

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement

# Rapport sur le commerce et le développement, 2011

**Aperçu  
général**



Nations Unies

**Embargo**

Le présent document ne doit pas être cité ni résumé par la presse, la radio, la télévision ou les médias électroniques avant le

**6 septembre 2011  
à 17 heures TU**



Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement  
Genève

# **Rapport sur le commerce et le développement, 2011**

## **Aperçu général**



**Nations Unies**  
New York et Genève, 2011

---

## *Note*

---

- Les cotes des documents de l'Organisation des Nations Unies se composent de lettres majuscules et de chiffres. La simple mention d'une cote dans un texte signifie qu'il s'agit d'un document de l'Organisation.

---

- Les appellations employées dans la présente publication et la présentation des données qui y figurent n'impliquent, de la part du Secrétariat de l'Organisation des Nations Unies, aucune prise de position quant au statut juridique des pays, territoires, villes ou zones ou de leurs autorités, ni quant au tracé de leurs frontières ou limites.

---

- Le texte de la présente publication peut être cité ou reproduit sans autorisation, sous réserve qu'il soit fait mention de la source du document et de sa cote et qu'un exemplaire de l'ouvrage où sera reproduit l'extrait cité soit envoyé au secrétariat de la CNUCED.

---

- L'aperçu général est également publié en tant que partie du *Rapport sur le commerce et le développement, 2011* (UNCTAD/TDR/2011, numéro de vente: F.11.II.D.3).

UNCTAD/TDR/2011 (Overview)

## APERÇU GÉNÉRAL

*Le degré d'intégration et d'interdépendance économiques dans le monde aujourd'hui est sans précédent. Cette économie mondialisée ne peut pas fonctionner dans l'intérêt de tous sans une solidarité et une coopération internationales. La crise financière et économique mondiale déclenchée par l'effondrement de grands établissements financiers a mis en lumière cette situation, et souligné la nécessité de concevoir de nouvelles formes de collaboration au niveau mondial. Le G-20, devenu une tribune de premier plan pour la coopération économique internationale, a réussi à coordonner une réponse politique immédiate à la crise, ou «Grande Récession» comme elle est désormais appelée. Dans une première étape, les principales banques centrales se sont lancées dans un assouplissement concerté des politiques monétaires, et la plupart des membres du G-20 se sont engagés dans de vastes plans de relance budgétaire et dans des programmes d'aide d'urgence pour retrouver la stabilité financière. Ces mesures ont permis, ensemble, de mettre un terme au plongeon de l'économie et ont été pour les décideurs un premier succès important dans la lutte contre la crise. Mais malgré d'intenses discussions, peu de progrès a été fait sur de grandes problématiques qui préoccupaient elles aussi le G-20, comme la réglementation du secteur financier, notamment pour trouver des réponses aux problèmes liés à la «financiarisation» des marchés de nombreux produits primaires, et, surtout, la réforme du système monétaire international pour lutter contre les mouvements à court terme de capitaux instables relevant essentiellement de la spéculation monétaire.*

*Mais la reprise économique mondiale est entrée en même temps dans une nouvelle phase de fragilité faute d'un réel processus de croissance autonome tiré par les dépenses privées et par l'emploi, surtout dans les pays développés. Beaucoup de ces pays sont passés d'une politique de relance budgétaire à une politique de compression des dépenses publiques qui risque de conduire à une stagnation prolongée voire une contraction de leur économie. Compte tenu de la stagnation de l'emploi et des salaires en Europe, au Japon et aux États-Unis, ces pays devraient poursuivre des politiques de relance de leur économie au lieu d'essayer de «regagner la confiance des marchés financiers» en réduisant prématurément les dépenses publiques. Le risque essentiel est que les salaires et les revenus collectifs ne progressent pas suffisamment pour contribuer à un processus de croissance durable et globalement équilibré fondé sur la demande intérieure. Cela signifie que le risque d'une poussée inflationniste due à l'augmentation des prix des produits de base est très faible. Quelques rares pays seulement qui*

*ont une croissance vigoureuse et une dynamique des salaires plus forte que prévu sont confrontés à des risques d'inflation.*

*Le redressement des prix des produits de base a aidé les pays en développement à maintenir leur rythme de croissance, mais ces prix sont extrêmement instables car fortement tributaires des activités spéculatives d'acteurs du marché n'obéissant qu'à des considérations d'ordre purement financier. Et même si dans un certain nombre de grands pays en développement la croissance est davantage tirée aujourd'hui par des «moteurs» intérieurs que par les exportations, elle reste vulnérable aux évolutions défavorables du système financier international. Ces pays sont exposés en particulier à des mouvements de capitaux à court terme qui ont tendance à peser à la hausse sur leur monnaie et à pénaliser leurs industries d'exportation. Les pays en développement sont donc confrontés aussi à de très importants risques, et ils devraient s'efforcer de préserver leur stabilité macroéconomique et de contenir les effets des dysfonctionnements extérieurs. Au fur et à mesure qu'ils progressent sur la voie du développement, ils devraient aussi mieux se faire entendre dans le débat mondial sur une nouvelle architecture du système monétaire et financier international.*

*L'économie mondiale ne s'est pas encore remise de la pire récession depuis la Grande Dépression. Grâce à des politiques anticycliques courageuses et coordonnées au niveau mondial, les pays ont pu éviter un naufrage économique. Mais les décideurs ne peuvent pas se permettre de passer à côté de cette occasion d'un remaniement plus fondamental des politiques et des institutions. Une réglementation stricte du secteur financier afin de l'orienter davantage vers les investissements productifs est indispensable pour assurer une plus grande stabilité de l'économie mondiale et son retour sur la voie d'une croissance durable. Mais cela suppose une cohérence accrue entre le système commercial multilatéral et le système monétaire international. Aux niveaux national et régional, il apparaît très souhaitable de réorienter les politiques budgétaires en tenant compte des impératifs de la situation macroéconomique globale, plutôt qu'en s'attachant exclusivement à rééquilibrer les budgets ou à atteindre des objectifs rigides en matière de déficit public. Mais s'il n'y a pas un renversement de la tendance actuelle, caractérisée par des perspectives de diminution des revenus du ménage moyen, et un retour à des politiques privilégiant la croissance des revenus collectifs comme base d'un développement durable et équilibré dans les pays riches comme dans les pays pauvres, toutes les autres tentatives pour renouer avec la croissance resteront vaines.*

---

## **La reprise de l'économie mondiale marque le pas, avec d'importants risques de rechute**

La reprise mondiale a ralenti en 2011. Le PIB mondial ne devrait progresser que de 3,1 %, alors qu'il avait crû de 3,9 % en 2010. Dans beaucoup de pays développés, le ralentissement risque même de s'accroître au cours de l'année avec l'application par les gouvernements de politiques de réduction des déficits publics ou des déficits courants. Dans la plupart des pays en développement, la dynamique de croissance reste beaucoup plus forte, tirée surtout par la demande intérieure.

Lorsque les effets positifs initiaux des cycles des stocks et des programmes de relance budgétaire ont commencé à s'estomper au milieu de l'année 2010, ils ont révélé une faiblesse fondamentale du processus de reprise dans les pays développés. La demande privée n'est pas assez forte à elle seule pour soutenir la poursuite de la reprise; et la consommation intérieure reste atone à cause du niveau de chômage toujours élevé et de la stagnation ou de la faible progression des salaires. En outre, l'endettement des ménages dans plusieurs pays reste important et les banques sont réticentes à fournir de nouveaux financements. Dans cette situation, le passage à des politiques d'austérité budgétaire et monétaire risque de conduire à une période prolongée de croissance médiocre, voire de contraction pure et simple, dans les pays développés.

Aux États-Unis, la reprise marque le pas, et la croissance est bien inférieure à ce qu'il faudrait pour induire un recul notable du chômage. La deuxième série de mesures d'assouplissement quantitatif n'a elle-même pas réussi à accroître le volume de crédit disponible pour l'économie, car la demande intérieure a pâti de la stagnation des salaires et de l'emploi. Comme il n'y a guère de possibilité d'abaisser davantage les taux d'intérêt – qui sont déjà à un point bas historique – et que l'effet des mesures de relance budgétaire s'estompe, un retour rapide à une trajectoire de croissance satisfaisante est très peu probable. Au Japon, la reprise a souffert de la désorganisation sans précédent des chaînes d'approvisionnement et du secteur de la fourniture d'énergie due au tremblement de terre et au tsunami massifs du mois de mars. Dans l'Union européenne, la croissance devrait rester inférieure à 2 % en 2011, mais avec d'importantes disparités selon les pays membres. En Allemagne, le dynamisme nouveau des exportations (en particulier vers l'Asie) et de l'investissement, combiné avec un accroissement des dépenses publiques, s'est traduit par une forte progression de l'activité économique en 2010 et au début de 2011, mais comme dans les autres pays

développés les revenus collectifs restent très faibles, de même que la demande intérieure.

