NATIONS
UNIES

TD

Conférence
des Nations Unies
sur le commerce
et le développement

Distr.
GENERALE

TD/B/COM.1/EM.5/2
24 février 1998

FRANCAIS
Original : ANGLAIS

Conseil du commerce et du développement
Commission du commerce des biens et services,
et des produits de base, troisième session
Réunion d'experts sur l'efficacité des nouveaux
instruments du marché et leur utilité pour les
pays tributaires de produits de base : gestion
des risques et financement avec garantie
Genève, 4 mai 1998
Point 3 de l'ordre du jour

EFFICACITE DES NOUVEAUX INSTRUMENTS DU MARCHE ET LEUR UTILITE POUR LES PAYS TRIBUTAIRES DE PRODUITS DE BASE : GESTION DES RISQUES ET FINANCEMENT AVEC GARANTIE

Rapport du secrétariat de la CNUCED

TABLE DES MATIERES

	Paragraphes
INTRODUCTION	1 - 5
I. UTILITE ET EFFICACITE DES INSTRUMENTS FINANCIERS MODERNES POUR LES ENTREPRISES : GESTION DES RISQUES DE PRIX ET FINANCEMENT AVEC GARANTIE	6 - 20
A. Expériences	6 - 9
B. Obstacles	10 - 14
1. Méconnaissance et manque de formation	10 - 11
2. Lacunes institutionnelles	12
3. Cadre directif, juridique et réglementaire	13

GE.98-50219 (F)

4. Risques souverains 14

C. Efficacité . . . . . 15 - 20

TABLE DES MATIERES (suite)

Paragraphes

II. IMPORTANCE DE LA GESTION DU RISQUE DE PRIX ET DE L'ACCES AU CREDIT A UN COUT ABORDABLE POUR LES AGRICULTEURS . . . 21 - 30

A. Expériences . . . . . 21 - 26
B. Comment surmonter les obstacles . . . . . 27 - 29
C. Efficacité 30

III. LES POLITIQUES GOUVERNEMENTALES ET LE RISQUE DE PRIX . . . 31 - 50

A. Risques de prix : risques directs encourus par les gouvernements, et moyens de les atténuer . . . . . 33 - 46

1. Fonds et politiques de stabilisation hybrides 34 - 35
2. Lier le service de la dette à l'évolution des prix des produits de base . . . . . 36 - 37
3. Les marchés à terme et de gré à gré de la gestion des risques 38
4. Obstacles . . . . . 39 - 46

B. Risque indirect . . . . . 47 - 49

C. Efficacité 50

IV. CONCLUSION . . . . . 51 - 57

INTRODUCTION

1. En 1995, les produits de base représentaient encore 64 % des exportations des pays d'Amérique latine et des Caraïbes, 74 % de celles des pays africains et 39 % de celles des pays d'Europe centrale et orientale. L'Asie est la seule région où la majorité des pays ont réussi à diversifier leurs exportations (les produits de base y représentent actuellement 23 % des exportations totales), mais certains groupes de pays (pays insulaires du Pacifique, exportateurs de pétrole) restent fortement tributaires des produits de base. Ces produits occupent également une place importante dans les importations de la plupart des pays.

2. Il va donc sans dire que l'évolution défavorable des prix ou des conditions du commerce des produits de base peut avoir des incidences considérables sur la majorité des pays qui en sont tributaires. Les marchés des produits de base ne sont malheureusement pas stables et, compte tenu de l'échec des tentatives faites jusque-là pour les stabiliser, il est peu probable qu'il en aille autrement dans un avenir proche. Les instruments financiers modernes du marché - contrats à terme, options, swaps et diverses formes de financement avec garantie (voir encadré 1) - ne sont peut-être pas la solution idéale aux problèmes causés par l'instabilité des marchés, mais il n'y en a pas de meilleure actuellement.

Encadré 1

Instruments modernes de gestion du risque de prix et de financement avec garantie pour les produits de base

Les risques de contrepartie et les risques de prix ont toujours été inhérents à la production, à la transformation et au commerce des produits de base. On s'efforce depuis plusieurs siècles de les gérer par divers moyens : contrats à terme, associations professionnelles, etc. Au cours des 20 dernières années, les outils utilisés n'ont toutefois cessé de se multiplier et de se perfectionner. Dans le domaine de la gestion du risque de prix, les bourses de produits offrent désormais des possibilités intéressantes et le rôle joué par les banques et d'autres entités financières a rapidement pris de l'ampleur. Pour atténuer le risque de contrepartie, de nouvelles techniques ont été mises au point, qui consistent notamment à utiliser des transactions sur produits de base pour garantir des financements. La valeur des produits de base dépendant en partie des prix, la gestion du risque de prix est en général intégrée à ces nouvelles techniques de financement.

Le principal inconvénient des instruments en question est qu'ils sont complexes et peuvent être utilisés à mauvais escient, voire à des fins frauduleuses, ce qui peut entraîner des pertes considérables et même des faillites. Des affaires médiatisées comme celle de la banque Barings peuvent susciter une certaine appréhension chez ceux qui connaissent peu les marchés financiers modernes. Si la gestion de certains instruments proposés demande beaucoup de temps, d'autres sont relativement faciles et simples à utiliser. Pour les premiers, il existe des principes directeurs sur les modalités de mise en place de systèmes de contrôle efficaces.

Les divers instruments ainsi que leurs avantages et leurs inconvénients sont examinés en détail dans les documents de la CNUCED ci-après : "A Survey of commodity risk management instruments", UNCTAD/COM/15/Rev.2, mars 1998; "Collateralized commodity financing, with special reference to the use of warehouse receipts", UNCTAD/COM/84/Rev.1, mars 1998; "The role of collateralized finance in funding the commodity sector", UNCTAD/ITCD/COM/14, mars 1998. Pour en savoir plus sur les systèmes de contrôle et sur l'élaboration d'une stratégie de gestion des risques, on peut se reporter au document de la CNUCED intitulé "Company controls and management structures - the basic requirements for a sound use of market-based risk management instruments", UNCTAD/ITCD/COM/Misc.1, 1996.

3. Ces instruments présentent deux grands avantages. Premièrement, ils peuvent servir à améliorer le profil des risques de financement d'une entité en la rendant moins sensible à une évolution défavorable des prix. En d'autres termes, ils permettent d'accroître la prévisibilité des coûts et des recettes (ceux qui s'exposent aux risques liés aux prix des produits de base alors que de bons instruments de gestion de ces risques existent, se livrent en fait, à la spéculation). Le second avantage de ces instruments (qui découle en partie du premier) est qu'ils réduisent le risque de défaillance, ce qui pourra encourager les prêteurs à consentir des crédits plus importants à des conditions plus favorables. Tous ces avantages valent, du moins en théorie, pour n'importe quelle entité (même si, dans la pratique, de nombreuses entités peuvent avoir du mal à utiliser ce type d'instrument), qu'il s'agisse d'un gouvernement, d'un organisme semi-public, d'une société de négoce ou d'un exploitant agricole. Des inconvénients existent néanmoins : il faut apprendre à bien utiliser ces instruments, il y a des coûts de transaction et, en termes de gestion des risques, il y a généralement un compromis à accepter : la limitation des pertes qui résulteraient d'une évolution défavorable des prix s'accompagne souvent de l'impossibilité, dans certains cas, de profiter d'une hausse des prix.

4. Les instruments modernes dont il est question ici ne sont pas une panacée; en particulier, ils ne peuvent guère contribuer à stabiliser les marchés mondiaux de produits de base - ils permettent seulement de mieux s'adapter à leur instabilité. Ils peuvent néanmoins servir des objectifs plus modestes, tels que défendre des budgets, améliorer la gestion de la trésorerie, élargir l'accès au crédit ou en réduire le coût.

5. Le présent rapport examine l'utilité et l'efficacité de ces instruments pour ce qui est d'atténuer les risques et de réduire les coûts de transaction pour les entités intéressées : entreprises (publiques ou privées), exploitants agricoles et gouvernements. Il est à noter que la libéralisation des marchés des produits de base a avivé une concurrence qui impose aux différents acteurs de pouvoir exploiter pleinement l'ensemble des instruments de commercialisation disponibles. Les pouvoirs publics ayant renoncé à commercialiser les produits de base et à en fixer les prix, de nouveaux groupes d'acteurs sont dorénavant exposés à des risques (de prix) et à des difficultés (d'accès aux marchés du crédit) qu'ils ne connaissaient pas auparavant. Les problèmes pratiques qui se posent ainsi à ces acteurs, souvent modestes, sont examinés plus avant dans le présent rapport.

Chapitre I

UTILITE ET EFFICACITE DES INSTRUMENTS FINANCIERS MODERNES POUR LES ENTREPRISES : GESTION DES RISQUES DE PRIX ET FINANCEMENT AVEC GARANTIE

A. Expériences

6. Les marchés internationaux de produits de base deviennent de plus en plus concurrentiels, ce qui soumet les exportateurs de ces produits à une pression accrue. Les marchés financiers modernes peuvent beaucoup aider les exportateurs à rester compétitifs en leur permettant d'être plus souples, de prendre davantage de risques et de limiter leurs coûts.

7. En faisant appel aux outils de gestion du risque de prix, les entreprises peuvent améliorer leur fonctionnement de diverses manières car, contrairement à ce que l'on peut parfois penser, la gestion des risques n'est pas un jeu à somme nulle. D'après une étude de KPMG, les clients de cette grande société internationale d'audit affichaient, après adoption d'un programme de gestion des risques, une augmentation de leurs bénéfices de 55 % en moyenne, se répartissant comme suit : 20 % du fait de l'amélioration des marges et de l'augmentation du chiffre d'affaires avec les clients traditionnels, 15 % en raison d'une meilleure gestion de la trésorerie et 10 % grâce à de nouveaux produits ou clients [1].

