

V / Les grands dossiers économiques du G20 sous présidence française

*Christophe Destais**

La diplomatie française avait, de longue date, fondé de grandes ambitions sur la présidence du G8 qui devait lui revenir en 2011. Avant même la crise financière, des réflexions avaient été engagées sur ce qui était alors déjà une évidence : la montée en puissance des pays émergents limitait fortement la représentativité du G8, le groupe de chefs d'État et de gouvernement créé en 1975 pour discuter des affaires mondiales. À l'origine, le projet français était d'élargir le G8 à cinq ou six représentants du monde émergent afin d'en améliorer la représentativité économique et géographique. La crise financière a précipité mais aussi contrarié ce dessein.

Associer les grands pays émergents à la recherche de solutions coopératives pour sortir de la crise financière alors à son paroxysme fut bien l'objectif principal de la rencontre entre Nicolas Sarkozy et George W. Bush à Camp David le 19 octobre 2008. Mais c'est la Maison Blanche qui décida du format final du sommet de Washington le 8 novembre 2008. C'est ainsi que furent invités tous les chefs d'État et de gouvernement du « G20 », la formation qui, depuis 1999, réunissaient les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du G7, de onze pays émergents (Chine, Inde, Russie, Corée, Indonésie, Mexique, Argentine, Brésil, Afrique du Sud, Turquie, Arabie saoudite), de l'Australie ainsi que la Commission européenne. C'est dans une configuration voisine (au prix de quelques subterfuges, les Pays-Bas et l'Espagne

* Christophe Destais est directeur adjoint au CEPII.

obtinrent d'être présents à ce sommet et aux suivants, sans constituer officiellement des délégations) qu'eurent lieu le sommet de Washington et les quatre suivants : Londres (avril 2009), Pittsburgh (septembre 2009), Toronto (juin 2010) et Séoul (novembre 2010). Il avait été convenu à Pittsburgh que le rythme des sommets à partir de 2011 serait annuel et que la France exercerait en 2011 une double présidence, celle du G8, prévue de longue date, et celle du G20. En 2012, ce sera le tour du Mexique de présider le G20, les États-Unis présidant le G8.

Washington et Londres ont été des sommets de crise. En novembre 2008, en pleine tourmente financière, le sommet de Washington a permis d'énoncer une volonté de coopérer, de détailler une liste de réformes à entreprendre et d'affirmer que le recours au protectionnisme n'était pas une solution à la crise. Celui de Londres a défini des orientations plus précises : les plans de soutien budgétaire ont été entérinés et appuyés et la coopération en faveur d'une meilleure régulation de la finance internationale s'est concrétisée. Depuis le sommet de Pittsburgh, en septembre 2009, le G20 n'est plus en mode de gestion de la crise, mais en mode de pilotage de l'économie mondiale. Les travaux sont laborieux. Les décisions sont prises par consensus alors que chaque pays est moins prêt à faire des concessions. Au final, les résultats sont limités par rapport aux ambitions affichées et à la solennité de l'événement, qui contribuent à créer des attentes fortes. La présidence canadienne a déçu. Le sérieux et la qualité du travail de la présidence coréenne ont certes été salués mais les résultats du sommet de Séoul restent modestes.

Le défi de Cannes pour les autorités françaises sera donc d'obtenir que des progrès visibles soient réalisés sur les thèmes sur lesquels le G20 travaille depuis les premiers sommets de 2008-2009 (les déséquilibres mondiaux et la régulation financière) et sur les priorités qu'elles ont décidé d'y ajouter : la réforme du système monétaire international et la stabilisation des prix des matières premières et des hydrocarbures.

Faire fructifier l'héritage des premiers sommets

La France aura d'abord à obtenir des avancées sur les deux grands dossiers dont elle a hérité : la régulation financière et le rétablissement des équilibres économiques mondiaux par la coordination des politiques macroéconomiques.

Fédérer et mobiliser sur la régulation de la finance mondialisée

La crise a mis en lumière de multiples failles dans la sphère financière. Leur accumulation a conduit à la constitution de poches de risques excessifs qui ont fini par éclater et ont ébranlé le système financier dans son ensemble.

Ces failles reflétaient des déficiences chez les intermédiaires financiers : analyse des risques défaillante, confiance excessive dans la notation des créances, politiques de rémunération n'incitant pas au contrôle des risques, multiplication des strates d'intermédiation financière, complexification du risque, forte asymétrie entre la maturité des ressources et des emplois, insuffisance des fonds propres capables d'absorber les pertes et, de manière corollaire, excès d'endettement.

La crise a également mis en lumière certains dysfonctionnements des institutions chargées de la régulation financière. Celles-ci ne couvraient pas l'ensemble de la sphère financière : des « niches » permettaient aux acteurs, par ailleurs régulés, de détourner les règles de prudence (*shadow banking system*) à l'insu du régulateur. D'une part, ne couvrant pas l'ensemble de la sphère financière, leur champ de compétences était insuffisant. Même dans leur sphère de compétence, les régulateurs n'ont pas agi de manière satisfaisante, pour des raisons qui peuvent être très variées : inadéquation des ressources matérielles et humaines, conflits et concurrence entre régulateurs, insuffisance de la coordination au niveau national ou international, défaut de volonté d'exercer effectivement les compétences, suite à des phénomènes de capture du régulateur par les régulés, inapplicabilité de certaines règles et enfin, absence de perspective d'ensemble sur le risque.

