

LA LETTRE DU

N° 292 - 21 septembre 2009

(rédaction achevée avant le sommet de Pittsburgh du 24 septembre 2009)

CEPII

CENTRE
D'ÉTUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

LE G20 N'EST PAS UN G7 À VINGT¹

La crise mondiale a fait du G20 le principal forum de coopération économique internationale, en place du G7. Cependant ses membres n'ont pas tous les mêmes priorités. Les pays développés s'attachent principalement au renforcement de la supervision financière tandis que les pays émergents cherchent avant tout à éviter un nouveau protectionnisme et, en tant que nouveaux venus, se préoccupent de la répartition des pouvoirs au sein des institutions internationales. Or, l'agenda du G20 a jusqu'ici été dominé par la gestion de la crise. En revanche, la question des déséquilibres mondiaux, un sujet G20 par excellence, n'a pas été abordée. À l'avenir, il est nécessaire que le G20 devienne autre chose qu'un G7 à vingt.

1

■ Le paradoxe du G20

La crise mondiale a fait prendre conscience que la coordination internationale devait être assurée par un groupe de pays plus large que le traditionnel G7. À plusieurs occasions, le monde en développement avait déjà été admis à la table des discussions, mais uniquement sur des sujets touchant au développement. Cette fois, il a acquis une place permanente et a été invité à participer à la résolution de problèmes mondiaux. Le G20 est particulièrement symbolique, mais ceci vaut aussi pour d'autres enceintes où s'élabore la régulation financière : le comité de Bâle ou le Conseil de stabilité financière. C'est un changement radical dans la gouvernance mondiale² dont les membres n'ont peut-être pas encore pris toute la mesure. Le G20 n'est pas un G7 à vingt. Jusqu'ici, son agenda, dominé par l'urgence des mesures à prendre pour endiguer la crise née aux États-Unis, s'est concentré sur la supervision financière,

qui concerne peu les pays émergents. Ceci s'explique en partie par le fait que les pays émergents n'ont pas encore de véritables propositions sur la façon dont ils comptent utiliser leurs nouvelles responsabilités dans la gouvernance mondiale sur les thèmes du commerce, des déséquilibres mondiaux ou sur la réforme des institutions financières. D'ailleurs, les communiqués du G20 sont remarquablement peu précis sur ces thèmes.

Les membres du G20 devront aussi reconnaître que son format n'est pas immuable. L'Afrique, par sa population, va dépasser la Chine, et aussi l'Inde, vers 2030 (sa population jeune approche déjà celle de ces deux pays), et dispose d'abondantes ressources naturelles³. Le G20 ne compte pourtant qu'un seul pays africain : l'Afrique du Sud. Son périmètre devra évoluer pour mieux représenter cette région du monde.

1. Cette Lettre s'appuie sur les discussions qui se sont déroulées lors du colloque "International Cooperation in Times of Global Crisis: Views from G20 countries", organisé par le CEPII, Bruegel et l'ICRIER à New Delhi les 14-15 septembre 2009. Nos remerciements vont à Dony Alex, Mathew Joseph et Hélène Vuillermet qui ont participé à la première version de ce document et à Agnès Chevallier et Gunther Capelle-Blancard qui en ont assuré la traduction en français. Nous remercions aussi Manmeet Ahuja, Chantal Bartholin et Arpita Mukherjee pour leur rôle central dans l'organisation de cette conférence. Les références sont toutes accessibles sur : www.cepii.fr/anglaisgraph/communications/pdf/2009/14150909/14150909.htm

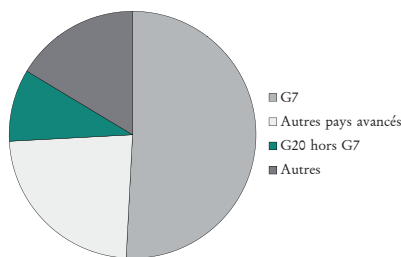
2. Montek Singh Ahluwalia (Vice-Président de la Commission de Planification indienne).

