

LES CINQ ENJEUX DU G20 DE SEOUL

Thomas Chalumeau

Coordinateur du pôle « économie et finances » de Terra Nova

Le 3 novembre 2010

Synthèse

A plusieurs reprises ces dernières semaines, le directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, a appelé les chefs d'Etat et de gouvernement des vingt plus grandes économies de la planète à maintenir la dynamique de coordination internationale qui a permis, jusqu'ici, de juguler la crise et de conjurer un scénario déflationniste de type années 30. Le dernier G20, à Toronto, a en effet marqué de réels signes d'essoufflement de cette dynamique. Les appels de DSK seront-ils entendus lors du prochain G20 de Séoul ?

A Séoul, les membres du G20 devraient décréter une trêve à la guerre des changes qui sévit depuis septembre et menace la reprise mondiale, appeler à nouveau à la préservation du libre-échange commercial, et acter un nouveau pas dans la réforme de la gouvernance du Fonds monétaire international.

Le G20 sera aussi l'occasion de mesurer l'avancement de l'agenda de réforme de la supervision du secteur financier, qui mêle aujourd'hui de vraies avancées et de réelles déceptions.

Un an et demi après le lancement du nouveau « cycle G20 » au Sommet de Londres en avril 2009, les déséquilibres de la croissance mondiale restent très importants. Avec trois questions fondamentales pour l'avenir.

Sur le dossier des disparités monétaires et des échanges commerciaux, comment mieux piloter en amont, sous la houlette du FMI, les « déséquilibres globaux » (global imbalances) des pays, qui menacent la croissance mondiale? C'est tout l'enjeu d'un encadrement des excédents commerciaux à un certain pourcentage du PIB souhaité par les Etats-Unis, et sur lequel la Chine réserve sa position avant ce Sommet.

Sur le terrain de la réforme financière, quels outils contraignants mettre en place pour assurer une application homogène des décisions du G20 sur les multiples chantiers lancés depuis 18 mois sur les décombres de la crise financière ?

Sur la question de la croissance, enfin, les gouvernements ont jusqu'ici répondu à la crise financière par des mesures massives de stimulation budgétaire qui se sont montées à plus de 2.600 milliards de dollars pour 2009 et 2010. Ces injections budgétaires demeurent nécessaires : les perspectives de redémarrage de la demande au niveau mondial restent faibles et d'importantes causes de la

fragilité du secteur financier n'ont pas encore été traitées. Mais elles deviennent de plus en plus difficiles à maintenir, du fait du niveau critique d'endettement public atteint par de nombreux pays à travers le monde, notamment en Europe. Dans ce contexte, la définition des scénarios optimaux, entre risques pour la croissance d'une consolidation budgétaire prématurée et risques sur la dette souveraine liés à la poursuite des déficits budgétaires, sera encore au centre des débats de Séoul.

Note
intégrale

1 - GUERRE DES CHANGES : LA TREVE AVANT LA REPRISE DES HOSTILITES ?

Pour la première fois depuis le sommet du G7 à Dubaï en 2003, le G20 de Séoul s'attaquera explicitement à l'un des grands oublis du processus G20 depuis son lancement : les déséquilibres monétaires, « *trou béant de la gouvernance économique mondiale* » selon Pascal Lamy.

La guerre des monnaies menace la reprise mondiale. « *Aujourd'hui, la dévaluation compétitive est devenue une arme de choix* », juge Joseph Stiglitz, Prix Nobel d'économie. De nombreuses économies émergentes sont confrontées depuis quelques mois à une appréciation non souhaitée de leurs monnaies portées par des entrées massives de capitaux, tandis que le dollar n'en finit plus de chuter et que le Yuan chinois reste notoirement sous-évalué, jusqu'à 50% selon certaines études académiques. Dans ce contexte, la zone euro a plus que jamais le sentiment de porter l'essentiel de l'ajustement.

Le G20 de Séoul pourrait à cet égard sonner une trêve momentanée dans la guerre des monnaies que se livrent depuis septembre les grands puissances commerciales mondiales, et qui menace la reprise mondiale selon l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC).

Dans la foulée de la déclaration de principe retenue par les ministres des finances les 24 et 25 octobre, lors de la réunion préparatoire au Sommet, les membres du G20 devraient réitérer, à Séoul, leur engagement à « *ne pas recourir à des politiques de dévaluations compétitives* »¹ et appeler à exercer une meilleure vigilance mutuelle de l'évolution de leurs échanges et de leurs balances des transactions courantes.