8. Une telle hausse des bénéfices est rendue possible :

a) Par le fait que les directeurs peuvent se concentrer sur des questions stratégiques au lieu de se préoccuper de l'évolution au jour le jour des prix (toutefois, le choix d'une stratégie complexe de gestion des risques imposera de consacrer beaucoup de temps à son suivi);

b) Par une amélioration des politiques de commercialisation et de fixation des prix;

c) Par une gestion de trésorerie beaucoup plus efficace;

d) Par une mobilisation plus facile des ressources nécessaires au lancement de nouveaux projets rentables, en partie grâce à une amélioration de la cote de crédit de la société.

9. L'utilisation de garanties pour obtenir un financement réduit automatiquement le risque de contrepartie, y compris dans les échanges internationaux, ce qui veut dire qu'il est possible d'obtenir des prêts plus importants à des conditions plus favorables. Elle peut prendre plusieurs formes, la plus élaborée étant l'affectation de produits de base à une structure ad hoc à l'étranger qui vend ensuite des titres à des investisseurs institutionnels [2]. On trouvera dans l'encadré 2 un exemple de titrisation et dans l'encadré 3 des exemples de financement et de leur incidence favorable sur la cote de crédit (et donc les coûts de financement) des entreprises concernées.

Encadré 2

Utilisation de produits de base comme garantie : l'exemple de Mobil Producing Nigeria Unlimited

Mobil Producing Nigeria (MPN) détient une participation de 40 % dans une coentreprise créée avec la Nigerian National Petroleum Corporation pour la production offshore d'hydrocarbures. Elle avait besoin de 330 millions de dollars des Etats-Unis pour financer un nouveau projet, Oso Natural Gas Liquids.

Le Nigéria n'étant pas noté et la société mère américaine n'étant pas disposée à garantir l'emprunt de MPN, celle-ci n'aurait normalement pas pu emprunter à un meilleur taux que celui qui est consenti au Gouvernement nigérian. Pour surmonter ce problème, une banque d'affaires a monté une "émission de titres adossés à des actifs". La production future de condensats de gaz naturel et de pétrole brut du projet a été vendue à un acheteur international. Celui-ci a affecté les recettes futures de la vente à un organisme étranger de gestion de portefeuille, qui a émis des certificats qui ont été vendus à des investisseurs institutionnels, essentiellement aux Etats-Unis d'Amérique. La demande de titres a été largement supérieure (plus de un milliard de dollars E.-U.) à l'offre et MPN a obtenu sur le prêt consenti, d'une durée de 7-8 ans (beaucoup plus longue qui aurait normalement été proposé dans un pays comme le Nigéria), un taux d'intérêt inférieur de 4 % que ce à celui qu'elle aurait dû verser.

Une telle amélioration de la cote de crédit d'une société (et donc des conditions de crédit qui lui sont accordées) grâce à un financement avec garantie n'a rien d'exceptionnel. Dans des dizaines de cas, des entreprises ont ainsi pu obtenir des prêts importants à des conditions plus favorables que celles qui étaient consenties à leur pays.

B. Obstacles

1. Méconnaissance et manque de formation

10. Dans les pays en développement et les pays en transition, nombre d'entités privées opérant aujourd'hui sur les marchés de produits de base ne participent au commerce international que depuis quelques années, d'où une connaissance et une compréhension limitées des méthodes modernes de commercialisation et de financement des produits de base. Il en va de même d'un grand nombre de banques locales : leurs politiques de prêt ayant été déterminées pendant de longues années par les pouvoirs publics, elles n'ont souvent pas les compétences ou, en général, l'expérience nécessaires pour offrir à leurs clients un accès aux marchés financiers modernes. De grands efforts de sensibilisation et de formation sont donc indispensables. L'expérience montre qu'une fois informées des possibilités qu'ils offrent, les grandes sociétés sont nombreuses à se porter rapidement sur ces marchés.

11. Pour ce qui est des entités semi-publiques, le problème tient souvent moins à l'ignorance du personnel financier ou commercial qu'à celle de leurs dirigeants politiques. Beaucoup de ces entités sont techniquement prêtes à engager un programme de gestion des risques (dont la mise en place peut encore prendre plus d'une année), mais elles ont avant tout besoin de recevoir le soutien politique voulu.

2. Lacunes institutionnelles

12. Les banques locales apparaissent comme des intermédiaires naturels entre les marchés financiers modernes et la multitude de nouveaux acteurs, relativement modestes, qui participent directement au commerce des produits de base. Malheureusement, elles sont quasiment absentes de ce secteur dans la plupart des pays en développement (à quelques exceptions notables, dont l'Eastern and Southern African Trade and Development Bank), ce qui pénalise gravement les petites entreprises, y compris les associations d'agriculteurs. Les autres entités qui pourraient servir d'intermédiaires, en particulier les associations d'agriculteurs sont souvent elles aussi relativement faibles.

Encadré 3
Exemples de titres adossés à des actifs émis par des pays en développement

Emetteur	Pays	Evaluation du risque pays (S&P)	Evaluation du risque lié à l'émission (S&P)	Produits de base exportés
Pemex	Mexique	BB	A	Pétrole
AHMSA	Mexique	BB	BBB-	Acier
Corpoven	Venezuela	B+	BBB	Pétrole
Bitor	Venezuela	B+	BBB-	Orimulsion
Alcoa do Brasil	Brésil	B	BBB-	Aluminium
Aracruz Celulose	Brésil	B	BBB	Pâte à papier
Samarco	Brésil	B	BBB-	Minerai de fer
YPF	Argentine	B2*	BBB	Exportations de pétrole
Southern Peru Copper	Pérou		BBB-	Cuivre
Ras Laffan	Qatar	BBB	BBB+	Pétrole
Mobil Producing Nigéria	Nigéria	pas de note	Baa3**	Pétrole
Freeport McRohan	Indonésie	BBB-	A	Or

Source : Exposés présentés par Paribas Capital Markets et Credit Suisse First Boston.

S&P : note de Standard & Poor's.

* Note de Moody's : équivaut à B+ chez S&P.

** Note de Moody's : équivaut à BBB chez S&P.

3. Cadre directif, juridique et réglementaire

13. L'inadaptation du cadre juridique et réglementaire est un obstacle important à une meilleure utilisation par les entreprises des nouveaux marchés financiers. Les politiques qui annulent les incitations à la gestion des risques et au financement avec garantie constituent également une entrave. Les problèmes résident dans : l'interdiction de recourir aux marchés de la gestion des risques, ou l'adoption de politiques ou de pratiques aboutissant au même résultat (par exemple, l'interdiction d'utiliser des comptes de garantie bloqués à l'étranger ou des devises pour régler des appels de marge); l'insuffisance des normes comptables; des politiques de prix minimum à l'exportation ou des régimes de taxation des exportations ou des importations n'acceptant pas les opérations de couverture; des systèmes d'octroi de licences et d'autres mesures qui limitent les possibilités pour des prêteurs étrangers de prendre des produits de base en garantie [3]; les interventions directes sur le marché du crédit; l'absence ou la non-application de règles appropriées dans les procédures de faillite; et diverses restrictions concernant les catégories d'actifs pouvant servir de garantie (ce qui revient, dans les faits, à introduire une discrimination contre les pauvres). De telles restrictions peuvent avoir un coût élevé : un chercheur de la Banque mondiale a estimé que le coût social, en Argentine et en Bolivie, des obstacles aux opérations de financement avec garantie se situait entre 5 et 10 % du PNB [4].

4. Risques souverains

14. Dans une opération de gestion des risques comme dans tout type de financement accordé à une entité d'un pays étranger, le bailleur de fonds est exposé non seulement au risque de défaillance de la contrepartie, mais aussi aux risques liés au pays de la contrepartie. La contrepartie sera-t-elle, par exemple, en mesure de se procurer des devises pour honorer ses engagements ? L'organisme public directement ou indirectement responsable de la politique d'exportation interférera-t-il avec le droit d'exporter de la contrepartie ? Etant donné qu'on ne peut être sûr que le même gouvernement restera en place pendant toute la durée de la transaction, y a-t-il un risque de voir son successeur revenir sur les engagements contractés ? Les risques souverains alourdissent le coût de la gestion des risques (comme de toute autre forme de financement) et, en l'absence de garanties, sont pour beaucoup d'entités un obstacle rédhibitoire. Ces garanties ont un coût et, ce qui est sans doute plus grave, il peut être très difficile de les produire, en particulier pour les entreprises semi-publiques et les ministères assujettis aux clauses d'engagement de non-nantissement figurant dans leurs accords de prêt avec des institutions financières multilatérales [5]. Il est néanmoins possible d'obtenir des garanties extérieures : par exemple, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement et la Société financière internationale ont garanti des programmes de gestion des risques, et certains organismes de crédit à l'exportation assurent les risques souverains. L'encadré 4 expose un certain nombre de mesures qui peuvent contribuer à élargir l'accès aux marchés financiers étudiés ici.