Avant la crise, la gestion du risque systémique (risque de défaillance en chaîne des institutions financières en raison de leurs engagements les unes vis-à-vis des autres, de la fuite de leurs créanciers et de la faillite à grande échelle de leurs débiteurs) était assurée par le rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales, les fonds de garantie des dépôts bancaires nationaux et les interventions *ad hoc* des Trésors publics. Ces dispositifs ont été mobilisés et ont globalement bien fonctionné. Mais il est apparu qu'ils encouragent la prise de risque, qu'ils sont source d'injustice et qu'ils font supporter un coût excessif au contribuable et à la société dans son ensemble, directement (sauvetage des intermédiaires financiers) ou indirectement (coût de la récession associée aux crises financières).

Pallier ces déficiences et insuffisances par une réforme d'ensemble de la régulation financière est un chantier très difficile: 1) l'incertitude et la complexité sont inhérentes à la finance; 2) les échelons de régulation avant la crise étaient très nombreux, cloisonnés entre différents niveaux d'administration (subfédéral, État, organisations internationales) et entre différents types d'activités (assurances, marchés financiers et banques); 3) les traditions juridiques diffèrent entre l'Europe continentale, le Royaume-Uni et les États-Unis; 4) les groupes de pression dans ce secteur sont particulièrement puissants. Enfin, les solutions à apporter restent pour une grande part à inventer. Elles sont nécessairement complexes à définir (par exemple, imaginer des mécanismes de gestion des faillites d'institutions transfrontières), mettre en œuvre (par exemple, imposer des solutions à des territoires qui tirent des ressources du fait qu'ils ne coopèrent pas avec les autorités fiscales ou régulatrices des grands pays) et à contrôler (par exemple, les rémunérations effectives perçues dans le secteur financier). Ce processus de tâtonnement, s'il est difficile à faire comprendre aux opinions publiques, est sans doute inévitable.

Par ailleurs, la crise – dans sa dimension financière – n'a touché les pays émergents que de manière marginale. Certes, il était bien l'intérêt bien compris des pays émergents, à la fois fournisseurs, créanciers et débiteurs des pays industrialisés, que ceux-ci ne sombre pas dans la dépression. Ils se sont toutefois sentis relativement peu concernés par la dimension purement financière de la crise. Ils sont, par ailleurs, réticents à se voir imposer des solutions jugées hâtives qui pourraient pénaliser leur propre industrie financière dans le futur. Les pays industrialisés, eux-mêmes, ont été frappés de manière inégale par la crise financière. Le Canada, par exemple, y a remarquablement résisté.

Compte tenu des limites intrinsèques à la question de la régulation financière et à la nature institutionnelle du G20, on peut tirer un bilan positif de l'impulsion politique initiale donnée par les sommets de Washington, de Londres et de Pittsburgh. Un élément important a été le renforcement du rôle de coordination et de pilotage du Financial Stability Board (FSB), lui-même issu du Financial Stability Forum (FSF) créé en 1999 en même temps que le G20 Finances. Le sommet de Pittsburgh (septembre 2009) a lancé la réforme des ratios de capitalisation et de liquidité des banques (voir *L'Économie mondiale 2011*, chapitre v), dans le cadre du Comité de Bâle. Des chantiers ont été ouverts au sein des autres

organisations internationales de coordination des régulateurs, dont le découpage est toutefois tributaire d'une stratification ancienne mais qui sont toutes membres du FSB: International Association of Insurance Supervisors (IAIS), International Organization of Securities Commissions (IOSCO) et l'International Accounting Standards Board (IASB).

Le caractère politique de l'institution et la nécessité dans laquelle se sont trouvés les chefs d'État d'apporter une réponse politique à la crise ont toutefois conduit à privilégier certains affichages, parfois au détriment d'une approche globale. Par exemple, le président français a fait le choix de mettre l'accent sur la question des rémunérations des opérateurs des marchés financiers et des dirigeants des banques; le secrétaire au Trésor américain a privilégié le niveau des fonds propres des banques.

Depuis le sommet de Pittsburgh, le G20 a eu des difficultés à traiter et surtout à communiquer sur la régulation financière. Les communiqués des sommets de Toronto et Séoul évoquent longuement ce thème, mais plus en énumérant les chantiers en cours (encadré 1) que pour donner une réelle impulsion politique. Sortir de cette logique techniciste et compartimentée sera difficile pour la France. Il faudrait pour cela qu'elle parvienne à identifier des thèmes à la fois mobilisateurs et fédérateurs.