Avec une question clé : la Chine et les pays émergents accepteront-ils le principe d'un encadrement des excédents commerciaux à un certain pourcentage de leur PIB tel que souhaité par les Etats-Unis ?

La résorption des déséquilibres monétaires et commerciaux au sein de l'économie mondiale passe de fait par la mise en place de règles et de mécanismes profondément repensés sous l'égide d'un FMI rénové.

Alors que les Etats-Unis se sont vu opposer une fin de non-recevoir lors de la réunion des ministres des finances, la Chine fera-t-elle le choix de se rapprocher de la proposition de Timothy Geithner

¹ La déclaration de Séoul devrait se borner à rappeler l'engagement des Etats à réduire les déséquilibres « *en favorisant davantage des taux de change fixés par les marchés, reflets des fondamentaux économiques* ».

d'une limitation des déficits et des excédents courants de chaque pays à 4 % du PIB ? Rien n'est moins sûr. Si elle le fait, il est vraisemblable que la Chine continue à plaider pour une approche au cas par cas, refusant en l'espèce l'application d'une norme générale. L'Inde et les grands exportateurs de matières premières (Arabie Saoudite, Russie,) ont déjà manifesté leur hostilité à cette proposition.

En réalité, les divergences sur la nature des déséquilibres, leurs niveaux tolérables et les moyens de les résorber sont telles, qu'il sera difficile de conclure à Séoul un accord sur des objectifs précis et homogènes. Un accord pourrait *in fine* se dégager à Séoul mais sur la base d'objectifs généraux, et de la latitude laissée à chaque pays d'imaginer des solutions spécifiques adaptées à sa situation.

Cette question des changes est loin d'être simple. Car elle renvoie au difficile dossier du déséquilibre des balances courantes, notamment entre les Etats-Unis et l'Asie, et à la responsabilité de la politique monétaire américaine. La décision de la réserve fédérale américaine d'injecter des liquidités dans l'économie américaine pour relancer la croissance aux Etats-Unis², a pour effet d'inonder les pays émergents de flux de capitaux en dollars et d'accélérer la chute de la devise américaine depuis quelques mois.

Un acquis important a toutefois été enregistré, il y a quelques semaines, dès en amont des travaux du G20 : la décision, prise par le Gouvernement chinois, de stopper (momentanément ?) la dépréciation du Yuan pour quelques mois en relevant ses taux directeurs. D'autres hausses sont annoncées. Combien de temps durera cette résolution ? Telle est bien la question. Avec, en filigrane, des répercussions fondamentales sur l'économie mondiale.

La Chine a aujourd'hui, en réalité, le choix entre deux modèles de croissance. Soit continuer à parier sur une croissance débridée de l'ordre de 8 à 9% par an, malgré les risques inflationnistes, ce qui impliquera tôt ou tard pour la Chine de renouer avec ses tentations de dépréciations monétaires. Soit opter pour un autre choix, qui consisterait à réduire son chemin de croissance vers 5 à 6% par an, en créant moins d'emplois mais mieux rémunérés, les salariés en place bénéficiant en outre d'une amélioration de leur niveau de vie grâce au renchérissement relatif du Yuan vis-à-vis du dollar et de l'euro.

Le ralentissement du nombre d'entrants sur le marché du travail en Chine et le souci des autorités chinoises de rééquilibrer leur croissance en donnant plus de place à la consommation intérieure pourraient conduire à la seconde. Avec des conséquences positives pour la stabilité de l'économie mondiale.

2 Les Etats-Unis pourraient injecter, selon les dernières estimations, entre 300 et 1.000 milliards de dollars au titre de la seconde phase de leur politique de « quantitative easing », après 1.700 milliards déjà initiés au titre de la première phase.

2 - CROISSANCE MONDIALE, AJUSTEMENT DES FINANCES PUBLIQUES : THERAPIE DE CHOC OU EFFORT ETALE DANS LE TEMPS ?

Les risques associés à un scénario d'abandon prématuré des mesures de relance budgétaires seront encore au centre des débats de Séoul.

Lors du Sommet de Toronto fin Juin, les pays du G20 se sont engagés (à l'exception du Japon), à réduire de moitié leur déficit budgétaire d'ici à 2013 ainsi qu'à stabiliser, voire à réduire, leur endettement public d'ici à 2016 tout en s'engageant à préserver la croissance, *laissant chaque Etat libre de sa stratégie*.

