



## Déséquilibres mondiaux : le choix de l'indicateur de taux de change est essentiel

*Au cours des derniers jours, la voie vers une économie mondiale plus stable, plus équilibrée et plus équitable s'est considérablement dégagée. En décembre 2010, à Séoul, les dirigeants du G-20 ont reconnu la nécessité de remédier aux déséquilibres commerciaux mondiaux par une action multilatérale coordonnée. Ils ont appelé à l'élaboration de lignes directrices comprenant une série d'indicateurs qui permettrait de signaler à temps les grands déséquilibres qui rendent nécessaire l'adoption de mesures préventives et correctives (par. 9 de la Déclaration du Sommet de Séoul). Ils sont dans une large mesure en phase avec les propositions avancées récemment par la CNUCED (voir le no 17 de Synthèses (Policy Brief), publié avant le Sommet). La CNUCED y recommandait le recours au taux de change effectif réel, qui est considéré comme un indicateur pratique et fiable de la viabilité des déséquilibres commerciaux. Dans le présent numéro de Synthèses, elle fait valoir qu'un taux de change effectif réel fondé sur le coût unitaire de la main-d'œuvre (ratio salaires nominaux/productivité pour l'ensemble de l'économie) permet de mieux discerner l'évolution de la compétitivité qu'un indicateur fondé sur l'indice des prix à la consommation. Ce dernier ne tient pas compte d'éléments importants du processus de rattrapage des pays en développement et peut conduire à de graves erreurs d'appréciation dans le cas de grands pays émergents comme la Chine.*

### Un régime simple pour l'alignement des taux de change

Depuis quelques années, la CNUCED fait valoir que le recours au taux de change effectif réel constituerait un système simple et viable qui permettrait d'éviter le mauvais alignement des taux de change et les opérations de «carry trade» (portage) sur les devises. Comme il est expliqué dans le no 17 de Synthèses, le régime des taux de change effectifs réels serait appliqué en vertu d'un accord multilatéral qui fixerait de manière adéquate les parités monétaires et les banques centrales interviendraient directement pour les soutenir.

Avant de mettre en place un tel système, il faut résoudre au moins deux problèmes techniques importants. Un problème essentiel consiste à déterminer le niveau et la fourchette des taux de change nominaux sur lesquels reposerait ce mécanisme. Pour connaître le taux de change d'équilibre initial, il faudra réaliser une étude détaillée du pouvoir d'achat en valeur absolue de toutes les monnaies. La CNUCED élaborera une proposition sur cette question en temps voulu. Le présent numéro de Synthèses est consacré au second problème, à savoir le choix du bon indicateur pour calculer le taux de change réel.

Les graphiques ci-après montrent qu'il peut y avoir des différences considérables selon que le taux de change effectif réel (REER) est calculé à partir de l'évolution de l'indice des prix à la consommation (CPI), qui est la méthode traditionnelle, ou de l'évolution du coût unitaire de la main-d'œuvre (ULC). Ils illustrent la trajectoire de ces deux indicateurs pour les quatre plus grandes puissances économiques, classées en fonction de leur PIB, 1995 (année marquée par de faibles déséquilibres commerciaux entre les pays du G-20) étant utilisée comme année de référence. Dans le cas du Japon et de l'Allemagne, les deux courbes des taux de change réels indiquent que la compétitivité a sensiblement augmenté par rapport à l'année de référence. Malgré les excédents persistants de ces deux pays et la récente appréciation nominale du yen japonais, les taux de change réels ne s'étaient pas sensiblement appréciés les années suivantes. Par contre, le dollar des États-Unis s'est fortement apprécié en valeur réelle entre 1995 et 2001, ce qui a coïncidé avec des déficits de la balance des paiements courants élevés et en hausse. Bien que les États-Unis aient commencé à recouvrer leur compétitivité depuis lors, ce n'est qu'en 2008 que celle-ci a de nouveau atteint le niveau enregistré en 1995. Dans le cas de ces trois pays, les deux indicateurs suivent plus ou moins la même évolution, ce qui implique que des mesures urgentes doivent être prises pour réduire les

déséquilibres en réalignant les taux de change nominaux en fonction des coûts intérieurs.