3. Jean-Joseph Boillot (Club du CEPII et Euro-India Economic Business Group).

■ Les nouvelles règles de la finance globale

Les réunions du G20 de novembre 2008 et d'avril 2009 ont souligné l'urgence d'un renforcement de la régulation de la finance. Alors que de nombreux travaux académiques et rapports officiels ont été produits aux États-Unis, en Europe et au sein des organisations internationales, les contributions émanant des membres non-G7 du G20 sont peu nombreuses. Ceci reflète notamment leur moindre développement financier : l'essentiel des stocks d'actifs et de dettes dans le monde sont détenus par des pays du G7, les pays non-G7 du G20 représentant à peine 10% du stock mondial (graphique 1).

Graphique 1 – Répartition des avoirs et engagements extérieurs*, 2007



* Avoirs totaux plus engagements totaux. G20 hors Pays-Bas et Espagne.
Source : calculs des auteurs à partir des données de Lane et Milesi-Ferretti.

2 Tandis que les pays du G20 hors G7 sont désormais membres à part entière des organes chargés d'établir les règles de la finance globale, ils n'ont pas encore clarifié leurs priorités. Certains voudraient que ces règles soient adaptées "aux Nanos plutôt qu'aux Ferraris"⁴. Mais certaines institutions financières des pays émergents sont des acteurs de la globalisation. Dès lors, si une distinction doit être faite, ce n'est pas entre pays, mais entre institutions financières, selon qu'elles sont globales ou locales. À l'heure actuelle, les règles sont élaborées par le G20, mais à l'initiative des pays avancés. L'ordre du jour porte d'abord sur les règles de capitalisation et les normes comptables, dont la pro-cyclicité a aggravé la crise financière. Sur ce sujet, le G20 envisage le relèvement des ratios de capital des institutions financières "systémiques", et l'introduction de matelas contra-cyclique de capital ou de réserves. Pour ce qui est de la comptabilité en valeur de marché, certains, notamment en France, ont réclamé une réforme des normes comptables, insistant sur la différence entre valeur de marché et "juste" valeur. De nombreux économistes considèrent toutefois préférable de conserver une comptabilité en valeur de marché, tout en recourant à des filtres pour corriger leur pro-cyclicité et à des *stress tests* pour donner une vision de plus long terme des comptes.⁵

Ensuite vient la question du champ de la régulation financière et de la surveillance. Se sont révélées hors champ des institutions opaques comme les *hedge funds* mais, plus grave encore, de nombreuses activités des banques elles-mêmes⁶ ! Le fait que le système bancaire parallèle ait échappé à toute régulation a clairement été à l'origine de la crise.

L'arbitrage réglementaire existera toujours et les banques pourront toujours trouver des failles pour échapper à la régulation. Combattre ces arbitrages réclame une coordination étroite des superviseurs au sein des pays et au niveau international. À cet égard, le G20 constitue un forum bien mieux adapté que le G7.

Une possibilité consisterait à ne pas seulement réguler les institutions, mais aussi les activités, de sorte que du capital soit mis en face du risque de crédit, que ce crédit figure ou non au bilan de la banque. Une autre option serait d'appliquer la régulation et la surveillance non plus (ou non seulement) au pays d'origine de l'institution, mais au pays où s'exerce l'activité financière. Ceci réclamerait des banques qu'elles opèrent à travers des filiales plutôt que des succursales, chacune étant sous le contrôle des autorités du pays hôte. Pour ce dernier, cette disposition aurait l'avantage de lui donner les moyens d'exercer une surveillance macroprudentielle en liaison avec son propre cycle du crédit.