En réalité, le débat oppose toujours de manière larvée au sein du G20, le camp des partisans d'une rigueur immédiate et de grande ampleur (Royaume-Uni, Allemagne,..), et le camp de ceux qui considèrent qu'il existe un risque que des mesures d'ajustement synchronisées de plusieurs grandes économies à travers le monde affectent la reprise (Etats-Unis, Canada, ...).

Conjugués aux vulnérabilités qui subsistent dans le système financier mondial, des soins intensifs étalés dans le temps sont-ils susceptibles de créer plus de risques pour la croissance mondiale qu'une thérapie de choc ? Telle est la question centrale, qui sera à nouveau au centre des discussions du G20 à Séoul.

Trois conditions majeures doivent être réunies pour assurer une relance durable de la croissance mondiale :

- convertir progressivement les mesures de stimulation budgétaire publiques, lesquelles restent nécessaires à court terme, en une relance pérenne de la demande privée, pour consolider la demande globale au niveau mondial ;
- ré-orienter une plus grande partie de ces mesures de stimulation vers des investissements à long terme destinés à assurer la future croissance de la productivité, et lancer les investissements innovants nécessaires pour faire face au défi des changements climatiques;
- rééquilibrer la demande globale entre les pays, ce qui implique de la part des pays qui ont un important déficit comme les États-Unis de se tourner vers la demande extérieure (exportations nettes), et pour les pays qui connaissent des surplus importants, spécialement en Asie, vers la demande intérieure.

3 - COMMERCE MONDIAL : ATTENTION AU RETOUR LARVE DU PROTECTIONNISME

Sur fond de guerre des monnaies et de reprise molle en Europe et aux États-Unis, les velléités protectionnistes s'expriment de plus en plus ouvertement.

Sur ce sujet, le Commissaire européen au Commerce, Karel de Gucht, vient de tirer la sonnette d'alarme dans un rapport publié le 25 octobre. Le protectionnisme, sous toutes ses formes, et notamment au détriment de l'Europe, est de retour. Sous des formes larvées mais incontestables.

Karel de Gucht dénonce ainsi les comportements de 30 partenaires commerciaux de l'Union européenne entre octobre 2008 et septembre 2010 – parmi lesquels la Russie, l'Argentine, l'Indonésie, mais aussi les Etats-Unis et la Chine - accusés d'avoir mis en place plus de 332 mesures de restriction des échanges depuis le début de la crise financière en 2008 : barrières commerciales classiques (interdictions d'importation, augmentation de droits de douane), politiques incitant à acheter les produits nationaux, etc. Par ailleurs, à peine 10 % des mesures protectionnistes mises en place depuis l'automne 2008 auraient été supprimées.

Ces pratiques entrent en contradiction avec les engagements pris dans le cadre des différents G20 – de celui de Washington en novembre 2008 au sommet de Toronto en juin 2010, et ce au moment où le Cycle de Doha au sein de l'Organisation mondiale du Commerce est jugé moribond par de nombreux observateurs. Un enjeu crucial pour une reprise durable de la croissance mondiale, encore fragile.

4 - DE NOUVELLES AVANCEES IMPORTANTES DANS LA REFORME DU FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL

La réforme du FMI est sur les rails. Il n'en est que temps, tant il est vrai que la crise financière de 2009 ne serait sans doute pas advenue si on avait pleinement tiré les leçons des crises mexicaine et asiatique dans les années 90, et mis en œuvre les mesures consensuelles qui avaient été proposées en 1997 et 1998 sur le rôle du FMI en matière d'alerte et de surveillance du secteur financier³.

Le Sommet de Séoul devrait acter une nouvelle étape importante de la réforme de cette institution, du point de vue de sa gouvernance et du renforcement de ses moyens d'intervention.

S'agissant des droits de vote, et conformément aux objectifs fixés par les chefs d'Etat lors du sommet de Pittsburgh, en septembre 2009, 6 % des droits de vote seront transférés vers les pays émergents, au-delà même des 5% qui avaient été actés comme objectif. Les Américains et les Européens céderont une partie de leurs droits, l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France conservant leur siège d'administrateur.

La Chine devrait obtenir environ 6 % des droits de vote, contre 3,65 % aujourd'hui. Elle deviendrait de ce fait le troisième actionnaire de l'institution, juste derrière les Etats-Unis et le Japon, devançant l'Allemagne et à égalité de voix avec la Grande-Bretagne et la France. Selon les propositions sur la table, les pays émergents pourraient détenir entre 43 % et 45 % des droits de vote, le solde étant détenu par les pays industrialisés.