Toutefois, la situation est différente dans le cas de la Chine, un écart important étant constaté entre les deux indicateurs pour les raisons expliquées plus bas. Le taux de change effectif réel (REER) fondé sur l'indice des prix à la consommation (CPI) a moins augmenté que celui fondé sur le coût unitaire de la main-d'œuvre (ULC): il est resté relativement constant depuis la fin des années 90, après avoir temporairement baissé au milieu des années 90. Dans une certaine mesure, cette évolution peut avoir été influencée par les différentes pondérations utilisées pour calculer l'indice des prix à la consommation chinois qui, selon certains observateurs, a besoin d'être actualisé. En revanche, le taux de change effectif réel (REER) fondé sur le coût unitaire de la main-d'œuvre (ULC) s'est fortement apprécié depuis 1994. Il a augmenté régulièrement et sensiblement entre 2000 et 2010, témoignant d'une perte globale de compétitivité de l'ordre de 40 % pendant cette période. Bien que les données utilisées ne couvrent pas l'ensemble de la main-d'œuvre chinoise, il semble bien, selon plusieurs sources, que les salaires aient rapidement augmenté au cours des dernières années. Un signe important de cette tendance est l'essor de la consommation privée, qui n'aurait pas été possible sans une forte hausse des salaires nominaux et réels.

### L'IED est le facteur clef expliquant l'appréciation réelle de la monnaie chinoise

Avant de pouvoir accuser la Chine de concurrence déloyale et de «sous-évaluation» monétaire, il faut bien comprendre les raisons de l'écart entre les deux indicateurs utilisés. Si l'on s'en tient au taux de change effectif réel (REER) fondé sur le coût unitaire de la main-d'œuvre (ULC), la Chine est le seul des quatre pays étudiés où la hausse de l'excédent de la balance des paiements courants coïncide avec une perte attendue de compétitivité. Cette singularité est moins surprenante lorsque l'on prend en compte les particularités du développement économique de la Chine au cours des vingt dernières années. Parmi le groupe de pays étudiés, la Chine est le seul où les activités reposant sur l'investissement étranger direct (IED) dominent les exportations et les importations. Plus de 60 % de la totalité des exportations chinoises sont le fait de filiales de sociétés étrangères. La plupart de ces sociétés utilisent la Chine comme site de production car il est possible d'y combiner des activités technologiques incorporant une productivité élevée du travail et des salaires faibles en valeur absolue. Cela leur permet d'enregistrer des profits prodigieusement élevés et



d'utiliser cette plate-forme de production pour conquérir les marchés mondiaux grâce à des coûts et à des prix plus bas. Même si les salaires nominaux et réels et le coût unitaire de la main-d'œuvre augmentent rapidement, comme cela a été le cas dans ce pays au cours des dix dernières années, la marge dont disposent les producteurs étrangers en Chine pour maintenir des prix faibles et remporter ainsi des parts de marché est beaucoup plus grande que celle des producteurs utilisant la même technologie dans les pays développés.

Les investissements en capital fixe dits de création de capacités sont motivés en grande partie par la recherche de facteurs de production et, en particulier, de main-d'œuvre à bas coût. Ils apportent des technologies à forte intensité de capital, ou du moins dont l'intensité de capital est beaucoup plus élevée que celle des technologies utilisées dans les pays à faibles coûts salariaux.

Si, dans ces pays, la main-d'œuvre est mobile ou si les salaires sont fixés de manière centralisée et suivent l'évolution de la productivité intérieure, les effets de l'importation de ce type d'IED sur le niveau global des salaires dans le pays de destination sont lents à se faire sentir, dans la même mesure que l'impact d'un investissement individuel sur le niveau général de la productivité.

Dans ce cas, le coût unitaire de la main-d'œuvre d'une seule unité de production utilisant les nouvelles technologies importées enregistre normalement une chute notable. Par exemple, la productivité (valeur ajoutée par heure) d'un site de production industrielle moyen en Allemagne est de 40 euros, l'heure et le salaire horaire moyen (comprenant toutes les charges sociales) de 27 euros. Le coût unitaire de la main-d'œuvre est de 0,67 euro (27 divisé par 40). Le transfert de cette production vers un site à faibles coûts comme la Chine ou l'Inde peut ramener le salaire moyen versé par l'investisseur étranger à un vingtième du salaire allemand, c'est-à-dire 1,35 euro de l'heure. Même si la productivité des installations délocalisées n'est pas aussi élevée qu'en Allemagne, du fait des pertes causées par des ouvriers moins qualifiés ou de l'absence de logistique efficace dans le pays en développement concerné, le coût unitaire de la main-d'œuvre y sera beaucoup plus faible qu'en Allemagne. Les produits fabriqués peuvent soit être vendus sur le marché mondial à des prix très bas ou au prix «normal», entraînant des bénéfices élevés. Si de plus en plus de produits intermédiaires sont relocalisés dans le pays à bas salaires en question, le coût global diminue fortement pour atteindre son maximum une fois que l'ensemble de la chaîne de production est délocalisé.