Une troisième question microprudentielle à l'ordre du jour du G20 est celle des institutions "trop grandes pour faire faillite". Une façon de traiter cette question, proposée par le Trésor américain, est d'appliquer à ces institutions des normes plus strictes, en termes de ratios de capital et de liquidité comme en termes de gestion du risque. Une autre possibilité, proposée par la Financial Services Authority britannique (FSA), serait d'obliger les plus grandes banques à prévoir la résolution de leur propre faillite en écrivant leur "testament". Ce dispositif faciliterait la résolution des faillites, et inciterait les banques à mieux suivre l'évolution de leurs expositions en les conduisant à simplifier leurs structures juridiques.

Le problème est toutefois que ces différentes mesures se heurtent au souhait des États d'attirer les activités financières et de promouvoir des champions nationaux.

■ Quelle supervision macroprudentielle ?

Le débat sur la supervision macroprudentielle a pris véritablement une nouvelle dimension avec la crise. De part et d'autre de l'Atlantique, la question n'est pas de savoir s'il faut, ou non, se doter d'une politique de supervision macroprudentielle, mais plutôt quelles mesures adopter.

4. Andrew Sheng (Université de Malaya, Kuala Lumpur).

5. Nicolas Véron (Bruegel, Bruxelles).

6. Viral Acharya (NYU, avec Matthew Richardson).

Les dirigeants du G20 sont tous d'accord sur le principe : les exigences de fonds propres doivent être contra-cycliques de manière à ce que les banques puissent constituer, en périodes fastes, un matelas de réserves dans lequel puiser lorsque les conditions économiques se dégradent. Le Conseil de Stabilité Financière, le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire et le Comité sur le Système Financier Mondial ont été chargés de concevoir un tel cadre pour la fin 2009. Mais cela pose au moins deux problèmes pratiques.

Comment déterminer les périodes "fastes" et "déprimées" ? De nombreuses méthodes ont été proposées, parmi lesquelles : l'utilisation de notations internes "tout au long du cycle" (suggérée entre autres par la FSA et recommandée par le Comité Européen des Superviseurs Bancaires), l'élaboration d'une mesure d'ajustement du capital autorégressive, ou bien fonction d'un multiplicateur qui pourrait dépendre de la croissance du crédit, des taux d'intérêt, du PIB ou des variations de prix d'actifs⁷.

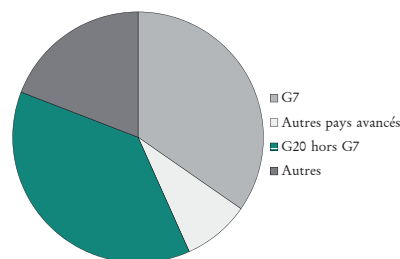
Ensuite, qui sera chargé de cette tâche ? Les institutions les mieux placées pour définir les phases du cycle seraient les banques centrales. Le problème est toutefois que les interactions entre la supervision macroprudentielle et le sauvetage des banques en difficulté (qui a de fortes implications budgétaires) pourrait mettre en péril leur indépendance.

Au-delà des différends qui peuvent exister sur l'ampleur et le détail des mesures, il convient de noter que le G20 n'a pas vraiment tenu compte des économies émergentes. Les mesures précédentes auront certainement pour effet d'augmenter le coût de l'intermédiation financière. S'il se justifie pour les pays qui disposent d'un système financier perfectionné, cela n'est pas forcément le cas pour les économies émergentes – où souvent une part importante de la population est exclue du secteur bancaire. Les économies émergentes auraient, sur cette question, préféré une approche différenciée. D'autant que les politiques de crédit contra-cycliques ne sont pas toujours efficaces dans les petites économies ouvertes où le resserrement du crédit en période haute du cycle est souvent plus que compensé par des entrées massives de capitaux.

■ Les déséquilibres mondiaux

Les déséquilibres de balances de paiements sont un sujet G20 par excellence. Bien que les flux bruts de capitaux circulent essentiellement entre pays développés, les flux nets sont pour beaucoup dirigés des pays émergents vers les pays développés. Ainsi, 35% des excédents et déficits extérieurs courants sont attribuables aux pays du G7 et 38% aux treize autres pays membres du G20 (graphique 2).

