



## De nouvelles idées pour un système monétaire mondial

*Récemment, de nouvelles propositions ont été faites pour éviter un chaos des taux de change et refaçonner le système monétaire international. Pour la première fois depuis la fin du système de Bretton Woods, il a été proposé de recourir à des mesures multilatérales pour remédier à la situation intenable des déséquilibres commerciaux internationaux actuels. Les initiatives examinées par le G-20 pour remettre de l'ordre dans les affaires monétaires internationales constituent une reconnaissance implicite de l'incapacité du marché de régler à lui seul un problème majeur qui fait obstacle à une intégration harmonieuse de tous les pays dans l'économie mondialisée. Les travaux de recherche de la CNUCED confirment cette vision des choses. La CNUCED n'a cessé d'affirmer que faute d'une approche multilatérale, il ne serait possible ni de tirer profit d'une plus grande division internationale du travail, ni d'éviter des crises financières internationales destructrices comme celles que nous avons connues au cours des deux dernières décennies.*

### Éviter les dévaluations compétitives : de nouvelles voies pour une gouvernance économique mondiale

La crise financière survenue en 2008 – et ses ramifications mondiales depuis lors – ont fait du G-20, groupe de 20 pays développés et pays en développement, l'acteur principal d'une réponse internationale coordonnée. À mesure que les incidences de la crise prenaient de nouvelles dimensions régionales et structurelles, le programme de travail du G-20 a évolué. Les ministres des finances du G-20 ont souligné la nécessité d'évaluer les larges déséquilibres internationaux persistants et les préalables à un rééquilibrage. L'attention se concentre de plus en plus sur les déséquilibres structurels internes, la politique budgétaire et l'alignement des monnaies, dans le cadre d'une panoplie de mesures communes pour atténuer les effets de la prochaine étape de la crise. Cet esprit de multilatéralisme équitable et universel et cette nouvelle façon de penser l'interdépendance – principe fondamental défendu par la CNUCED – viennent à point nommé, à un moment où la gestion des taux de change s'impose au cœur des débats.

Les dirigeants du G-20 examineront cette semaine de nouvelles propositions concernant la surveillance, l'évaluation et la réduction des déséquilibres commerciaux mondiaux, ainsi que les contraintes structurelles et budgétaires et les contraintes de taux de change qui les ont aggravés ces dernières années. Ce débat ouvre de nouvelles voies pour améliorer la gouvernance économique mondiale. Il reconnaît que le sacro-saint principe voulant que l'on «laisse le marché régler les monnaies» a perdu de sa force de persuasion. La contradiction est désormais évidente entre escompter que les forces du marché fassent leur travail et espérer un réalignement des monnaies en fonction des déterminants fondamentaux de la compétitivité. Cette contradiction a une fois de plus été mise en lumière ces dernières semaines lorsqu'un grand pays en développement à déficit, le Brésil, a dû prendre des mesures pour se protéger des afflux massifs de capitaux qui entraînaient une appréciation insupportable de sa monnaie.

Cette situation n'a rien de surprenant – le monde a déjà connu des conditions similaires. En 1985, l'incapacité du marché de corriger les déséquilibres commerciaux persistants entre le Japon et les États-Unis a finalement suscité l'Accord historique du Plaza. Toutes les autres

approches ayant échoué, une intervention coordonnée des membres du G-5 a abouti à une dévaluation de 50 % du dollar des États-Unis. Aujourd'hui, la coordination est encore plus nécessaire, mais aussi plus difficile à réaliser. Du fait de la mondialisation, ce sont quasiment toutes les économies du monde qui sont touchées, et non pas simplement quelques grandes puissances. Aussi, par comparaison, l'ampleur des flux commerciaux et financiers en jeu est immense.

Avec des marchés financiers ouverts, les spéculateurs à court terme essayant de profiter des différentiels de taux d'intérêt – ce que l'on appelle le «carry trade» – poussent les taux de change à l'opposé des fondamentaux des pays concernés, invalidant ainsi ce que dicterait la théorie économique. Les flux de capitaux spéculatifs vers des pays affichant des taux d'intérêt et d'inflation relativement élevés entraînent une appréciation de la monnaie de ces pays qui compromet fortement leur compétitivité économique et fausse les échanges commerciaux. Cela finit par entraîner des pertes de parts de marché, des déficits courants durables et des crises financières qui tôt ou tard débouchent sur une crise économique plus vaste.

