



## Le chaos monétaire mondial: Les échecs du système appellent une riposte multilatérale audacieuse

*Devant la persistance de la crise financière, la question des déséquilibres du commerce mondial revient au premier rang des préoccupations internationales. Une série d'économistes, d'éditorialistes et de politiciens éminents se sont mis en devoir de «rappeler» aux pays excédentaires, en particulier à celui qui a le plus gros excédent, la Chine, la responsabilité qui leur incombe dans une reprise saine et équilibrée de l'économie mondiale. L'idée très répandue est qu'il faut laisser la valeur du renminbi être fixée librement par les «marchés», afin que le pays exporte moins mais importe et consomme davantage, permettant ainsi au reste du monde de faire le contraire. Mais est-il bien raisonnable d'imposer à un seul pays et à sa monnaie la charge de rééquilibrer l'économie mondiale? La présente note de synthèse soutient que ce n'est pas en décidant de livrer les monnaies aux aléas du marché que l'on contribuera à rééquilibrer cette économie. Elle fait valoir que le problème réside dans un échec du système tout entier, et que, de ce fait, il exige une action multilatérale solidaire et d'envergure.*

La communauté internationale a laissé l'incohérence monétaire régner à l'échelle mondiale avant et après la crise. De fait, on a laissé les «marchés» manipuler les monnaies d'une manière telle que certains gouvernements souverains et certaines banques centrales ressemblent maintenant à des orphelins sans le sou. La nécessité d'une nouvelle approche de la gouvernance macroéconomique mondiale est plus urgente que jamais, car le chaos des monnaies où nous sommes aujourd'hui est devenu une menace pour le commerce international et pourrait être utilisé comme un alibi par de grands pays commerçants pour recourir à des mesures protectionnistes.

### **Une manière déséquilibrée de rééquilibrer le commerce international**

D'ailleurs, le calme après la tempête de la récente débâcle financière n'a pas duré longtemps. Les «investisseurs» institutionnels sont de nouveau à l'œuvre sur les marchés monétaires mondiaux. Avec cette réapparition, les pays doivent faire face à nouveau à d'énormes entrées de capitaux spéculatifs qui ne peuvent pas être utilisés à des fins productives, mais qui créent des désalignements de prix et des distorsions commerciales graves. Le grand «casino» mondial, quasi déserté il y a un an, est de nouveau plein à craquer et beaucoup de nouveaux paris sont sur le tapis. Or, la reprise de l'économie est tout au plus modeste. En fait, le redressement depuis mars 2009 des valeurs mobilières, des marchés à terme de produits de base et des transactions de change dans plusieurs économies, émergentes ou en développement, présente tous les symptômes de la formation de grosses bulles très interdépendantes et présage la venue d'un nouveau cycle de crise financière. Il est un fait encore plus préoccupant, c'est que nonobstant la crise, la confiance dans «les fondamentaux du marché» n'a pas été ébranlée. Cette confiance continue à nourrir l'illusion qu'on pourra trouver une solution au désa-

lignement en laissant à des marchés financiers sans contrôle le soin de déterminer les taux de change.

Les effets de la nouvelle euphorie des marchés sont néfastes aux pays dont la monnaie était fragile, comme le Brésil, la Hongrie et la Turquie. En exploitant les différences entre les taux d'intérêt, les opérations dites de portage sur les monnaies dans ces pays et sur les grands marchés financiers du Nord sont devenues encore plus faciles aujourd'hui. Les taux dans le Nord sont généralement proches de zéro, alors que dans les pays à monnaie faible, le maintien de «la confiance», sous l'égide des programmes du FMI depuis le début de la crise, a exigé de relever encore les taux. Les premiers résultats de la nouvelle «confiance» dans les devises faibles sont inquiétants. L'appréciation du real brésilien et du forint hongrois a étouffé dans l'œuf des gains de compétitivité dont on avait pourtant besoin d'urgence et elle pourrait provoquer de nouveau une forte surévaluation, une distorsion brutale de la structure des échanges et de nouveaux déséquilibres.