Graphique 2 – Répartition des déséquilibres de soldes courants* 2012 (projections du FMI)



* Somme des valeurs absolues des balances courantes. G20 hors Pays-Bas et Espagne.

Source : Calculs des auteurs à partir des projections du FMI d'avril 2009.

Il n'y a pas de consensus parmi les économistes sur le rôle des déséquilibres mondiaux dans la crise. Pour certains, l'excès d'épargne dans les pays est-asiatiques est responsable du bas niveau des taux d'intérêt qui a alimenté le crédit, nourri la bulle immobilière aux États-Unis et incité les gérants d'actifs à rechercher des produits à haut rendement⁸. D'autres mettent l'accent sur des problèmes internes à l'économie américaine – sans pour autant nier le poids des arguments précédents. D'ailleurs, observent-ils, le déficit américain exprimé en pourcentage du PIB mondial a diminué entre 2005 et 2008⁹.

Pour tous, en revanche, la situation actuelle est source d'inquiétudes. Premièrement, les déséquilibres mondiaux ont incontestablement joué un rôle dans la transmission internationale de la crise : les économies émergentes sont celles qui ont le plus souffert de la chute du commerce mondial¹⁰ et du reflux des capitaux. Ensuite, la persistance de déséquilibres est toujours le reflet de problèmes internes tels qu'une mauvaise couverture sociale, des problèmes de gouvernance d'entreprise et des contraintes financières (comme en Chine) ou un faible taux d'épargne privée (comme aux États-Unis). Troisièmement, ces déséquilibres peuvent faire obstacle à la reprise économique alors qu'il va falloir trouver un relai à la consommation américaine comme moteur de la croissance mondiale ; cette dernière va dépendre de la capacité des pays d'Asie à rééquilibrer leurs modèles de développement. Enfin, dans la mesure où les déséquilibres sont financés par des capitaux très mobiles, des ajustements brutaux sont à craindre.

Tout le monde s'accorde sur la nécessité de réduire les déséquilibres mondiaux. Pour autant la question du "comment ?" reste en suspens. C'est sans doute ce qui explique la réticence du G20 à rédiger un communiqué clair à ce propos. Il est en particulier difficile d'envisager une double recomposition de la croissance – du secteur public vers le secteur privé d'une part, des pays à excédents vers les pays à déficits d'autre part – sans ajustements significatifs des taux de change réels. Les américains souhaitent

7. Avinash Persaud (Capital Intelligence, Londres), ainsi qu'Olena Havrylchuk (CEPII).

8. David Vines (Université d'Oxford et CEPR).

9. Gian-Maria Milesi-Ferretti et Olivier Blanchard (FMI), ainsi que Ted Truman (Peterson Institute for International Economics, Washington).

10. Paradoxalement, les hausses de droits de douane ont été, pour la plupart, le fait des pays émergents. Peter Draper (South African Institute of International Affairs) ; Min Tang (China Development Research Foundation, Beijing), ainsi que Natalya Volchkova (Center for Economic and Financial Research, Moscow).

une plus forte appréciation du renminbi, mais les experts chinois restent perplexes : la décision, en 2005, de réévaluer graduellement le renminbi s'est, en fait, accompagnée d'une augmentation des excédents commerciaux chinois¹¹ ! La Chine redoute, en outre, une perte de change massive sur son stock de réserves en dollars. Une appréciation progressive du renminbi pourrait aussi déclencher des entrées de capitaux spéculatifs en Chine. Finalement, la Chine va devoir mener de conserve des réformes monétaires (convertibilité de la monnaie, flexibilité du change, libéralisation des flux de capitaux) et structurelles (renforcer l'indépendance des banques vis-à-vis du pouvoir politique, accélérer la mise en place d'assurances sociales, supprimer les subventions aux exports...).