Avec la crise de l'euro qui n'a pas encore trouvé de solution, la résurgence de graves tensions sur le marché de la dette au deuxième trimestre de 2011 et l'extension possible des mesures d'austérité à l'ensemble de l'Europe, il y a un important risque que la zone euro continue à peser fortement sur la reprise mondiale. Et il n'est pas exclu que les mesures d'austérité – principal levier d'action utilisé face à la crise de l'euro, sans tenir compte de la croissance de la demande intérieure dans la région – produisent des effets tout à fait contraires à ceux attendus. Les pays touchés par la crise dans la zone euro se trouvent dans une situation extrêmement difficile. Alors qu'ils auraient besoin de faibles taux d'intérêt et d'une relance de leur croissance, il se trouve au contraire que leur dynamique de croissance est faible et que les taux d'intérêt de leur dette publique sur le marché sont excessivement élevés.

### **La croissance relativement rapide dans les pays en développement a été tirée davantage par la demande intérieure**

On peut penser que les taux de croissance des pays en développement resteront largement supérieurs – à près de 6,5 % – à ceux des pays développés. Dans beaucoup de pays en développement, la croissance a été portée davantage par la demande intérieure que par les exportations. Les pays émergents (comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde et la Turquie, parmi les membres du G-20) ont été confrontés à l'important défi que représentaient des apports de capitaux à court terme attirés par des taux d'intérêt plus élevés, liés à une plus forte inflation ou à un durcissement des politiques monétaires. Ces apports de capitaux ont énormément pesé à la hausse sur leurs monnaies et ont tendance à affaiblir leurs secteurs d'exportation et à creuser leurs déficits courants. Au Brésil, la Banque centrale est intervenue vigoureusement sur le marché des changes, mais dans le même temps elle a relevé encore son taux directeur, pourtant déjà très élevé en termes réels, et la politique budgétaire a été resserrée. La Banque centrale de la Fédération de Russie a agi de la même manière.

L'expansion est restée vigoureuse dans toutes les régions en développement, à l'exception de l'Afrique du Nord et de certains pays d'Asie occidentale, où l'agitation politique a pesé sur l'investissement et sur le tourisme et, par conséquent, sur la croissance aussi. C'est en Asie de l'Est, du



Sud et du Sud-Est qu'on a continué à enregistrer les plus forts taux de croissance du PIB, même s'il semble se dessiner un certain fléchissement dû aux répercussions de la situation au Japon sur les chaînes d'approvisionnement, au resserrement des conditions monétaires et à la demande atone dans certains grands marchés d'exportation comme le Japon et les États-Unis. En Chine, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a diminué, et l'investissement productif et la consommation privée sont désormais les deux grands moteurs de la croissance. La progression des salaires en Chine est un important facteur pour rendre l'économie chinoise moins tributaire des exportations, de sorte qu'en ayant leur pleine part des gains de productivité du pays les travailleurs contribuent de manière effective à un rééquilibrage de la demande mondiale.

En Amérique latine et dans les Caraïbes, l'expansion reste robuste. Même si l'économie brésilienne ralentit, l'Argentine et la plupart des pays andins devraient connaître cette année encore une croissance rapide. Au Mexique et dans la plupart des petits pays d'Amérique centrale et des Caraïbes, la croissance sera beaucoup plus modeste, essentiellement parce que ces pays sont tributaires des exportations vers les États-Unis. L'Afrique subsaharienne devrait enregistrer une croissance aussi rapide qu'en 2010. Grâce aux gains liés à l'évolution des termes de l'échange, des investissements d'infrastructure et des politiques budgétaires expansionnistes devraient permettre de tirer la croissance économique dans la sous-région, et le développement rapide du secteur des services y contribuera aussi. Toutefois, il n'est guère probable que les taux de croissance du PIB en Afrique subsaharienne permettent de réduire notablement la pauvreté dans un avenir proche, car trop souvent les avancées économiques n'ont pas de retombées positives pour la population dans son ensemble.

Dans les pays en transition, les taux de croissance restent inférieurs au taux moyen de croissance des pays en développement, mais ils ont retrouvé leur tendance d'avant la crise et devraient progresser considérablement plus vite que ceux des pays développés.

### **Reprise du commerce international, et instabilité des prix sur les marchés des produits de base**

Le commerce international des marchandises et des services est fortement reparti à la hausse en 2010, après avoir connu sa plus grave contraction depuis la Deuxième Guerre mondiale. En 2011 toutefois le volume des échanges internationaux ne devrait enregistrer qu'un taux de

croissance inférieur à 10 %, contre 14 % en 2010, surtout dans les pays développés. Les prix des produits de base se sont redressés dès le début du cycle et ont été marqués par une forte instabilité, essentiellement à cause de la présence plus importante des investisseurs financiers sur les marchés de ces produits.

Bien que l'indice de la CNUCED pour les prix des denrées alimentaires ait dépassé en février 2011 les niveaux atteints durant la crise alimentaire de 2007-2008, en termes de sécurité alimentaire la situation semble moins critique qu'à cette époque grâce aux prix relativement bas du riz et à une bonne récolte de céréales en Afrique en 2010. En outre, la plupart des pays exportateurs de denrées alimentaires ont préféré ne pas imposer de mesures de restriction à l'exportation comme celles qui avaient notablement contribué à la crise alimentaire de 2007-2008. Mais la hausse des prix des denrées alimentaires en 2010-2011 pourrait avoir de graves répercussions sur la sécurité alimentaire, auxquelles s'ajoutent les menaces de famine en Afrique de l'Est. Cette augmentation des prix vient aggraver encore l'extrême pauvreté, puisque la facture des importations alimentaires des pays à faible revenu devrait bondir de 27 % en 2011. Il fallait donc que les gouvernements prennent des mesures pour atténuer les conséquences de cette situation pour les plus pauvres.

Dans une certaine mesure, la hausse des prix des produits de base contribue déjà au ralentissement de l'activité en général dans les pays consommateurs, puisqu'elle réduit le pouvoir d'achat des ménages dont les revenus souffrent déjà du fort taux de chômage, de la faible croissance des salaires et du processus de désendettement, surtout dans les pays développés. Si l'accroissement des prix des produits de base entraîne un resserrement généralisé de la politique monétaire dans le monde, la reprise pourrait se trouver fortement menacée. La Banque centrale européenne, par exemple, continue à focaliser son attention sur l'inflation globale, et s'est engagée depuis avril 2011 dans une politique de resserrement monétaire. Mais compte tenu de l'énorme volant de main-d'œuvre inutilisé aux États-Unis et en Europe, où même en valeur nominale les salaires n'augmentent pratiquement pas, le risque que l'accroissement des prix des produits de base déclenche une spirale inflationniste est négligeable. Une politique monétaire restrictive n'est donc pas appropriée pour contenir la hausse des prix des produits de base qui tient essentiellement à des facteurs externes, notamment les chocs intervenant du côté de l'offre et le rôle des marchés financiers.

---

Dans les pays émergents aussi, l'inflation globale est moins due à une surchauffe qu'au fait que les prix des denrées alimentaires et de l'énergie pèsent beaucoup plus dans les indices des prix à la consommation des pays pauvres que dans ceux des pays développés. Vu ces circonstances, un resserrement de la politique monétaire en l'absence de surchauffe ne semble guère pertinent puisque dans la plupart des cas les effets secondaires ont été limités.

### **La faible progression des salaires compromet la reprise**

Les revenus salariaux sont le principal moteur de la demande intérieure dans les pays développés et les pays émergents. La croissance des salaires est donc essentielle pour la reprise et pour la croissance durable. Or dans la plupart des pays développés, il n'y a guère de chances que la croissance des salaires contribue notablement à la reprise ou la favorise. Mais pire encore, en plus des risques inhérents à un assainissement prématuré des finances publiques, il y a un danger de plus en plus grand dans de nombreux pays de pressions à la baisse accrues sur les salaires, ce qui pèserait encore davantage sur les dépenses de consommation privées. Dans beaucoup de pays en développement et de pays émergents, et particulièrement en Chine, la reprise a été tirée par la progression des salaires et des transferts sociaux, avec une expansion concomitante de la demande intérieure. Mais comme les pays développés restent d'importantes destinations d'exportation, une croissance atone sur ces marchés, combinée avec des pressions à la hausse sur les monnaies des pays en développement, risque de favoriser une compression relative des salaires dans les pays en développement eux aussi.