L'initiative prise récemment par certains pays en développement, comme le Brésil, d'intervenir sur le marché des changes doivent être rapportée à l'incapacité flagrante des marchés de fixer les prix à leur juste valeur. Ainsi, le rétablissement d'une taxe de 2 % sur l'achat par des investisseurs étrangers de valeurs à revenu fixe libellées en reais n'est pas une politique hostile au marché. Au contraire, ce genre d'initiative sert à préserver l'efficacité des marchés de biens et services en empêchant leurs prix de devenir le jouet des marchés financiers, qui sont mus par un goût inconsidéré, voire irrationnel, du risque. Dans le royaume idéal de la libéralisation du commerce et des finances mondiaux, le ministère des finances des gouvernements souverains des plus grands pays en développement et même de certains pays développés peut être sérieusement mis à mal par la puissance des courants de capitaux. En l'absence d'un système véritablement multilatéral de



taux de change, chaque pays privilégie naturellement la solution la plus commode dans la situation du moment.

En fait, en réponse à la crise mondiale qui est née ailleurs, la Chine a fait plus que tout autre pays émergent pour stimuler sa demande intérieure, de sorte que le volume de ses importations a beaucoup augmenté. La consommation privée croît à une vitesse vertigineuse. D'après plusieurs estimations, la consommation privée chinoise a progressé de 9 % en valeur réelle en 2009, éclipsant les tentatives de tous les autres grands pays de relancer leur marché intérieur. Déjà dans la décennie précédente, la consommation privée réelle, qui enregistrait un taux de croissance moyen de 8 %, était un important facteur de croissance, appuyé sur une progression à deux chiffres des salaires et des rémunérations et sur une forte croissance de la productivité. Le coût unitaire du travail (rémunération nominale divisée par la productivité) augmente plus en Chine qu'ailleurs, ce qui entraîne une baisse continue de compétitivité malgré un taux de change fixe. Attendre que la Chine laisse son taux de change à la merci de marchés totalement instables, au risque de connaître un choc d'appréciation monétaire comme le Japon, c'est négliger l'importance de sa stabilité interne et externe pour la région et pour la planète en général.

## Ni flottants, ni arrimés: il faut réformer la gouvernance mondiale des taux de change

Il est temps de briser une controverse stérile qui ne tient pas compte de l'importance croissante d'une série d'expériences qui montrent qu'un système de taux de change immuablement fixe ou arrimé et un système de taux de change entièrement flexible/flottant sont aussi mauvais l'un que l'autre. Ces solutions dites «solutions en coin» ont accentué l'instabilité et l'incertitude et aggravé les déséquilibres mondiaux. Ce point étant acquis, on peut avancer dans le débat pour explorer de nouvelles formules communes de gestion des taux de change qui permettent d'améliorer la concordance entre les courants commerciaux et les courants financiers dans une économie mondialisée.

Afin de corriger de façon rationnelle les déséquilibres mondiaux, les gouvernements doivent agir dans l'esprit de multilatéralisme qui caractérisait la riposte financière internationale au plus fort de la crise en 2008. Une approche cohérente visant à rétablir un commerce équilibré exige des politiques propres à traiter et prévenir la spéculation monétaire à l'échelle mondiale. Même ceux qui critiquent les gouvernements désireux de stabiliser les taux de change et d'intervenir sur les marchés financiers reconnaissent en général qu'on ne peut pas attendre des banques centrales, qui cherchent à trouver une solution unilatérale à un problème multilatéral comme les taux de change, une solution viable à long terme au problème des distorsions massives du commerce et des déséquilibres mondiaux.