Le coût unitaire de la main-d'œuvre étant le déterminant le plus important de la compétitivité entre les pays et les régions où le travail est moins mobile, les rentes de monopole ou les gains de part de marché dont l'investisseur étranger est capable de bénéficier en baissant les prix dans les mêmes proportions que les réductions de coûts possibles sont prodigieuses. En Chine, l'ensemble de l'économie est en expansion et l'IED est un facteur important contribuant aux fortes hausses visibles de la productivité dans l'ensemble de l'économie, entraînant une forte augmentation des salaires nominaux et réels. Néanmoins, même dans ce cas, l'investisseur étranger ne perd sa position de monopole que très lentement car le processus de rattrapage prend de nombreuses années, voire

des décennies, compte tenu de la faiblesse initiale des salaires et du stock intérieur de capital par rapport à ceux des pays les plus avancés. La compétitivité absolue dont jouissent les investisseurs étrangers qui sont capables d'allier haute technologie et bas salaires dans un pays à bas salaires constitue un avantage par rapport aux concurrents dotés des mêmes biens d'équipement dans les pays avancés et par rapport aux concurrents qui profitent d'une main-d'œuvre à faible coût dans les pays en développement mais n'ont pas accès à de hautes technologies. Il s'ensuit que la stratégie de quelques pays en développement d'Asie qui ont été les premiers à s'engager dans un processus de rattrapage (Japon et République de Corée) et de la Chine consistant à allier l'avantage d'une main-d'œuvre instruite et peu rémunérée à l'importation de hautes technologies (en Chine, essentiellement grâce à l'IED, mais grâce à la politique industrielle dans les autres pays) est sans parallèle. La sous-évaluation de la monnaie n'est pas une condition complémentaire nécessaire à la réussite d'une telle stratégie.

## Conclusion

Les accusations d'infraction aux règles commerciales proférées contre la Chine par Fred Bergsten (Financial Times, 29.11.2010) et par d'autres économistes de renom, fondées sur le simple fait que le taux de change nominal est fixe, sont sans fondement. L'évolution du taux de change effectif réel est l'indicateur le plus fiable pour évaluer l'impact des coûts intérieurs sur les flux et les déséquilibres commerciaux. Même si l'on tient compte des incertitudes entourant la validité des données, il ne fait pas de doute que la Chine a enregistré une appréciation réelle notable de sa monnaie au cours des dernières années. Les salaires nominaux et les salaires réels ont augmenté beaucoup plus vite par rapport à la productivité que dans les autres grands pays. Compte tenu de la situation particulière de la Chine en tant que centre de production manufacturière utilisant les technologies les plus avancées au niveau mondial, le taux de change effectif réel (REER) fondé sur le coût unitaire de la main-d'œuvre (ULC) est l'indicateur le plus fiable de la compétitivité du pays. Comme on l'a constaté en Chine, une hausse sensible des coûts de main-d'œuvre par rapport à la productivité se traduit par une perte de parts de marché ou par une diminution des profits. Dans les deux cas, on enregistre une baisse de la compétitivité au profit des producteurs d'autres pays où les coûts de main-d'œuvre augmentent moins rapidement. Si le taux de change effectif réel (REER) fondé sur l'indice des prix à la consommation (CPI) reste constant, la situation économique des producteurs qui choisissent d'accepter une baisse de leurs bénéfices pour maintenir le volume de leurs ventes se dégrade. Il est essentiel, pour l'avenir du commerce mondial, de trouver un mécanisme qui permette de signaler à temps les grands déséquilibres qui rendent nécessaire l'adoption de mesures préventives et correctives. Le commerce ne peut devenir un moyen efficace de stimuler la croissance et de réduire la pauvreté si la communauté internationale ne met pas en place un mécanisme de ce type, qui doit reposer sur des arguments théoriques lucides et sur une analyse approfondie.

