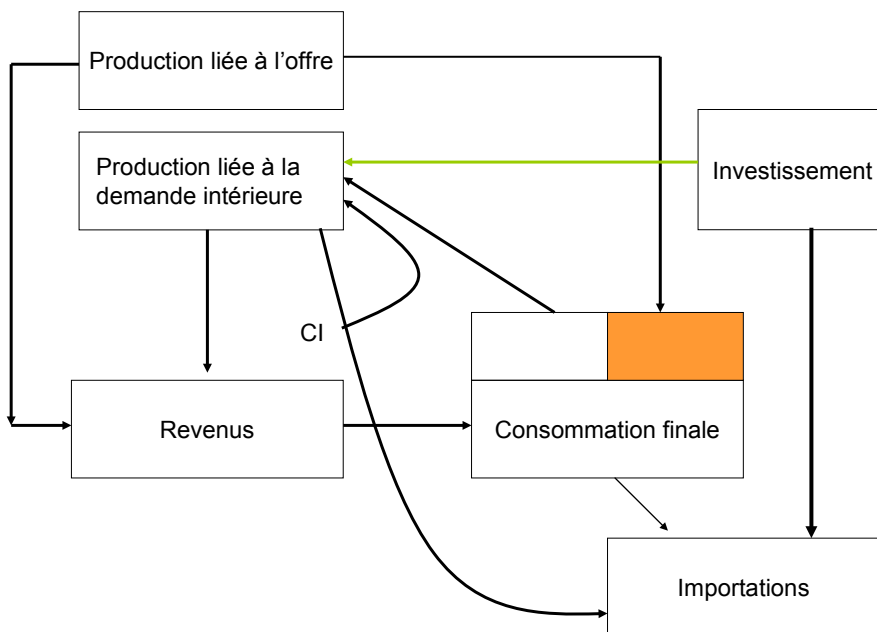
Dans les modèles appliqués⁵² qui prennent en compte la relation entre demande et activité, le modèle keynésien de base est modifié pour tenir compte du fait que certaines branches sont liées à la demande intérieure, mais d'autres non (leur production dépend soit de la capacité de production, soit de la demande extérieure)⁵³. Les premières produisent pour la demande intérieure, alors que les autres productions sont liées à l'offre.

Le schéma de projection est alors le suivant :

52 - C'est l'approche utilisée par toute une série de modèles appliqués (ex : JUMBO, PRESTO ou TABLO de l'AFD, IAP Burkina ou MOSARE Bénin, Tchintchor en Guinée Bissau) (Meier 1989, Leenhardt & Olive, 1994, Collange et Jourcin, 1995. MEF-GTZ 1997, Razafindrakoto 2000, Meier et Raffinot, 2006)

53 - Dans les « petits » pays (ceux dont les exportations n'ont pas d'impact sur l'équilibre du marché mondial), les exportations sont essentiellement déterminées par l'offre. Dans les « grands » pays, la demande extérieure devient la variable déterminante à court terme.

Schéma 2 : Schéma logique d'un circuit économique keynésien adapté



Les revenus des deux types de branches se combinent pour engendrer une demande finale qui peut être satisfaite par des biens locaux ou importés (sans oublier que la production et la consommation de biens locaux induit également des importations d'intrants : même la consommation de céréales locales induit des importations d'énergie pour le transport vers les lieux de consommation). L'investissement, dans cette approche de type keynésien de court terme, est un élément de la demande : elle engendre des dépenses de bâtiment et travaux publics ainsi que des importations d'intrants et de biens d'équipement). Dans les pays à faible revenu, une très grande partie des biens et services qui composent la formation brute de capital fixe sont importés, faute de production locale).

6.3 L'approche keynésienne en pratique

Le circuit keynésien de base est caractérisé par une relation circulaire entre la production, le revenu et la demande. La projection dans un cadre keynésien doit donc commencer par les emplois de l'ERE en biens et services (la demande), et non par les ressources (l'offre).

Comme certains emplois (la consommation finale des ménages, les importations) dépendent de l'activité ou des revenus, la procédure de calcul comprend des boucles. Il en résulte notamment que le PIB dépend de l'évolution de la demande : il est endogène à court terme, et non plus exogène comme dans l'approche monétariste. Il est donc un peu moins facile d'effectuer les projections.

Cependant, à moyen et long terme, l'augmentation des capacités de production (de l'offre) redevient cruciale⁵⁴.

Cette méthode a des conséquences aussi en matière de projection des finances publiques. En effet, la logique de projection keynésienne consiste à partir des dépenses pour obtenir les recettes. Le niveau de dépenses détermine en partie le niveau d'activité économique, qui détermine alors les recettes publiques (toujours par application d'un taux de pression fiscale apparente).

Ceci ne modifie pas fondamentalement l'analyse de la contrainte budgétaire. Simplement, elle complexifie un peu la relation entre activité et recettes publiques. Une augmentation des dépenses publiques, par exemple, implique une augmentation des recettes publiques – mais pour une fraction seulement du montant initial de l'augmentation des dépenses. Inversement, une diminution de la pression fiscale peut relancer la demande privée, l'activité économique et, ainsi les recettes publiques. Cela ne modifie nullement la nécessité de tenir compte de l'accroissement de l'endettement pour juger si l'augmentation des dépenses publiques est souhaitable ou non.

La différence la plus importante entre la théorie et la pratique des modèles keynésiens dans les pays en développement se situe à deux niveaux :

- Dans les modèles théoriques, les prix sont supposés constants, ce qui ne veut pas dire qu'ils ne peuvent pas croître, mais seulement qu'une augmentation de la demande ou de la masse monétaire n'est pas supposée avoir un impact sur le niveau général des prix. Dans les modèles appliqués, le réalisme rend nécessaire l'introduction d'une certaine évolution des prix en cas d'augmentation des coûts et/ou d'inflation importée par exemple – lorsque les producteurs disposent d'un certain pouvoir de marché. Pour que ceci soit compatible avec l'approche keynésienne, il suffit que les deux conditions précédentes soient remplies. En général, l'évolution des prix est considérée comme totalement exogène, ou prise en compte en faisant l'hypothèse d'une marge constante sur les coûts de production (mark-up). On prendra alors en compte les prix des intrants importés (y compris les droits et taxes sur importations), les coûts salariaux voire les coûts du fonds de roulement pour déterminer l'évolution des prix à la consommation (en tenant compte évidemment de la fiscalité indirecte).
- Dans le modèle IS/LM, comme dans les modèles de Mundell Fleming, on considère que l'investissement est une fonction du taux d'intérêt. Empiriquement, cette relation est généralement difficile, voire impossible à quantifier. C'est pourquoi dans les modèles les plus simples, l'investissement est souvent exogène, mais décomposé (investissement public, investissement des ménages, des entreprises, des institutions financières, etc.) de manière à mieux tenir compte des conséquences sur l'activité économique à court terme, qui sont différentes suivant le type d'investissement considéré.

⁵⁴ - Le modèle de Harrod et Domar est à l'origine conçu pour explorer les possibilités de réconcilier le court terme (l'investissement accroît la demande) et le long terme (l'investissement accroît l'offre, ce qui pose donc la question de savoir si l'on pourra trouver un débouché à la production supplémentaire).

Il s'agit de présenter pour une ou plusieurs années futures un ou des équilibres ressources emplois en biens et services (ERE) qui soient cohérents (qui respectent l'équilibre ressources-emplois). Nous présentons ici la méthode correspondant à une approche keynésienne (le PIB est endogène). Une méthode analogue peut être utilisée dans l'approche monétariste, lorsque l'on suppose que la croissance du PIB est exogène, ainsi que celle du déflateur.

On distingue pour cela des éléments exogènes (qui sont déterminés en dehors des relations supposées entre les éléments de l'ERE) et des éléments endogènes, qui dépendent de relations entre les éléments.

Les projections les plus simples s'effectuent à prix fixes. Les projections plus complexes tiennent compte de l'évolution prévisible des prix.

Projections à prix fixes

Cette méthode correspond à celle qui est enseignée dans les manuels de macro-économie (modèle IS-LM ou modèle Mundell-Fleming en économie ouverte).

Si l'on suppose que les prix sont fixes, la projection s'effectue en déterminant de manière exogène la consommation des administrations publiques, les investissements des ménages, des sociétés et quasi-sociétés et des administrations, ainsi que les investissements.

Il suffit alors d'établir une relation adéquate entre les importations et le PIB d'une part, entre la consommation privée et le revenu disponible des ménages pour être en mesure de projeter le PIB, en écrivant l'égalité entre ressources et emplois. Bien entendu, il est rare que l'on puisse valablement effectuer une projection en supposant que les prix sont absolument constants.

Projections à prix variables

Avec des prix variables, la projection devient un peu plus complexe. Toutefois, dans la plupart des modèles de programmation financière, les prix et les quantités sont projetées séparément, ce qui limite les difficultés en éliminant la nécessité de prendre en compte systématiquement les relations entre quantités et prix (c'est ce qui est fait dans les modèles d'équilibre général calculable – avec la difficulté que la durée d'ajustement des marchés est inconnue, ce qui rend ces modèles inaptes à la prévision macroéconomique).

Il faut toutefois bien préciser la façon dont les prix sont déterminés (notamment l'impact des variations des prix des produits importés – voir plus haut le paragraphe sur l'impact des taux de change).

6.4 Résultats : des projections souvent divergentes

Les projections obtenues par la méthode « keynésienne adaptée » sont souvent différentes de celles du programme FMI. Cela permet d'identifier les problèmes et hypothèses sensibles. En effet, en principe il ne devrait pas y avoir de différences importantes si le processus de programmation financière est

mené jusqu'au bout (c'est-à-dire en vérifiant la cohérence de l'équilibre ressources-emplois en biens et services de la projection comme cela est décrit au point 5.1.).

Les différences peuvent tenir à des hypothèses différentes sur les variables exogènes, mais ceci devrait être à la base d'un dialogue entre les différentes parties, ce qui pourrait déboucher sur la construction de scénarii différents.

Il faut toutefois replacer le débat sur les modes de projection par rapport à l'objectif poursuivi. L'objectif n'est pas de faire des prévisions « justes », mais de prévoir ce qui risque de se produire si l'on ne fait rien, et de définir dans chaque scénario envisageable les meilleures actions à entreprendre pour éviter les effets les plus dommageables d'une variation brutale des variables exogènes (comme le prix des matières premières exportées), et favoriser l'apparition d'effets positifs.

CHAPITRE VII

APPROPRIATION DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE COMME OUTIL DE GESTION MACROÉCONOMIQUE

Dans beaucoup de pays, la programmation financière est une technique qui est principalement utilisée dans le cadre des négociations avec des partenaires économiques et financiers. Elle serait pourtant encore plus utile si un pays cherchait à intégrer la programmation financière à ses propres politiques de développement.

Une telle approche reposerait sur deux piliers : la programmation financière, et l'ouverture du débat national sur les politiques économiques et sociales. Les grandes lignes de ces deux piliers sont décrites ci-dessous.