Si les salaires croissent moins vite que la productivité, cela implique que la demande intérieure progresse plus lentement que l'offre potentielle. L'écart qui se creuse ainsi peut être temporairement comblé en s'appuyant sur la demande extérieure ou en stimulant la demande intérieure grâce à un desserrement du crédit et à une hausse des prix des actifs. Mais la crise mondiale a montré que ni l'une ni l'autre solution n'était valable durablement. L'application simultanément par de nombreux pays de stratégies de croissance portée par les exportations implique une course à l'abîme en termes de salaires, et comporte un effet déflationniste. En outre, si un pays parvient à dégager un excédent commercial, cela implique qu'il y aura dans d'autres pays des déficits commerciaux, synonymes de déséquilibres commerciaux et d'endettement extérieur. Si par contre le desserrement du crédit et la hausse des prix des actifs induisent un excédent de dépenses, comme cela a été le cas aux États-Unis avant la crise, la bulle

éclatera forcément tôt ou tard avec de graves conséquences pour l'économie réelle comme pour l'économie financière. Il est donc important que des mesures soient prises pour contenir cette évolution dangereuse de la répartition des revenus et pour l'inverser.

### **Les arguments en faveur d'une politique des revenus**

Compte tenu de l'importance de la consommation pour dynamiser la demande mondiale et sachant que la reprise mondiale est encore fragile, l'application dans les grands pays de politiques des revenus pourrait largement contribuer à une expansion équilibrée. L'un des éléments essentiels de cette politique est l'ajustement des salaires réels en fonction de la productivité, afin que la consommation intérieure puisse progresser en même temps que l'offre. Cela aiderait aussi à éviter une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, et à contrôler ainsi la principale source interne d'inflation. Il serait dès lors possible de moins focaliser la politique monétaire sur la stabilité des prix et d'y recourir davantage pour financer à bas coût des investissements dans les capacités productives réelles, ce qui créerait à son tour de nouvelles possibilités d'emplois. Une hausse des salaires à un rythme correspondant approximativement au taux de croissance de la productivité, en tenant compte aussi d'un objectif d'inflation, est la meilleure réponse aux anticipations inflationnistes.

Les problèmes actuels dans la zone euro résultent essentiellement de la progression divergente des salaires dans les États membres. Depuis la création de la zone euro, les salaires ont progressé plus vite que la productivité et que l'objectif officiel d'inflation de la Banque centrale européenne dans certains États membres et beaucoup moins vite dans d'autres, d'où des écarts considérables de compétitivité. À la différence des pays émergents qui ont connu dans le passé des situations de crise semblables, les pays de la zone euro qui ont perdu en compétitivité et qui sont confrontés aujourd'hui à de graves problèmes d'endettement n'ont pas la possibilité de dévaluer leur monnaie. En plus des mesures de transfert de revenus, une politique explicite de hausse des salaires dans les pays bénéficiant d'un excédent, et particulièrement en Allemagne, pour pallier le recul de la compétitivité dans les pays davantage touchés par la crise est donc un élément fondamental de la solution.

---

## Un bref «épisode keynésien»

Alors que depuis de nombreuses années il était préconisé une réduction du rôle de l'État dans la gestion de l'économie, beaucoup de gouvernements de pays développés et de pays émergents ont engagé de vastes programmes de stabilisation pour soutenir la demande globale, et sont intervenus pour sauver le secteur financier. Avant la crise, on jugeait souvent que les politiques budgétaires expansionnistes étaient inefficaces puisque tout accroissement du déficit public serait compensé par un ajustement simultané à la baisse des dépenses privées. Mais comme les politiques monétaires ont eu des effets limités durant la crise, l'orthodoxie de l'équilibre des budgets ou des objectifs budgétaires à court terme a été oubliée, et les gouvernements ont été à nouveau considérés comme les «acheteurs et emprunteurs en dernier ressort».

Or il ressort de l'évolution récente des politiques budgétaires et monétaires dans de nombreux pays, ainsi que des recommandations de grandes institutions internationales comme le Fonds monétaire international (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), que la reconnaissance de la nécessité d'une relance budgétaire durant la crise n'a pas conduit à repenser plus radicalement les principes de la politique macroéconomique. En 2011, de nombreux gouvernements ont inversé une fois encore l'orientation de leurs politiques pour passer d'une expansion budgétaire à un resserrement budgétaire, et d'autres envisagent de faire de même. Cela est d'autant plus préoccupant que dans la plupart des pays développés gravement touchés par la crise financière, le secteur privé n'est pas encore au terme du processus d'apurement des bilans par lequel les agents non financiers cherchent à réduire leur endettement dans le même temps que les banques tentent de redresser leur ratio de fonds propres. Dans ce processus de déflation de désendettement, même si les politiques d'assouplissement des conditions monétaires et de faibles taux d'intérêt étaient poursuivies, il ne fallait pas en attendre un réel effet de relance.

Les tenants de l'austérité budgétaire font valoir qu'il est indispensable de regagner la confiance des marchés financiers, jugée essentielle pour la reprise économique, alors même qu'on s'accorde quasi universellement à reconnaître que la crise a été causée initialement par la défaillance des marchés financiers. On voit donc qu'il n'a guère été tiré de leçons de l'excès de confiance dans le jugement des acteurs des marchés financiers, y compris les agences de notation, concernant la situation microéconomique et la validité des politiques macroéconomiques. Compte tenu du comportement

irresponsable de nombreux acteurs privés des marchés financiers à la veille de la crise, et des interventions coûteuses des gouvernements pour éviter l'effondrement du système financier, il est surprenant qu'une large partie de l'opinion publique et bon nombre de décideurs fassent à nouveau confiance à ces mêmes institutions pour juger ce qui constitue une gestion macroéconomique correcte et des finances publiques saines.

### **L'important impact de la crise sur les budgets**

Le gonflement de la dette publique n'est pas dû à des politiques budgétaires imprudentes. Avant la crise, entre 2002 et 2007-2008, les équilibres budgétaires à l'échelle mondiale se sont notablement améliorés, essentiellement grâce à l'important accroissement des recettes publiques tant en termes absolus qu'en pourcentage du PIB. Cette amélioration résultait à la fois de l'accélération globale de la croissance de la production et, dans beaucoup de pays exportateurs de produits primaires, de l'envolée des prix de ces produits sur les marchés internationaux. Il y avait eu en outre une diminution généralisée de la part des dépenses publiques consacrée au paiement d'intérêts, grâce essentiellement à la baisse des taux d'intérêt réels. Quand la crise a éclaté, de nombreux pays avaient donc une importante marge d'action budgétaire.

La crise a entraîné une forte dégradation des comptes publics avec l'entrée en action de stabilisateurs automatiques, impliquant une réduction des recettes et une augmentation des dépenses, et avec le lancement de programmes de relance budgétaire d'une ampleur sans précédent bien souvent. Dans de nombreux pays en développement, les comptes budgétaires ont aussi fortement souffert d'un brutal repli des prix des produits de base et de la hausse des écarts de taux d'intérêt sur la dette publique. Dans plusieurs pays développés, les équilibres budgétaires se sont dégradés à la suite du sauvetage par les pouvoirs publics d'institutions financières en péril, sauvetage ayant impliqué dans une large mesure la conversion de dettes privées en dettes publiques. En 2008 et 2009, les dépenses publiques en pourcentage du PIB ont augmenté dans toutes les régions en même temps que les recettes publiques chutaient, en particulier dans les pays d'Afrique et d'Asie occidentale et dans les pays en transition dont les recettes budgétaires viennent en grande partie de l'exportation de produits primaires. La contraction des recettes a été plus modérée dans la plupart des pays d'Asie de l'Est et du Sud et d'Amérique latine.

Des mesures énergiques de relance budgétaire ont été indispensables dans les pays développés pour contrebalancer l'important recul de la demande privée, puisque même les mesures monétaires les plus expansionnistes n'étaient guère efficaces dans une situation de désendettement privé massif. Ce sont les États-Unis qui ont engagé le plus vaste programme de relance, tant en termes nominaux qu'en pourcentage du PIB, suivis par le Japon et par l'Allemagne. Dans les pays développés, les mesures de relance budgétaire annoncées ont pris la forme, dans 40 % des cas, de réductions d'impôts. Dans plusieurs pays en développement et pays en transition, les programmes de relance ont représenté proportionnellement une plus importante part du PIB que dans les pays développés, et ils privilégiaient beaucoup plus un accroissement des dépenses que des réductions d'impôts.