Encadré 1. Régulation de la finance internationale: l'inventaire à la Prévert des chantiers en cours

Créé après la crise asiatique en même temps que le G20, le Financial Stability Forum (FSF) a été transformé en Financial Stability Board (FSB) au sommet de Londres. Il est composé de représentants des ministères des Finances, des banques centrales et des autorités de régulation financière des pays du G20 ainsi que de Hong Kong et de Singapour. Les organisations internationales compétentes dans le domaine de la régulation y sont également représentées. Le G20 délègue *de facto* au FSB la coordination des réformes de la régulation financière. Dans son dernier rapport sur la mise en œuvre des recommandations du G20, le FSB récapitule les chantiers en cours, sans les hiérarchiser. Cette liste donne un aperçu de l'extrême diversité des thèmes abordés:

- la réforme des normes de capitalisation de liquidité des banques (Bâle 3);
- les risques spécifiques posés par les institutions systémiques;
- les normes spéciales imposées aux institutions systémiques au niveau mondial;
- la gestion de la faillite (*resolution*) des institutions systémiques transfrontières;
- les normes de qualité que doivent satisfaire les régulateurs nationaux;
- la supervision du *shadow banking* (intermédiaires financiers jouant *de facto* le rôle de banques mais n'étant pas soumis à la supervision de droit commun);

- le fonctionnement des marchés de produits dérivés sur les matières premières ou fonctionnement en gré à gré;
- le développement d'un cadre et d'outils macroprudentiels;
- la convergence vers des normes comptables plus strictes;
- la surveillance de l'application des normes de supervision et de régulation internationales (revue des pairs, réformes des régimes de compensation, échanges d'information, codification des normes);
- la protection des consommateurs de services financiers;
- la réduction de la dépendance à l'égard des agences de notation;
- le partage des données sur l'interconnexion entre les institutions systémiques et les risques auxquels elles sont exposées;
- l'éthique des participants aux marchés.

Mettre les enjeux structurels au cœur du débat sur les déséquilibres mondiaux

Les déséquilibres mondiaux résultent de l'accumulation de déficits et d'excédents, principalement commerciaux, dans certaines parties du monde. Ce processus a eu pour contrepartie l'accumulation de dettes chez les pays déficitaires à l'égard des pays excédentaires (et, réciproquement, de créances des pays excédentaires à l'égard des pays déficitaires).

Ce processus a connu une première phase dans les années 1980 et 1990, les États-Unis étant à l'origine des déficits et le Japon des excédents. À partir de la fin des années 1990, il a changé d'ampleur et de nature. Le déficit américain s'est creusé jusqu'à représenter jusqu'à près de 2 % du PIB mondial. À son pic, en 2006, la somme des déficits (ou des excédents) atteignait près de 3 % du PIB contre un peu plus de 1 % en moyenne dans les années 1990. L'excédent japonais s'est réduit, sans toutefois disparaître, tandis qu'apparaissaient des excédents importants et croissants de la Chine, dans une moindre mesure de l'Allemagne. Pendant toute la décennie, les pays exportateurs de pétrole ont dégagé des excédents significatifs, mais leur ampleur a varié dans le temps. Elle a été maximale entre 2005 et 2009.

Le développement brutal des déséquilibres globaux durant la première moitié des années 2000 a plusieurs causes. L'internationalisation rapide des marchés et des institutions financières à partir de la décennie précédente a joué un rôle clé. La place centrale des États-Unis et du dollar a facilité le financement de déficits d'épargne dans ce pays, toujours plus importants, par des créanciers privés ou publics. Ces derniers ont en particulier été conduits à accroître leur exposition au risque souverain américain par l'achat de titres émis par le Trésor ou les agences de

refinancement de la dette hypothécaire des ménages américains en accumulant des réserves de change pour des motifs de précaution ou – comme ce fut le cas pour la Chine – pour maintenir un change fixe avec le dollar. Enfin la hausse du cours des matières premières à partir de 2004 a conduit à une accumulation d'excédents des pays producteurs et entraîné une montée en puissance des fonds souverains chargés de réinvestir une partie de ces excédents.

En 2006-2007, le débat sur les déséquilibres mondiaux portait à la fois sur le rôle des réserves de change et des fonds souverains. La contribution de ces fonds à la recapitalisation du secteur financier américain au début de 2008 a toutefois très vite contribué à mettre ce thème au second plan et le débat s'est dès lors focalisé sur la seule politique de change chinoise.

En 2009, au sommet de Pittsburgh, les États-Unis ont proposé que le G20 s'engage dans la définition d'un « cadre pour une croissance forte, équilibrée et soutenable » (encadré 2). Ce faisant, ils faisaient en premier lieu écho au débat qui les opposait à la Chine depuis le milieu de la décennie 2000 sur la politique de change que mène cette dernière, estimant que la parité entre le dollar et le renminbi fixe ou étroitement contrôlée par les autorités donnait aux exportateurs chinois un avantage compétitif indu (la Chine est passée d'une politique de change strictement fixe par rapport au dollar de 1994 à juillet 2005, à une appréciation limitée et contrôlée jusqu'en août 2008, puis à un retour au change fixe jusqu'en juin 2010 avant de reprendre depuis cette date le processus d'appréciation dans des conditions très proches de celles qui prévalaient entre 2005 et 2008).

