



## Apprendrons-nous un jour ?

*À mesure que la crise financière s'étend, l'économie mondiale accumule les signes de faiblesse et semble se diriger vers un ralentissement profond et global. Certains pays en développement et pays émergents seront particulièrement touchés en raison de leur vulnérabilité à la diminution de leurs exportations, à la baisse des prix des produits de base et à l'alourdissement des dettes en monnaies étrangères suite aux dévaluations récentes. Mais le monde ne semble pas avoir tiré les enseignements des précédentes crises financières, à savoir que des politiques d'ajustement classiques peuvent être contreproductives, et que de meilleurs mécanismes globaux en matière de taux de change seront essentiels pour préserver la stabilité monétaire et financière. Dans cette note de synthèse, il est avancé que tous les pays dont l'économie réelle risque d'être touchée devront adopter des politiques contracycliques pour stimuler la demande intérieure et compenser l'effondrement de la demande extérieure. Contrairement aux idées reçues, cela vaut aussi pour les pays dont la monnaie se dévalue. Les préconisations actuelles du FMI en faveur de politiques procycliques dans les pays en crise sont inadéquates. La CNUCED a depuis longtemps soutenu que la coordination multilatérale est la seule solution viable.*

Il est encore trop tôt pour mesurer l'ampleur réelle du ralentissement économique. Mais il ne fait guère de doute que les faiblesses économiques et financières dont souffre l'économie mondiale se renforcent les unes les autres. De nombreux pays industrialisés sont au bord de la récession. La lutte contre la déflation l'emporte sur les inquiétudes inflationnistes, dans la mesure où l'inflation sera probablement inférieure à zéro dans les prochains mois. De nombreux pays en développement et pays émergents continuent d'afficher une croissance positive, mais leurs perspectives économiques se sont fortement détériorées ces derniers mois.

En dépit de ce fléchissement tendanciel, l'activité économique a résisté pendant un certain temps dans plusieurs pays en développement et pays émergents. Avant que la crise ne prenne toute son ampleur, la demande intérieure avait beaucoup contribué à leur croissance et ils avaient réduit leur dépendance à l'égard des capitaux étrangers en accumulant des excédents en compte courant. En fait, les pays en développement qui ont ainsi affiché une certaine résilience sont ceux dont le commerce total comprend une part élevée d'articles manufacturés. Ils ont pu améliorer leur position extérieure à la suite des crises financières d'Asie et d'Amérique latine il y a une décennie et des importantes dépréciations des taux de change réels qui en ont découlé. Les gouvernements et les banques centrales se sont efforcés de conserver un taux de change réel compétitif par une gestion active du taux de change<sup>1</sup>. Cela les a rendu moins vulnérables aux attaques spéculatives et leur a également permis d'amortir les pressions à l'ajustement – autrement dit, cela a considérablement élargi leur marge d'action.

### Des conditionnalités classiques contreproductives

Les pays les plus exposés à la crise, en revanche, sont ceux qui combinent des déficits courants élevés avec une forte accumulation de passifs extérieurs dans le secteur privé. Ces pays ont été victimes du «carry trade» – opérations d'investissements de portefeuille consistant à emprunter dans des monnaies à faible taux d'intérêt pour investir dans des monnaies à des taux d'intérêt élevés, ce qui a conduit à une surévaluation et une perte de compétitivité. Des exemples typiques en sont le Brésil, la Hongrie, l'Islande, la Roumanie et la Turquie, mais il y en a beaucoup d'autres. Sous l'effet de la crise des prêts hypothécaires à risque, cette spéculation monétaire a éclaté au grand jour et a provoqué une forte dépréciation des taux de change réels et nominaux des pays concernés.

Si un ajustement des taux de change améliore généralement la compétitivité internationale des entreprises d'un pays, ce qui aura à terme des effets positifs sur ses comptes extérieurs et aidera l'économie réelle à se redresser, il peut aussi avoir d'importants effets négatifs sur la situation financière des ménages et des banques, du moins à court terme. Ces effets à court terme peuvent provoquer de graves difficultés dans le secteur bancaire local et une baisse de la consommation des ménages, avec de lourdes conséquences pour la croissance et l'emploi. Un impact négatif secondaire découle des efforts déployés par les autorités économiques pour défendre une monnaie dépréciée par un resserrement monétaire et budgétaire. Mais ce resserrement – qui rappelle les réponses apportées à la crise asiatique, avec le soutien du FMI – compromet la reprise économique et contribue à un durcissement de la

<sup>1</sup> Le taux de change nominal corrigé de l'inflation ou les différentiels de coût unitaire du travail entre les pays sont la mesure la plus générale de la compétitivité internationale des économies.



politique économique mondiale qui n'est pas vraiment de bon aloi alors que se profile l'une des plus graves récessions qu'ait connues le monde depuis un siècle.

L'assistance du FMI – parfois combinée avec des accords de swap ou une assistance financière directe de l'UE ou, plus récemment, même des États-Unis – a permis d'atténuer les pressions immédiates exercées sur les monnaies et le système bancaire des pays en difficulté. Mais l'origine du problème – la spéculation de type «carry trade» – amène à douter de la pertinence de l'approche classique du FMI face à la crise. Relever les taux d'intérêt pour éviter de nouvelles dévaluations n'est pas la bonne solution (voir le graphique). Comme dans les crises asiatique et latino-américaine, ce type de mesure tend à montrer que les pays développés n'ont pas su faire face au problème le plus urgent en matière de finance internationale et de commerce international, à savoir mettre en place un régime de taux de change qui préserve une valeur internationale stable de la monnaie et aide à réduire le coût de l'ajustement du taux de change nominal aux différentiels de coûts de production entre les partenaires commerciaux – ajustement aussi indispensable qu'inévitable.