L'Organisation mondiale du commerce a été créée pour aider les pays à coordonner et gérer le système commercial multilatéral, et les Accords de Bâle ont fixé des règles mondiales pour les banques. Or le système monétaire international ne possède pas un système semblable de réglementation concertée permettant aux partenaires commerciaux d'éviter les distorsions causées par les chocs financiers et, chose plus importante, le désalignement des taux de change. Un cadre de ce genre permettant d'empêcher les taux de change de s'écarter à l'excès des fondamentaux constituerait le chaînon manquant pour s'attaquer à la source primordiale et pourtant négligée des déséquilibres et de la stabilité de l'économie mondialisée. Dans l'intervalle, les pays devraient pouvoir conserver la marge de manœuvre nécessaire pour limiter la vitesse et les changements d'orientation des mouvements de capitaux lorsque les dommages

collatéraux menacent de devenir insupportables.

## Comment y parvenir?

Ainsi qu'il est proposé par la CNUCED dans son Rapport sur le commerce et le développement, 2009, on peut atteindre un certain nombre d'objectifs vitaux permettant de gouverner le commerce et les finances dans le monde grâce à une seule mesure: la «règle du taux de change réel constant». Le taux de change réel étant défini comme étant le taux de change nominal corrigé en fonction des différences de taux d'inflation entre les pays, on pourra maintenir un taux de change réel constant si les taux nominaux suivent rigoureusement les différences d'inflation. Avec la règle du taux de change réel constant, une hausse de l'inflation est corrigée automatiquement par la dévaluation du taux de change nominal.

Un taux de change réel constant permet d'atteindre plusieurs objectifs principaux:

1. Il freine la spéculation excessive sur les monnaies du type commerce de portage, parce que les différences de taux d'intérêt reflètent les différences de taux d'inflation;
2. Il prévient des déficits intolérables du compte courant et des crises monétaires en excluant la possibilité de jouer sur une surévaluation durable de la monnaie;
3. Il contribue à éviter une dette intolérable en supprimant la tendance pour les pays à s'enfoncer dans des déficits insupportables du compte courant fondés sur l'idée erronée qu'ils ont gagné la «confiance» des marchés financiers et des agences de notation.
4. Il évite l'imposition par les créanciers de conditions procycliques injustifiées en cas de crise, car le soutien nécessaire pour écarter la menace de spéculation contre une monnaie viendrait automatiquement de la réévaluation des monnaies partenaires, étant donné les obligations d'intervention systémique.
5. Il réduit la nécessité de détenir des réserves internationales, car avec la symétrie des obligations dans la règle du taux de change réel constant aucun pays n'a besoin de détenir des réserves pour défendre sa monnaie, il ne doit les détenir que pour parer au risque d'instabilité des recettes d'exportation.

Il va sans dire que l'application de la règle du taux de change réel constant exigerait la prise d'engagements politiques sérieux et serait porteuse de difficultés techniques qu'il faudrait aplanir. Pour mettre un tel système sur les rails, on aurait besoin de faire une analyse approfondie pour définir le niveau auquel les taux de change réels pourraient être fixés avec le moins possible de désaccords. La chose est possible moyennant la volonté politique de placer le commerce international sur des fondements rationnels. On pourrait envisager de donner une plus grande marge de manœuvre et davantage d'exemptions aux PMA en cas de choc inhérent à leur situation propre et en cas de faiblesse structurelle durable. En conclusion, la règle du taux de change réel constant va plus loin que les instruments qui sont axés sur la taxation nationale des flux de capitaux, sur la prestation inconditionnelle d'une aide internationale en temps de crise ou sur des stratagèmes visant à jeter du sable sur la route «glissante» du système financier pour freiner la spéculation. Avec une règle explicite du taux de change, on s'attaque au problème à la source en supprimant les encouragements à la spéculation.

*Le plus important: Grâce à un cadre multilatéral comme celui qui est exposé ci-dessus, les reproches mutuels concernant la gestion des taux de change et la menace d'une guerre commerciale céderaient le pas à une discussion plus sereine et plus cohérente des problèmes d'une économie mondiale interdépendante où les intérêts des uns et des autres sont indissolublement liés.*