Encadré 4

Quelques mesures pour améliorer l'accès aux marchés financiers modernes

AMELIORER LA NOTE DE RISQUE SOUVERAIN	
*	Mise en place d'un système d'entreposage approprié, y compris du cadre juridique et réglementaire voulu
*	Possibilité de souscrire une assurance en monnaie convertible
*	Adaptation de la législation commerciale aux nouvelles exigences du commerce des produits de base, en particulier en ce qui concerne la garantie et la propriété des biens ainsi que la faillite
*	Elargissement du système d'octroi de licences d'exportation
*	Révision du contrôle des changes et de la réglementation régissant les prix minimum à l'exportation de façon à ne plus entraver les transactions commerciales licites
*	Information publique sur les mesures prises pour encourager le recours aux méthodes modernes de commercialisation et de financement
AIDER A MIEUX UTILISER LES POSSIBILITES DE FINANCEMENT STRUCTURE	
*	Organisation d'actions concertées visant à sensibiliser les responsables publics, les producteurs, les transformateurs, les négociants et les banquiers des pays en développement aux financements structurés et à leur faciliter l'accès à ces techniques
*	Promotion du rôle des banques régionales et nationales dans l'obtention de financements contre récépissés d'entrepôt
*	Etude des possibilités d'entreposer des produits de base à l'étranger
FACILITER LES FINANCEMENTS STRUCTURES GRACE A UNE ACTION INTERNATIONALE	
*	Financement extérieur d'une infrastructure d'entreposage
*	Création d'une installation d'"entreposage international", les risques souverains étant couverts par un organisme international
*	Renforcement des systèmes d'escompte des lettres de crédit de financements contre récépissés d'entrepôt
*	Encouragement à la normalisation des contrats commerciaux de produits physiques
*	Renforcement des capacités pour l'assurance des risques liés aux transactions adossées à des récépissés d'entrepôt
*	Modification de la position des institutions financières internationales en ce qui concerne la clause de non-nantissement

C. Efficacité

15. Les marchés financiers modernes aident-ils efficacement les entreprises à atteindre leurs objectifs ? En général, ils leur permettent de s'en rapprocher, mais ils ont leurs propres limites, qui valent pour n'importe quel type d'usager, et non pas seulement pour les entreprises de pays en développement.

16. Les recettes d'exportation ou les coûts à l'importation étant fonction à la fois du volume et du prix des produits, un programme de gestion du risque de prix n'éliminera pas le risque quantitatif. Il y a également, dans la pratique, ce que l'on appelle le "risque de base" : c'est non pas le prix des exportations du pays considéré qui servira de base, mais un prix de référence (par exemple, le cours du pétrole brut à la bourse des marchandises de New York). Tant que le prix des exportations suit fidèlement le prix international de référence, il n'y a aucun problème, mais lorsque cette corrélation n'est pas parfaite ("risque de base"), les résultats du programme de gestion des risques peuvent être décevants. Par exemple, si le prix international de référence reste stable tandis que le prix des exportations du pays chute de 10 %, il n'y aura pas de compensation possible, même avec un programme de gestion des risques. Pour qu'un tel programme soit efficace, il faut donc au préalable qu'existe un marché international liquide où sont négociés des produits dont le prix est fortement corrélé au prix du produit visé. Dans la pratique, cela veut dire que les perspectives d'utilisation de ces outils sont bonnes pour la grande majorité des exportateurs de produits tels que le café, le cacao, l'huile et le cuivre, et pour les importateurs de produits comme le blé, les huiles végétales et le sucre [6]. Par contre, les marchés à terme qui existent pour d'autres produits, dont le coton, le contreplaqué et le bétail, sont très peu représentatifs du commerce mondial de ces produits. Enfin, pour d'autres produits de base importants (poisson, minerai de fer), il n'existe tout simplement pas de marchés à terme.

17. Toutefois, avant d'en conclure que les marchés en question n'ont pas d'utilité, il convient d'examiner les autres solutions possibles. En n'utilisant pas les marchés à terme, on s'expose de manière constante à un risque de prix sur la totalité de la production qui est généralement plus important que le risque de base; autrement dit, ces marchés permettent de réduire notablement les probabilités de pertes considérables en cas d'évolution défavorable des prix et donc de mieux supporter les pertes éventuelles (lorsque l'on recourt aux contrats à terme pour la gestion des risques, les probabilités de gains élevés sont également plus faibles, mais, comme il a été noté auparavant, l'objectif est de réduire les risques, pas de spéculer sur l'évolution future des prix).

18. Les programmes de gestion des risques de prix sont également limités dans le temps. Ces dernières années, la période couverte s'est allongée et, pour certains produits (pétrole brut, or, aluminium, cuivre), les marchés sont désormais relativement liquides à plus de cinq ans. Pour des produits tels que le sucre, le café et le cacao, il est toutefois généralement difficile de mettre en place un programme efficace de gestion des risques pour des périodes dépassant deux ans, en particulier si celui-ci comporte des options. Pour des cultures annuelles comme le blé, la période est encore plus courte. Si l'efficacité des marchés de la gestion des risques est réelle pour ce qui est de sauvegarder un budget annuel, il n'en va pas nécessairement de même pour des périodes de planification ou d'investissement plus longues. Il reste qu'un programme de gestion des risques donne le temps de s'adapter à l'évolution du marché.

19. L'objectif ultime de la gestion des risques est double : accroître la flexibilité afin d'améliorer la commercialisation et assurer en permanence à l'entreprise une trésorerie suffisante pour entreprendre des projets rentables sans alourdir de manière excessive ses coûts de financement. Selon la situation de trésorerie de l'entreprise et le montant des transactions en jeu, le recours aux marchés de la gestion des risques et du financement avec garantie n'est pas toujours le meilleur moyen d'atteindre cet objectif. Si l'entreprise n'en a pas besoin pour améliorer sa commercialisation ou si ses disponibilités sont très importantes (ou si elle a très facilement accès aux marchés financiers), l'utilisation de ces marchés peut alors représenter un gaspillage de ressources. Dans la pratique, peu de sociétés entrent dans cette catégorie : la plupart des 1 000 plus grandes entreprises figurant dans le classement de Fortune y ont recours.

20. En ce qui concerne l'utilité du financement avec garantie, on peut dire que les taux d'intérêt sont généralement plus bas, mais les coûts de transaction plus élevés que dans le cas de crédits non garantis. Si la transaction est d'un montant modeste ou si la société a une bonne réputation et des facilités de financement, l'économie de taux d'intérêt peut ne pas compenser le surcroît de coûts de transaction. Il est à noter en outre que l'incapacité des banques locales de monter des financements avec garantie peut avoir pour effet d'exclure les petites entreprises du marché. Ce type de financement se développe néanmoins : en Amérique latine par exemple, il remplace de manière croissante le plus classique et plus coûteux crédit documentaire pour le financement des produits de base.

Chapitre II

IMPORTANCE DE LA GESTION DU RISQUE DE PRIX ET DE L'ACCES AU CREDIT A UN COUT ABORDABLE POUR LES AGRICULTEURS

A. Expériences

21. La plupart des gouvernements ont réduit ou entrepris de réduire leur degré d'intervention dans le secteur agricole ces dernières années, ce qui a eu un double impact sur les agriculteurs. Premièrement, ceux-ci se retrouvent exposés à un risque de prix qui était auparavant pris en charge par les pouvoirs publics - de manière progressive dans des pays comme les Etats-Unis d'Amérique, où la loi de 1996 intitulée "Freedom to Farm" prévoit une période de transition de sept ans, mais d'une année sur l'autre dans la plupart des pays en développement et des pays en transition. Deuxièmement, du fait du retrait des pouvoirs publics et de l'atomisation des circuits de commercialisation, les systèmes de crédit se sont souvent effondrés, ce qui a eu des conséquences néfastes pour la productivité (interruption des approvisionnements en intrants) et a obligé les agriculteurs à vendre leurs produits directement après la récolte (d'où une diminution des prix payés et des distorsions dans leurs variations saisonnières).

22. Les outils de gestion du risque de prix peuvent être difficiles à utiliser (voir l'encadré 5). Leurs coûts de transaction étant élevés, il n'est valable d'y recourir que dans le cadre d'associations d'agriculteurs. Celles-ci doivent avoir accès non seulement à une information sur ces instruments et sur les marchés sur lesquels ils sont négociés (qui sont souvent situés à l'étranger), mais aussi aux opérateurs compétents. Il leur faut ensuite embaucher du personnel qualifié, rechercher un intermédiaire, satisfaire aux conditions posées par le marché en matière de crédit, etc. Tout cela n'a pas empêché de nombreuses associations d'agriculteurs dans différents pays de fournir à leurs membres une couverture des risques de prix au moyen de contrats à terme et d'options (par exemple pour le café au Costa Rica et le coton en Ouganda). La concurrence entre les négociants aide également les agriculteurs à tirer parti des marchés de la gestion des risques.

23. Pour autant que les pouvoirs publics veuillent prendre les mesures nécessaires, les problèmes concernant le système de crédit sont relativement faciles à résoudre, comme on le voit déjà dans un certain nombre de pays. Les exploitants agricoles sont en théorie de bons clients pour les établissements de crédit : pour être efficaces, ils ont constamment besoin de crédits (ce qui les incite à rembourser leurs emprunts en temps voulu) et leurs récoltes ou leur bétail sont de bonnes garanties. Il faut simplement mettre en place un système qui permette aux banques de tirer parti de ces atouts.

Encadré 5

Exemple d'utilisation d'options par une association d'agriculteurs pour la couverture du risque de prix

Une association d'agriculteurs souhaite acheter des intrants agricoles pour le compte de ses membres. Mais la banque à laquelle elle demande un crédit constate que la capacité de remboursement de l'association (qui commercialise également la production de café de ses membres) dépend dans une large mesure du prix auquel lui sera achetée cette production au moment du remboursement du prêt. L'instabilité des cours du café est telle que, sans gestion des risques, il y a un réel danger que les recettes de l'association ne soient pas suffisantes. Au cours des dernières années, le prix international de l'arabica a fluctué dans les fourchettes suivantes :

1994 : entre 80 et 220 cents/livre
1995 : entre 110 et 180 cents/livre
1996 : entre 110 et 130 cents/livre
1997 : entre 130 et 270 cents/livre.

Il serait donc logique, pour la banque, de protéger les recettes de l'association au moyen d'un programme de gestion des risques. Il est toutefois hors de question d'utiliser des contrats à terme, car si les prix augmentent et que l'association est liée par le prix fixé, les agriculteurs ne respecteront probablement pas leurs engagements de livraison auprès d'elle et préféreront vendre directement à des négociants. La banque décide donc d'inclure dans l'accord de financement une série d'options qui protègent l'association en cas de baisse des cours, tout en lui permettant de profiter d'éventuelles hausses. Il va sans dire que les options ont un coût, mais sans elles, l'association n'aurait pu obtenir le crédit demandé et ses membres n'auraient pas bénéficié d'un prix minimum garanti pour leur production future.