Le premier pilier serait la déclinaison en programme annuel des stratégies nationales de réduction de la pauvreté et de croissance élaboré par de nombreux dans les DRSP ou autres documents stratégiques. En l'absence de programme appuyé financièrement par la communauté financière internationale, ce premier pilier aurait un double avantage :

- Bâtir un programme mettant en exergue les objectifs et politiques nationales annuelles basées sur les priorités économiques et sociales des autorités et ancrées dans la stratégie de développement à long terme du DSRP. Cet exercice serait le véhicule idoine de renforcement des capacités humaines nationales dans le domaine de la gestion macroéconomique.
- Promouvoir le dialogue économique national en vulgarisant les éléments clés de ce programme dans des échanges avec la société civile et autres partenaires intérieurs (ex : universités ; syndicats ; etc.). Ce programme serait aussi celui soumis à l'Assemblée Nationale dans le cadre des débats sur le projet de Loi de Finances.

Bien entendu, ce programme serait l'objet de discussion avec le FMI dans le cadre des consultations annuelles au titre de l'Article IV. Le compte-rendu du CA du FMI à l'issue de ces discussions servirait d'évaluation de ces politiques par la communauté financière internationale et serait l'occasion pour les autorités de renforcer ou corriger leur politique à court- et moyen-terme.

En présence d'un programme financier avec le FMI/BM, ce programme « national » servirait de scénario de base des négociations. Il aurait l'avantage d'articuler les orientations de la politique économique à court- et moyen-terme des autorités de façon cohérente avec sa stratégie de croissance et de réduction de la pauvreté telle que présentée à la communauté financière internationale (voir les rapports à mi-parcours et les rapports complets des stratégies de réduction de la pauvreté soumis annuellement au CA du FMI et de la BM). Bien entendu, un accord sur un scénario programme dépendra d'une convergence de vue sur l'effort et le sentier d'ajustement entre les services du FMI et les autorités.

Le deuxième pilier renforcerait la gouvernance à travers une participation large des citoyens, accroissant la transparence et l'obligation de rendre des comptes dans l'élaboration et le suivi du programme économique et social des autorités.

Le but ne serait pas l'obtention d'un consensus national mais plutôt d'un débat national ouvert sur les politiques économiques et sociales à court-, moyen- et long-terme conformément à la stratégie de développement adoptée par les autorités. En effet, ce pilier serait aussi l'occasion pour les autorités de communiquer annuellement aux populations les avancées enregistrées dans la stratégie en place, ou une réorientation de la stratégie en place en cas de nouveaux défis. Ceci permettrait de susciter un débat sur la question, ou l'élaboration d'une nouvelle stratégie à partir d'un bilan de celle en place appelant ainsi un débat sur une nouvelle stratégie de développement.

ANNEXE

Revue de la littérature sur les questions de taux de change : un taux de change d'équilibre ?

Cette annexe fait une revue sommaire de la littérature sur les questions de taux de changes notamment celles les plus pertinentes pour les pays en voie de développement (PVD). Elle couvre particulièrement les théories traitant des interrelations entre le taux de change d'une part et l'indice des prix (ou coûts unitaires), ou le taux d'intérêt, ou encore la balance des paiements d'autre part. Trois théories de la détermination du taux de change émanent de ces interrelations : la parité des pouvoirs d'achat (PPA) concernant les prix (coûts unitaires) ; la parité des taux d'intérêt non-couverte (UPI)⁵⁵ concernant le taux d'intérêt ; et l'équilibre macroéconomique⁵⁶ pour la balance des paiements. PPA est le cadre analytique de départ pour évaluer le taux de change sur le plan opérationnel.

PPA stipule que le taux de change nominal d'équilibre (E^*) est celui qui égalise le prix des biens (coût unitaire) converti dans une même monnaie entre pays. L'arbitrage sur les biens internationalement échangés assure cette égalisation.⁵⁷ Cette théorie a trois implications. D'abord, le rapport entre les indices de prix de deux pays converti dans la même monnaie (E^*P_2/P_1) - c'est-à-dire le taux de change réel d'équilibre (TCER)—est **constant et égal à 1** (version absolue de PPA). Ensuite, toute variation du TCER est nulle, c.à.d. toute variation taux de change nominal d'équilibre est égale au différentiel d'inflation entre deux pays (version relative de PPA). Enfin, même si le TCR actuel s'écarte temporairement du TCER du fait de chocs exogènes, PPA prédit une convergence du TCR actuel vers son taux d'équilibre.

Les études empiriques rejettent PPA à court- et moyen-terme mais pas à long-terme. L'hypothèse nulle (H_0) étant que les mouvements du TCR actuel sont transitoires, ces études montrent que les mouvements du TCR sont durables et représentent un désalignement du TCER, et que le taux de change nominal varie étroitement avec le TCR.⁵⁸ Les chocs à l'origine de ces désalignements se résorbent très lentement, de 3 à 5 ans pour la moitié d'un choc [Froot, K. et Rogoff K. (1995), Isard, P. (1995), Burstein A. et Gopinah, G. (2014)]. Ce résultat pose un dilemme sur l'origine des désalignements, le « PPP puzzle » de Rogoff (1996) : si les chocs sont principalement d'origine monétaires et les désalignements le seul reflet des mouvements du taux de change nominal en présence d'une rigidité des prix et salaires, ils devraient se résorber sur 1-2 ans. Stockman (1983) contrecarre cette thèse et avance que les chocs sont d'origine réelle (ex : amélioration de la productivité ; changement dans les préférences des consommateurs). Ce dilemme a suscité plusieurs études empiriques visant soit à valider PPA, soit à identifier les « fondamentaux » réels du TCER.

55 - Le sigle de la traduction anglaise (*uncovered interest parity*) est utilisé ici.

56 - Une quatrième est la théorie de la microstructure du marché des changes (approche microéconomique de la détermination du taux de change) qui centre l'analyse sur les flux des cotations, les participants et la structure du marché [R. Lyons (19xx)].

57 - Les hypothèses sous-jacentes sont l'absence de coûts de transport, de barrières tarifaires et la différenciation des produits.

58 - Taylor (2002) distingue six (6) étapes dans l'évolution des travaux économétriques : la première, caractérisée par le recours à la technique des moindres carrés simple pour estimer une relation linéaire entre le taux de change nominal et le rapport des indices de prix domestique et étranger ; la deuxième, marquée par le recours au test de non-stationnarité de la série du taux de change réel, le rejet de l'hypothèse nulle validant PPA ; les étapes suivantes, comprenant celles des tests de co-intégration de séries statistiques, des études de séries longitudinales très longues (100 ans; J. Frankel (1986) pour le taux \$ E.U/(£) pour la période 1869-1984), des études transversales et des tests de non-linéarité entre le taux de change et les prix.

Certaines études confirment la validité de PPA à long-terme mais les chocs à l'origine du désalignement se résorbent toujours très lentement. Basées sur de séries chronologiques très longues, elles montrent que le TCR actuel converge vers le TCER mais que les chocs causant le désalignement se résorbent sur 10 ans pour le taux \$E.U./£, et de 5 ans pour le taux Franc/£ [J. Frankel (1986) et J. R. Lothian et M.P. Taylor (xxx)].⁵⁹ Cette convergence est aussi confirmée avec des séries transversales basées sur de larges échantillons (150 pays pour Frankel et Rose (1995) ; C. Hakkio (1984), et Flood et Taylor (1994)]. La lente convergence du TCR vers l'équilibre a motivé des études récentes testant l'hypothèse d'une trajectoire non-linéaire de la convergence. Un consensus semble se dessiner sur la validité limitée de PPA : à long-terme, les prix des biens et salaires s'ajustent et convergent dû à la concurrence internationale sur les biens et services ; à court-, moyen-terme cependant, les désalignements du TCR donnent aux décideurs une marge d'influence sur le TCR via une politique de taux de change [P. Isard (1995)].

D'autres études empiriques ont identifié les **fondamentaux réels** du TCER à court- et moyen-terme. On note d'abord le **différentiel de productivité** entre les secteurs des biens échangés et non-échangés (l'effet « Balassa-Samuelson »). Un accroissement de la productivité dans le secteur des biens échangés d'un pays se traduirait par une hausse du prix des biens non-échangés dans ce pays. Avec une parfaite mobilité intersectorielle du facteur travail, ceci entraînerait une hausse l'indice général des prix des biens, et toutes choses égales par ailleurs, une appréciation de son TCR. Une implication majeure est que le TCR des pays à forte (faible) croissance économique tendrait à s'apprécier (se déprécier).

Les mouvements du prix relatif des biens échangés (converti dans une même monnaie), c.à.d. les **termes de l'échange**, constitue un second déterminant fondamental du TCR particulièrement important pour les pays exportateurs de matières premières. La thèse serait que les mouvements du TCR reflèteraient largement ceux du TCR des biens échangés (termes de l'échange-TE) lorsqu'ils sont calculés à partir l'indice des prix à la consommation (IPC). Ainsi, une hausse (baisse) des TE entraînerait une appréciation (dépréciation) du TCR.⁶⁰ Si les résultats des études empiriques confirment ces résultats pour les pays industriels (Etats Unis, Japon, Italie, Royaume Uni, France, Allemagne, Canada; cf. A. Burstein, G. Gopinath, 2014)⁶¹, ils sont plus nuancés pour les PVD, certaines études rejetant cette relation. Dans une étude pionnière sur le café en Colombie, S. Edward (1986) montre que la hausse du cours mondial du café en terme réel se traduit, inter alia, par une appréciation du TCR. Dans une étude transversale sur 58 pays principalement exportateurs de matières, Cashin et al. (2008) montrent que le TCR des biens échangés (mesuré par l'indice des cours mondiaux à l'exportation des matières premières déflaté par la valeur unitaire des biens manufacturés des pays

59 - Par exemple, Frankel utilise une série d'observations annuelles de 115 ans, allant de 1869-1984 pour le taux de change \$E.U./livre sterling ; J.R. Lothian et M.P. Taylor utilisent une série d'observations annuelles longue de 200 ans (1791-1990) pour le taux \$E.U./Livre sterling et de 187 ans (1803 à 1990) pour le taux Franc/Livre sterling.

60 - Le TCR se décompose en : (a) le TCR pour les biens échangés (TCRtr) et (b) le prix relatif des biens non-échangés et échangés (TCRnt). Lorsque l'IPC est utilisé, l'indice utilisé pour calculer TCRtr exclut les rubriques des services (ex : électricité, logement, transport) et celui utilisé pour calculer TCRnt est l'indice de prix des services.