■ La réforme du Fonds Monétaire International

Pour certains pays, l'accumulation de réserves de change tient lieu d'auto-assurance contre une éventuelle crise de balance des paiements – une motivation forte pour plusieurs pays en Asie qui manifestent une grande défiance vis-à-vis du FMI depuis la crise asiatique à la fin des années 1990¹². À cet égard, on peut considérer que l'attitude plus souple adoptée récemment par le FMI dans les PECO va dans le bon sens. Mais cela peut aussi s'interpréter – et c'est l'interprétation que retiennent certains – comme la conséquence directe du poids plus important de l'Europe, relativement à l'Asie, dans la gouvernance du Fonds.

L'accumulation de réserves de change à des fins assurantielles est inefficace, tant du point de vue des pays qui accumulent les réserves – ils immobilisent en effet des ressources qui pourraient être investies de manière plus productive – que d'un point de vue global – puisque les pays qui accumulent des réserves doivent épargner davantage au détriment de la demande mondiale. Des dispositifs tels que l'établissement de lignes de crédits, la mise en commun de réserves, des accords de swaps ou d'autres formes

d'assurance, sont donc préférables. La décision du G20 en avril 2009 d'augmenter les ressources du FMI à 750 milliards de dollars conforte le rôle du Fonds comme prêteur en dernier ressort. La création des nouvelles lignes de crédit flexibles peut, en outre, s'interpréter comme la volonté de faire aussi du FMI un "prêteur en premier ressort". Mais c'est peut-être encore insuffisant pour convaincre les pays asiatiques du bienfondé des intentions du FMI, à moins d'une réforme en profondeur de sa gouvernance. C'est ici que les réformes macroéconomiques sont indissociables de celles des institutions de Bretton Woods.

Une seconde raison de réformer la gouvernance du FMI est d'améliorer sa capacité de surveillance. Une évaluation efficace des politiques économiques requiert à la fois indépendance et légitimité. Une manière de renforcer l'indépendance du Fonds pourrait être de décharger le Conseil d'administration de la tâche de surveillance ; il se consacrerait alors exclusivement à la stratégie globale. Consolider la légitimité du Fonds nécessite des changements plus fondamentaux. Il faut pour cela modifier sensiblement les droits de vote et le pouvoir exécutif en faveur des économies émergentes et en développement¹³. Ces changements pourraient aller de pair avec une réduction du seuil de majorité (actuellement fixé à 85%) qui offre implicitement aux États-Unis un droit de veto et avec une consolidation, au moins partielle, des sièges accordés aux pays européens.

À cet égard, la création du G20 peut avoir des implications profondes. Les pays émergents et en développement se doivent désormais de jouer un rôle plus important au sein des institutions de Bretton-Woods. Ils ne peuvent pas non plus se satisfaire de changements mineurs en attendant mieux. Le gradualisme des réformes était une stratégie envisageable dans le monde pré-crise. Ce n'est désormais plus une option.

*Agnès Bénassy-Quéré, Olena Havrylchuk, Rajiv Kumar
& Jean Pisani-Ferry**
beatrice.postec@cepii.fr

11. He Fan (CASS, Pékin).

12. Shigeo Kashiwagi (Policy Research Institute, Ministère des finances japonais).

13. Louis Pauly (Toronto University), ainsi que Stormy-Annika Mildner (German Institute for International and Security Affairs, SWP) et Shigeo Kashiwagi (Policy Research Institute, Japanese Ministry of Finance).

*A. Bénassy-Quéré est Directrice du CEPII, O. Havrylchuk est Économiste au CEPII, R. Kumar est Directeur de l'ICRIER (Dehli), Jean-Pisani-Ferry est Directeur de Bruegel (Bruxelles).

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2009
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 49,50 € TTC
Europe 51,30 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
50,20 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
51,20 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

21 septembre 2009
Imp. La Documentation Française
Imprimé en France
par les Journaux officiels

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction
du CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*