Cette initiative visait sans doute plusieurs objectifs. Le premier était d'apporter une réponse à la pression que le Congrès exerçait depuis plusieurs années sur l'exécutif, menaçant d'adopter des sanctions à l'encontre de la Chine si celle-ci ne modifiait pas sa politique de change. Le deuxième était de sortir de la confrontation États-Unis-Chine en évoquant la question des excédents commerciaux dans le cadre d'un forum impliquant d'autres pays structurellement excédentaires comme le Japon mais surtout l'Allemagne. Le troisième objectif était de mettre les pays excédentaires face à leurs responsabilités dans un cadre où ils seraient davantage comptables de leurs positions que celui des discussions bilatérales avec les États-Unis.

Dans tous les pays concernés, les déséquilibres – excédents ou déficits – ont des origines structurelles.

Encadré 2. Les discussions internationales sur les déséquilibres mondiaux

En 2006-2007, un premier round de « consultations multilatérales » est engagé dans le cadre du FMI sur les déséquilibres mondiaux. Il ne permet aucune avancée notable avant que la crise n'y mette fin.

Un « Cadre pour une croissance soutenue, équilibrée et soutenable » (*Framework for a balanced and sustainable growth*) est adopté, à l'initiative des États-Unis, lors du sommet de Pittsburgh. Ce cadre consiste pour l'essentiel en un processus d'évaluation mutuelle (Mutual Assessment Process – MAP) de la cohérence des politiques économiques nationales avec les « objectifs définis en commun ». Le FMI intervient en appui technique.

Ce dernier a présenté au sommet de Toronto un scénario de coopération économique. Il estime que ce scénario conduirait à un résultat global plus favorable que celui qui découlerait de la simple agrégation des informations transmises par les membres du G20 sur leurs politiques économiques et leurs propres prévisions.

Au sommet de Séoul, en novembre 2010, les discussions ont porté sur les critères d'évaluation des politiques économiques. La proposition américaine de déterminer collectivement des cibles pour le solde du compte courant de la balance des paiements a été rejetée. Pour autant, il a été convenu qu'une liste de « pays systémiques » serait dressée et qu'un rapport sur les conséquences externes des politiques économiques menées par chacun serait rédigé par le FMI (*spillover reports*) sur la base d'un ensemble d'indicateurs défini préalablement de façon collective.

En outre, les réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G20 de février 2011, à Paris, et avril 2011 à Washington, ont consisté à identifier les pays systémiques (Chine, Inde, France, Royaume-Uni, Allemagne, États-Unis, Japon) et des « lignes directrices » pour le choix des indicateurs. À l'heure où ces lignes sont écrites (juillet 2011), le FMI a indiqué qu'il présentera le *spillover report* des États-Unis en même temps que le rapport article IV qui, chaque année, analyse la situation économique de ce pays, mais n'a pas davantage communiqué sur son calendrier de publication. Une réunion des ministres des Finances du G20 en octobre 2011 à Paris doit déboucher, sur la base des *spillover reports*, sur des « recommandations » à l'attention des chefs d'État et de gouvernement qui se réuniront à Cannes en novembre 2011.

Du côté américain, l'épargne domestique est insuffisante pour financer le niveau d'investissement nécessaire à la croissance. Cela s'explique par l'excès de la consommation et l'action du secteur financier qui favorise l'endettement des ménages. Le choix des autorités américaines, certainement justifié à court terme, de tout faire pour éviter une récession en stimulant la demande par un endettement accru de l'État fédéral n'a fait, de ce point de vue, que ralentir l'ajustement.

Du côté chinois, les autorités rencontrent aujourd'hui des difficultés dans la mise en œuvre des réformes, alors qu'elles avaient jusqu'à présent remarquablement maîtrisé l'évolution économi-

que du pays. C'est ainsi qu'elles expriment depuis plusieurs années le souhait de réduire l'excès d'épargne domestique en stimulant la demande interne et, en particulier, la consommation des ménages (environ 40 % du PIB, moins que l'investissement) au détriment des investissements des entreprises et du secteur exportateur. La mise en œuvre de cette orientation suppose l'aboutissement de deux grands chantiers. D'une part, réduire les incitations à épargner en développant les assurances sociales et en redressant la part du revenu des ménages dans la valeur ajoutée qui n'a fait que diminuer durant la dernière décennie. D'autre part, réformer en profondeur le secteur financier de façon à mieux rémunérer l'épargne existante et à rendre son allocation plus efficace, en évitant notamment le surinvestissement dans le secteur exportateur ou dans certains secteurs, devenus spéculatifs, de l'économie domestique.