61 - Un problème ici est comment mesurer les termes de l'échange. Lorsque le rapport entre l'indice des prix à l'exportation (Px) et à l'importation (Pm) exprimé dans la même monnaie est utilisé, les TE n'ont pas d'effet statistiquement significatif sur le TCR. Une mesure de Px limitée aux seuls produits à l'exportation produit par contre des effets statistiques significatifs, justifiant le recours à des indices limités aux exportations de matières premières dans les études empiriques telles que Cashin et al. (2008).

industriels) est le principal déterminant du TCR pour un tiers des pays de l'échantillon.⁶² Coudert et al. (2008) pour un panel de pays et T. Koranchelian (2005) pour l'Algérie confirment ce résultat pour les pays exportateurs de pétrole et montrent en outre que la relation entre le TCR et le prix relatif des biens échangés (coefficient estimé) est plus faible pour les pays exportateurs de pétrole que ceux exportateurs de matières premières en général. Bodart et al. (2011) avance que l'ampleur du coefficient estimé dépend plus généralement de facteurs structurels tels que le choix d'un régime de change (ex : l'effet d'une chute des TE sur le TCR est plus faible et se résorbe plus lentement en régime de taux de change fixe que de taux de change flexible), le degré d'ouverture de l'économie, et la diversification des exportations. Cette thèse est cependant rejetée dans une étude empirique sur le Pérou [M. Tashu (2015)]. Les mouvements des TE (mesurés par le rapport entre l'indice du cours mondial moyen pondéré des quatre principales exportations de matières premières du Pérou et l'indice du prix unitaire des exportations de biens manufacturés des pays développés—MUV du FMI) n'ont pas d'effets significatifs sur le TCR parce qu'ils sont absorbés par les larges rapatriements de profits des multinationales et les interventions de la banque centrale sur le marché des changes. Une conséquence du rôle dominant des mouvements des TE dans le TCR est que les mouvements du prix relatif des biens non-échangés et échangés (composante du TCR captant l'effet « Balassa-Samuelson ») représenteraient donc une source mineure de fluctuations du TCR [A. Burstein, G. Gopinath, 2014)]⁶³.

D'autres fondamentaux incluent le solde du compte courant extérieur, le degré d'ouverture de l'économie, le niveau des avoirs extérieurs nets officiels et le niveau des dépenses courantes de l'état. Le modèle spécifiant la relation entre le TCR et ces fondamentaux a été estimée dans plusieurs études récentes en utilisant les techniques de co-intégration. Leurs résultats valident l'existence d'une relation durable entre le TCR et les « fondamentaux » dans plusieurs PVD notamment l'Inde [Purfield C. (2008)], l'Afrique du Sud [MacDonald R. et Ricci A. (2008)], l'UEMAO et la CEMAC [Abdih Y. et Tsangarides C. (2008)], le Viet Nam [Phuc N.T. et Duc-Tho N. (2009)], le Pérou [M. Tashu (2015)], et le Kenya [D. Musyoki, G.P. Pokhariyal, M. Pundo (2012)].

Le choix de l'indice des prix des biens ou coût unitaire affecte sensiblement les résultats des études empiriques et l'ampleur du désalignement et a donc des conséquences opérationnelles importantes. Il n'existe pas d'indice idéal pour calculer le TCR d'équilibre selon PPA [Rogoff (1996)]. Le choix des indices ci-dessous dépend de l'objectif recherché et sa disponibilité :

l'indice des prix à la consommation (IPC) est le plus utilisé car il couvre une large gamme de produits et est rapidement disponible. La plupart des services statistiques nationaux produisent et publient un IPC mensuel.

le déflateur du produit intérieur brut (DPIB) est aussi très fréquemment utilisé car il couvre aussi un large champ de produits mais il est moins disponible que l'IPC. Il est particulièrement utile pour les études comparatives internationales, par exemple sur le pouvoir d'achat ou le niveau de vie ou encore la taille économique des pays.

62 - Le test de Granger est utilisé pour établir la relation de causalité entre le TCR et les TT.

63 - Lorsque l'indice de prix des biens échangés est basé sur l'IPI, l'effet « Balassa-Samuelson » augmente.

L'indice des prix à l'exportation (ou importation) est aussi utilisé mais sa couverture de produits est beaucoup plus limitée que l'IPC et le DPIB. Exemple : il exclut les services.

le coût unitaire du travail (UCL) est peu utilisé dans les PVD car souvent indisponible. Lorsqu'il est disponible, il est utilisé pour évaluer l'évolution de la compétitivité extérieure d'un pays. Harberger (2004) critique cette utilisation arguant que l'UCL du FMI [Zanello et Desruelle (1997)] mesure la part des salaires dans le revenu national plutôt que la compétitivité internationale.

l'indice des prix de gros (IPG) est aujourd'hui peu utilisé. Il le fut jusqu'à une époque récente. Il joua un rôle clé dans la décision controversée de la Grande Bretagne de rattacher la livre sterling à sa parité-or d'avant-guerre.⁶⁴

Nonobstant ses problèmes, PPA reste le cadre initial d'évaluation du taux de change sur le plan opérationnel notamment dans les PVD où la courte durée et la qualité des séries statistiques limitent les travaux de la modélisation du taux de change. Une première étape de l'évaluation est l'analyse de l'évolution des divers indices de prix (ex : IPC ; défateur du PIB ; etc.) ou de coût unitaire (ex : du travail ou ULC) disponibles sur une période donnée. Le montant cumulé des écarts entre le taux de change réel actuel et celui en année de base mesure le désalignement. Une deuxième étape consiste à calculer le désalignement pour chaque indice de prix ou coût unitaire, résultant en de larges fourchettes de taux de sous-évaluation ou surévaluation du TCR dépendant de l'indice utilisé.⁶⁵ La dernière étape est de décider du taux de désalignement à corriger, c.à.d. à fixer l'objectif de taux de change. Ainsi, le désalignement du TCR est sensible au choix de l'indice et l'année de base. Une faiblesse de cette approche est le choix arbitraire d'une année de base où le taux de change est supposé être en équilibre.

Quel que soit l'indice de prix ou de coût unitaire choisi pour calculer le désalignement, plusieurs barrières entravent l'égalisation des prix entre pays (version absolue de PPA). Elles comprennent : le changement de pondération de certains biens au fil du temps (ex : baisse de la pondération affectée aux biens alimentaires à mesure que le pays se développe) ou la non-prise en compte de biens nouveaux dans l'IPC (ex : électronique) ;⁶⁶ l'absence d'information sur le désalignement en année de base, et donc au recours d'une hypothèse clé que PPA prévaut en cette année ;⁶⁷ les coûts de transport, les barrières tarifaires (ex : droit de douane ; subvention à l'exportation) et non-tarifaires (ex : normes de qualité), les pratiques de prix à l'exportation (« pricing-to-market »). Ces barrières justifient le recours, dans la pratique, à la version relative de PPA.

64 - Opposé à cette décision, Keynes argua que l'IPG (alors utilisé pour calculer le désalignement de la Livre Sterling) ne reflétait pas suffisamment le coût de la vie et le salaire nominal [Isard (1995)].

65 - Le cas célèbre de la Grande Bretagne après la première guerre mondiale en est une illustration (cf. surévaluation de 2% basée sur un TCR calculé à partir de l'indice de prix de gros contre 12% basée sur le TCR calculé à partir de l'IPC ; Isard (2007). Un autre exemple parlant a trait au calcul du taux d'entrée dans la zone Euro en 1999 (cf. fourchette de taux de surévaluation de la Livre sterling allant de 10% à 40%).

66 - En supposant la même composition du panier de biens entre pays, les différences dans les pondérations affectées aux principales rubriques (ex : biens alimentaires) constituent un obstacle à l'égalité des indices généraux des prix entre pays tels (version absolue de la théorie PPP).

67 - Les services nationaux de la statistique produisent les séries statistiques d'indices généraux de prix publiées calculées par rapport à une année de base (ex : IPC = 100) dans laquelle il n'existe aucune indication d'un désalignement du TCR.

La théorie de la parité des taux d'intérêt non couverte stipule que la variation anticipée du taux de change d'équilibre (E^*) est déterminée par le différentiel de taux d'intérêt ($i-i^*$) d'un même actif financier dans deux pays. Cet actif peut être un dépôt bancaire, un bon du trésor, voire un certificat de dépôt. L'arbitrage sur ces actifs financiers assure cette égalité. Cette théorie implique (a) l'absence d'opportunités de profits sur le marché des changes et (b) l'inefficacité de toute politique d'intervention de la banque centrale sur le marchés des changes visant à atteindre un taux de change cible. En l'absence d'une politique monétaire modifiant le taux d'intérêt, une politique d'intervention (achats/ventes de devises) n'affecte pas le taux de change.

En général, les études empiriques ne valident pas cette théorie. L'hypothèse nulle (H_0), à savoir que le coefficient estimé de la relation entre la variation du taux de change nominal et le différentiel de taux d'intérêt est unitaire, que la constante est égale à zéro, et que la relation est linéaire, est rejetée pour deux raisons. D'abord, le coefficient estimé du différentiel d'intérêt est nettement inférieur à un (1), le différentiel d'intérêt n'expliquant donc qu'une faible fraction des mouvements du taux de change nominal [Isard (1995)] ;⁶⁸ le facteur explicatif clé de ces mouvements serait plutôt les informations non anticipées (« nouvelles ») sur les résultats économiques et financiers du pays. Ensuite, ce coefficient estimé souffrirait d'un biais statistique négatif provenant de (a) l'omission de variables de contrôle telles que la prime de risque pour détention d'actifs financiers, (b) l'omission d'une seconde équation simultanée spécifiant la réaction des autorités face aux mouvements du taux de change en régime de taux de changes flexible et (c) l'information incomplète du modèle. Malgré ces problèmes, les banquiers centraux portent encore une attention particulière à cette théorie du fait des défis pour influencer le taux de change via une politique de taux d'intérêt.

L'approche macroéconomique de détermination du taux de change met l'accent sur les fondamentaux de l'économie tels que la balance des paiements comme déterminants du taux de change. Elle distingue trois courants : l'approche keynésienne avec le modèle de l'absorption (MA) [Alexander (1952) et Swan (1963)] élargi au modèle de Mundell-Flemming (MF) avec l'introduction des mouvements de capitaux dans l'analyse ; l'approche monétaire avec le modèle monétaire à prix flexible (FPM) et ses deux variantes principales, le modèle monétaire à prix rigide de Dornbush (SPM) et le modèle monétaire de portefeuille ; et l'approche d'équilibre général optimal en économie ouverte d'Obselfd et Rogoff (1995). Du fait de leur plus grande pertinence pour les PE/PVE et de leur influence sur les travaux empiriques de modélisation du taux de change d'équilibre, seules les approches keynésiennes avec les modèles MA et MF d'une part, et monétaire avec les modèles FPM et SPM d'autre part sont présentées ci-dessous.

L'approche keynésienne suppose la rigidité des prix et salaires, le sous-emploi des ressources, des anticipations statiques du taux de change et une élasticité infinie des exportations du « petit » pays. MA suppose l'immobilité internationale des capitaux ; MF suppose leur parfaite mobilité (voir Annexe 1).