³ La délégation française avait proposé, lors des travaux sur la modernisation du FMI de la fin des années quatre-vingt dix, une extension de son mandat au secteur financier, un renforcement de la composante politique du processus décisionnel et un élargissement de la représentation des pays émergents et en développement. Les textes modifiant les statuts du FMI étaient prêts mais jamais la date d'application n'en fut fixée.

S'agissant de la composition du Conseil d'administration, aujourd'hui constitué de 24 sièges, il semble que ce nombre sera maintenu, les Européens étant prêts, devant les pressions américaines, à libérer 2 des 9 sièges qu'ils peuvent occuper et renonçant à lier ces évolutions à la question du droit de veto américain. A défaut d'avancées sur ce dernier sujet, la majeure partie de la charge de la réforme pèsera donc sur les Européens. A souligner l'intérêt à terme d'un siège unique de l'Europe au sein de ce Conseil, qui lui conférerait plus de capacité d'influence sur les décisions du Fonds.

Dernière étape à franchir pour le FMI : le renforcement de ses moyens financiers.

Malgré le triplement de son enveloppe d'intervention décidé en avril, à 750 milliards de dollars, le Fonds estime nécessaire de renforcer à nouveau sa capacité de prêt pour intervenir en amont des crises et se prépare à demander à ses actionnaires 250 milliards de dollars de ressources supplémentaires pour les porter au total à 1000 milliards de dollars. Un enjeu majeur pour transformer le FMI en véritable « gendarme » en amont des crises, lui permettant d'intervenir massivement, lorsque l'urgence le requiert, afin de ne pas laisser la fièvre gagner les marchés quand un pays risque une crise de liquidités. Le Sommet de Séoul devrait se prononcer sur cette proposition.

5 - REGULATION FINANCIERE : UN POINT D'AVANCEMENT SUR LA REFORME DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL

Où en sont les énormes chantiers lancés sur la refonte des outils de régulation de la finance, un an et demi après le Sommet de Londres d'Avril 2009 ?

« La dynamique observée jusqu'à présent, qui seule rendait possible une réforme coordonnée du système financier, s'essouffle, avec des chemins de réforme de plus en plus divergents entre pays ou blocs économiques » écrivions-nous à la veille du Sommet précédent de Toronto. De fait, les vraies avancées côtoient les déceptions.

Côté pile, de vraies avancées.

- Une bonne partie de la feuille de route du Comité de Bâle et du Conseil de stabilité financière est en cours d'exécution, à commencer par le renforcement de la solvabilité et de la liquidité des banques avec les futures normes dites « Bâle 3 ».

Les exigences renforcées imposées au secteur bancaire en matière de fonds propres prudentiels viennent d'être précisées. Selon le compromis ébauché par le Comité de Bâle le 12 Septembre dernier, et qui devra être validé par le G20 de Séoul, le niveau minimal de fonds propres constitué par les actions ordinaires est relevé de 2% à 4,5% de l'actif pondéré par les risques. Ces exigences minimales seront mises en place progressivement entre le 1er janvier 2013 et le 1er janvier 2015.

Il est également prévu de constituer progressivement un volant de fonds propres dit « de conservation » visant à faire face aux périodes de difficultés économiques et financières. A terme, les fonds propres de base devraient ainsi atteindre 7%.

Le comité de Bâle annonce également un volant « contracyclique » constitué principalement d'actions ordinaires et pouvant varier entre 0% et 2,5% qui viendra s'ajouter au volant « de conservation ».

Enfin, le comité de Bâle a également prévu l'imposition d'un ratio de levier pur, c'est-à-dire non pondéré par les risques.

Incontestablement, à coté de nouvelles mesures sur la liquidité (mise en place de ratios de liquidité court terme et long terme), ces mesures constituent, sous réserve de validation, un net progrès en matière de réglementation bancaire. Il faut noter les discussions menées ces derniers mois ont eu pour effet de parvenir à un jeu de contraintes quelque peu allégées par rapport à celles qui avaient été définies fin 2009 par le comité de Bâle et expliquent le calendrier relativement étalé de mise en place de ces mesures (2019, pour une mise en œuvre totale de ces nouvelles normes).