L'augmentation du salaire réel et la croissance du financement collectif de l'éducation et de la santé, progressent en Chine. En revanche, les autorités sont très réticentes à prendre des mesures qui pourraient avoir un impact négatif sur le secteur exportateur et sur l'accès privilégié à un financement bon marché des entreprises publiques et des collectivités locales. De telles mesures porteraient sur la libéralisation progressive (et maîtrisée) du secteur financier domestique, la suppression de l'essentiel des avantages dont bénéficient les exportateurs chinois et l'appréciation nominale du RMB qui augmenterait le pouvoir d'achat des Chinois. La question du taux de change nominal du renminbi n'est donc qu'une pièce d'un puzzle.

Du côté des autres grands pays excédentaires, l'impasse économique dans laquelle se situe le Japon depuis près de deux décennies laisse sceptique sur sa capacité à stimuler durablement la demande domestique. En Allemagne, la modération salariale des années 2000 a permis de rétablir une compétitivité affectée par la réunification et, peut-être, un taux de change défavorable au moment de la création de l'euro.

Une action pour prévenir une dégradation supplémentaire des déséquilibres mondiaux et, si possible, y remédier serait donc très utile. L'approche adoptée par le G20 (voir encadré 2) peut-elle y contribuer ?

En théorie, une concertation de l'ensemble des acteurs de l'économie mondiale, chacun prenant en compte les contraintes des autres, est susceptible d'aboutir à un meilleur résultat global. La France est traditionnellement très favorable à cette démarche.

Dans la pratique, l'utilisation du G20 par les États-Unis, depuis le sommet de Pittsburgh, comme d'une caisse de résonance médiatique à vocation essentiellement interne (il s'agit de montrer à l'opinion publique et au Congrès que l'exécutif est actif pour traiter le problème de la surévaluation du renminbi) a des effets pervers. Certes, une guerre commerciale entre les deux pays – c'est ce que proposent certains membres du Congrès depuis maintenant six ans – aurait des conséquences plus désastreuses. La politique de change chinoise est préjudiciable aux intérêts du reste du monde et, sans doute aujourd'hui, à la Chine elle-même. Toutefois, la plupart des travaux récents tendent à montrer que, comme c'est généralement le cas, une appréciation nominale, même forte, du renminbi n'aurait que des effets limités sur le solde commercial chinois et plus encore sur le solde bilatéral entre les États-Unis et la Chine.

De plus, comme le montre l'analyse qui précède, le problème est beaucoup plus vaste que la seule politique de change chinoise. Toute solution ne pourra résulter que de mesures structurelles mises en place de part et d'autre. Ces mesures, à savoir la stimulation de la demande des ménages en Chine et la réduction du biais de l'économie américaine en faveur de l'endettement, ne contribueraient que marginalement à réduire la demande mondiale de matières premières et d'hydrocarbures. Aussi devraient-elles s'accompagner d'avancées drastiques visant à réduire cette dernière et, en premier lieu, la consommation énergétique par habitant là où elle est la plus élevée, en particulier aux États-Unis. Sur ce point, l'action du G20 s'est limitée à promouvoir la suppression des subventions à la consommation d'hydrocarbures dans les pays en développement. Ces subventions ont certes des effets distorsifs, mais l'impact de leur suppression sur la diminution de la consommation mondiale d'hydrocarbures restera insuffisant.

Au-delà, le G20 pourrait avoir un impact positif si un accord était obtenu en son sein pour mettre en œuvre des mesures de long terme de résorption des déséquilibres internes aux États-Unis et à la Chine et donc si l'institution n'était pas instrumentalisée à court terme, ce qui sera difficile en raison de sa nature politique de haut niveau. Quoi qu'il en soit, le caractère consensuel et non contraignant de l'institution limitera nécessairement la portée concrète de ses résolutions.

Aboutir à des résultats concrets sur les priorités affichées de la présidence

À côté de la régulation financière et des déséquilibres mondiaux, la France a souhaité que le sommet du G20 dont elle aura la présidence aborde deux autres facteurs d'instabilité financière : le système monétaire international et la volatilité des prix des matières premières.

La réforme du système monétaire international (SMI)

Relancé brièvement à la fin des années 1970 alors que l'économie américaine semblait durablement affaiblie, le débat sur le système monétaire international a connu ensuite une longue atonie. En dépit des nombreuses crises financières, il faudra attendre la crise de la fin des années 2000 pour que ce débat ressurgisse.

Au cours des années 2000, en effet, les États-Unis ont accumulé les déficits et les dettes extérieures et, de manière symétrique, les réserves de change des pays émergents se sont accrues. Pendant la crise financière, ce sont des arrangements directs entre banques centrales qui ont permis de répondre à l'augmentation brutale de la demande de dollars, considéré alors comme une valeur refuge bien que les États-Unis aient été à l'origine de la crise.