### Déséquilibre des comptes courants : sophismes et fausses illusions

Pour évaluer les déséquilibres commerciaux mondiaux et les progrès dans la voie d'une viabilité externe dans le cadre du processus d'évaluation réciproque, le G-20 examinera des lignes directrices techniques permettant de déterminer à partir de quel moment l'ampleur globale des déséquilibres compromet le maintien de positions viables. Il a été suggéré de considérer l'ampleur du déficit ou de l'excédent courant d'un pays en tant que pourcentage du produit intérieur brut (PIB). D'autres préconisent de s'intéresser à un ensemble d'indicateurs qui contribuent aux déséquilibres et à des politiques budgétaires, des politiques monétaires et des politiques de taux de change incohérentes.

Ce regain d'intérêt pour la coopération multilatérale en vue de résoudre des déséquilibres permanents et la présentation de propositions concrètes concernant des mécanismes pour réduire l'instabilité monétaire et financière mondiale viennent à point nommé. Mais ce serait une erreur que d'utiliser les comptes courants comme indicateur privilégié pour mesurer la «viabilité» de grands déséquilibres.



Agir ainsi reviendrait à s'intéresser à un symptôme plutôt qu'à la cause des déséquilibres mondiaux. Comme indiqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement, 2006*, cet intérêt pour les comptes courants s'explique par l'idée largement répandue que les excédents ou les déficits courants résultent principalement d'un excès d'épargne dans les pays à excédent et d'un manque d'épargne dans les pays à déficit. Cette idée repose sur une simple équivalence de comptabilité nationale entre l'épargne, d'un côté, et l'investissement et le solde courant, de l'autre. Mais loin d'être une explication, cela ne dit rien du pourquoi de l'évolution de ces variables macroéconomiques. Par exemple, le désalignement des taux de change réels fausse la compétitivité internationale des pays, et les flux de capitaux («épargne extérieure») qui en découlent des pays à excédent vers les pays à déficit en sont le résultat apparent.

S'intéresser aux seuls déséquilibres des comptes courants est également une erreur, en raison de la difficulté qu'il y a à quantifier les fourchettes ou les marges en dehors desquelles les déséquilibres sont véritablement non viables, pour ne rien dire de toutes les situations dans lesquelles des exceptions pourraient être tolérées. Beaucoup de bonnes raisons peuvent expliquer pourquoi un solde courant peut être déficitaire ou excédentaire à un moment donné. Une raison peut être que l'économie considérée croît plus vite que celle des partenaires commerciaux, d'où des importations augmentant plus vite que les exportations (par exemple, États-Unis). Une autre raison peut être qu'un pays est un gros importateur d'un produit de base dont les prix ont tendance à augmenter régulièrement, d'où une hausse de sa facture d'importation qui n'est pas compensée par une hausse de ses exportations (par exemple, groupe des «pays à faible revenu et à déficit vivrier»). Une autre raison encore peut être qu'un pays accueille de nombreuses entreprises étrangères qui y produisent des produits manufacturés à grande échelle, mais n'a pas encore une population bénéficiant d'un revenu élevé suffisante pour absorber un volume d'importations qui équilibrerait les exportations (par exemple, Chine).

Dans tous ces cas, des entrées ou des sorties nettes de capitaux en tant que mécanisme d'amortissement à court terme sont nécessaires à un bon fonctionnement du système commercial international. Autrement dit, les déséquilibres des comptes courants ne révèlent pas en eux-mêmes un problème systémique nécessitant une intervention coordonnée. De plus, ce qui est important est moins le solde courant d'un pays – certains exportateurs de produits de base peuvent s'accommoder indéfiniment de leurs excédents (par exemple, Arabie saoudite) – que le manque de compétitivité au total qui peut être à l'origine d'un déficit courant.

Les seuls déséquilibres des comptes courants qui sont manifestement intenable sont ceux qui sont dus à une perte de compétitivité de l'économie d'un pays dans son ensemble. Cette perte de compétitivité est illustrée par l'appréciation du taux de change réel vis-à-vis du taux de change nominal, et aussi par le creusement des déséquilibres courants agrégés qui commençait d'apparaître dix ans après l'Accord du Plaza de 1985 (voir le graphique).