Les politiques anticycliques et la récession ont fait bondir le ratio de la dette publique au PIB dans les pays développés qui dépassait nettement 60 % à la fin de 2010, soit une proportion supérieure à celle du précédent pic enregistré en 1998. Dans les pays en développement et les pays émergents, ce ratio n'a augmenté que modérément après un fort recul les années précédentes, de sorte qu'il était aujourd'hui bien inférieur à celui des pays développés. Mais il y avait d'importantes disparités entre les pays en développement, et un certain nombre de pays à faible revenu restaient en situation de surendettement.

### **La marge d'action en matière budgétaire n'est pas une variable statique**

Face à l'importante augmentation des déficits budgétaires courants et de l'encours de la dette publique dans plusieurs pays, l'idée a commencé à se répandre que la marge d'action disponible pour une relance budgétaire durable était déjà – ou serait bientôt – épuisée, surtout dans les pays développés. Et l'idée s'est répandue aussi que dans un certain nombre de pays, les ratios d'endettement avaient atteint, ou approchaient, un niveau au-delà duquel la solvabilité budgétaire ne serait plus assurée.

Or la marge d'action en matière budgétaire est une variable essentiellement endogène. Une politique budgétaire proactive peut agir sur l'équilibre budgétaire en modifiant la situation macroéconomique, en raison de ces incidences sur les revenus du secteur privé et les impôts correspondants perçus. Dans une perspective macroéconomique dynamique, une politique budgétaire expansionniste judicieuse peut dynamiser la

demande lorsque la demande privée a été paralysée à cause des perspectives incertaines de revenus dans l'avenir et de la réticence ou de l'incapacité des consommateurs et des investisseurs privés à s'endetter.

Dans une telle situation, une politique budgétaire restrictive pour rééquilibrer les finances publiques ou pour réduire la dette publique n'a guère de chances de succès car une économie nationale ne fonctionne pas comme une entreprise ou comme un ménage qui peut épargner davantage en réduisant ses dépenses sans que cela modifie ses recettes. En effet, une compression des dépenses publiques, de par ses effets négatifs sur la demande globale et sur la base d'imposition, aboutira à une réduction des recettes budgétaires et n'ira donc pas dans le sens d'un rééquilibrage des finances publiques. Comme les dépenses courantes peuvent être difficiles à ajuster (parce que composées essentiellement de salaires et de prestations sociales), la compression des dépenses publiques implique généralement de vastes coupes dans les investissements publics. Cette réduction de dépenses publiques nécessaires pour la croissance peut entraîner une baisse de la valorisation actuelle des recettes publiques futures d'une ampleur plus importante que celle des économies budgétaires obtenues grâce à la compression des dépenses publiques. Le résultat sera une amélioration dans l'immédiat de la situation de trésorerie du pays, mais avec des répercussions négatives sur la viabilité des finances publiques et de la dette dans le long terme. Et ce choix de l'équilibre budgétaire ou d'un faible endettement public comme un objectif en tant que tel peut être préjudiciable à d'autres objectifs de politique économique, comme le plein emploi et une répartition des revenus socialement acceptable.

C'est le défaut de prise en compte de ces effets dynamiques qui a conduit à des résultats décevants pour beaucoup de pays ayant appliqué des politiques d'austérité budgétaire dans le cadre de programmes appuyés par le FMI dans les années 1990 et 2000. Dans les pays où ces politiques d'austérité devaient en principe réduire le déficit budgétaire, celui-ci s'est au contraire aggravé, et souvent de façon notable, à cause de la contraction du PIB. En Indonésie par exemple, à la fin des années 1990 il était attendu une croissance de 5 % du PIB, alors que la production s'est repliée en fait de 13 %; en Thaïlande, loin de s'accroître de 3,5 % comme attendu le PIB s'était contracté de 10,5 %. Et d'autres pays ont connu des situations similaires. Cette apparente erreur d'appréciation systématique, conduisant «inévitablement à une sous-performance budgétaire», selon les termes du Bureau indépendant d'évaluation du FMI, tenait à des anticipations trop optimistes sur les possibilités d'attirer l'investissement privé.



---

Mais la marge d'action en matière budgétaire comporte un autre aspect trop souvent négligé: les choix en termes de dépenses publiques et d'imposition ne sont pas neutres, et différents types de dépenses ou de recettes produisent des résultats macroéconomiques différents. En principe, un accroissement des dépenses pour les infrastructures, pour les transferts sociaux ou pour des subventions ciblées destinées à des investisseurs privés est plus efficace pour stimuler l'économie que des réductions d'impôts, parce qu'il induit directement une hausse des achats et de la demande. Le revenu rendu disponible par des baisses d'impôts ne sera sans doute dépensé que partiellement en revanche, surtout en cas de fort endettement du secteur privé, qui aura plutôt tendance alors à utiliser une partie des réductions d'impôts pour rembourser ses dettes plutôt que pour consommer et investir. Une augmentation des dépenses sociales au profit des groupes à faible revenu semble être un moyen rationnel de favoriser la reprise, dans la mesure où cela évite de voir leur consommation chuter en période de crise et la pauvreté s'aggraver. Si le choix se porte de préférence sur des baisses d'impôts, des réductions de l'impôt sur les ventes et de la taxe sur la valeur ajoutée ainsi que des baisses de l'impôt sur le revenu pour les groupes à faible revenu qui ont une plus grande propension à dépenser sont généralement plus efficaces pour accroître la demande et le revenu national que des réductions d'impôts pour les groupes aisés.

### **Les déterminants de la dette publique**

Le niveau élevé et l'accroissement des ratios de la dette publique sont bien entendu une préoccupation de politique légitime, mais tout comme la marge d'action budgétaire les limites du déficit public et de l'endettement public sont difficiles à définir en raison de leurs liens étroits avec d'autres variables macroéconomiques. Tenter de déterminer un niveau critique d'endettement «viable» est donc un réel défi. Dans leurs politiques économiques et leurs stratégies d'endettement, les gouvernements doivent prendre en compte leur situation et leurs besoins sociaux spécifiques, ainsi que leurs relations avec l'extérieur.

On constate que même si les déficits budgétaires et la dette publique représentent aujourd'hui une proportion relativement élevée du PIB dans certaines parties du monde – et surtout dans certains pays développés –, dans bon nombre de pays ils ne sont pas considérables au regard de l'expérience passée. En outre, la viabilité de l'endettement public ne dépend pas seulement de l'encours absolu de la dette mais aussi de la relation entre cet encours et d'autres variables clefs comme le solde budgétaire primaire, le taux d'intérêt

moyen de la dette active, le taux de croissance de l'économie et le taux de change. Ce dernier influe fortement non seulement sur la valeur intérieure de la dette libellée en devises, mais aussi sur la demande de biens produits dans le pays.

Par conséquent, les situations d'endettement public insoutenable ne sont pas toujours le résultat de politiques budgétaires expansionnistes ou irresponsables. Il apparaît qu'elles sont moins dues à un déficit du solde budgétaire primaire causé par des politiques budgétaires délibérées qu'à une croissance atone (voire négative) du PIB et à des crises bancaires et monétaires. Réciproquement, même si le solde budgétaire primaire est déficitaire, le ratio de la dette publique au PIB peut être réduit à condition que le taux d'intérêt nominal de la dette publique soit inférieur au taux de croissance du PIB. On voit donc que la politique monétaire joue un rôle important dans la viabilité de l'endettement public. Mais les pays qui ont une dette libellée en monnaies étrangères ou qui ne contrôlent pas leur propre politique monétaire peuvent voir leurs conditions d'emprunt devenir soudainement beaucoup plus onéreuses en période de crise économique, précisément quand leurs capacités de remboursement se trouvent réduites. Dans les pays en développement, on constate que les efforts d'austérité n'ont pas été particulièrement fructueux et que la viabilité de l'endettement passe normalement par une croissance économique plus robuste.

Pour répondre à une crise, il faut tenir compte de ce qui l'a causée. Si la crise est due à l'éclatement d'une bulle d'actifs, la réponse rationnelle passerait par une réforme financière et même par le contraire d'une politique de compression des dépenses publiques, c'est-à-dire par des mesures anticycliques pour absorber le désendettement du secteur privé afin de sortir du marasme macroéconomique créé par la déflation des actifs. Si la crise résulte d'une surexposition à des créanciers étrangers et d'une appréciation excessive de la monnaie nationale, la réponse appropriée au niveau national pourrait passer par une amélioration de la structure de la dette et par l'introduction de politiques pour éviter les désalignements du taux de change réel et pour régler les apports de capitaux.