C'est donc dans cet environnement économique et financier bouleversé et en pleine crise financière que le débat sur le SMI a été relancé à la suite notamment d'un court article publié en mars 2009 par le gouverneur de la banque centrale chinoise Zhou Xiaochuan. Ce débat comporte quatre volets (outre celui relatif à la coordination des politiques économiques traité dans le développement sur les déséquilibres mondiaux ci-dessus) :

– *le dollar va-t-il conserver sa position hégémonique ou va-t-il devoir la partager avec d'autres monnaies?* Cette position de dominance s'exerce au niveau de la constitution des réserves de change, la facturation des échanges et les transactions financières internationales. Une question centrale qui conditionne l'évolution future du SMI est de savoir si le dollar va conserver, partager ou perdre ce statut dominant et quels sont les avantages et les inconvénients de l'émergence de monnaies internationales concurrentes, comme le renminbi ou l'euro (voir encadré 3) ;

– *quel rôle confie-t-on au FMI et aux droits de tirage spéciaux?* Les accords de Bretton Woods faisaient du FMI l'institution pivot du système international. Dans la pratique, ce dernier a joué un rôle

important – et controversé – dans la gestion des crises financières. Il est cependant resté marginal dans les relations monétaires entre les acteurs publics ou privés de ses principaux membres. À la fin des années 1960, il a pourtant été décidé de créer une unité de mesure monétaire spécifique, les droits de tirage spéciaux (DTS), dont la valeur évolue en fonction d'un panier de monnaies. Mais cela n'a pas conduit le FMI à jouer un rôle actif d'intermédiation financière entre ses membres. En particulier, les créances sur le FMI libellées en DTS ne sont pas devenues un instrument de réserves important ;

– *comment enrayer l'accumulation de réserves de change?* Depuis la fin des années 1990, les réserves de change ont très fortement crû (en Chine, elles ont crû de 150 à 3 000 milliards de dollars sur la décennie). Plusieurs facteurs ont concouru à cette évolution. Du côté de l'offre, les politiques budgétaires des États-Unis et d'autres pays occidentaux ont permis le financement des déficits courants *in fine* sous la forme de titres souverains acquis par les banques centrales. Du côté de la demande, la politique de

Encadré 3. Vers un système monétaire international multipolaire ?

Certains auteurs envisagent un monde dans lequel deux ou trois monnaies (le dollar, le renminbi et, s'il sort par le haut de la crise qu'il traverse actuellement, l'euro) auraient le statut de « monnaie internationale », c'est-à-dire de monnaie de transaction pour les échanges internationaux, de monnaie de réserve pour les États et de monnaie d'ancrage plus ou moins souple pour les politiques de change des pays de leur zone d'influence monétaire.

C'est notamment le cas de l'économiste américain spécialiste du système monétaire international, Barry Eichengreen et des auteurs du récent rapport *Global Currencies for Tomorrow: a European Perspective*. Ce dernier examine en détail les conditions d'une montée en puissance de la monnaie chinoise. Il observe que l'acquisition du statut de monnaie internationale est fonction de plusieurs critères : la puissance économique, la puissance politique et la volonté d'exercer un *leadership* global, le développement du secteur financier et des institutions économiques et financières, la qualité de la gouvernance (en particulier les règles et les institutions sur lesquelles s'appuient les transactions financières, le développement ou non de la globalisation financière) et, finalement, l'évolution des régimes monétaires et des politiques de change.

L'examen de chacune des monnaies prétendantes à ce rôle au regard de ces critères laisse penser qu'à court terme le dollar conservera sa position dominante mais que le renminbi pourrait progressivement devenir son challenger principal si la Chine réforme son secteur financier. Dès lors, la question principale de la réforme du système monétaire international se pose en ces termes : quelles seront les conséquences de la montée en puissance du renminbi et faut-il s'engager dans des processus internationaux destinés à l'accompagner ?

Tableau I. Le sortant et les challengers : état de la situation en 2011

	Dollar américain	Euro	Renminbi
Taille relative de l'économie	27 % du PIB mondial, en baisse	20 % du PIB mondial, en baisse (mais potentiel élargissement)	7,6 % du PIB mondial, en augmentation
Les marchés financiers et l'ouverture	Liquidité et profondeur inégales, mobilité totale des capitaux	Deuxième après les marchés américains, mais les marchés obligataires restent fragmentés en l'absence d'émissions au niveau de l'ensemble de la zone (eurobonds). Mobilité totale des capitaux	Marchés sous-développés et mobilité des capitaux restreinte
Système juridique	Fort	Fort	Faible
Politique budgétaire et monétaire	Inquiétudes croissantes sur la soutenabilité de la politique budgétaire et les risques de monétisation de la dette	Politique monétaire crédible et indépendance de la banque centrale; inquiétudes sur la solvabilité de certains emprunteurs individuels	Position budgétaire crédible. Historique convaincant de la politique monétaire mais existence de risques liés notamment à la parité fixe
Capacité / volonté du système politique à répondre à des chocs imprévus. Fonction de prêteur en dernier ressort de la banque centrale	Fort	Fort pour la banque centrale mais capacité plus large limitée par les règles institutionnelles	Fort
Position à l'égard du rôle de monnaie internationale	Position actuelle	Officiellement neutre. Euroisation unilatérale des pays non membres de la zone est activement découragée	Soutien aux premiers pas de l'internationalisation du renminbi
Cohésion politique et puissance géopolitique	Fortes	Limitées par la fragmentation politique	Fortes et en croissance