24. Il est essentiel en l'occurrence de concevoir des techniques garantissant le remboursement des prêts. En simplifiant quelque peu, on peut dire qu'il existe deux méthodes. La première consiste à intervenir dans le paiement des produits - lorsque les produits sont livrés, l'acheteur (par exemple, un négociant ou une bourse de commerce) règle la banque qui a consenti un crédit aux agriculteurs; celle-ci paye ensuite les agriculteurs après avoir déduit le remboursement du crédit. Ce système, ou une version légèrement plus élaborée, est utilisé dans plusieurs pays d'Europe centrale et orientale et d'Amérique centrale, ainsi qu'en Zambie, par exemple [7]. La deuxième méthode, qui donne souvent de bons résultats, est d'utiliser les produits de base eux-mêmes, plutôt que les recettes qui en sont attendues, comme garantie, la technique la plus courante étant le financement contre récépissés d'entrepôt (voir l'encadré 6) [8].

25. Dans un financement contre récépissés d'entrepôt, une banque (ou un autre organisme) accorde un crédit garanti par des marchandises stockées dans un entrepôt (de préférence) indépendant. Le risque de défaillance est transféré de l'emprunteur à la société d'entreposage, qui est souvent une entité importante offrant des garanties financières et étant en outre dûment assurée.

Encadré 6

Avantages du financement contre récépissés d'entrepôt : l'exemple du café au Kenya

Les banques sont disposées à accorder des crédits plus importants à des conditions plus favorables si les emprunteurs peuvent fournir des garanties, les produits de base étant en l'espèce une bonne garantie. Les garanties impliquent des frais de gestion supplémentaires, mais ceux-ci sont plus que compensés par le coût plus faible des emprunts. Voici un exemple au Kenya, pour un crédit à trois mois :

	Sans garantie	Avec garantie
Valeur des marchandises	7 millions de dollars E.-U.	7 millions de dollars E.-U.
Avance	50 %	80 %
Montant du crédit	3,5 millions de dollars E.-U.	5,6 millions de dollars E.-U.
Taux d'intérêt	21 %	8,5 %
Montant des intérêts	184 000 dollars E.-U.	119 000 dollars E.-U.
Frais d'entreposage et d'assurance	120 000 dollars E.-U.	179 000 dollars E.-U.
Coût total	304 000 dollars E.-U.	298 000 dollars E.-U.

L'emprunteur qui donne ses produits en garantie obtient, pour un coût légèrement inférieur, un prêt 60 % plus élevé.

Source : "Managing your collateral risk in Africa", exposé de R.P.G. Taylor, directeur de la SGS Kenya Ltd., à la première Conférence africaine sur le commerce du pétrole, Harare, 15-17 avril 1996.

26. De nombreux pays en transition, notamment la Fédération de Russie, la Pologne, la Hongrie et la Roumanie, encouragent le financement contre récépissés d'entrepôt afin de faciliter l'accès au crédit des petits et moyens producteurs de céréales (avec en plus l'avantage que la qualité du produit est testée et améliorée) [9]. Dans la plupart des pays en développement, ce sont les crédits aux producteurs de produits agricoles d'exportation (par exemple le café en Ouganda, le poivre en Malaisie, le sucre en Argentine), qui sont privilégiés, même si l'utilisation de céréales et d'autres cultures vivrières locales comme garantie se développe également dans un certain nombre de pays (Inde, Philippines, Mali, Zambie, notamment). Les principaux obstacles tiennent aux carences de la législation et de la réglementation (voir le chapitre I) ainsi qu'aux faiblesses des organisations d'agriculteurs.

B. Comment surmonter les obstacles

27. Les agriculteurs sont en général les derniers à tirer parti des possibilités offertes par les marchés financiers modernes. Ils ignorent souvent tout de ces possibilités et n'utilisent l'information relative au cours de leurs produits provenant des bourses de marchandises que pour obtenir, fréquemment avec succès, un meilleur prix auprès des négociants. En outre, ils ne sont généralement pas suffisamment bien organisés pour saisir les possibilités offertes, quand bien même ils les connaîtraient, ce qui fait une fois de plus ressortir la nécessité de renforcer les associations d'agriculteurs. Malheureusement, même quand elles sont fortes, les associations d'agriculteurs pâtissent, dans beaucoup, voire dans une majorité de pays, de diverses carences institutionnelles, en particulier de l'incapacité des banques locales, par manque de compétences, de jouer un rôle d'intermédiaire dans la gestion des risques ou d'octroyer des crédits garantis

par une production future ou par des récépissés d'entrepôt. Les pouvoirs publics peuvent trouver là une raison de créer un organisme d'intermédiation ou d'encourager les banques à s'intéresser à l'intermédiation en matière de gestion des risques ou à utiliser les produits de base comme garantie (processus auquel la communauté internationale pourrait contribuer).

28. La prise en charge par une association de leurs besoins en matière de gestion des risques et de financement donne aux agriculteurs davantage de chances d'accéder aux marchés financiers modernes : premièrement, l'association a les moyens d'investir dans la formation et dans la collecte d'informations; deuxièmement, les coûts de transaction de la banque seront beaucoup moins élevés que si elle devait traiter séparément avec un grand nombre de petits agriculteurs; troisièmement, l'association offre à ses membres une forme de garantie mutuelle.

29. Il n'existe actuellement que quelques associations d'agriculteurs de pays en développement et de pays en transition qui soient suffisamment fortes pour se lancer dans la commercialisation ou dans l'octroi de crédits; elles sont prêtes à s'initier à des techniques plus complexes. Encore modeste, leur nombre devrait rapidement augmenter dans les années à venir. Par ailleurs, de nombreuses organisations, y compris différents secteurs du système des Nations Unies, s'emploient à accroître leurs compétences. Il faut se souvenir que, dans de nombreux pays, il n'existait aucune association d'agriculteurs indépendante il y a encore quelques années.

C. Efficacité

30. Les instruments de gestion des risques de prix et le financement contre récépissés d'entrepôt peuvent être des moyens efficaces pour les associations d'agriculteurs d'atteindre certains objectifs tels que garantir un prix minimum à leurs membres, améliorer la commercialisation à long terme ou obtenir des crédits à un coût abordable pour, par exemple, s'approvisionner en intrants. Les récépissés d'entrepôt (principal moyen pour les agriculteurs d'utiliser des produits de base comme garantie) rendent (voir l'encadré 6 plus haut) le crédit plus accessible tout en en réduisant le coût. Dans la pratique, les banques qui ont l'habitude de financer le secteur agricole sont tout à fait disposées à allonger la durée de leurs crédits jusqu'à plusieurs mois avant la récolte pourvu que celle-ci soit immédiatement stockée dans des entrepôts surveillés. La gestion du risque de prix est probablement moins efficace au niveau des agriculteurs qu'à celui des entreprises, car le risque de base examiné dans le chapitre précédent est souvent plus élevé pour les associations d'agriculteurs que pour celles qui interviennent plus en aval dans le processus d'exportation. Avant toute décision, il faut donc bien analyser et comparer les prix agricoles à la production et les prix sur les marchés à terme.

Chapitre III

LES POLITIQUES GOUVERNEMENTALES ET LE RISQUE DE PRIX [10]

31. Dans de nombreux pays, le gouvernement intervient dans le commerce des produits de base, notamment par le biais d'entreprises semi-publiques qui, selon le niveau des prix, alimenteront ou au contraire appauvriront les finances publiques. C'est le cas non seulement pour les entreprises semi-publiques participant directement au commerce des produits de base, mais aussi pour les entreprises de transport public (y compris les compagnies aériennes) qui, lorsque les prix du pétrole augmentent, ne peuvent facilement répercuter ces hausses sur leurs barèmes de transport. De plus, dans de nombreux pays tributaires des produits de base pour leurs recettes d'exportation, une proportion considérable des recettes publiques provient d'une taxe prélevée sur les exportations (ou de droits similaires tels que redevances), exprimée en pourcentage - autrement dit, si les prix des produits de base diminuent, le produit de cette taxe diminue en conséquence. Un faible niveau des prix à l'exportation des produits de base et l'impossibilité pour un gouvernement de compenser un déficit des recettes provenant des taxes ou des redevances par un accroissement de l'emprunt international (et il est généralement plus difficile d'obtenir un financement à des conditions intéressantes lorsque les perspectives de recette d'exportation se dégradent) auront pour effet probable de contrarier l'exécution du programme de dépenses prévu : les traitements seront versés en retard, l'entretien nécessaire des routes, des ports et autres infrastructures publiques sera différé et divers projets de construction seront temporairement gelés, toutes choses qui auront un coût bien réel pour l'économie. Par ailleurs, les produits pondéreux (pétrole brut et produits pétroliers, blé, sucre, huiles végétales) représentent, dans beaucoup de pays, une grande partie des importations, et les recettes fiscales provenant de ces importations sont inversement proportionnelles aux niveaux de prix : lorsque les prix du marché mondial augmentent, les gouvernements ont tendance à diminuer les taxes à l'importation appliquées à ces produits stratégiques afin de protéger les consommateurs. La gestion de ces catégories de risques directs est examinée dans la section A plus loin.

32. A cela s'ajoute que de nombreux gouvernements sont exposés à des risques indirects. La bonne santé de l'économie dans son ensemble peut dépendre des prix payés ou perçus par les agents du secteur privé. La compétitivité d'un pays peut aussi dépendre de ses coûts de transaction dans le commerce international, lesquels sont dans une large mesure déterminés par les coûts de financement et les prix des produits de base (y compris les coûts de transport). Une façon pour un gouvernement de réduire ces risques indirects est de promouvoir une législation et une réglementation permettant aux agents du secteur privé de gérer les risques de prix (et d'avoir accès aux marchés du financement garanti), comme on l'a vu dans les précédents chapitres. Cette solution et quelques autres mesures à court terme que peuvent prendre les pouvoirs publics sont examinées dans la section B plus loin [11].