### **La déréglementation financière a ouvert la porte à une prise de risque excessive**

Les fortes hausses récentes des déficits publics et de la dette publique résultent de la grave crise qui a frappé le secteur financier après la vague de libéralisation financière impulsée par les pays ayant un modèle économique

dit «anglo-saxon». Il est donc quelque peu paradoxal que les agents financiers à l'origine de la crise soient devenus les arbitres du bien-fondé des politiques publiques adoptées pour lutter contre les effets de la crise. La libéralisation et la déréglementation financières reposaient sur l'idée largement répandue que le jeu du marché était plus efficace, et elles ont conduit à la création d'instruments financiers de plus en plus complexes. La déréglementation était en partie une réponse aux pressions concurrentielles dans le secteur financier, mais elle s'inscrivait aussi dans un mouvement généralisé de réduction de l'intervention des pouvoirs publics dans l'économie. De nouveaux instruments financiers et la poursuite de la libéralisation du système financier ont permis aux activités spéculatives de beaucoup se développer de sorte qu'elles ont pris une place importante, voire prépondérante, dans le secteur financier. Ces activités sont devenues ainsi une source d'instabilité dans de nombreux pays, et même dans tout le système économique international. Il est difficile en revanche de trouver de nouveaux instruments financiers qui aient contribué à rendre les services d'intermédiation financière plus efficaces et à promouvoir les investissements durables dans les capacités productives réelles.

Alors même que la déréglementation financière et la libéralisation du compte courant causaient des crises financières de plus en plus nombreuses dans les pays développés comme dans le pays en développement, la conviction profonde des décideurs que les marchés étaient les meilleurs juges de la répartition efficace des facteurs les a conduits à poursuivre sur la voie de la déréglementation financière. Il a fallu la crise financière mondiale pour que s'engage un réel débat sur la nécessité de réformes fondamentales pour éviter des crises similaires dans l'avenir. L'idée désormais largement partagée que la déréglementation avait été l'un des principaux facteurs de déclenchement de la crise financière et économique mondiale a donc débouché sur des appels en faveur d'un renforcement de la réglementation et de la surveillance financières.

### **Les marchés sont importants, mais les marchés financiers fonctionnent différemment**

Les marchés financiers ne fonctionnent pas de la même manière que les marchés normaux des marchandises et des services. Alors que les entrepreneurs intervenant dans les marchés des marchandises cherchent à créer de nouveaux actifs réels qui puissent améliorer la productivité et accroître l'ensemble des revenus dans l'avenir, les acteurs des marchés financiers cherchent surtout à utiliser efficacement les informations qu'ils

détiennent sur les actifs existants. Sur les marchés des marchandises, les prix sont déterminés à partir d'informations provenant d'une multitude d'agents indépendants agissant selon leur gré, et les opportunités de profit naissent d'initiatives individuelles novatrices fondées sur les informations indiciaires personnelles des acteurs du marché. Sur les marchés financiers en revanche, et particulièrement sur ceux des actifs qui relèvent de la même grande catégorie de risque (par exemple actions, monnaies de pays émergents et, plus récemment, produits de base et produits dérivés correspondants), la détermination des prix repose sur des informations liées à un petit nombre d'événements communément observables, voire sur des modèles mathématiques qui utilisent essentiellement des données passées – plutôt qu'exclusivement actuelles – pour faire des anticipations de prix.

Le fonctionnement des marchés financiers présente une faille fondamentale en ce sens que les activités les plus profitables procèdent souvent de comportements grégaires (c'est-à-dire consistant à suivre la tendance pendant un certain temps puis à se dégager juste avant le reste du troupeau). Cette façon de se dissocier du consensus, même si elle est justifiée par des informations fiables sur les fondamentaux, peut conduire à d'importantes pertes. Ainsi, lorsque les acteurs des marchés «découvrent» que les tendances des prix sur différents marchés offrent une occasion d'«arbitrage dynamique» (c'est-à-dire d'investissement dans la probabilité d'une poursuite de la tendance existante) et que tous parient sur le même résultat, par exemple une hausse des prix de l'immobilier, des actions ou d'autres actifs, comme tous ces acteurs disposent des mêmes informations il y a une forte incitation à un comportement grégaire. Le troupeau acquiert ainsi un pouvoir sur le marché suffisant pour orienter ces prix dans le sens désiré.

C'est la raison pour laquelle les prix sur les marchés financiers et «financiarisés» ont parfois tendance à évoluer de façon excessive, en s'établissant pendant de longues périodes à des niveaux qui ne sont pas justes. À cause des comportements grégaires dominants, aucun acteur individuel ne se demande si les informations sous-jacentes sont correctes ou si elles peuvent être mises en relation de façon rationnelle avec les événements et les évolutions dans l'économie réelle. Ce phénomène a été observé non seulement sur les marchés des valeurs et sur ceux des produits financiers dérivés, mais aussi sur les marchés des devises et sur les marchés à terme de produits de base. Les marchés financiers ont ainsi créé eux-mêmes la plupart des risques d'«événements extrêmes» qui ont entraîné leur effondrement lors des crises financières. Les incertitudes quant à la

---

valorisation correcte des actifs bancaires durant ces phénomènes de bulles peuvent devenir telles qu'aucune exigence de fonds propres ni aucun mécanisme contre le risque de liquidité ne peut absorber le choc qui s'ensuit, de sorte que les gouvernements n'ont alors plus d'autre choix que d'intervenir avec des plans de sauvetage.

### **Une reréglementation des marchés financiers est indispensable**

Au fil de cent cinquante années d'activités bancaires, il s'était formé un accord implicite sur le fait qu'en temps de crise les gouvernements, ou les banques centrales dans leur rôle de «prêteur en dernier ressort», apporteraient l'aide nécessaire pour éviter l'effondrement d'institutions financières individuelles et du système dans son ensemble. En échange, ces institutions étaient assujetties à une réglementation et à une surveillance de la part des autorités. Le risque avait toujours existé que des événements dans l'économie réelle, comme la défaillance d'un débiteur important ou une récession généralisée, pourraient mettre le secteur financier en difficulté. Cela est devenu particulièrement évident durant la Grande Dépression des années 1930, ce qui a conduit à l'institutionnalisation des fonctions de prêteur en dernier ressort et à la mise en place d'une garantie des dépôts pour éviter les retraits bancaires massifs.

Mais avec la tendance à la déréglementation du système financier, ces trente dernières années, la situation s'est inversée: aujourd'hui, le secteur financier est davantage une source d'instabilité pour le secteur réel. Dans le même temps, les pouvoirs publics sont intervenus plus souvent pour aider ce secteur, et avec des injections de fonds publics de plus en plus importantes. Les marchés financiers ont été déréglementés, malgré leurs dysfonctionnements fréquents. Pour protéger l'économie réelle des retombées préjudiciables induites par les marchés financiers eux-mêmes, il faudrait donc une reréglementation officielle de très vaste portée qui rééquilibre judicieusement la protection du secteur financier, d'une part, et la réglementation des institutions financières, d'autre part, par les autorités.

Du fait de la méconnaissance des marchés financiers, un problème en particulier reste posé: la sous-estimation systématique des risques quand tous les intervenants dans un segment donné du marché financier agissent dans le même sens sous l'effet de comportements grégaires. Cette situation peut créer ce qu'il est convenu d'appeler des risques d'«événements extrêmes» qui, même s'ils surviennent très rarement, peuvent avoir des conséquences

catastrophiques lorsqu'ils se matérialisent. Les marchés ne seront stabilisés que si on les prive de la possibilité de faire évoluer les prix dans le mauvais sens ou de les établir à un niveau excessif par rapport à la juste valeur. Une intervention systématique des pouvoirs publics devrait donc devenir un outil légitime pour corriger les dysfonctionnements des marchés.