Modèle d'absorption : Le taux de change d'équilibre est celui assurant simultanément l'équilibre

⁶⁸ - Certaines études montrent que le coefficient estimé est même négatif.

interne (plein emploi des ressources) et externe (balance des paiements équilibrée) à moyen-terme.⁶⁹ Une dévaluation améliore la balance courante et accroît le revenu intérieur à travers une hausse des exportations. Celle-ci, à son tour, accroît la demande de consommation, et le revenu intérieur proportionnellement à un (1) moins la propension marginale à absorber (somme de celle à consommer et à investir) et partant, de la demande intérieure. La dévaluation affecte aussi directement l'absorption : si elle n'affecte pas le revenu intérieur pour diverses raisons (ex : propension marginale à absorber nulle), la balance courante ne s'améliore que si l'absorption réelle est réduite. Ce résultat prévaut aussi si le revenu intérieur est au plein emploi. Ce modèle offre donc les conditions de réussite d'une politique de taux de change.

Modèle de Mundell-Fleming (MF) : le taux de change d'équilibre ici celui qui équilibre les flux de devises émanant des transactions internationales courantes et de capital [MacDonald (2007) ; et Sarno et Taylor (2002)⁷⁰]. En régime de taux de change flexible, une politique monétaire expansionniste entraîne à la fois une hausse du revenu intérieur, via une demande accrue de monnaie à des fins de transaction, et une pression à la baisse du taux d'intérêt domestique. Cette dernière provoque une sortie de capitaux et partant une dépréciation du TCR qui, à son tour, améliore la balance courante extérieure (en respectant la condition de Lerner-Marshall) et stimule le revenu intérieur jusqu'à ce que l'équilibre sur le marché de la monnaie soit rétabli. La politique monétaire est efficace ici. Par contre, une politique budgétaire expansionniste induit une appréciation du TRC à long-terme, une baisse des exportations nettes (détérioration de la balance courante extérieure) et le produit intérieur inchangé. La politique budgétaire est inefficace. En régime de taux de change fixe, l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire expansionniste est inversée.

Approche monétaire : Ses hypothèses clés sont : PPA est valide en continu dans le FPM, mais à long-terme seulement dans le SPM où les prix sont rigides à court-terme. Les deux modèles comportent trois relations, y compris celle de la parité des taux d'intérêt sans couverture

Le modèle monétaire à prix-flexible (FPM) comporte, en outre : la relation d'équilibre du marché de la monnaie où l'offre est exogène et la demande réelle de monnaie dépend positivement de l'indice général des prix (non plus du TCR) et du produit intérieur, et négativement du taux d'intérêt domestique ; et la relation PPA où le taux de change nominal dépend du rapport entre l'indice général des prix des biens intérieurs et étrangers (version absolue). Le taux de change nominal d'équilibre dépend donc des déterminants du prix relatif des biens intérieurs et étrangers à savoir : (a) le rapport entre les masses monétaires domestique et étrangère, (b) le rapport entre les produit intérieurs domestique et étranger, et (c) le différentiel de taux d'intérêt entre le pays et l'étranger. Une politique monétaire domestique expansionniste par rapport à l'étranger ou une hausse du différentiel de taux d'intérêt entraîne une dépréciation du taux de change nominal, le TCR restant inchangé. Une hausse

⁶⁹ - L'approche par l'absorption généralise celle par les élasticités qui traite de la détermination du taux de change d'équilibre sous l'angle de l'équilibre externe seulement. Dans les deux approches, une dépréciation (dévaluation) du taux de change nominal améliore la balance courante si la condition de Marshall et Lerner est respectée.

⁷⁰ - Dans la présentation dynamique de Sarno et Taylor, le modèle comporte trois relations : la parité des taux d'intérêt sans couverture ; l'équilibre du marché de la monnaie où l'offre est exogène et la demande réelle de monnaie dépend positivement du TCR et du revenu intérieur et négativement du taux d'intérêt domestique ; et enfin, la variation du revenu national dépend de l'écart entre la dépense intérieure et le revenu intérieur. Cette présentation est utile pour comparer le processus d'ajustement dans les modèles keynésien, monétaire flexible et monétaire rigide

du produit intérieur ou du taux d'intérêt supérieur à celui de l'étranger entraîne une appréciation du taux de change nominal via leur impact sur la demande réelle de monnaie.

Le modèle (SPM) de Dornbush comporte, en outre : toujours la relation d'équilibre du marché de la monnaie où l'offre est aussi exogène et la demande réelle de monnaie dépend positivement du TCR et du revenu intérieur mais négativement du taux d'intérêt domestique ; et, cette fois-ci, une relation entre la variation des prix qui dépend non plus du produit intérieur mais du gap entre la demande globale et le produit intérieur de plein-emploi. Ici, la rigidité des prix des biens à court-terme et l'ajustement continu des prix des actifs financiers (taux de change ; taux d'intérêt) crée une asymétrie dans la vitesse d'ajustement du marché des biens et celui des actifs financiers, source d'une sur-réaction du taux de change nominal. Une politique monétaire expansionniste entraîne une appréciation du taux de change nominal supérieure au taux d'équilibre à long-terme (sur-réaction) et donc une appréciation du TCR à court-terme. A mesure que les prix des biens s'ajustent sur le moyen- et long-terme, le taux de change nominal se déprécie et le TCR converge vers son taux d'équilibre de long-terme (PPP). La politique monétaire n'a aucun effet sur le produit intérieur mais elle entraîne une hausse des prix des biens proportionnelle à l'augmentation de la masse monétaire (propriété de la théorie classique c.à.d. la neutralité de la monnaie).

Le FMP a été généralisé en relâchant l'hypothèse de PPA [Stockman (1980)].⁷¹ Ici, en sus des autres déterminants du FMP, le taux de change nominal dépend positivement du TCR qui, à son tour, dépend des chocs exogènes. Toutes choses égales par ailleurs (ex : politique monétaire inchangée), un choc réel provenant de la hausse de la demande étrangère des exportations relative à celle des importations entraîne une hausse des termes de l'échange et donc une appréciation du taux de change réel qui, à son tour, cause une appréciation du taux de change nominal. La causalité entre les taux de change nominal et réel est inversée. Par contre, une hausse de la productivité (choc exogène réel) a un effet incertain sur le taux de change nominal : d'une part, elle entraîne une baisse des termes de l'échange et donc une dépréciation du TCR ; d'autre part, elle induit une hausse produit intérieur réel et de la demande réelle de monnaie. L'excédent de demande de monnaie entraîne une baisse des prix des biens (cf. hypothèse de flexibilité des prix) et une appréciation du TCR. L'effet dominant dépend du degré de substituabilité des biens domestiques et étrangers ; le plus faible le degré de substituabilité (situation réaliste dans les PVD), le plus dominant est l'effet d'appréciation du TCR provenant d'une augmentation de la productivité, et au final une appréciation du taux de change nominal.

Une faiblesse majeure des modèles macroéconomiques est que leur pouvoir prédictif (hors-échantillon) ne dépasse pas celui des modèles à marche aléatoire [(Rogoff et Meese (1983)] à court-terme. Leur utilité en matière de stabilisation économique est partant limitée.

L'approche empirique de modélisation macroéconomique du taux de change d'équilibre a été développée pour aider les autorités à la prise de décision sur les questions de taux de change. Cette approche abandonne le postulat clé de la théorie PPA, c.à.d. un TCER constant et stipule que le TCER

⁷¹ - Contrairement au modèle monétaire de base, ce modèle est fondé sur un comportement d'optimisation des agents économiques.

évolue en fonction des fondamentaux de l'économie. L'analyse empirique vise à estimer le TCER et partant le désalignement comme la différence entre le TCER (valeur estimée) et le TCR actuel [P. Isard (2007) ; R. MacDonald (2007) ; Williamson (1994), FMI (2007)]. La technique d'estimation utilisée est celle de la co-intégration visant à établir une relation de long-terme entre le TCER et ses déterminants fondamentaux. Diverses sous-approches ont été développées pour estimer le TCER et sa trajectoire à moyen- et long-terme notamment : l'approche positive par le comportement (« behavioral equilibrium exchange rate »-BEER) ; et l'approche normative de l'équilibre interne et externe dont les variantes sont l'approche du taux de change d'équilibre fondamental (« fundamental equilibrium exchange rate »—FEER), l'approche de l'équilibre macroéconomique (MB) dont son soubassement théorique est le modèle Keynésien de Swan (1963) et l'approche de la soutenabilité extérieure (SE) toutes deux utilisées par le FMI [IMF (2013)].

Selon l'approche BEER, des facteurs réels fondamentaux expliquent le désalignement du TCR [R. MacDonald (2007)]. Le point de départ est la parité des taux d'intérêt réels qui stipule que la variation anticipée du TCR est égale au différentiel de **taux d'intérêt réels**. En supposant des anticipations rationnelles et un TCR anticipé égal au TCR à long-terme, le modèle estimé est une forme réduite où le TCR actuel dépend du TCR à long-terme moins le différentiel de taux d'intérêt réel domestique et étranger ; le TCR à long-terme lui-même dépend des avoirs extérieurs nets (AEN), des termes de l'échange (TE), du prix relatif des biens échangés et non-échangés (P_t/P_n), et d'une prime de risque approximée par le taux d'endettement. La relation estimée permet de calculer la trajectoire du TCR estimé (le TCER) et l'écart entre les TCR actuel et d'équilibre, c.à.d. le désalignement sur la période d'étude. Ce modèle a été estimé pour des pays développés (ex : E.U., Japon, Canada) et pour les PVD avec des modifications pour ces derniers, notamment l'inclusion de variables de contrôle telles que le degré d'ouverture de l'économie, la position budgétaire, le contrôle de capitaux étrangers. Les études sur les PVD incluent inter alia Cady J. (2003) pour Madagascar, Limi (2006) pour le Botswana, MacDonald et Ricci (2004) pour l'Afrique du Sud, Musyoki et al. (2012) pour le Kenya, et Charfi (2008) pour la Tunisie. Ces études donnent des indications sur le désalignement ou non du TCR et sur les actions correctrices éventuelles à prendre par les décideurs. Par exemple, l'étude sur l'Afrique du sud couvrant la période 1970-01 indique que le Rand sud-africain était proche de son taux d'équilibre entre 1990 et 1995. Entre 1996 et 2001 cependant, le TCR actuel et le TCER se sont tous deux fortement dépréciés de 44% et 28% respectivement. La dépréciation du TCER a résulté de deux effets opposés, à savoir de : l'effet dépréciatif de la baisse des cours des matières premières, de la hausse du degré d'ouverture, de l'amélioration de la position budgétaire et du ralentissement de la productivité relative aux partenaires commerciaux d'une part ; et l'effet appréciantif de la hausse des AEN et du différentiel de taux d'intérêt réels d'autre part. La conclusion principale fut le besoin d'une dépréciation du TCR du Rand. Cette monnaie s'est en effet sensiblement dépréciée depuis lors. Similairement, l'étude de Limi (1985-2004) indique que le Pula (monnaie du Botswana) était sous-évalué durant les années 80, marginalement surévalué dans les années 90 et sensiblement surévalué entre 2000 et 2005, indiquant le besoin de déprécier cette monnaie. L'approche BEER a cependant trois faiblesses [IMF (2007)] : (i) elle suppose une relation statistique stable à long terme entre le TCER et ses déterminants « fondamentaux » réels, ce qui pose un problème notamment pour les PVD sujets

à des réformes structurelles ; elle suppose aussi la disponibilité de séries statistiques longues; et (iii) le modèle estimé n'a pas de soubassement théorique. Cette approche est néanmoins largement utilisée pour évaluer le taux de change notamment dans les PVD.