A. Risques de prix : risques directs encourus par les gouvernements, et moyens de les atténuer

33. Divers moyens s'offrant aux gouvernements pour atténuer les risques de fluctuation des prix des produits de base : promotion de la diversification; application de taxes variables à l'exportation; émission d'obligations en période d'envolée des prix des produits de base (qui devront être obligatoirement souscrites en devises par les exportateurs); privatisations, qui permettent de transférer les risques sur le secteur privé; recours à un financement pour imprévus, par exemple auprès de la Facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus du Fonds monétaire international; libéralisation des marchés financiers afin de faciliter l'accès au financement international; recours aux marchés de la gestion des risques [12]. Les instruments de ces marchés ont pour avantage de permettre d'externaliser les grands risques sur un marché vaste et liquide (en général à l'étranger), spécialisé dans les risques - autrement dit, un marché où la gestion des risques est relativement peu onéreuse. Les gouvernements pourraient envisager les modalités ci-après :

a) Utiliser des fonds ou des politiques de stabilisation "hybrides"; le gouvernement assumerait lui-même les petits risques, mais transférerait les risques plus importants au marché;

b) Lier le service de la dette au niveau des prix des produits de base;

c) Utiliser les marchés à terme et de gré à gré pour une gestion des risques "stratégiques" (vérouiller ses positions sur des niveaux de prix favorables pour de longues périodes).

1. Fonds et politiques de stabilisation hybrides

34. Le fonctionnement des traditionnels fonds de stabilisation des prix n'est guère satisfaisant. Lorsqu'il est nécessaire de faire appel à un tel fonds pour compenser une baisse des prix, l'argent fait souvent défaut - soit parce que l'on n'a pas su prévoir les ressources nécessaires, soit parce qu'elles ont déjà été dépensées ailleurs. Le comportement des prix des produits de base fait qu'une telle situation est presque inévitable. Pour être efficace sur la durée d'un cycle économique, un fonds de stabilisation des prix devrait être doté de ressources d'une ampleur telle que, dans une économie où les capitaux sont rares, il est presque certain qu'une meilleure affectation pourrait leur être trouvée.

35. Les fonds de stabilisation hybrides réduisent (sans toutefois l'éliminer) ce problème. Dans un monde parfait, ils constitueraient la deuxième meilleure solution, la première et la moins coûteuse étant d'externaliser tous les risques sur les marchés internationaux de la gestion des risques. Dans la pratique, les possibilités d'externaliser les risques sont cependant souvent limitées, ou sont onéreuses. En pareil cas, et si le Gouvernement souhaite quand même préserver la population nationale des effets directs de l'instabilité des prix du marché mondial, il peut créer un petit fonds de stabilisation, tout en acquérant parallèlement des options pour

se protéger contre les larges fluctuations de prix. Cette stratégie hybride n'est actuellement appliquée nulle part, bien qu'elle ait été étudiée pour quelques pays. Une étude de la Banque mondiale consacrée au Venezuela, par exemple, a montré qu'un fonds de stabilisation pour le pétrole pourrait être utilement complété par une gestion commerciale des risques; une simulation a établi que, en fonction de certains objectifs, la taille du fonds de stabilisation nécessaire était beaucoup plus modeste et le coût du recours à des instruments de marché beaucoup moins élevé que ce qu'imposerait la mise en place d'un fonds plus largement pourvu. En outre, il ne serait plus nécessaire de recourir à un emprunt international pour assurer la survie du fonds [13].

2. Lier le service de la dette à l'évolution des prix des produits de base

36. Lorsqu'un gouvernement dépend beaucoup des exportations de produits de base pour ses recettes, sa capacité d'assurer le service de sa dette est à l'évidence directement tributaire du niveau des prix sur le marché mondial. Dans ce cas, il apparaît logique de lier directement les deux, par exemple en indexant les taux d'intérêt sur les prix du pétrole ou du cacao. Cela réduit immédiatement le risque de défaillance en matière de prêts (si les recettes d'exportation diminuent ou le coût des importations augmente, le service de la dette diminuera lui aussi, de sorte qu'il sera relativement facile pour le pays d'éviter toute défaillance) et il est ainsi probable que la prime de risque sera moindre (ce qui se traduira pas un coût d'emprunt plus faible).

37. Quelques gouvernements ont eu recours à ce mécanisme - notamment, au siècle dernier, le Gouvernement des Etats confédérés d'Amérique avait ainsi pu lever beaucoup plus facilement des fonds en indexant ses remboursements sur les prix du coton. Plus récemment, c'est à la fin des années 80 que l'on retrouve des mécanismes de ce type, dans le contexte des renégociations de la dette. Il s'agit des "obligations Brady", où le taux d'intérêt est indexé sur les prix de produits de base (par exemple, dans le cas de l'Uruguay, sur les prix à l'importation des produits pétroliers et sur les prix à l'exportation de la viande de boeuf, de la laine et du riz). Ce sont toutefois beaucoup plus les entreprises que les gouvernements qui ont eu recours à l'émission de telles obligations [14]. L'ignorance joue certainement un rôle, mais dans la pratique le principal obstacle est souvent l'absence de coordination entre les différentes administrations et entités publiques (luttes d'influence).

3. Les marchés à terme et de gré à gré de la gestion des risques

38. La plupart des banques centrales considèrent désormais comme normal de recourir aux marchés de la gestion des risques, mais elles ont tendance à se limiter aux swaps et options de taux d'intérêt et de devises, alors que les risques de fluctuation des prix des produits de base sont souvent plus grands pour un pays que les risques de fluctuation de la monnaie ou des taux d'intérêt. Dans quelques cas, une banque centrale ou un ministère des finances - principalement en Amérique latine - a pris des mesures de protection contre un risque de fluctuations des prix des produits de base ou a couvert un risque de prix lié aux exportations ou aux importations de pétrole. Le Ministère mexicain des finances a ainsi fort habilement utilisé les marchés à terme, les marchés d'options et les marchés de swaps pour protéger le Gouvernement contre le risque d'une diminution des recettes fiscales provenant des exportations de pétrole. Le recours par des entités publiques à des instruments de gestion

des risques liés aux fluctuations des prix des produits de base est plus fréquent dans les pays développés, en particulier aux Etats-Unis d'Amérique (voir l'encadré 7). Les gouvernements africains, pourtant exposés à un risque considérable de fluctuation des prix des produits de base, n'ont encore jamais eu recours à cette pratique. Les possibilités sont multiples (un exemple en est donné dans l'encadré 8), mais le peu de familiarité des responsables gouvernementaux avec ces instruments relativement nouveaux et d'autres obstacles ont jusque-là empêché la plupart des pays de les exploiter.

Encadré 7

Gestion du risque de prix concernant le pétrole dans le secteur public aux Etats-Unis

Bien qu'encore peu nombreuses, un certain nombre d'entités publiques aux Etats-Unis utilisent des instruments de marché pour gérer les risques de prix concernant le pétrole. Une évaluation des raisons et de l'efficacité de cette gestion du risque a mis en lumière une diversité de raisons :

- Protéger les recettes publiques tirées de la production de pétrole et de gaz;
- Protéger le budget relatif à des achats réguliers de produits pétroliers;
- Protéger le budget relatif aux subventions accordées aux ménages à faible revenu pour la consommation de pétrole;
- Eviter de devoir imposer aux consommateurs de fortes hausses des prix (de l'énergie ou des transports publics);
- Protéger la valeur des stocks;
- Profiter de situations de prix favorables.

Dans la plupart des cas, les entités publiques utilisent moins des contrats à terme et des options négociées sur les marchés organisés que des instruments de gré à gré, qui sont plus faciles à gérer et exigent moins de connaissances techniques, peu de ressources une fois la stratégie mise en place, et un petit nombre seulement de contrôles administratifs pour éviter la perte de fonds publics. Bien que l'efficacité du recours à ces instruments ait souvent été limitée par les procédures bureaucratiques que les entités sont obligées de suivre, d'une manière générale celles-ci ont constaté que cette utilisation répondait à leurs objectifs (et si tel n'était pas le cas, il était généralement considéré qu'il suffirait de changer d'instrument) et était bénéfique.

Source : Decision Analysis Corporation of Virginia, *Management of fuel price risk in the public sector*, document établi à l'intention de l'Energy Information Administration du Département de l'énergie des Etats-Unis d'Amérique, 1993.

4. Obstacles

39. Les gouvernements n'ont, jusque-là, guère eu de présence active sur ces divers marchés. Ils ont eu tendance à assumer les risques de prix eux-mêmes ou à les transférer à leurs citoyens. Généralement plus par défaut que par choix, ils ont souvent négligé la possibilité de prendre des engagements à des niveaux de prix favorables sur de longues périodes. Comment expliquer ce relatif désintérêt à l'égard des marchés de la gestion des risques ? Les principaux obstacles sont évoqués ci-après.

i) Méfiance, crainte, inertie et ignorance/manque de compréhension

40. Les marchés de la gestion des risques sont souvent considérés comme des marchés spéculatifs ou, pire, comme des marchés manipulés par les grands groupes internationaux. D'où l'idée qu'il est plus risqué pour les gouvernements de les utiliser que de continuer à simplement absorber les risques. Cette crainte n'est pourtant guère fondée : les manipulations sont, dans la pratique, plutôt difficiles (la plupart de ceux qui s'y risquent finissent par y perdre beaucoup), et la spéculation, bien qu'elle amplifie des mouvements à court terme des prix, a peu d'effet sur les cours à long terme [15]. Si le commerce des produits de base est relativement bien géré et si les variétés de produits commercés par le pays correspondent plus ou moins aux variétés couramment négociées sur les marchés internationaux, les prix pratiqués sur les marchés de la gestion des risques donneront une idée assez juste des prix devant être perçus ou payés par le pays et pourront ainsi être utiles à la gestion des risques.