Le taux de change réel entre deux monnaies correspond tout simplement au taux de change nominal ajusté en fonction de l'inflation, ou d'autres fondamentaux économiques qui diffèrent entre les pays tels que l'évolution des prix des exportations ou le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre. Une surévaluation générale de la monnaie d'un pays signifie que le taux de change nominal de cette monnaie s'est apprécié par rapport aux autres monnaies plus qu'il n'était justifié par la différence entre le niveau des prix intérieurs de l'un et des autres.

Le rôle crucial joué par les taux de change est attesté par des données empiriques servant à analyser les facteurs influant sur l'inversion des soldes courants. Le *Rapport sur le commerce et le développement, 2008* montrait que plutôt que d'être impulsée par les décisions autonomes en matière d'épargne et d'investissement des agents économiques nationaux et étrangers, l'inversion du solde du compte courant tendait à être provoquée par des chocs extérieurs provenant des marchés de marchandises et des marchés financiers. En particulier, une amélioration du solde courant allait généralement de pair avec un choc positif pour les termes de l'échange, une dépréciation du taux de change réel ou une panique sur les marchés financiers internationaux suivie d'un arrêt brutal des flux de capitaux.

## L'élimination des déséquilibres mondiaux passe fondamentalement par une coordination monétaire multilatérale

La gestion des taux de change doit être au cœur des mesures visant à éviter des déséquilibres intenable, indépendamment des autres mesures qui seront nécessaires.

En résumé, la bonne approche des deux problèmes que constituent des déséquilibres commerciaux mondiaux et des flux financiers à court terme déstabilisateurs est simple: elle passe par un ajustement du taux de change nominal selon la règle du taux de change réel constant (voir le *Rapport sur le commerce et le développement, 2009* et la note de synthèse 12 de la CNUCED). Cette règle serait tout d'abord applicable dans le cadre d'un accord multilatéral sur une structure de taux de change optimaux ou raisonnables. Ensuite, une action concertée des banques centrales maintiendrait cette structure et contribuerait aussi à éliminer les incitations à la spéculation monétaire à court terme qui a tant aggravé les déséquilibres mondiaux.

Les acteurs des marchés financiers comprendraient rapidement que s'opposer à une telle politique multilatérale serait impossible. La raison en est que la stabilisation du système passerait par une participation active des banques centrales – et pas seulement celles des pays dont la monnaie a tendance à se déprécier (et nécessite donc la vente de réserves en devises pour être stabilisée). Par ailleurs, les banques centrales des pays dont la monnaie serait soumise à des pressions à la hausse au-delà de la règle généralement acceptée devraient être prêtes à enrayer la vague spéculative en intervenant par des ventes de leur propre monnaie. Leur poids est toujours supérieur à celui du marché, car elles peuvent imprimer autant de monnaie que de besoin.

Bien sûr, tout cela soulève un certain nombre de problèmes techniques. Une question fondamentale est de déterminer le niveau et l'éventail des taux de change nominaux auxquels mettre en place la règle du taux de change réel constant. Une autre est de déterminer le bon indicateur à utiliser comme base de calcul des taux de change réels à l'avenir. Mais ce ne sont pas là des problèmes insurmontables (voir la prochaine note de synthèse de la CNUCED).

Un débat approfondi est aujourd'hui nécessaire sur l'écart entre taux de change nominal et taux de change réel, de façon à lancer une réflexion d'envergure sur le système commercial multilatéral et ses insuffisances. Cela devrait englober un examen des sources fondamentales de compétitivité (y compris l'évolution du marché du travail) et des incidences des marchés financiers. Étant donné le risque de dévaluations compétitives, ce débat devrait figurer au premier plan des préoccupations du G-20 et d'autres instances internationales.

La proposition de limiter les déficits et les excédents courants n'est peut-être pas le meilleur indicateur à retenir, car ces déficits et ces excédents dépendent de trop nombreuses variables. Néanmoins, cette volonté de recourir à des mesures multilatérales face aux crises systémiques ouvre la voie à une mise en ordre des affaires monétaires internationales et à des mesures pour une plus grande efficacité du commerce.