La déréglementation des marchés financiers a aussi favorisé une concentration accrue des activités bancaires au sein de quelques grands établissements, ainsi qu'une modification du mode de financement des banques qui se détournent des dépôts au profit des marchés de capitaux, et des activités de prêt au profit des activités de marché. En outre, elle a ouvert la voie au développement d'un système financier «fantôme» essentiellement non réglementé, surtout dans les pays développés. Au début de 2008, les engagements de ce système étaient près de deux fois supérieurs à ceux du secteur bancaire traditionnel. En absorbant beaucoup de sociétés financières ou de fonds de placement sur le marché monétaire nouvellement créés, ou en créant leurs propres entités sous l'égide de holdings bancaires, les banques ont externalisé une importante partie de leurs fonctions d'intermédiation en matière de crédit à des sociétés partenaires dans ce système fantôme. Certains éléments de ce système (par exemple les fonds de placement sur le marché monétaire) jouaient le même rôle que les banques mais pratiquement sans aucune réglementation, et ces entités ont toujours eu un volume d'activités qui reposait sur une capitalisation insuffisante.

Le risque systémique dans le système financier est venu surtout des établissements financiers d'importance systémique. Face au problème de ces établissements «trop importants pour faire faillite», il a été essentiellement proposé jusqu'à présent des exigences de fonds propres additionnelles et une surveillance renforcée, plutôt qu'une restructuration. Une réponse plus complète devrait inclure aussi une procédure spéciale de règlement des crises, sans grever les ressources publiques, et la limitation de la taille de ces établissements, soit en termes absolus soit par rapport au PIB.

### **Vers une restructuration du système bancaire**

Comme le problème de l'établissement de prix erronés est une caractéristique systémique des marchés financiers, la réglementation devrait être focalisée davantage sur le système que sur les comportements à l'intérieur du système, afin que celui-ci contribue mieux en général à l'investissement productif réel et à la croissance de l'économie réelle. Une séparation claire entre les banques de dépôt et les banques d'investissement

pourrait aider à éviter que les banques commerciales s'adonnent à des activités spéculatives, et permettrait également de réduire la taille des établissements bancaires et d'en accroître la diversité. Les banques publiques pourraient jouer un rôle plus important non seulement dans le financement du développement, mais aussi comme facteurs de diversité et de stabilité. Ces banques se sont révélées plus résistantes aux crises, et elles ont en partie compensé l'assèchement du crédit dans le système privé lors de la crise récente. Elles pourraient aussi aider à promouvoir la concurrence lorsqu'il existe des structures bancaires privées de type oligopolistique.

Dans la mesure où la crise financière récente est venue du secteur financier privé, bon nombre des reproches adressés maintes fois ces dernières décennies aux banques publiques ont encore davantage perdu de leur crédibilité. Quand la crise a éclaté, de grandes banques en Europe et aux États-Unis n'ont pu survivre que parce qu'elles ont bénéficié de garanties et de fonds publics. Si en période d'expansion les établissements privés et les particuliers bénéficiaient de primes et de bénéfices importants, en période de récession c'étaient les gouvernements – ou les contribuables – qui devaient supporter les risques. L'idée que les banques publiques jouissaient d'un avantage unique parce qu'elles avaient seules accès aux ressources publiques a donc été réfutée. En outre, comme ces banques sont des entités de nature publique elles sont moins incitées à tomber dans des comportements grégaires, dans une prise de risque excessive ou dans la recherche de profits à n'importe quel prix.

### **Une spéculation financière croissante sur les marchés des produits primaires**

Les prix des produits de base ont connu des fluctuations considérables au cours de la dernière décennie. Leur envolée entre 2002 et 2008 a été la plus forte depuis plusieurs dizaines d'années de par son ampleur, sa durée et sa portée. La contraction des prix survenue ensuite après le déclenchement de la crise mondiale actuelle au milieu de l'année 2008 a été particulièrement forte et a touché un important nombre de produits. Depuis le milieu de l'année 2009 et surtout depuis l'été 2010, les prix mondiaux des produits de base sont repartis à la hausse, mais ils se sont quelque peu stabilisés durant le premier semestre de 2011.

Selon certains observateurs, cette récente évolution des prix des produits de base s'expliquait uniquement par la profonde transformation des relations fondamentales entre l'offre et la demande. Mais les analyses

valident de plus en plus l'idée que ces fluctuations s'expliquent aussi par l'implication de plus en plus grande des investisseurs financiers dans le négoce des produits de base pour des motivations purement financières – le phénomène souvent qualifié de «financiarisation du négoce des produits de base».

Si l'on s'accorde en général à reconnaître que la participation des acteurs financiers aux marchés des produits de base est un élément normal des marchés, toute la question consiste à savoir de quelle ampleur sont ces flux financiers et dans quelle mesure ils déconnectent les prix par rapport aux fondamentaux, et/ou contribuent à l'instabilité des prix. En général, la participation de ces acteurs pouvait être bénéfique du point de vue économique en contribuant à approfondir les marchés et à mieux prendre en compte les besoins en matière de couverture des utilisateurs commerciaux et à réduire les coûts correspondants, mais les avantages ainsi procurés sont anéantis par les comportements grégaires de ces acteurs. Des investisseurs financiers comme les fonds indiciels ne contribuent pas à une liquidité des marchés qui renforcerait leur diversité; la plupart d'entre eux suivent la même stratégie de position longue, reposant sur la ferme conviction que les prix sur ces marchés continueront à augmenter pendant un certain temps. Du fait de cette financiarisation, les marchés des produits de base obéissent moins à la logique d'un marché normal de marchandises qu'à celle des marchés financiers, où les comportements grégaires prévalent souvent.

Les comportements grégaires sur les marchés des produits de base peuvent être irrationnels et reposer sur de «pseudo-signaux» par exemple des informations se rapportant à d'autres marchés d'actifs, et sur l'application de stratégies non flexibles, y compris des stratégies d'investissement fondées sur la poursuite de la tendance ou sur l'évolution rétrospective. Ces stratégies, reposant sur l'idée que l'évolution des prix dans le passé donne des informations sur l'évolution des prix dans l'avenir, conduisent par exemple à suivre la tendance, c'est-à-dire à acheter après une hausse des prix et à vendre après une baisse des prix, indépendamment de toute évolution des fondamentaux.

Mais les comportements grégaires peuvent également être tout à fait rationnels. Dans les comportements grégaires fondés sur l'information, par exemple, il y a un phénomène d'imitation quand les opérateurs pensent qu'ils peuvent obtenir des informations en observant le comportement d'autres agents. En d'autres termes, les investisseurs ont des comportements convergents parce qu'ils ne tiennent pas compte de leurs propres signaux



---

d'information. En prenant des positions uniquement en fonction des décisions antérieures prises par d'autres, ils font évoluer les prix sans qu'aucune information nouvelle n'ait été apportée sur le marché. Lorsque ces décisions s'enchaînent, elles entraînent un effet «boule de neige» qui conduit pour finir à la formation de bulles auto-entretenu des prix des actifs. Et il y a un plus grand risque de comportements grégaires sur les marchés relativement opaques, comme ceux du négoce des produits de base.

### **Des mouvements corrélés sur les marchés des actions, des produits de base et des changes**

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure le niveau et l'instabilité des prix des produits de base sont liés aux investissements financiers, faute de transparence et de données suffisamment détaillées. Il existe néanmoins des éléments qui étayent l'idée que les investisseurs financiers ont influé sur la dynamique des prix dans le court terme, et il peut notamment être fait référence au rôle des modifications radicales des positions financières sur le marché du pétrole entre février et mai 2011. On trouve un autre élément d'information en ce sens encore dans les fortes corrélations existant entre les mouvements des prix des produits de base et les évolutions sur les marchés des actions et des changes qui, comme on le sait bien, ont fait l'objet d'opérations spéculatives.

Lorsqu'on compare l'évolution des prix des produits de base et celle des prix des actions sur plusieurs cycles économiques, on constate que dans les cycles précédents ces prix évoluaient habituellement en sens opposé durant les phases ascendantes initiales. Ces mouvements de prix ont été en revanche remarquablement bien synchronisés dans le cycle le plus récent. Cette synchronisation accrue est surprenante compte tenu du très faible niveau d'utilisation des capacités après la «Grande Récession» de 2008 et 2009, avec pour conséquence une très faible demande de produits de base. Néanmoins, les prix de ces produits étaient déjà à la hausse avant même le début de la reprise au deuxième trimestre de 2009 et ils ont continué à croître au cours des deux années qui ont suivi, en partie sous l'effet de l'accroissement de la demande dans les pays émergents mais aussi, et dans une grande mesure, à cause d'opérations purement financières. C'est pourquoi il y a eu deux ans plus tard une réaction en termes de politiques monétaires, quand bien même les capacités restent très sous-utilisées dans les pays développés. Et cela met en relief une autre conséquence préoccupante et jusqu'à présent sous-estimée de la financiarisation: sa capacité de porter

préjudice à l'économie réelle en envoyant les mauvais signaux pour la gestion macroéconomique.