Source: « Global currencies for tomorrow: a European perspective », *Bruegel Blueprint Series*, vol. XIII, traduction de l'auteur.

change chinoise combinée à l'impossibilité dans laquelle se trouvent les résidents d'effectuer des placements à l'étranger ont fait que les excédents courants mais aussi en capital de ce pays se sont

retrouvés dans les réserves de la banque centrale. L'humiliation ressentie par les pays d'Asie lors des interventions du FMI consécutives à la crise de 1997-1998 les a encouragés à maintenir un niveau très élevé de réserves pour protéger leurs monnaies contre les attaques spéculatives. D'autres pays, comme le Brésil, ont cherché à disposer de réserves suffisamment importantes pour pouvoir lisser les fluctuations de change. Le niveau atteint par les réserves de change est aujourd'hui excessif, cela contribue à entretenir les déficits et à détourner les capitaux des pays émergents d'emplois plus productifs que le financement de la consommation américaine;

– *quel est le régime de circulation des capitaux dans le monde?* La plupart des pays industrialisés avaient fortement restreint la libre circulation des capitaux entre leurs résidents et le reste du monde après la Seconde Guerre mondiale. Ces restrictions n'ont été totalement levées qu'à la fin des années 1980. Dans les années 1990, le FMI a fortement encouragé les pays émergents et les pays en développement à les supprimer totalement, y compris les restrictions affectant les flux de capitaux à court terme. Cette politique fut très controversée et le FMI lui-même a entamé une autocritique à ce sujet. Le débat a été relancé par les mesures restrictives prises par plusieurs pays émergents au sortir de la crise financière puis, à l'automne 2010, par le ministre brésilien des Finances. Inquiet de l'appréciation de la monnaie brésilienne résultant d'entrées de capitaux à court terme, en partie liées à la politique monétaire américaine très accommodante, ce dernier a parlé de « guerre des monnaies ».

Lors de la préparation de leur présidence du G20, les autorités françaises ont repris à leur compte la relance du débat en insistant sur le fait qu'une réforme du SMI contribuerait à réduire de manière substantielle la volatilité des taux de change et les crises financières. Au-delà, et bien qu'elles s'en défendent, elles ont sans doute été sensibles à la tonalité gaullienne de ce projet. Une réforme du système monétaire international ne pourrait que conduire à atténuer l'influence qu'exercent le dollar et la finance américaine dans le monde. Un rôle accru serait confié à une institution financière internationale souvent dirigée par des Français, le FMI. Un futur arrangement pourrait, par ailleurs, bénéficier au développement du rôle international de l'euro, si celui-ci parvient à surmonter la crise actuelle.

Les autorités françaises ont néanmoins revu à la baisse leurs objectifs. Elles ont répété à plusieurs reprises depuis le début de

l'année 2011 que leur volonté n'est pas de s'attaquer au dollar ou de revenir à un système de changes fixes. Les résultats immédiats de cette initiative seront certainement modestes. Le débat se focalise désormais sur deux points :

- l'inclusion du renminbi, voire d'autres monnaies émergentes dans le « panier de monnaies » que constitue le DTS. Cette inclusion serait perçue par la Chine comme un pas en direction de la constitution d'actifs de réserve internationaux alternatifs au dollar. Le communiqué publié à l'issue de la réunion des ministres des Finances du G20 en avril indique à ce sujet que l'élargissement de la composition du panier de monnaies utilisé pour calculer la valeur du DTS devra « être fondé sur des critères », sans plus de précision. Cette clause renvoie à la volonté des pays développés de conditionner l'inclusion du renminbi dans le DTS à l'ouverture de la Chine aux flux de capitaux internationaux. Celle-ci devrait d'autant moins accepter de se faire dicter son calendrier que l'enjeu pour elle est très limité ;

- l'élaboration d'un code de conduite qui encadrerait le recours à des mesures restrictives des flux de capitaux. L'idée est de limiter le recours à ces mesures aux cas précis où les entrées de capitaux à court terme menacent la stabilité financière d'un pays alors que la politique économique menée par ce dernier n'est pas excessivement procyclique. Il s'agit aussi de promouvoir les mesures fiscales plutôt que les restrictions quantitatives. L'éventualité de donner au FMI une compétence sur les flux de capitaux est également évoquée. Toutefois les pays émergents estiment que la coordination des contrôles de capitaux est indissociable de celle des politiques monétaires. Les banques centrales des pays développés ne sont certainement pas prêtes à consentir à un tel abandon de leur indépendance de décision, ce qui a pour effet de bloquer ce volet de la négociation.