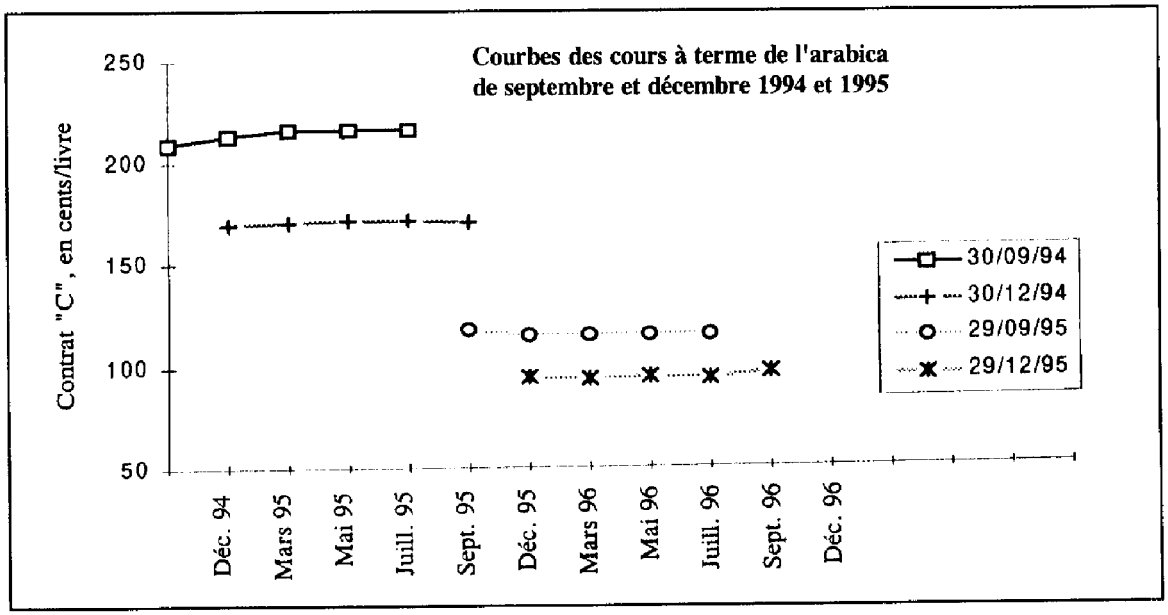
41. Il est souvent beaucoup plus facile pour ceux qui détiennent des responsabilités politiques ou administratives concernant les recettes (ou les dépenses) liées au niveau des prix des produits de base d'incriminer une évolution négative des prix que d'expliquer pourquoi il faudrait recourir à une gestion du risque. La gestion du risque de prix s'apparente à maints égards à une assurance - en l'absence de sinistre, une assurance ne rapporte rien - et ceux qui ne comprennent pas ce principe affirmeront d'autant plus facilement que la prime d'assurance a été versée pour rien et que les responsables gouvernementaux qui en ont pris la décision étaient incompétents ou même corrompus. Dans un certain nombre de pays, des fonctionnaires ont bel et bien été accusés de la sorte, soit par certains secteurs de l'opinion publique, soit par d'autres entités ou services gouvernementaux. Dans ces conditions, ne rien faire apparaît comme la meilleure solution et tant que les fonctionnaires gouvernementaux ne seront pas tenus responsables des conséquences d'une évolution négative des prix, il est peu probable que les choses changent [16].

Encadré 8

La gestion du risque en tant qu'outil stratégique - l'exemple du café en Afrique

Périodiquement, les prix sur le marché des produits de base atteignent des niveaux qui, pour les acheteurs ou pour les vendeurs, semblent être une véritable aubaine. Lorsque les prix s'envolent, ou dégringolent, personne ne peut bien entendu savoir d'un jour à l'autre si le mouvement se poursuivra. Toutefois, s'ils restent stables, ces prix peuvent être suffisamment rémunérateurs pour, par exemple, assurer la rentabilité d'un projet d'investissement ou garantir des recettes publiques supérieures aux besoins budgétaires. En pareil cas, renoncer à bloquer ces prix dans l'espoir qu'ils continueront d'augmenter s'apparente à de la spéculation (les marchés financiers modernes permettent de bloquer un prix minimal tout en conservant la possibilité de profiter en partie d'une hausse des cours sans avoir à verser de primes).

La décision stratégique de bloquer ces prix sur une longue période peut être une très bonne décision. Le cas du café en Afrique montre ici combien ce type de gestion stratégique du risque peut être utile. Il s'agit bien entendu d'un cas hypothétique - en 1994, les gouvernements africains n'étaient généralement pas prêts à une gestion stratégique du risque de prix (dont les instruments n'existaient que depuis quelques années).



Après des années de dépression, les cours du café ont commencé d'augmenter rapidement en mai 1994. Entre avril et juillet, les cours de l'arabica sont passés de 90 cents la livre à 2,20 dollars E.-U. la livre, et ceux du robusta de 70 cents la livre à 1,60 dollar E.-U. la livre, et sont restés à un niveau très élevé pendant quatre mois, culminant en septembre avant de commencer à se replier rapidement. De l'avis de la plupart des acteurs du marché (à l'époque, et non pas simplement rétrospectivement), les niveaux des cours étaient extrêmement attrayants. Il aurait été tout à fait raisonnable de "verrouiller" ces cours élevés : comme le graphique plus haut le montre, la courbe des cours à terme du café était plus ou moins plate. Le marché était également suffisamment dense pour absorber une considérable activité de couverture, puisqu'en 1994 le volume des contrats à terme avait représenté 20 fois le volume du marché mondial de l'arabica et du robusta et celui des options 7 fois ce même volume.

Encadré 8 (suite)

Couverture sur deux ans 1995-1996, commençant en janvier 1995
(en millions de dollars E.-U.)

	1995	1996
Exportations d'arabica		
Exportations de café	910	820
Revenus additionnels provenant de la couverture : - moyenne - pire scénario	 + 183 + 78	 + 309 + 204
Exportations de robusta		
Exportations de café	1 215	975
Revenus additionnels provenant de la couverture : - moyenne - pire scénario	 + 276 + 34	 + 640 + 398

Source : d'après des estimations de la CNUCED. Il a été supposé que la couverture verrouillait les prix moyens de septembre à décembre 1994 ("moyenne"), ou les prix de décembre ("pire scénario") pour une période de deux ans (1995-1996), sur 80 % du volume des exportations en 1994.

Le tableau montre les revenus additionnels qu'auraient pu obtenir les exportateurs africains de café s'ils avaient pu bloquer, pour deux ans (1995 et 1996), les cours élevés de 1994 - 1,4 milliard de dollars E.-U. au total - si leurs décisions en matière de gestion du risque avaient été uniformément réparties sur les quatre derniers mois de cette année. Même si la couverture n'avait été établie qu'en décembre, alors que les prix avaient déjà diminué de plus d'un quart depuis septembre, il en aurait résulté un surcroît de recettes d'exportation de café de 700 millions de dollars E.-U.

Cette possibilité ne pouvait malheureusement pas être mise à profit. Les structures de décision nécessaires n'existaient pas, et aucune aide en matière de formation et de renforcement institutionnel n'avait été fournie aux pays africains, ni par les banques occidentales (qui considéraient le plus souvent que ces pays n'étaient pas prêts pour ce type d'opération, bien qu'il ait été proposé à un gouvernement au moins de bloquer les cours du café), ni par des organisations multilatérales.

42. A la peur des marchés s'ajoute souvent la crainte que nourrissent les hauts responsables gouvernementaux que leurs subordonnés, qui seraient responsables du déroulement quotidien des opérations, n'utilisent à mauvais escient les marchés. Cette crainte n'est pas entièrement infondée (il y a eu quelques cas manifestes d'abus), mais elle ne doit pas être généralisée; par exemple, un swap, stratégiquement négocié de temps à autre pour s'assurer des ressources budgétaires nécessaires, peut être décidé par de hauts responsables eux-mêmes qui auront recours à telle ou telle méthode peu onéreuse pour être certains que le prix offert est équitable. Par contre, une utilisation régulière des marchés à terme et des marchés d'options est beaucoup plus risquée et impose de strictes conditions de contrôle, faute desquelles il est préférable de s'abstenir.

ii) Obstacles juridiques et réglementaires

43. De nombreux organismes gouvernementaux et entreprises semi-publiques ne sont pas légalement autorisés à réaliser des transactions de gestion des risques, soit parce que leur champ d'activité défini dans leurs statuts ne comprend pas la gestion des risques, soit parce qu'une réglementation générale leur interdit de "spéculer", sans bien faire la différence entre spéculation et gestion des risques. L'interdiction faite à certaines entités publiques (par exemple, les autorités municipales) de détenir des comptes à l'étranger complique aussi les possibilités de recourir à la gestion des risques.