L'approche de l'équilibre interne et externe:⁷² ici, le TCER est le taux assurant l'équilibre interne (plein-emploi des ressources et stabilité des prix, c.à.d. le NAIRU) et externe (une balance des paiements soutenable à moyen-terme). A la différence de l'approche BEER (approche positive), cette approche est normative en ce sens que le TCER estimé dépend du choix par les décideurs d'un niveau-cible de la balance courante soutenable. On note deux variantes.

La première développée par Wren-Lewis (1992) part de l'égalité entre le compte courant extérieur (CA) et le compte de capital (KA) où : CA dépend du TCR actuel, du produit intérieur domestique et du produit intérieur étranger, et du revenu sur le placement des AEN ; et KA est déterminé de façon **exogène à un niveau soutenable à moyen-terme**. En supposant le plein emploi, le TCER est celui pour lequel CA = KA. Le désalignement mesure l'écart entre les TCR observé et fondamental. Cette variante présente des difficultés notamment : (i) la détermination ad-hoc de la norme de soutenabilité du compte de capital et partant la sensibilité du désalignement estimé à cette norme; (ii) la faiblesse bien connue des coefficients d'élasticité du compte courant par rapport au TCR ; et (iii) l'effet décalé des AEN. Ces difficultés, à leur tour, produisent des incertitudes sur l'ampleur du désalignement estimé, nécessitant de la prudence dans les conclusions tirées sur le désalignement.⁷³

La deuxième variante, développée par les Services du FMI pour contourner la difficulté de la détermination exogène du KA [P. Isard 2007], part de l'égalité macroéconomique entre le compte courant extérieur et le gap de ressources (S-I) qui est ici indépendant du TCR. Contrairement à la première variante et en plus du TCR, CA dépend maintenant du gap entre le produit intérieur actuel (domestique et étranger) et le produit intérieur potentiel (domestique et étranger). La position d'équilibre de (S-I) est déterminée par estimation économétrique des fonctions d'épargne (S) et d'investissement (I). Le gap de ressources à long-terme est calculé en imposant que les gaps d'output (domestique et étranger) soient nuls (cf. équilibre de plein emploi) et est comparé au CA estimé : si les deux sont incompatibles, le TCR est ajusté à la hausse ou à la baisse. Exemple, si le gap de ressources est un surplus de 1% du PIB et que le CA est en déficit de 1%, le TCR est ajusté à la hausse (dépréciation réelle). Cette approche a l'avantage d'assurer une cohérence dans l'ajustement des TCR entre pays, ce qui est appréciable dans les travaux à l'échelle multilatérale. Les études sur les PVD incluent l'étude pionnière d'Edwards (1989), Abdih et Tsangarides (2008) sur l'UEMOA et la CEMAC, Imam et Minoiu (2011) sur l'île Maurice, et Coudert et Couharde (2005) pour la Chine.

En 2012, les approches PPA, BEER et MB ont été combinées dans l'exercice d'évaluation de l'équilibre extérieur des Services du FMI. Cet exercice présente diverses mesures et partant une évaluation complète du TCR à moyen terme selon diverses méthodologies d'analyse, soulignant les incertitudes

72 - Elle est née avec Williamson (1983) et Edwards (1989), et s'est développée avec Wren-Lewis (1992).

73 - Driver et Wren-Lewis (1999) montre qu'une erreur de 1% dans la mesure des flux de capitaux entraîne une variation du TCER de 5% et une erreur sur le TCER estimé. Ce problème se pose aussi pour les élasticités du compte courant par rapport au TCR.

entourant ces calculs et appelant donc à la prudence dans les conclusions et actions à prendre sur le taux de change. Pour illustrer, alors que l'examen de l'évolution décennale du TCER basé sur le coût unitaire du travail indique un taux plus ou moins en équilibre, les calculs basés sur l'approche MB indiquerait une surévaluation du Rand Sud-Africain de 5-20% en 2014 reflétant un gap de la balance courante extérieure (c.à.d. un déficit de balance courante projetée supérieur à la norme retenue de 2.4% du PIB [IMF (2014)]. Sur la base du FEER, la surévaluation serait de 2 % [Cline (2015)]. En 2014, cette même approche a été utilisée pour d'autres PVD y compris Madagascar ; bien que les Services du Fonds souligne le caractère provisoire des résultats, ces derniers font état d'un désalignement allant d'une sous-évaluation de 5% (approche MB) à une surévaluation de 17% (approche BEER non-corrigée pour les « break » structurels). Les services du Fonds concluent cependant que la compétitivité extérieure de Madagascar devrait être améliorée.

In fine, il n'existe pas d'approche idoine à suivre en matière de détermination du TCER pays. Celle-ci dépend des préoccupations des autorités concernant les effets d'un désalignement qui peuvent être soit une crise financière, soit un frein à la croissance [P. Isard (2007)]. L'approche MB semble plus adaptée pour aborder les questions de crises financières liées à une insuffisance dans la capacité financière ou la volonté politique des autorités à défendre une parité donnée. L'approche de l'évaluation de la compétitivité extérieure semble mieux adaptée pour examiner les effets sur la croissance. Cette question est examinée ci-dessous.

Impacts macroéconomiques du taux de change ?

Une connaissance approfondie des impacts macroéconomiques du TCR est aussi cruciale dans la programmation financière. En supposant une causalité du taux de change nominal vers le TCR au moins à court- et moyen-terme, les décideurs pourraient tenter de l'influencer. Dans ce cas, il est important de bien cerner les effets anticipés d'une variation du taux de change. La discussion ci-après examine l'impact du TCR sur la croissance économique et l'inflation (« pass-through » du taux de change ou PTTC), deux objectifs clés de la politique économique.

L'impact du TCR sur la croissance soulève deux questions à savoir si l'appréciation du taux de change entrave la croissance et si tout désalignement est néfaste à la croissance. Alors qu'il est généralement admis qu'une surévaluation entrave la croissance, l'effet de la sous-évaluation sur la croissance fait l'objet de débat. La source principale des thèses et résultats empiriques divergents réside dans le concept et la mesure du désalignement utilisée.

Concernant la première question, il est généralement admis qu'un afflux massifs de capitaux extérieurs provenant inter alia d'une découverte de ressources naturelles (ex : pétrole) ou d'une forte hausse de l'aide étrangère ou encore d'importants transferts sans contrepartie des travailleurs immigrés a un effet appréciable sur le TCR (« Deutch disease »--DD). Une conséquence de l'effet « Balassa » est qu'une tendance appréciative du TCR est associée à une période de forte croissance du fait des gains de productivité dans le secteur des biens échangés. Ainsi, une crainte est que ces tels flux de capitaux entravent la croissance. Il semble que ce ne soit pas le cas. En effet, une appréciation du TCR liée à la DD est un phénomène d'équilibre, le TCR se déplaçant vers une nouvelle position

d'équilibre plutôt que s'écartant de sa position d'équilibre (désalignement) ; elle est donc sans effet négatif sur la croissance [N. Magud et S. Sosa (2010)]. Des études empiriques [A. Harberger (2003), P. Isard ((2007), P. Isard et Symansky (1996))] ne trouvent pas une relation négative statistiquement significative entre le TCR et la croissance. Pour Harberger, ceci n'est pas étonnant car l'effet positif, ou négatif, voire nul du TCR en période de forte croissance dépend en fait de la source de l'amélioration de la productivité: si elle provient du secteur des services, la forte croissance sera associée à une dépréciation du TCR (relation négative) ; ce n'est que si les gains de productivité proviennent du secteur des biens échangés que la relation est positive, c.à.d. qu'une appréciation est associée avec une forte croissance. L'étude de panel de Harberger basée sur un échantillon de 24 pays ayant enregistré une croissance de 5% au moins pendant 10 ans appuie cette thèse : presque autant de pays ont vu leur TCR s'apprécier que se déprécier.

La deuxième question, c.à.d. la relation entre le désalignement du TCR et la croissance économique, est plus controversée. S'il existe un consensus sur l'effet négatif d'une surévaluation sur la croissance, l'effet d'une sous-évaluation sur la croissance fait l'objet de débats intenses soulevant des questions de fonds en matière de politique économique, notamment de savoir si les autorités de PVD doivent ou non poursuivre des politiques favorisant un taux de change sous-évalué.

Selon la thèse du **Consensus de Washington**, un désalignement du TCR entraîne un déséquilibre macroéconomique et freine la croissance.⁷⁴ Des études empiriques valident cette thèse [Cotani et al. (1990) et Dollar (1992)]. Aguirre et Calderon (2005) et Razin et Collins (1999) montrent aussi que la relation entre TCR et croissance est non seulement négative mais aussi asymétrique, une surévaluation ayant un effet négatif sur la croissance plus élevée qu'une sous-évaluation.

Se basant sur l'expérience de la Chine et autres pays asiatiques à forte croissance, **Rodrik** (2008) défend la thèse que, si la surévaluation est néfaste pour la croissance, la sous-évaluation par contre favorise la croissance. En outre, l'effet de la sous-évaluation serait plus fort dans les PVD avec un PIB per capita de \$6.000 au plus que dans les pays industriels et opèrerait via le secteur des biens échangés. Du fait des externalités dans ce secteur (ex : « learning by doing ») et la faiblesse des institutions en matière d'activités contractuelles dans les PVD, le TCR fondamental génère une croissance plus faible qu'un TCR sous-évalué. D'autres études empiriques vont dans le même sens, notamment Hausman, Prichett, Rodrik (2004) basée sur un échantillon de PVD ayant un fort taux de croissance pendant 8 ans. M. Haddad et C. Pancaro (2010) montrent que dans les PVD avec un revenu par tête inférieur à \$2.500/an, une sous-évaluation de 50% entraîne une hausse de la croissance de 1.7 % c.à.d. sensiblement plus faible que Rodrik (2008). M. Rapetti, P. Skott et A. Razmin (2011) montre que l'effet positif de la sous-évaluation sur la croissance varie inversement avec le revenu par tête : le plus faible ce dernier, le plus fort serait l'effet de la sous-évaluation. Enfin, pour Dooley, Folkerts-Lanau, and Garber (2004), Levy-Yeyati et Sturznegger (2007) cet effet opère à travers des canaux autres que le secteur des biens échangés, à savoir à travers un accroissement du taux d'épargne et partant de l'investissement.