### **Des mesures contre l'instabilité des prix des produits de base**

Des mesures d'urgence à court terme s'imposent pour prévenir ou atténuer les effets des évolutions défavorables des prix des produits de base. Dans le même temps, il faut réfléchir aux moyens d'améliorer le fonctionnement des marchés de produits dérivés adossés aux produits de base pour permettre à ces mécanismes de mieux remplir leur rôle en envoyant des signaux de prix valables aux producteurs et aux consommateurs de produits de base, ou au moins pour les empêcher d'envoyer les mauvais signaux.

Compte tenu du rôle vital de l'information dans l'évolution des prix des produits de base, quatre mesures devraient permettre, prises ensemble, d'améliorer le fonctionnement de ces marchés, surtout pour les denrées alimentaires et pour l'énergie. Premièrement, il faudrait accroître la transparence des marchés physiques en fournissant des informations plus fiables et plus actuelles sur les produits de base, concernant par exemple les capacités disponibles et les stocks détenus au niveau mondial pour le pétrole, et les superficies plantées, les récoltes attendues, les stocks et les prévisions de demande à court terme pour les produits agricoles. Cette mesure permettrait aux acteurs commerciaux de mieux apprécier les rapports fondamentaux entre l'offre et la demande de produits de base à l'heure actuelle et dans l'avenir. Deuxièmement, il faudrait améliorer les flux d'information sur les marchés de produits dérivés adossés aux produits de base ainsi que l'accès à ces flux, notamment concernant les prises de position des différents opérateurs sur les marchés de ces produits, ce qui permettrait également de gagner en transparence. En particulier, des mesures pour assujettir les opérations sur les bourses en Europe à des obligations en matière d'information comparables à celles en vigueur aux États-Unis devraient considérablement améliorer la transparence des opérations et décourager le «nomadisme réglementaire». Troisièmement, il conviendrait de resserrer la réglementation des acteurs financiers, par exemple en plafonnant le volume des positions, pour limiter l'impact des investisseurs financiers sur les marchés des produits de base. Et il faudrait interdire aussi les transactions pour compte propre aux institutions financières qui effectuent des opérations de couverture au bénéfice de leurs clients, pour cause de conflit d'intérêts. Cela impliquera de trouver le juste milieu entre une réglementation trop restrictive, qui empêcherait les bourses de produits de remplir leurs fonctions

de transfert des risques, et une réglementation trop laxiste, qui les empêcherait aussi de s'acquitter de leurs fonctions de base.

Quatrièmement, les autorités de surveillance des marchés pourraient être chargées d'intervenir directement, mais *ponctuellement*, sur les marchés des produits de base en achetant ou en vendant des contrats de produits dérivés pour éviter un effondrement des prix ou pour dégonfler des bulles de prix. Cette intervention pourrait être considérée comme une solution de dernier recours pour lutter contre la formation de bulles spéculatives s'il n'était pas adopté de mesures de réforme pour assurer une plus grande transparence des marchés et leur réglementation plus rigoureuse, ou bien au cas où ces mesures se révéleraient inefficaces. Si le mécanisme de déclenchement des interventions pouvait être essentiellement fondé sur des règles, et prévisible par conséquent, l'intervention proprement dite impliquerait nécessairement une certaine part de jugement. Or il a parfois été émis des doutes quant à la capacité des autorités de marché ou des institutions publiques de comprendre et de suivre le marché. Ces doutes sont sans fondement car il n'y a aucune raison que ces organismes n'appréhendent pas le problème tout aussi bien que les autres acteurs du marché; sur les marchés qui prêtent à des comportements grégaires, chacun a accès aux mêmes informations. En outre, contrairement aux autres acteurs du marché, l'autorité chargée d'intervenir n'aurait aucune raison de s'engager dans une quelconque forme de comportement grégaire. Elle pourrait au contraire interrompre les chaînes d'information qui nourrissent de tels comportements en annonçant à un moment donné qu'elle considère que les prix ne reflètent absolument plus les fondamentaux.

### **Les taux de change sont aujourd'hui déconnectés des fondamentaux macroéconomiques**

Le débat actuel sur la réforme du système monétaire international s'est focalisé essentiellement sur les symptômes plutôt que sur les problèmes essentiels. La forte augmentation des réserves de change, l'hégémonie persistante du dollar et l'effet déstabilisateur des apports de capitaux à court terme sont dus principalement aux graves dysfonctionnements du régime mondial des changes. Les marchés des changes sont dominés par des comportements des marchés financiers qui sont déconnectés des fondamentaux macroéconomiques. Cette situation est une source de déséquilibres du solde courant, de perturbations dans la répartition des facteurs au niveau international et d'incertitudes accrues pour tous les acteurs intervenant dans le commerce international.

Même après la désintégration du système de Bretton Woods et l'adoption en 1973 d'un système généralisé de taux de change flottants, dans les politiques économiques à mettre en œuvre au niveau international on a souvent considéré que le système international devait se préoccuper essentiellement des chocs réels, plutôt que des chocs monétaires. Mais il est apparu après quelques décennies d'expérience que les chocs monétaires, surtout dans un système de taux de change flexibles, étaient beaucoup plus graves et dangereux. Alors que les échanges internationaux de marchandises et de services sont assujettis aux règles et aux disciplines du système commercial multilatéral, l'absence de système monétaire international laisse à chaque pays le choix de ses politiques de change, même quand ces politiques portent tort à l'économie mondiale en créant des cycles d'expansion et de récession financières et en perturbant le commerce international.

Les mouvements des taux de change qui divergent de ceux attendus compte tenu des fondamentaux peuvent s'expliquer par deux grands facteurs: soit une évolution très disparate d'un pays à un autre des coûts unitaires de main-d'œuvre dans un régime où les taux de change nominaux ne sont pas assez flexibles, soit des apports de capitaux à court terme excessifs qui conduisent à une appréciation d'un taux de change nominal trop flexible. Lorsque les coûts unitaires de main-d'œuvre varient d'un pays à un autre parce que les salaires y progressent différemment par rapport à la productivité, des ajustements de change sont nécessaires pour éviter l'accumulation de déséquilibres commerciaux dus à une modification de la compétitivité des pays. Tous les déséquilibres de la balance des opérations courantes ne sont pas dus à un défaut d'alignement des taux de change. Mais les déviations du taux de change réel par rapport aux fondamentaux, surtout si elles persistent sur de longues périodes, ont un fort impact sur la compétitivité internationale des producteurs et en particulier des fabricants du pays concerné, et par conséquent sur la structure des échanges internationaux et sur les balances commerciales.

Mais les déviations des taux de change par rapport à ce que justifieraient les fondamentaux économiques peuvent aussi être dues à des flux financiers privés à court terme qui sont attirés par des différentiels de taux d'intérêt positifs. Dans ce cas, le taux de change du pays ayant les taux d'intérêts plus élevés – parce qu'il a soit une plus forte inflation soit une politique d'austérité monétaire – s'apprécie, alors que la situation macroéconomique exigerait une dépréciation. Dès lors que le différentiel de taux d'intérêt sous-jacent se réduit ou disparaît complètement, ou bien en

situation de crise, le mouvement d'appréciation enregistré plus tôt est suivi généralement d'une dépréciation elle aussi excessive de la monnaie qui ne cadre pas, encore une fois, avec les fondamentaux.

### **Repenser le système des changes**

Dans l'actuel «non-système», chaque pays s'est efforcé de trouver des solutions temporaires et pragmatiques aux problèmes de surévaluation ou de sous-évaluation. L'une des solutions consiste à intervenir unilatéralement sur les marchés des changes, quotidiennement s'il le faut; une autre consiste à contrôler les mouvements de capitaux ou à taxer les entrées de capitaux spéculatifs. Ces mesures sont toutes justifiées dans un environnement où il reste considéré que, en principe, «le marché» est en mesure de trouver les justes taux de change. Mais elles n'apportent pas de solution au problème le plus pressant: appliquer l'«impératif catégorique» pour les opérations de change au niveau international en trouvant la valeur internationale de la monnaie d'un pays que tous ses partenaires commerciaux peuvent accepter.

Dans une meilleure architecture du système mondial des changes, il faudrait faire en sorte que les acteurs financiers privés, conduits souvent par des motivations purement spéculatives et des comportements grégaires, n'exercent pas d'influence excessive sur la détermination des taux de change et, par conséquent, sur la compétitivité des producteurs des différents pays intervenant dans le commerce international. Les gouvernements et les banques centrales doivent prendre l'initiative de fixer des objectifs en matière de taux de change et de veiller à ce que les déviations par rapport à ces objectifs soient minimales et temporaires.