Le point essentiel est le suivant: des programmes d'assistance classiques ou des accords de swap, combinés à des mesures de restriction – ou à l'attente des donateurs que les pays bénéficiaires se plient à de telles mesures de restriction ou d'austérité – sont manifestement contreproductifs. Les pays qui ont été aux prises avec une spéculation de type «carry trade» ont certes besoin d'une dévaluation en termes réels pour rétablir leur compétitivité internationale. Ils ont également besoin d'une assistance pour éviter une dépréciation excessive de leur taux de change, qui compromettrait leur capacité de contrôler l'inflation tout en provoquant des distorsions inutiles des échanges commerciaux internationaux. Mais ils n'ont pas besoin de mesures d'austérité. Une hausse des taux d'intérêt et une diminution des dépenses publiques ne feront qu'encourager à nouveau la spéculation et aggraveront les choses pour l'économie réelle. Ces pays ont en fait besoin de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes pour compenser la baisse de la demande intérieure, tant que les effets expansionnistes de la dévaluation ne se seront pas concrétisés dans une économie mondiale qui se contracte.

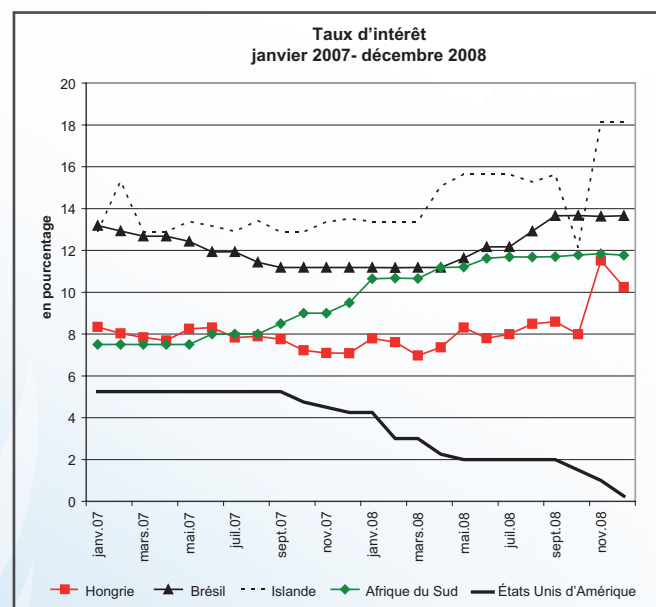
Enrayer une dévaluation excessive – ce qui est la règle et non l'exception – coûte très cher si les mesures sont unilatérales, mais presque rien si les pays contraints de dévaluer unissent leurs efforts à ceux des pays confrontés à une réévaluation. Les pays qui s'efforcent de freiner une dévaluation sont en position de faiblesse, car ils doivent intervenir au moyen de devises, qui ne sont disponibles qu'en quantité limitée. Si les pays dont la monnaie s'apprécie interviennent de façon symétrique pour enrayer une appréciation excessive, la spéculation internationale n'essaiera même pas de s'y opposer, car la monnaie bénéficiant d'une appréciation est disponible en quantité illimitée: il suffit de l'imprimer.

## Une approche multilatérale indispensable

Faute d'engager une réflexion fondamentale sur le système de taux de change et sur le coût de la «solution» classique de programmes d'assistance sans interventions symétriques, les répercussions négatives de la crise financière sur l'économie réelle seront beaucoup plus fortes qu'il ne serait nécessaire. En outre, des dépréciations excessives des taux de change modifieront les structures commerciales et les flux commerciaux beaucoup plus

profondément que cela n'est justifié, compte tenu des pertes de compétitivité globale enregistrées au cours de l'accumulation des positions spéculatives. Cela compromettrait manifestement l'impact d'une conclusion du Cycle de Doha et des appels à s'abstenir de recourir au protectionnisme – voir le résultat de la récente réunion du G-20 à Washington.

Des arrangements multilatéraux, voire mondiaux, en matière de taux de change sont de toute évidence nécessaires pour préserver la stabilité monétaire et financière internationale et associer efficacement cette stabilité à un système commercial ouvert. L'idée d'un système financier et monétaire mondial reposant sur la coopération serait de garantir, à un niveau multilatéral, les mêmes règles du jeu pour toutes les parties, tout comme les règles commerciales multilatérales s'appliquent à tous les partenaires commerciaux. L'idée force derrière la création du Fonds monétaire international était précisément d'éviter des dévaluations compétitives destructrices. Dans un système monétaire mondial bien conçu, les avantages d'une dépréciation monétaire dans un pays devraient être comparés aux inconvénients dans un autre. Les modifications du taux de change qui s'écartent de la parité de pouvoir d'achat influant sur le commerce international de la même manière que les modifications apportées aux droits de douane et aux droits à l'exportation, ces modifications devraient être régies par des réglementations multilatérales. Un régime multilatéral imposerait notamment aux pays de préciser les raisons d'une dévaluation réelle et l'ampleur des changements nécessaires. Si de telles règles étaient appliquées de façon stricte, le taux de change réel de toutes les parties tendrait à rester plus ou moins constant, car la création d'avantages compétitifs pour des pays ou des groupes de pays ne serait certainement pas acceptée.



Notes: Le taux d'intérêt mensuel est la valeur enregistrée le 15 du mois. Les données pour décembre 2008 concernent la valeur au 16 du mois. Les taux d'intérêt sont, pour la Hongrie le taux interbancaire au jour le jour (taux moyen), pour le Brésil le taux de financement au jour le jour (SELIC), pour l'Islande le taux interbancaire à un jour, pour l'Afrique du Sud le taux de l'argent au jour le jour, et pour les États Unis le taux cible des fonds fédéraux.

Source: Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après des données tirées de Thomson Datastream.