⁷⁴ - Une surévaluation entraîne un déséquilibre externe en pénalisant le secteur des biens échangés et donc la croissance. Une sous-évaluation crée un déséquilibre interne sous forme d'inflation et donc la croissance aussi.

Ces résultats reflètent l'utilisation de différents concepts de TCER pour mesurer un désalignement. Rodrick (2008) mesure le désalignement par l'écart entre le TCR actuel et TCER basé sur PPA inclusif de l'effet « Balassa ». D'autres études intègrent les facteurs « fondamentaux » dans la définition du TCER fondamental (Consensus de Washington) en sus du différentiel de productivité. Ainsi, une hausse des termes de l'échange entraînerait une appréciation mais pas un désalignement du TCER ; par contre, elle entraînerait un désalignement du TCER basé sur PPA. A. Berg et Y. Miao (2010) tente de réconcilier ces deux approches qui sont néanmoins utilisées pour évaluer le taux de change, PPA étant généralement le point de départ de l'analyse.

Taux de change et inflation ?

Le pass through mesure le degré de transmission des variations du taux de change (PTTC) sur les prix intérieurs d'abord sur les prix à l'importation (1^{ère} étape) puis sur les prix au consommateur (2^{ème} étape), c.à.d., à travers la chaîne de distribution des biens importés. Lorsqu'une variation du taux nominal de 1% entraîne une variation du prix des biens de 1%, le PTTC est complet (égal à 1) ; lorsqu'elle n'a pas d'effet sur la variation du prix des biens, le PTTC est nul.

Le PTTC fait l'objet d'une littérature importante du fait de ses implications pour l'efficacité du processus d'ajustement extérieur et des politiques de taux de change et monétaire.⁷⁵ Selon la théorie de la détermination du taux de change par l'approche des élasticités, le PTTC faciliterait un rééquilibrage de la balance commerciale et l'ajustement extérieur en comprimant la demande d'importation et stimulant l'offre d'exportation, le prix des biens importés et exportés exprimé en monnaie locale étant devenu plus élevé. Il modifie la composition de la demande intérieure (« expenditure switching ») des biens étrangers vers les biens locaux. Lorsque le PTTC est complet, la variation du taux de change a un effet maximum sur le redressement de la balance commerciale quoique l'impact final dépende de l'élasticité de la demande locale des biens importés ; la politique de taux de change est efficace. Par contre, lorsque le PTTC est nul, la variation du taux de change (dévaluation ou dépréciation) n'affecte pas le solde de la balance commerciale et la politique de taux de change est inefficace. Il est donc préférable pour un « petit » pays ouvert sur l'extérieur d'adopter un régime de taux de change fixe.

Quels sont les principaux facteurs affectant le PTTC ? Une approche privilégie les facteurs microéconomiques et l'autre, les facteurs macroéconomiques. Dans la première, le PTTC dépend de la variation du mark up des entreprises exportatrices, du coût marginal de leurs intrants provenant du mouvement du taux de change et de la rigidité des prix intérieurs. En situation de concurrence imparfaite sur un marché local, un exportateur fixe le prix de son bien au coût marginal plus un mark up⁷⁶, lequel est inversement lié au degré de substitution entre les biens importés (ex : riz) et locaux et au degré d'intégration du marché local de ce bien. Plus ces deux facteurs sont faibles, plus le pouvoir de marché des entreprises exportatrices est élevé, et plus le PTTC est proche de un (1). Le PTTC augmente aussi avec la hausse du rapport entre le nombre d'entreprises exportatrices étrangères et le

⁷⁵ - Initialement, les études empiriques mettaient l'accent sur l'étape 1 du PTTC, isolant ainsi les facteurs liés à la distribution des biens importés sur le marché local, la fiscalité afférentes, la manutention, et autres charges.

⁷⁶ - En situation de concurrence, le mark up est nul car le prix du bien = coût marginal (condition d'optimisation du profit). Le PTTC dépend ici de la part de marché du bien importé sur le marché local, des élasticité-prix de la demande locale du bien importé et des offres locale et étrangère de ce bien.

nombre total d'entreprises (étrangères et locales) sur le marché intérieur et partant, avec le degré de concurrence sur le marché local [Dornbush (1987)]. Le PTTC dépend aussi de la pratique de fixation des prix au sein des entreprises multinationales (ENM) notamment l'utilisation d'un taux de change interne dans la facturation des transactions internationales intra-groupe, un taux interne déconnecté du taux de change du marché. Plus cette pratique est forte (faible), plus elle réduit (accroît) le PTTC. Enfin, les barrières non tarifaires (BNT) agissent dans le même sens : le PTTC est égale à zéro tant que la rente extraite par l'entreprise bénéficiaire de la BNT subsiste.

Dans l'approche macroéconomique, les hypothèses de stratégie des prix des entreprises et d'indice de prix dans les modèles macroéconomiques d'économie ouverte (Rogoff & Obsfeld) et le régime monétaire influencent la taille du PTTC.⁷⁷ Dans une stratégie de prix dite « dans la monnaie du producteur » (PMP), l'exportateur fixe le prix du bien exporté (ex : voiture) dans sa monnaie (ex : euro) et répercute entièrement toute variation du taux de change nominal (FCFA/€) sur le prix f.o.b. de son produit dans le marché local : le PTTC est égale à 1. Sur la base de l'observation du comportement de divers taux de change, Goldberg et Knetter (1997) soutiennent que cette hypothèse n'est pas réaliste. Par exemple, entre Janvier 1994 et Avril 1995, le taux Yen/\$ E.U. s'est appréciée de 34 % en valeur nominale alors que le prix d'une Toyota Celica ST Coupe sur le marché américain n'a augmenté que de 2%, et celui d'une TV SONY a même chuté de 15%. Ceci motive Engel (1999) à adopter l'hypothèse de stratégie de prix « dans la monnaie locale » (PML). Ici, l'exportateur absorbe la variation du taux de change nominal en ajustant le mark up afin de maintenir constant le prix de son produit sur le marché local et préserver sa part de marché : PCCT est nul. Obsfeld (2002) à son tour réfute l'hypothèse PML en arguant que : (a) l'indice pertinent pour valider la théorie est l'indice des prix à l'importation, pas l'IPC⁷⁸ utilisé dans Engel (1999) ; (b) le comportement des entreprises, pas des consommateurs, est celui qui est déterminant pour modifier la composition de la demande intérieure ; et (c) plus important, dans la réalité, la facturation des biens importés a quelques exceptions près (ex : Etats Unis) se fait dans la monnaie du pays exportateur et non dans la monnaie locale de l'importateur.

En sus de la stratégie de prix des entreprises, le régime monétaire en place affecte le PTTC. Taylor (2002) avance que l'avènement d'un environnement mondial anti-inflationniste grâce à l'adoption de régime monétaire de ciblage de l'inflation dans plusieurs pays, a fortement réduit le pouvoir de marché des entreprises de répercuter toute variation des coûts unitaires (ex : intrants importés) provenant du taux de change. Ici, le PTTC n'est présent que lorsque la variation du taux de change nominal est permanente (une variation perçue comme temporaire par le marché n'a aucun effet sur les prix, c.à.d. PTTC est nul).

Ces deux approches et leurs hypothèses sous-jacentes ont fait l'objet de nombreuses études empiriques sur les pays industriels (PI) et plus récemment sur les PVD. Menon (1995) fait une revue de cette littérature pour les PI, et J. Aron, R. MacDonald et J. Muellbauer (2014), pour les seconds. Pour les PI, et à quelques exceptions près, les résultats montrent que le coefficient estimé du PTTC est partiel et a des effets décalés de 5 à 8 trimestres. Ensuite, le coefficient estimé du PTTC varie fortement, tant

⁷⁷ - En général, le PTTC est plus faible pour l'IPC que l'indice des prix à l'importation.

⁷⁸ - Plusieurs éléments interviennent dans la chaîne de distribution des produits importés du prix au port au prix au consommateur : la fiscalité de porte ; les coûts de transports, distribution, magasinage, etc. Leur variation affaiblit la relation entre les deux prix.

entre pays dans les études de panel [50% pour les E.U. ; 100% pour l'Italie, Kreinin (1977)]⁷⁹ que les études-pays (ex : 40%-70%, 50%, 60%-74%, 63%-89%, ..., etc. pour les importations des États Unis selon l'étude), cette variation reflétant le choix de l'indice des prix choisi, la période d'étude et la technique d'estimation utilisée dans chaque étude⁸⁰. En outre, le coefficient estimé du PTTC varie fortement aussi entre industries et entre produits échangés, confirmant d'une part l'hypothèse de Krugman de pricing to market c.à.d. que les entreprises exportatrices pratiquent une politique de prix discriminatoire selon les marchés à l'exportation et réfutant d'autre part la loi du prix unique (« law of one price ») entre les biens internationalement échangés. Enfin, le coefficient estimé du PTTC est instable.

Les études empiriques sur les PVD confirment quelques résultats semblables pour les PVD [J. Aron, R. MacDonald, et J. Muellbauer 2014], offrant un vaste champ d'études empiriques à conduire pour ces pays.

Le PTTC sur l'IPC ou l'IPI est partiel et sa taille serait proche de celle des PI mais ses effets décalés sont plus courts (moins d'un an), indiquant un processus d'ajustement extérieur plus rapide. Les hypothèses de stratégie de prix PMP et PML sont toutes deux rejetées pour les pays de l'Afrique Sub-Saharienne [Razafimahefa (2012)] indiquant un rôle limité pour une politique de change flexible dans le processus d'ajustement extérieur.

Le PTTC varie aussi fortement entre pays dans les études de panel allant de 15% pour Taiwan à 70% pour Mexico avec l'IPI et de 9-13% pour le Burundi et l'Afrique du Sud à 48-50% pour la Hongrie et le Venezuela avec l'IPC, confirmant l'hypothèse d'un PTTC sur l'IPC plus faible que celui sur l'IPI du fait de la chaîne de distribution ; et les études-pays (12%-45% pour l'Afrique du Sud avec l'IPC). Celles-ci confirment aussi que le PTTC sur l'IPC est très faible, allant de 9% pour l'Inde [J.K. Khundrakpam (2007)], à 8-15% pour la Colombie [P. Rowland (2004)] après un an. Pour l'Inde, le PTTC serait même absent avant l'application des réformes structurelles en 1991.

Concernant le régime monétaire, la relation positive entre le PTTC et le taux d'inflation moyen mesuré par l'IPC est confirmée pour le sous-groupe des pays émergents avec divers indices de prix (ex : IPI, IPP) et lorsqu'on compare le PTTC avant et après l'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation [Choudhri et Hakura (2006)]. Ce résultat valide la thèse de Taylor sur le rôle positif du régime monétaire anti-inflationniste de ciblage de l'inflation sur la baisse du PTTC.