Pour mieux prévenir les perturbations des échanges commerciaux et pour promouvoir la stabilité dans les relations financières internationales, le système de gestion des taux de change devrait comporter des règles prévoyant: a) une stabilité suffisante du taux de change réel (la mesure la plus complète de la compétitivité) pour promouvoir le commerce international et faciliter la prise de décisions d'investissement productif dans le secteur marchand; et b) une flexibilité suffisante du taux de change pour prendre en compte les évolutions différentes des taux d'intérêt selon les pays.

### **Un flottement aménagé fondé sur des règles pour freiner la spéculation**

Une plus grande stabilité du taux de change réel pourrait être obtenue avec un système de flottement aménagé fondé sur des règles. Ce régime peut être considéré dans ses grandes lignes comme une version dynamique du système de Bretton Woods, qui reposait sur le principe de taux de change nominaux fixes mais ajustables. Tout comme dans le système de Bretton Woods, son objectif serait d'éviter les déséquilibres fondamentaux de balance des paiements; mais à la différence de ce système, il reposerait sur des ajustements constants du taux de change nominal en fonction de l'évolution de la parité de pouvoir d'achat (PPA) ou de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change. Pour arriver à une plus grande stabilité du taux de change réel, le taux de change nominal serait ajusté pour prendre en compte les évolutions divergentes des prix à la consommation ou des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le premier cas, ou les différentiels de taux d'intérêt à court terme dans le second.

Une gestion des taux de change fondée sur un système de ce type inciterait moins à se livrer à des opérations spéculatives comme le «carry-trade». Ainsi, les mouvements de capitaux à court terme sans liens avec le commerce ou l'investissement réel, mais entièrement motivés par des espoirs de gains venant d'opérations d'arbitrage de taux d'intérêt entre les monnaies et de l'appréciation correspondante du taux de change de la monnaie cible, disparaîtraient.

À moyen terme, une stratégie de flottement aménagé fondée sur le principe de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change n'est pas très différente d'une stratégie de taux de change fondée sur l'évolution de la parité de pouvoir d'achat. Dans un système de parité de taux d'intérêt sans couverture de change, le taux de change nominal serait déprécié en cas de différentiel de taux d'intérêt positif, ce qui annulerait tout gain pouvant être procuré par ce différentiel. Le système présente l'avantage d'être en prise directe sur les marchés financiers, qui sont plus sensibles aux déviations de la parité de taux d'intérêt sans couverture de change que les marchés des marchandises, qui réagissent aux déviations de la parité de pouvoir d'achat. Et il présente un autre avantage dans le sens que la parité de taux d'intérêt sans couverture de change peut être déterminée très rapidement et sur la base des taux d'intérêt officiels, et non pas de mesures statistiques. Ce système peut être néanmoins difficile à appliquer lorsqu'il y a de très importants différentiels de taux d'intérêt, car les ajustements nécessaires du taux de

change nominal entraîneraient des hausses notables des prix des importations et une forte augmentation de la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure publique et privée. Il pourrait donc, dans ce cas, être plus judicieux d'appliquer la règle de la parité de pouvoir d'achat fondée sur les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui n'entraînerait qu'une dépréciation du taux de change nominal proportionnée au différentiel de coûts unitaires de main-d'œuvre, et donc avec des effets neutres en termes de compétitivité internationale.

Les modalités concrètes d'un système de gestion des taux de change fondé sur des règles devraient être discutées plus avant et développées. Pour déterminer initialement le niveau et la marge de fluctuation acceptable du taux de change nominal, il faudrait examiner dans le détail le pouvoir d'achat de toutes les monnaies. Les pays pourraient aussi, pour établir le taux de change initial dans ce système, procéder à des ajustements de parité ponctuels avant de s'engager dans une stratégie de flottement aménagé fondée sur des règles.

### **La nécessité d'interventions symétriques**

Dans un système de flottement aménagé fondé sur des règles comme celui décrit ci-dessus, les banques centrales bénéficieraient de plus de latitude pour fixer les taux d'intérêt nationaux à court terme en fonction des objectifs macroéconomiques du pays. La mise en œuvre du système serait grandement facilitée, dans le même temps, par une stratégie anti-inflationniste reposant davantage sur une politique des revenus pour freiner les pressions inflationnistes que sur une politique monétaire.

Un système de flottement aménagé fondé sur des règles peut dans une certaine mesure constituer une stratégie de change unilatérale. Face à un problème d'apports de capitaux à court terme qui exercent des pressions à la hausse sur sa monnaie, un pays peut appliquer cette stratégie sans limitations quantitatives, et sans que cela entraîne de coûts de fonctionnement pour sa banque centrale. Mais en cas au contraire de sorties problématiques de capitaux, la marge d'intervention de la banque centrale est limitée par le volume de ses réserves de change, faute de soutien approprié des institutions financières internationales. Dans ce cas de figure, pour que le système fonctionne il faudra une intervention symétrique du ou des pays dont la monnaie a tendance à s'apprécier lorsque la monnaie du pays considéré a tendance à se déprécier. La deuxième meilleure option consisterait donc à appliquer le système dans le cadre d'accords bilatéraux ou comme une

composante clef de la coopération monétaire au niveau régional. En termes de stabilité financière internationale, le gain obtenu serait optimal si les règles de flottement aménagé étaient appliquées multilatéralement en s'inscrivant dans la gouvernance financière mondiale.

### **Vers des marchés internationaux de marchandises plus efficaces**

Le principe d'un flottement aménagé fondé sur des règles ne devrait pas prêter à controverse, même s'il reste à en définir les termes concrets et les détails. Ce système rendrait les marchés internationaux de marchandises et de services plus efficaces en évitant que les marchés financiers internationaux perturbent gravement les relations commerciales internationales. Il reconnaît que les marchés financiers ne fonctionnent pas de la même manière que les marchés des marchandises, et qu'ils prêtent par conséquent davantage à des comportements grégaires pouvant aboutir à une surévaluation ou à une sous-évaluation excessive des monnaies par rapport à leur juste valeur. L'argument souvent invoqué qui voudrait que les gouvernements ne puissent pas connaître la valeur correcte d'une monnaie mieux que les marchés a été réfuté par la performance des marchés financiers, qui se sont régulièrement trompés sur les justes valeurs.

En tout état de cause, si l'appréciation d'une monnaie à la suite de mouvements de capitaux spéculatifs pouvait être évitée initialement par le système, le risque ensuite d'une attaque spéculative à la baisse serait bien moindre. Le système épargnerait aussi aux banques centrales la nécessité d'accumuler des réserves de change pour des raisons de précaution, et par conséquent la nécessité pure et simple d'une intervention symétrique. Et même dans l'éventualité d'une telle situation, le moyen de défense supplémentaire que représenterait l'application de mesures de contrôle des mouvements de capitaux devrait être salué par la communauté internationale, car des taux de change prévisibles sont au moins aussi importants pour le bon fonctionnement du système commercial international que des règles commerciales convenues au niveau multilatéral.

Le programme des réformes à apporter après la crise financière mondiale est loin d'être achevé. Il a progressé lentement, et le désir initial de réforme s'est en grande partie dissipé. Il y a un risque très réel que de nouvelles crises éclatent et que, dans une économie mondiale fortement intégrée et excessivement financiarisée, elles ne soient pas circonscrites à certains segments du système financier ou à certains pays ou régions



---

seulement. Même si une crise naît dans les pays développés et dans leurs marchés financiers complexes, elle affectera aussi les pays en développement et les pays émergents, comme l'avait démontré la crise récente. Le G-20 a reconnu ce fait, mais les initiatives qu'il prend ne suffisent pas. C'est toute l'économie mondiale qui est confrontée à des défis fondamentaux de vaste ampleur, comme l'élimination de la pauvreté et le passage à des modes de production et de consommation plus respectueux du climat. Pour relever avec succès ces défis, tous les autres pays du monde devront s'impliquer, tôt ou tard, dans la recherche de solutions. Celles-ci consistent notamment à créer un environnement macroéconomique stable qui favorise un niveau d'investissement productif approprié pour appuyer la nécessaire transformation structurelle. Il est donc impératif pour la communauté internationale et pour ses institutions de s'engager encore plus résolument qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent dans les mesures de réforme au niveau international qui restent à mettre en œuvre.

Le Secrétaire général de la CNUCED



Supachai Panitchpakdi