Par ailleurs, les annonces du Comité de Bâle n'épuisent pas les chantiers à venir de la régulation financière et bancaire. En particulier, la question centrale de la prise en compte du risque systémique et le besoin d'une régulation macro-prudentielle, la définition d'un cadre de résolution des faillites bancaires ou enfin la nécessité d'englober l'ensemble des acteurs significatifs représentent autant de chantiers clés pour une réforme efficace du cadre réglementaire.

Sur ces derniers points, si ces chantiers ont avancé ou sont à l'étude au niveau européen (directive *hedge fund* devant le Parlement européen, vellités de Bruxelles de légiférer au printemps 2011 sur la question de la résolution des faillites bancaires), la coordination internationale manque encore d'ampleur.

- En France, le Parlement vient d'adopter définitivement le projet de loi de régulation bancaire et financière, qui entend renforcer les pouvoirs de l'AMF, encadrer la pratique des ventes à découvert et mieux organiser la surveillance de la distribution des bonus des opérateurs de marchés.

Sur les bonus bancaires, le texte donne ainsi pouvoir à l'autorité de contrôle prudentiel (ACP) d'examiner les pratiques de rémunération des opérateurs de marché, « dont les rémunérations sont susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'exposition aux risques des entreprises assujetties ».

- Les Etats-Unis ont, de leur côté, adopté en mai une ordonnance qui réforme de manière globale le secteur financier (ordonnance qui renvoie très largement à des mesures d'application que les agences gouvernementales - pour certaines à créer - devront prendre), tout en annonçant leur volonté de progresser sur les autres chantiers non couverts pas celle-ci dans le cadre des règles prudentielles Bâle 3.

Intervenant, il est vrai, quelques mois après la publication par le comité de Bâle de normes assouplies, ces nouvelles vellités américaines témoignent d'un changement important alors que les banques européennes craignent que ces normes les pénalisent sur la scène internationale (la version précédente, dite « Bâle 2 » n'avait pas été mis en œuvre par les banques américaines). Les

actes suivront-ils toutefois les paroles ? Tel est l'enjeu des prochains mois, et un point important pour les travaux de la présidence française du G20, l'an prochain.

D'autres sujets ont moins avancé ou se heurtent toujours à des débats difficiles.

- Ainsi en va-t-il de la taxe sur les transactions financières, portées par le couple franco-allemand à la suite d'une initiative de la France, et sur laquelle Paris et Berlin tentent depuis le début de l'été de rallier leurs partenaires européens. Par intérêt bien compris, Washington et Londres l'ont déjà rejetée dès le départ.

Après les rapports du Fonds monétaire international (FMI) et les conclusions du Conseil européen du 17 juin qui ont apporté de l'eau à son moulin, la France compte sur le G20 de Séoul pour pousser de nouveau son idée de taxe.

La France, qui assure le secrétariat permanent du Groupe pilote sur les financements innovants pour le développement, ainsi que le Japon et la Belgique, soutenus par la Norvège, l'Espagne et le Brésil, ont présenté le 21 septembre dernier à New York une Déclaration en faveur d'une taxe sur les transactions financières pour le développement lors du Sommet des Nations-Unis sur les Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD).

Reste à s'accorder sur ce qui pourrait être présenté au niveau mondial. Quel type de taxe privilégier ? Peut-on concrétiser l'idée d'un « double dividende », c'est-à-dire d'une taxe qui serait à la fois une nouvelle source de financement et un instrument de régulation ? Quels secteurs pourraient en bénéficier ? La Commission européenne pour sa part souhaite élargir l'allocation d'une telle taxe à la lutte contre le changement climatique.

Dans un rapport publié en juillet, des experts militaient pour une contribution internationale sur les transactions de change de 0,005 % pouvant rapporter de 25 à 35 milliards de dollars par an.

La France et l'Allemagne ont toutefois pu constater au début du mois l'absence de consensus au sein de l'Union européenne. Et le Président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, vient de souligner les « immenses difficultés techniques » de mise en œuvre d'une telle taxation et le risque qu'une initiative européenne isolée puisse « tout simplement déplacer les transactions vers d'autres places » financières, vers Wall Street et la City londonienne.

Il faudra ensuite rallier les Etats-Unis, ce qui sera difficile. Au G20 de Toronto, l'idée n'avait pas convaincu... La controverse pourrait rebondir au sommet de Séoul.

- D'autres sujets ont connu des avancées très lentes ces derniers mois. De la réforme des marchés de matières premières et leurs dérivés, au développement et aux financements innovants. Ils figureront à l'agenda de la prochaine réunion des ministres des Finances sous présidence française, qui se déroulera à Bercy en février 2011.