Plusieurs résultats semblent cependant peu concluants. Seuls Razafimahefa (2012) et Barhoumi (2006) confirment l'effet asymétrique du PTTC, la première montrant que le PTTC est plus élevé pour une dépréciation qu'une appréciation pour les pays de l'Afrique Sub-Saharienne. Les deux études rejettent l'hypothèse d'un PTTC plus bas en régime de taux de change fixe qu'en régime de taux de change flexible. Ces résultats semblent néanmoins fragiles du fait inter alia du changement de régime monétaire et/ou de taux de change sur la période pour certains pays inclus dans l'échantillon. L'impact

79 - Sa relation avec la taille d'un pays est ambiguë, les études faisant état d'une relation positive ou négative.

Il faut noter que la plupart des études utilisent la méthode simple des moindres carrés (OLS)

80 - Il faut noter que la plupart des études utilisent la méthode simple des moindres carrés (OLS)

d'une libéralisation du commerce extérieur sur le PTTC est ambigu : d'une part, elle accroît le PTTC en réduisant les barrières tarifaires et non tarifaires et ouvrant l'économie à la concurrence étrangère ; d'autre part, elle modifie la composition des échanges en faveur de produits différenciés (ex : part plus élevée des produits manufacturés) ayant un PTTC plus faible. En outre, le coefficient estimé du PTTC serait instable pour les PVD du fait de changement de régime de changes, monétaire et commercial. Enfin, les études désagrégées (par industrie ou produits dans l'IPC ou l'IPP) sont quasi-inexistantes.

Ces résultats fournissent peu d'orientations aux décideurs des PVE quant aux effets attendus d'une politique de taux de change flexible sur l'inflation et sur la politique monétaire et aux autres réformes structurelles. Les problèmes proviennent en général (a) de la méthode d'estimation utilisée, (b) d'une spécification erronée du modèle estimé (relation linéaire entre la variation du taux de change et celle d'un indice de prix lorsque la vraie relation est non-linéaire), (c) des variables de contrôle retenues dans le modèle, certaines études omettant toutes ou plusieurs variables de contrôle, et (d) d'un taux de change nominal endogène. Ces problèmes économétriques biaisent les coefficients estimés du PTTC et ouvrent un vaste champ d'études sur le PTTC dans les PVD notamment des études :

- par pays ou de panel de pays dans laquelle l'homogénéité du groupe est testée au préalable, ce qui est absent dans la plupart des études empiriques ;
- spécifiant et comparant les résultats de modèles d'équations simples et simultanées. Avec l'avènement de régimes monétaires de ciblage de l'inflation, le taux de change nominal est une variable endogène et à modéliser via la fonction de réaction de la banque centrale.
- désagrégées, par industrie ou par produit, par exemple l'industrie du vêtement et les produits alimentaires (ex : riz) et énergétiques (ex : pétrole). Dans ce contexte, il est important d'énoncer clairement toutes différences connues entre les biens importé et produit localement, source majeure de la violation de l'hypothèse d'homogénéité des produits de la Loi du Prix Unique [P. K. Goldberg et M.K. Knetter (1997)].

Références :

Abiad A., Kannan P. et Lee J. (2009), Evaluating historical CGER assessments: how well have they predicted subsequent exchange rate movements? IMF WP/09/32.

Aerts Jean-Joël et Leenhardt Blaise, « Présentation du modèle macroéconomique TABLO, Modèle standard de projection à court-moyen terme de la CCCE », juin-septembre, STATECO, n° 58/59, 1989.

Agénor P.-R. et Montiel P. (1996), Development Macroeconomics, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Ames B., Brown W., Devarajan S. & Izquierdo A., "Macroeconomic Policy and Poverty Reduction", Source Book, draft for comments, avril 2001, www.worldbank.org

Aron, J., Farell, G., Muellbauer, J. et Sinclair, P. (2012), "Exchange Rate Pass-Through to Import Prices, and Monetary Policy in South Africa", WP/12/08, South African Reserve Bank Working Paper, September.

Aron, J., MacDonald, R. et Muellbauer, J. (2012), "Exchange Rate Pass-Through in Developing and Emerging Markets: A Survey of Conceptual, Methodological and Policy Issues, and Selected Empirical Findings

Banque mondiale : Manuel de gestion des dépenses publiques, téléchargeable sur internet (en français) à www1.worldbank.org/publicsector/pe (le chapitre 3 est consacré aux CDMT).

Barro, R. J. (1990), "Government spending in a simple model of endogenous growth", Journal of Political Economy 98(S5), p.103-125.

Bationo B. F. (2018), Politiques monétaires et de change, L'Harmattan, Paris.

Bénassy-Quéré A., Coeuré B., Jacquet P. et Pisani-Ferry J. (2009), Politique économique (2e édition), De Boeck, Bruxelles.

Berg A., Berkes E., Pattillo C., Presbitero A. F., Yakhshilikov Y. (2014). Assessing Bias and Accuracy in the World Bank- IMF's Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, IMF WP/14/48

Berg A., Funke N., Hajdenberg A., Lledo V., Ossowski R., Schindler M., Spilimbergo A., Tareq S., & Yackovlev I. (2009), Fiscal Policy in Sub-Saharan Africa in Response to the Impact of the Global Crisis, IMF Staff Position Note, SPN 09/10.

Berg, A. et Miao, Y. (2010), "The Real Exchange Rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back?" IMF Working Paper 10/58.

Berg A., Ostry J., (2011) "Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?", Staff Position Note SDN/11/08, IMF.

Blanchard O., Dell’Ariccia G. & Mauro P. (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, IMF, Washington D.C.

Bodart, V. ; Candelon, B. and Carpentier J-F, (2011), « Real Exchange Rates, Commodity Prices and Structural Factors in Developing Countries », Discussion Paper 2011-45, Institut de Recherches Economiques et Sociales de l’Université Catholique de Louvain.

Bourguignon F. (2003), The growth elasticity of poverty reduction : explaining heterogeneity across countries and time periods, chap 1 in Eicher & Turnovsky. Inequality and Growth. Theory and Policy Implications. CESifo Seminar Series. MIT Press. 2003.

Bruno M. & Easterly W. (1995), « Inflation crises and Long terme growth », Banque mondiale non publié (résumé dans Michael Bruno, L’inflation freine-t-elle vraiment la croissance ? » Finances et Développement, Septembre 1995, p. 35-38.

Burstein, A. et Gopinath, G. (2014), ‘International Prices and Exchange Rates’, in Handbook of International Economics, Vol. 4, Elsevier.

Bussiere, M. et al. (2010), “Methodological Advances in the Assessment of Equilibrium Exchange Rates”, Working Paper Series, No 1151, European Central Bank (ECB), January.

Ca’Zorzi, M. et Hahn, Elke. (2007), ‘Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets’, Working Paper Series No 739, European Central Bank (ECB), March.

Cady, J. (2003), “The Equilibrium Real Exchange Rate of the Malagasy Franc: Estimation and Assessment”, IMF Working Paper 03/28, (Washington: International Monetary Fund).

Camdessus Michel (1990), « Aiming for ‘High Quality Growth’ », Finance and Development, Vol. 27, n°3 (September).

Cardoso, Eliana (1992), “Inflation and Poverty”, NBER Working Paper Series, n° 4006, March.

Carnot Nicolas & Tissot Bruno, La Prévision économique, Economica, Paris, 2002.

Cashin, P. et al. (2008), “Commodity Currencies and The Real Exchange Rate” in Exchange Rate Analysis in Support of IMF Surveillance. A Collection of Empirical Studies, by Cotarelli, C. et al. (Eds), Washington D.C: International Monetary Fund.

Charfi, F.M. (2008), “Equilibrium Real Exchange Rate and Misalignments: Lessons from a VAR-ECM model applied to Tunisia”, *Panoeconomicus*, Vol. 55(4), 439-464.

Châtaigner Jean-Marc et Marc Raffinot (2005), « La croissance pro-pauvres : définition et politiques », La lettre des économistes de l’AFD, n°9, juin 2005.

Cline, W. et Williamson, J. (2012), “Updated Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates”, Policy Brief No PB12-23, Peterson Institute For International Economics, November.

Cling J.-P., Razafindrakoto M., Roubaud F. (2004). La croissance ne suffit pas pour réduire la pauvreté : le rôle des inégalités Document de travail. DIAL. 2003-04, Revue Française d'économie.

Cling JP, Razafindrakoto Mireille & François Roubaud, Les nouvelles stratégies internationales de lutte contre la pauvreté, Economica, 2003.

Cogneau Denis, Grimm Michael et Robilliard Anne Sophie (2003), « L'évaluation des politiques de lutte contre la pauvreté : l'apport des techniques de micro-simulation », chap. XIV in Cling, Razafindrakoto et Roubaud (dir.), Les nouvelles stratégies de réduction de la pauvreté, Economica, 2e édition, Paris.

Collange G. et Jourcin E. (1995) «Le modèle PRESTO, un nouvel outil de projections macroéconomiques et financières pour la Caisse Française de Développement», STATECO, n° 83-84, pp. 33-44.

Coudert, V. et Couharde, C. (2005), 'Real Equilibrium Exchange Rate in China', CEPII Working Paper No 2005-01 (Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales).

Coudert, V., Couharde, C. et Mignon, V. (2008), "Do Terms of Trade Drive Real Exchange Rates? Comparing Oil and Commodity Currencies", CEPII Working Paper No 2008-32 (Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales).

Deaton A. (1999), Commodity prices and growth in Africa, Journal of Economic Literature, 13(3), 23-40.

Diop M., Diaw A., (2014), « Politique budgétaire et stabilisation macroéconomique en union économique et monétaire : le cas de l'UEMOA », Revue de l'OFCE, 137.

Djoulfelkit H., Raffinot M. (2008), Viabilité de la dette des pays à faible revenu dans une perspective de réendettement postallègements de dette, Document de Travail AFD n°75.

Dollar, D and A. Kraay (2002). "Growth is Good for the Poor", Journal of Economic Growth, 7, 195-225.

Easterly William (2001), The Elusive Quest for Growth: economists' adventures and misadventures in the tropics, MIT Press, Traduction française

Easterly William (2006), "An identity crisis? Examining IMF financial programing", World Development, 34(6), 964-980.

Edwards S. (1990). "The International Monetary Fund and the Developing Countries: A Critical Evaluation," NBER Working Papers 2909, National Bureau of Economic Research, Inc. Cambridge, Mass.

Engel, C. (2014), "Exchange Rate and Interest Parity" in Handbook of International Economics, Vol. 4, Elsevier.

Epaulard A., Pommeret A. (2017), Introduction à la macroéconomie, La Découverte, coll. Repères.

Fabrizio S., Furceri D., Garcia-Verdu R., Li B.G., Lizarazo S.V., Mendes Tavares M., Narita F., et Peralta-Alva A. (2017), *Macroeconomic Structural Policies and Income Inequality in Low-Income Developing Countries*, Staff Discussion Notes No. 17/01, IMF.