44. Même en l'absence de tels obstacles proprement dits, l'ambiguïté de la législation et de la réglementation concernant l'utilisation par des organismes publics des marchés financiers modernes constituera un frein. Les entités étrangères ne voudront souvent pas engager les frais de consultation juridique nécessaires pour s'assurer de la possibilité de faire respecter un contrat et ne voudront généralement pas assumer même un faible risque que le contrat ne soit pas juridiquement reconnu (à la fin des années 80, des banques ont perdu quelque 179 millions de dollars E.-U. lorsque plus d'une centaine de municipalités britanniques n'ont pu honorer leurs contrats de gestion de risques et ont fait valoir que, puisqu'elles n'étaient de toute façon pas habilitées à passer de tels contrats, ceux-ci devaient être considérés nuls et non avenus).

iii) Complexité organisationnelle

45. La conception d'un programme approprié de gestion des risques est souvent rendue difficile par des problèmes d'organisation. Lorsqu'un ministère (par exemple, le ministère des finances, ou le ministère de l'agriculture) estime utile de prendre une assurance sur les prix (au moyen d'options ou d'instruments plus complexes de gestion des risques), il doit le plus souvent obtenir l'approbation du gouvernement et, en outre, une allocation de devises de la Banque centrale - qui peut désapprouver une telle utilisation de devises rares. De plus, une forme ou une autre de garantie financière doit être fournie pour la plupart des types d'opérations de gestion des risques et de financement avec garantie. La Banque centrale, par exemple, peut apporter une partie de ses réserves d'or en nantissement, ou une entreprise semi-publique spécialisée dans la commercialisation du café peut déposer l'équivalent de deux mois de recettes sur un compte de garantie bloqué. Dans tous les cas, diverses entités sont impliquées, et il peut être d'une difficulté rédhibitoire d'obtenir l'accord de toutes.

46. Les difficultés sont plus grandes encore lorsqu'un gouvernement veut bloquer des prix exceptionnellement favorables - forme de gestion stratégique du risque examinée dans l'encadré 8. La plupart des prix des produits de base n'ont pas véritablement d'évolution cyclique; ils restent relativement stables pendant de longues périodes, puis s'envolent pendant une période de temps assez brève. En particulier, pour les exportations, le "créneau propice pour verrouiller un prix élevé est donc relativement court et l'ensemble du mécanisme de décision doit avoir été mis en place bien à l'avance, c'est-à-dire à un moment où les prix n'étaient pas très attrayants et où les décideurs n'étaient donc guère incités à réfléchir à la possibilité de bloquer un cours sur une longue période. Faute de quoi, au moment où tous

les responsables auront compris ce qui est en jeu et ce qui doit être fait, il sera probablement trop tard. En d'autres termes, les pouvoirs publics devraient anticiper ce type de situation et arrêter une politique claire ainsi qu'une procédure qui se déclencherait automatiquement dès que les cours atteindraient un certain niveau jugé favorable.

B. Risque indirect

47. Même si la plus grande partie du commerce des produits de base relève du secteur privé et si la fiscalité directe sur les flux commerciaux correspondants n'a qu'une importance limitée, un gouvernement reste exposé à un risque de prix à travers les conséquences générales que ce risque a pour la population du pays. Son rôle en matière de gestion des risques est donc tout aussi important que s'il y avait un risque direct, mais il est différent. Le gouvernement doit mettre en place les conditions qui permettront au secteur privé de se protéger des fluctuations de prix, ce qui indirectement le protégera aussi.

48. Les risques de prix pour le secteur privé ne sont pas nécessairement les mêmes que les risques de prix pour le pays. Par exemple, les agents d'acheteurs étrangers de produits de base sont rémunérés à la commission et ne sont donc pas personnellement concernés par les prix en vigueur à un moment donné. Les importateurs qui achètent aux prix du marché mondial et vendent aux consommateurs en majorant ces prix d'un taux de marque s'intéressent davantage à leur marge relative qu'aux prix en valeur absolue. Il en résulte que les contraintes de l'instabilité des prix doivent surtout être supportées par les agriculteurs et par les consommateurs, qui se trouvent les uns et les autres dans une position beaucoup plus difficile que les négociants pour ce qui est de gérer les risques de prix.

49. Les politiques publiques peuvent être un moyen d'encourager les entités privées à s'intéresser davantage à la gestion des risques de prix à long terme - par exemple, amélioration des politiques fiscales, autorisation d'utiliser des devises pour des programmes de gestion des risques, adaptation des procédures d'exportation de façon à introduire davantage de prévisibilité dans le calendrier des exportations de produits (ce qui facilite les opérations de couverture). Un gouvernement peut aussi pratiquer la gestion du risque "pour le compte" des acteurs du secteur privé national. Lorsque les prix à l'importation sont bas, il peut acheter des options, qu'il fera payer aux importateurs par le biais d'un léger relèvement des taxes à l'importation, et si les prix augmentent, il peut compenser les hausses qui en résultent pour les consommateurs par une diminution des taxes. De même, un gouvernement peut acheter des options "pour le compte" des exportateurs afin de les protéger contre le risque d'une baisse des prix. Au besoin, il peut lui-même instituer certains mécanismes pour une période limitée - comme l'ont fait, par exemple, les Gouvernements du Canada, du Mexique et des Etats-Unis pour faciliter la libéralisation de l'agriculture [17].

C. Efficacité

50. Les marchés modernes de la gestion des risques et du financement peuvent-ils être des instruments efficaces pour la réalisation des objectifs gouvernementaux ? Comme on l'a vu dans le chapitre I, l'efficacité des marchés

de la gestion des risques de prix n'est jamais totale; ces marchés ne peuvent être utilisés que pour gérer des risques de prix internationaux (pour lesquels il n'existe pas nécessairement une bonne corrélation avec les risques de prix à l'exportation ou à l'importation auxquels un gouvernement est exposé), et le risque de fluctuation des volumes à l'exportation ou à l'importation demeure. Un autre facteur important est le degré de réalisme des objectifs gouvernementaux. Si l'objectif est d'obtenir pour un produit d'exportation un prix minimal local très nettement supérieur au prix en vigueur sur le marché mondial, aucune technique financière ne permettra à un gouvernement d'atteindre cet objectif sans verser d'importantes subventions (les marchés financiers permettront toutefois au gouvernement de s'assurer que les sommes budgétisées au titre de subventions sont suffisantes même si les prix du marché mondial diminuent). De même, le fait pour des pays en développement de lier le service de leur dette aux prix des produits de base réduira leurs charges financières, sans pour autant les ramener au niveau des charges acquittées par les emprunteurs les plus solvables. Par contre, si l'objectif est réaliste (par exemple, s'assurer pour les deux années à venir un prix minimal inférieur au prix courant ou ramener les coûts d'emprunt international juste au-dessus du LIBOR), il est probable que ces marchés aideront le gouvernement à s'en rapprocher, même si là encore on ne saurait parler de réalisation parfaite.

IV. CONCLUSION

51. L'évolution du commerce mondial des produits de base (meilleure information, importance croissante de la logistique, renforcement de la concurrence entre exportateurs) et le retrait de nombreux gouvernements de la commercialisation et de la fixation des prix des produits de base font que l'utilisation d'instruments du marché de la gestion des risques et de techniques de financement garanti apparaît de plus en plus utile, peut-être même essentielle : aux gouvernements, car ces instruments permettent d'assurer les budgets et de réduire les coûts d'emprunt international; aux entreprises, car ils accroissent l'efficacité, réduisent les coûts et autorisent un meilleur accès au crédit, améliorant ainsi la rentabilité; aux agriculteurs, car ils élargissent les choix de commercialisation et facilitent l'accès au crédit nécessaire pour acquérir des facteurs de production. L'utilisation de ces instruments est également efficace : pour autant que les objectifs soient réalistes (c'est-à-dire qu'ils reflètent les réalités du marché), elle permettra de se rapprocher sensiblement, même si l'on ne peut espérer des résultats parfaits. D'autres instruments permettant d'atteindre les mêmes objectifs sont parfois (mais pas toujours) disponibles, mais ils sont souvent plus onéreux et moins efficaces.

52. L'utilisation de ces instruments de marché est toutefois contrariée par un certain nombre de facteurs. Un travail de sensibilisation et de formation apparaît dans tous les cas très nécessaire. L'utilisation d'instruments de gestion du risque de prix et d'un financement contre récépissés d'entrepôt souffre également d'un environnement institutionnel médiocre - structures bancaires locales faibles, associations d'agriculteurs insuffisamment développées. Il y a en outre beaucoup à faire pour améliorer les conditions structurelles, juridiques et réglementaires.

53. Ces conditions structurelles, juridiques et réglementaires jouent un rôle plus grand encore dans les possibilités d'utiliser des produits de base pour faciliter le financement à long terme de grandes sociétés ou de grands projets. Placer ces produits en garantie, sous une forme ou sous une autre, peut faire beaucoup pour susciter un commerce et des investissements qui autrement n'auraient pas été possibles. L'ignorance et la méconnaissance jouent un certain rôle, de même que des politiques, des règles et des réglementations gouvernementales inappropriées. La communauté internationale est parfois aussi une source d'obstacles, en particulier dans le cas des clauses de nantissement négatives imposées par les banques multilatérales de développement.

54. Les instruments financiers modernes ne sont pas une panacée et, mal utilisés, ils peuvent être dangereux. Tout spécialement dans les opérations complexes, il existe souvent un déséquilibre de l'information : les coûts réels du montage financier ou de l'instrument de gestion du risque ne sont connus que du fournisseur. Ceux qui estiment ne pas posséder les compétences spécialisées nécessaires pour évaluer de telles opérations financières complexes peuvent néanmoins obtenir une assistance. Par ailleurs, les risques liés à l'utilisation des marchés de la gestion des risques peuvent être importants dans le cas où une mauvaise stratégie a été choisie (c'est-à-dire une stratégie qui est plus complexe que ce que l'entité est à même de maîtriser). L'achat d'options et l'utilisation stratégique de swaps (en particulier si des options y sont incorporées) ne comportent que peu de risques, pour autant que les décideurs se soient assurés que le prix était équitable. Toutefois, une présence plus active sur les marchés à terme et les marchés de gré à gré impose des mécanismes de contrôle efficaces et relativement complexes; une information sur la façon d'instaurer un tel contrôle peut être facilement obtenue, mais si les conditions nécessaires n'existent pas encore, il sera sans doute préférable d'attendre.