Fonds Monétaire International (2007), 'Avis du FMI sur les Politiques de Change. Conclusions et Recommandations', Bureau Indépendant d'Évaluation, Washington DC.

Fontaine J.-M. & Lanzarotti M., (2001), « Le néo-structuralisme : de la critique du Consensus de Washington à l'émergence d'un nouveau paradigme », *Mondes en développement*, n° 113/114, janvier-juillet

Goldberg. P.K. et Knetter, M.M. (1997), 'Good Prices and Exchange Rates: What Have We Learnt?' *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, September 1997, pp. 1243-1272.

Grigoli F. et Robles A. (2017), *Inequality Overhang*, IMF Working Paper WP17/76, IMF

Günther I., Marouani M.A., Raffinot M. (2006), *La croissance pro-pauvres au Mali*, Notes et documents n° 32, Agence Française de Développement.

Haberger, A. (2004), "The Real Exchange Rate: Issues of Concept and Measurement", Paper Prepared for a Conference in Honor of Michael Mussa, June.

Haberger, A. C. (2013), "Economic Growth and The Real Exchange Rate: Revisiting the Balassa-Samuelson Effect", Paper prepared for Conference Organized by the Higher School of Economics, Moscow, Avril 2003.

Imam, P. et Minoiu, C. (2011), "The Equilibrium Exchange Rate of Mauritius : Evidence from Two Structural Models", *Emerging Finance & Trade*, Vol. 47, No. 6, pp. 134-147, November-December

IMF (2011), *Assessing Reserve Adequacy*, IMF, Washington D.C.

IMF (2011), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department*; IMF, Feb 2011

IMF Institute, *Financial Programming and Policy: The case of Sri Lanka*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1996.

IMF Institute, *Financial Programming and Policy: The case of Turkey*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2000.

Institut du FMI, *Analyse et programmation financières, application à la Côte d'Ivoire*, FMI, Washington D.C., 1984.

Institut du FMI, *Programmation financière, Méthodes et application à la Tunisie*, par R. Daumont, M. de Zamaroczy, Ph. Callier et B. Ziller, FMI, Washington, 1999.

International Monetary Fund, (2013), "External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background", Research Department, (Washington D.C., International Monetary Fund).

International Monetary Fund, (2014), "South Africa—Article IV Consultation-Staff Report; Informational Annex; Debt Sustainability Analysis; Staff Statement; Press Release; and Statement by the Executive Director for South Africa" (Washington D.C. : International Monetary Fund).

Isard, P. (1995), *Exchange Rate Economics*, New York: Cambridge University Press.

Isard, P. (2007), "Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies", IMF Working Papers 07/296, (Washington: International Monetary Fund).

Ilzetzki E., Mendoza E., A.Vegh C., (2010), "How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?", NBER Working Paper, 16 479.

Khan Mohsin S., Montiel Peter J. et Haque Nadeem U. (1991), *Macroeconomic models for adjustment in Developing Countries*, IMF.

Khundrakpam, J.K. (2007), "Economic Reforms and Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices in India", BIS Working Papers No 225, Bank of International Settlements, February.

Killick Tony (1995), *IMF Programs in Developing Countries, design and impact*, ODI, Routledge, London and New York.

Klasen, Stephan (2003), « In Search of The Holy Grail: How to Achieve Pro-Poor Growth? » in Krakowski (ed.), *Attacking Poverty: What makes growth pro-poor?* Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft.

Koranchelian, T. (2005), "The Equilibrium Real Exchange Rate in a Commodity Exporting Country: Algeria's Experience", IMF Working Paper 05/135, (Washington: International Monetary Fund).

Kraay A; (2010), "How large is the government spending multiplier? Evidence from World Bank lending." World Bank Policy Research Paper.

Leenhardt, B. et Olive G. (1994), « Tablo, un exemple de modèle quasi comptable pour pays en développement, STATECO », n° 79-80, Sept.-déc.

Limi, A. (2006), "Exchange Rate Misalignment: An Application of the Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER) to Botswana", IMF Working Paper 06/140, (Washington: International Monetary Fund).

MacDonald, R. (2007), *Exchange Rate Economic: Theory and Evidence*, London: Routledge.

MacDonald, R. et Ricci, L.A. (2008), "Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate in South Africa", in *Exchange Rate Analysis in Support of IMF Surveillance. A Collection of Empirical Studies*, by Cotarelli, C. et al. (Eds), Washington D.C.: IMF.

Magud, N. et Sosa, S. (2010), "When and Why Worry about Real Exchange Rate Appreciation ? The Missing Link between Dutch Disease and Growth", IMF Working Paper 10/271, (Washington: International Monetary Fund).

Martens André et Decaluwe Bernard, Le cadre comptable macroéconomique et les pays en développement, Karthala, 1996.

Meese, R. et Rogoof, K. (1983), "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?", Journal of International Economics, Vol 14, pp. 3-24.

MEF-GTZ, (1997) L'instrument automatisé de prévision, une maquette macro-économique pour gérer l'économie du Burkina Faso, 2 tomes, Ouagadougou, décembre 1997.

Meier R. (1989), « Elaboration d'un modèle macro-économique de prévision à court terme pour le Rwanda », STATECO, n 58-59, juin-septembre

Meier R. et Raffinot M. (2005), « S'approprier les politiques de développement : nouvelle mode ou vieille rengaine ? Une analyse à partir des expériences du Burkina Faso et du Rwanda, Revue Tiers Monde, t. XLVI, n° 183, juillet-septembre 2005, p. 625-649.

Meier R. et Raffinot M. (2006), « Faut-il continuer à élaborer en Afrique des modèles quasi-comptables centrés sur les tableaux ressources-emplois (TRE) ? » STATECO, n°100.

Menon, J. (1995), "Exchange Rate Pass-Through", Journal of Economic Surveys, Vol. 9, No. 2, pp. 197-231.

Mesplé-Somps Sandrine & Raffinot Marc, Réforme budgétaire et gestion par les objectifs dans les pays à faible revenu, Document de travail DIAL, DT 2003/13. 2003. Disponible sur www.dial.prd.fr

Musyoki, D., Pokhariyal G.P. et Pundo, M. (2012), "Real Exchange Rate Equilibrium and Misalignment in Kenya", Journal of Business Studies Quarterly (2012), Vol. 3, No. 4 pp. 24-42.

Ndulu B., with Chakraborti L., Lijane L., Ramachandran V. & Wolgin J. (2007), Challenges of African Growth. Opportunities, constraints and strategic Directions, The World Bank, Washington D.C.

Obsfeldt, M. et Rogoff, K. (1996), Foundations of International Macroeconomics, Cambridge, Mass : MIT Press.

OPPG (2005) Operationalizing Pro-poor Growth Research Program, Pro-poor Growth in the 1990s, lessons and insights from 14 countries, Agence Française de Développement, Bundesministerium für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, U.K. Department for International Development, The World Bank, Washington. Téléchargeable sur <http://www.dfid.gov.uk/pubs/files/growth-poverty-report.pdf>

Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., S. Qureshi M.S., Reinhart D.B.S., (2010), Capital Inflows: The Role of Controls, IMF staff position note, 10/04.

Ostry J.D., Berg A., Tsangarides Ch. G. (2014), Redistribution, Inequality, and Growth, IMF Staff discussion note, 14/02.

Plane P., Combes J.-L., Ary Tanimoune N. (2008), La politique budgétaire et ses effets de seuil sur l'activité en Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine (UEMOA), Économie & prévision, n°186, 2008-5

Phuc, N.P. et Duc-Tho, N. (2009), "Exchange Rate Policy in Viet Nam, 1985-2008", ASEAN Economic Bulletin, Vol. 20, No. 2, (2009), pp. 137-63.

Polak J.J. (1957), « Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems », IMF Staff Papers, IMF, vol. 6, pp. 1-50.

Raffinot M. et Ferrry M. (à paraître) La dette des pays en développement, La Découverte, coll. Repères.

Rappetti, M. Skott, P. et Razmi, A. (2011), The Real Exchange Rate and Economic Growth : Are Developing Countries Different ? Working Paper 2011-07, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst.

Razafimahefa, I.F. (2012), Exchange Pass Through in Sub-Sahara African Economies and Its Determinants, IMF Working Paper 12/141, (Washington: International Monetary Fund).

Razafindrakoto M. (2000), « Un dispositif pérenne de suivi macroéconomique. Le cadre d'utilisation du modèle Prestomad », STATECO, n°95-97, 2000.

Rodrik D. (2008), The exchange rate and economic growth, Brookings Papers on Economic Activity, Fall, p. 365-439.

Rogoff, K. (1996), "The Purchasing Parity Puzzle", Journal of Economic Literature, Vol. 34, June 1996, PP. 647-668.

Rowland, P. (2004), 'Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: The Case of Colombia', Draft, Ensayos Sobre Política Económica, Banco de la República.

Sarel M. (1995), "Non Linear Effects of Inflation on Economic Growth", IMF Working Paper, WP/95/56, Washington D.C.

Sarno, L. et Taylor, M.P. (2002), The Economics of Exchange Rates, New York: Cambridge University Press.

Spilimbergo A., Symansky S., Blanchard O., et Cottarelli C. (2008), Fiscal Policy for the crisis, Staff Position Note, SPN/08/01, Décembre.

Stiglitz J. E. (2002), La grande désillusion, Fayard

Stockman, A. (1980), "A Theory of Exchange Rate Determination", Journal of Political Economy, Vol. 88, pp673-698.

Swan, T.W. (1963), "Long-Run Problems of the Balance of Payments" dans The Australian Economy: A Volume of Readings, édité par H.W. Arndt et W.M. Corden (Melbourne: F.W. Cheshire).

Tarp F., Stabilization and Structural Adjustment, macroeconomic frameworks for analysing the crisis in sub-saharan Africa, Routledge, Londres et New York, 1993.

Tashu, M. (2015), « Drivers of Peru's Equilibrium Real Exchange Rate: Is the Nuevo Sol a Commodity Currency ? IMF Working Paper 15/26 (Washington: International Monetary Fund).

Taylor Lance (1979), Macromodels for developing countries, Macmillan.

Taylor Lance (1994), Gap models, Journal of Development Economics, 45, 17-34.

Taylor Lance (2004), Reconstructing Macroeconomics, Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream, Harvard University Press.

Wren-Lewis, S. (1992), "On the Analytical Foundations of the Fundamental Equilibrium Exchange Rate" in Colin P. Hargreaves (ed.), Macroeconomic Modelling of the Long Run (London: Edward Elgar).

Yasser A. et Tsangarides C. (2008), "Modeling the Real Exchange Rates in WEAMU and CEMAC", in Exchange Rate Analysis in Support of IMF Surveillance. A Collection of Empirical Studies, by Cottarelli, C. et al. (Eds), Washington D.C.: International Monetary Fund.

ACHEVÉ D'IMPRIMER SUR LES PRESSES
DE L'IMPRIMERIE DE LA BCEAO
JUILLET 2019