55. Pour que l'utilisation d'instruments modernes de financement et de gestion du risque de prix soit profitable aux acteurs du secteur privé, les pouvoirs publics doivent veiller à ce que le cadre directif, juridique et réglementaire en place encourage une utilisation appropriée de ces instruments. Cela impliquerait, dans de nombreux cas, une révision systématique des politiques dans de multiples domaines : fiscalité, règles comptables, réglementation des changes, règles et procédures en matière de faillite, systèmes d'octroi de licences d'exportation, etc. L'un des effets de cette révision (si elle est réalisée) serait d'améliorer la note de risque souverain du pays, ce qui aurait un effet bénéfique immédiat sur l'accès au crédit et son coût. Si le cadre institutionnel du secteur privé est jugé trop faible pour fournir aux entreprises privées et aux associations d'agriculteurs un accès à ces instruments modernes, le gouvernement peut envisager de jouer lui-même un rôle d'intermédiaire.

56. Les gouvernements peuvent également tirer profit d'une analyse de leurs risques, directs et indirects, en matière de prix des produits de base. Cette analyse pourrait être faite de façon systématique par un comité de la gestion des risques réunissant plusieurs ministères et la Banque centrale. Dans de nombreux cas, les risques, qui sont volontairement ou par nécessité, supportés par le gouvernement, peuvent être externalisés sur un marché étranger pour un coût relativement faible. Les risques qui accompagnent une forte dépendance à

l'égard des produits de base pour une grande partie des recettes d'exportation représentent une faiblesse, mais cette faiblesse peut être transformée en atout si le gouvernement lie son service de la dette aux prix des produits de base. Pour les entreprises semi-publiques, l'utilisation de techniques modernes de financement sur produits de base peut souvent être un bon moyen de réduire leurs charges financières.

57. De nombreux obstacles continuent d'empêcher le secteur privé ainsi que des entités et des organismes publics d'adopter des stratégies efficaces en matière de financement et de gestion des risques de prix. Une action coordonnée des gouvernements et de la communauté internationale sera nécessaire pour surmonter ces obstacles. Cela pose bien entendu la question des politiques internationales relatives aux produits de base. Traditionnellement, ces politiques étaient axées sur l'offre ou sur la demande. On peut avancer qu'aujourd'hui des politiques axées sur l'élément transaction, c'est-à-dire sur ce qui s'insère entre la production et la consommation, peuvent être tout aussi efficaces. Les organismes nationaux et les institutions internationales (y compris les organismes internationaux de produit) pourraient juger utile de revoir leurs politiques et leurs projets dans cette perspective. Outre l'analyse, l'information et la formation, les institutions internationales pourraient envisager d'intensifier leurs activités visant à renforcer la capacité des associations d'agriculteurs et des banques locales de jouer un rôle actif dans la commercialisation et le financement des produits de base. Un appui à l'amélioration de la législation et de la réglementation peut également être un moyen très efficace de réduire les coûts de transaction dans le commerce des produits de base, des pays en développement et des pays en transition. Les organisations internationales pourraient envisager, pour une plus grande efficacité, de remplacer le "financement" traditionnel de l'aide au développement par différentes formes de soutien aux activités du secteur privé (notamment par la mise en place de nouveaux mécanismes de garantie du risque souverain pour des transactions en matière de gestion des risques, ou par une assurance contre le risque de non-livraison des produits physiques ayant servi de garantie pour des opérations de financement ou de gestion des risques) [18].

Notes

1.Jean-François Casanova, "How to implement a risk management approach in African public organizations", dans CNUCED, *Proceedings of the Second of African Oil Trade Conference* (UNCTAD/ITCD/COM/Misc.14), Nations Unies, New York/Genève, 1997.

2.Voir également J. Coulter et A.W. Shepherd. "Inventory credit: an approach to developing agricultural markets", Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture/Institut des ressources naturelles, FAO Agricultural Services Bulletin 120, 1995.

3.Pour un aperçu plus complet des lois et règlements entravant l'accès aux marchés internationaux du crédit, voir N. Budd, "Legal and regulatory aspects of financing commodity exporters and the provision of bank hedging line credit in developing countries", UNCTAD/COM/56, 3 février 1995. Ce document traite aussi des améliorations qui peuvent être apportées à la législation; à ce sujet, voir également M. Lubrano, "Strengthening the legal and institutional framework for secured transactions in Latin America", BCSD Latin America World Bank Seminar, Miami, février 1995.

4.Heywood Fleisig, "Secured transactions: the power of collateral", Finance & Development, juin 1996.

5.Voir aussi CNUCED, "Obstacles tenant au risque de contrepartie et au risque souverain à une amélioration de l'accès aux marchés de la gestion des risques : questions, problèmes et solutions possibles", TD/B/CN.1/GE.1/3, 2 août 1994.

6.Bien que de nombreux importateurs achètent ces produits à des prix subventionnés qui sont parfois faiblement corrélés aux prix du marché mondial, les contrats à terme peuvent être très utiles : les importateurs peuvent se couvrir lorsque les prix mondiaux sont favorables et recourir à une procédure d'appel d'offres lorsque les conditions de subvention des exportations sont intéressantes. Voir FAO, "Using risk management in grain trade: implications for developing countries", Rome, CCP:GR 95/4, 1995.

7.Il va sans dire que ce système est plus efficace lorsque la majorité des négociants d'une région consentent à y participer, car il sera alors difficile aux agriculteurs de vendre leur production à des négociants extérieurs. Mais cela n'est pas toujours facile à obtenir; par ailleurs, les banques ne sont parfois pas disposées à considérer les négociants comme des contreparties valables. Les bourses de marchandises, lorsqu'elles existent, peuvent jouer un rôle analogue à celui des négociants, en particulier si les agriculteurs sont fortement incités à y vendre leur production (c'est pourquoi, par exemple, plusieurs pays en développement producteurs de fleurs obtiennent des crédits bon marché, car leurs fleurs sont vendues aux enchères sur le marché horticole d'Aalsmeer aux Pays-Bas et il existe peu de débouchés de qualité égale).

8.Il existe d'autres instruments, et ce sont la législation et la réglementation nationales qui établissent quels produits peuvent être acceptés en garantie et suivant quelles modalités. Par exemple, selon une étude récente de la Banque mondiale, en Uruguay, aucune banque privée n'accepterait du bétail en garantie. Par contre, au Kansas, le bétail est considéré comme la meilleure garantie d'un prêt (Heywood Fleisig, op. cit.). Dans presque tous les pays en développement, la situation est plutôt comparable à celle de l'Uruguay, ce qui prive un secteur important de la population de crédits bon marché.

9.Ces questions sont examinées dans le document de la CNUCED intitulé "Integrated risk management in commodities", UNCTAD/ITCD/COM/8, 26 novembre 1997.

10.Ces questions sont examinées plus en détail dans un document de la CNUCED intitulé "Government policies affecting the use of commodity price risk management and access to commodity finance in developing countries", UNCTAD/ITCD/COM/7, 19 novembre 1997. Le présent chapitre traite davantage de la gestion du risque de prix que du financement avec garantie; bien que rattacher les prix des produits de base au service de la dette puisse aider à obtenir de meilleures conditions de crédit et que les entreprises semi-publiques puissent utiliser de diverses façons les produits de base comme garantie dans la recherche d'un financement, le risque de fluctuation des prix des produits de base constitue pour les gouvernements un problème immédiat et souvent lourd de conséquences.

11.Les effets des envolées des prix des produits de base ne sont pas examinés ici. Divers facteurs, dont l'éventuelle élimination d'exportations non traditionnelles du fait d'une appréciation de la monnaie provoquée par une hausse des recettes provenant d'un produit d'exportation, et des plans d'investissement trop optimistes arrêtés à une époque de prix élevés des produits de base, font que ces effets ne sont pas nécessairement positifs. Voir CNUCED, "Sub-Saharan Africa's oil sector: situation, development and prospects", UNCTAD/COM/89, 13 mars 1997, chap. II, et UNCTAD/ITCD/COM/7, chap. IV.

12.Voir P. Varangis, T. Akiyama et D. Mitchell, *Managing Commodity Booms - and Busts*, Banque mondiale, Washington, D.C., 1995.

13.S. Claessens et P. Varangis, "Oil price instability, hedging, and an Oil stabilization fund - the case of Venezuela", Washington D.C.: World Bank Policy Research Working Paper, avril 1994.

14.Voir T. Priovolos, "Experiences with commodity-linked issues" dans T. Priovolos et R. Duncan, *Commodity Risk Management and Finance*, Banque mondiale/Oxford University Press, 1991.

15.CNUCED, "New types of non-trade-related participation in commodity futures markets", UNCTAD/COM/83, 21 mai 1996.

16.Un précédent a été établi aux Etats-Unis en 1992, lorsqu'un tribunal a estimé que les administrateurs d'une coopérative agricole céréalière devaient s'informer des techniques de gestion du risque et avaient "manqué à leur devoir en conservant un directeur sans expérience des techniques de couverture (...) et en ignorant eux-mêmes les principes de base de la couverture..." (Brane v. Roth, Cour d'appel de l'Indiana, premier district, 20 avril 1992, *North Eastern Reporter*, 2ème série).

17.Pour une description de ce qui a été fait au Mexique et au Canada, voir P. Varangis et D. Larson, "Dealing with commodity price uncertainty", World Bank Policy Research Working Paper No. 1667, octobre 1996. Voir aussi CNUCED, "Répartition des risques après la libéralisation de la commercialisation des produits de base et problèmes d'accès aux marchés de la gestion des risques rencontrés par des entités de pays en développement", TD/B/CN.1/GE.1/2, août 1994; C.R. Duncan et L. Rutten, "Managing commodity price instability in newly liberalized economies", Economic and Social Research Council, Londres, Global Economic Institutions, avril 1996.

18.Voir aussi TD/B/CN.1/GE.1/3 et CNUCED, "Rapport du Groupe spécial d'experts de la gestion des risques dans le commerce des produits de base", TD/B/CN.1/GE.1/4, novembre 1994.