Le communiqué final pourrait également comporter des références à l'accumulation des réserves de change et aux mesures susceptibles de la limiter. Ces mesures peuvent être de deux natures :

- dans la prolongation des travaux initiés par les Coréens sur les « filets de sécurité financière » (*financial safety nets*), certaines initiatives visent à réduire les incitations à accumuler les réserves. Deux solutions sont alors envisagées. Donner au FMI les moyens d'intervenir de manière massive en cas de crise financière au travers de la création d'une facilité de financement systémique. Le FMI n'étant pas doté d'un pouvoir de création monétaire, cette

solution supposerait de trouver un accord sur la bonne mesure des moyens d'action qu'il aurait à sa disposition et des conditions dans lesquelles il pourrait les mobiliser. Les réformes entreprises pendant la crise (augmentation des ressources, création de facilités de financement préventives sans conditionnalités au moment de leur mise en œuvre) vont dans ce sens et de nouvelles avancées sont certainement possibles. Toutefois, l'idée que les financements du FMI pourraient concerner des pays systémiques les ferait changer d'échelle. Ceci ne semble envisageable que dans le cadre d'une réforme profonde du système international dont le Fonds monétaire serait la pierre angulaire. L'autre idée serait de codifier les accords de *swaps* entre banques centrales pour que les intermédiaires financiers non résidents soient assurés de bénéficier de liquidités en cas de crise, comme cela a été possible en 2007-2008, par exemple lorsque la Réserve fédérale américaine a fourni des dollars à la BCE laquelle a pu utiliser ces derniers pour financer les banques européennes qui éprouvaient des difficultés à exécuter leurs engagements en dollars. Une telle codification encadrerait le pouvoir discrétionnaire des banques centrales des pays qui émettent une monnaie de réserve. Il est peu probable que les instituts d'émission y consentent ;

– d'autres mesures pourraient concerner l'utilisation du « surplus de réserves ». Elles sont d'ordre plus structurel et ne règlent pas l'essentiel du problème soulevé par l'accumulation des réserves de change. Une partie des réserves de change pourrait ainsi être utilisée au financement d'infrastructures dans les pays en développement, sans passer par l'intermédiation du dollar ou des banques de développement international existantes. C'est l'idée promue par Jeffrey Sachs. La nécessité de favoriser le développement des marchés financiers locaux est régulièrement citée dans les communiqués du G20. Il permettrait d'éviter qu'une partie de l'intermédiation financière au sein d'un pays ou entre les pays d'une même région passe par des places financières internationales et, singulièrement, les États-Unis. Ce développement dépend de mesures internes (contrôle prudentiel des marchés et des intermédiaires financiers, droits des contrats, convertibilité...) plus que du système international.

En dépit de la modestie prévisible de son résultat, l'initiative française aura le mérite de lancer – de manière indirecte et peut-être involontaire – le débat international sur les conséquences monétaires de la transformation de la Chine en une

puissance économique de premier plan. C'est probablement la question majeure pour les relations monétaires internationales durant les deux prochaines décennies. Jusqu'à présent, ces conséquences ont été limitées. La Chine a accumulé près de 3 000 milliards de dollars de réserves de change. Ses banques ont accéléré leur développement international. Son fonds souverain, le CIC, a investi dans des institutions financières étrangères, notamment américaines. La politique de change et la politique financière des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est sont de manière croissante déterminées par les choix chinois. Mais le renminbi reste une monnaie non convertible. L'essentiel des relations monétaires entre la Chine et le reste du monde continue à s'effectuer en dollars, ce qui confronte les Chinois à un risque de change et de différentiel de taux d'intérêt. Avec la crise, les autorités chinoises se sont toutefois lancées dans une politique volontariste d'internationalisation de leur monnaie, *via* la place financière de Hong Kong. Environ 150 milliards de dollars, soit 5 % de la masse monétaire de Hong Kong (M2), sont déjà libellés en renminbi et investis soit dans des émissions obligataires effectuées dans cette monnaie à Hong Kong (*dim sum bonds*), soit auprès de la banque centrale chinoise. Cette politique connaîtra toutefois vite ses limites si les mesures strictes de contrôle de capitaux (c'est-à-dire la non-convertibilité du renminbi) sont maintenues. Or lever ces limites supposerait une profonde réforme du système financier chinois qui n'apparaît pas aujourd'hui en mesure d'être le réceptacle de flux de grande ampleur. Par ailleurs la part du commerce extérieur de la Chine libellée en renminbi augmente très vite : 2 % en 2010, 7 % au premier trimestre 2011.

La stabilisation des marchés de matières premières

On a assisté, durant la seconde moitié des années 2000, à la hausse simultanée du niveau et de la volatilité des prix des matières premières et du pétrole. L'ampleur des mouvements et le fait qu'ils se soient produits pour un grand nombre de produits dans une période qui a précédé et suivi la crise financière ont développé le sentiment que ces prix pouvaient être manipulés et qu'une intervention publique serait nécessaire pour les « stabiliser », voire les réduire. S'agissant de marchés mondiaux, le sujet a semblé aux autorités françaises être un candidat idéal pour l'ordre du jour de leur présidence du G20.

Les évolutions récentes des prix des matières premières et des hydrocarbures peuvent être, en partie, expliquées par des outils d'analyse classiques des marchés. La croissance rapide de la demande des pays émergents a poussé les prix à la hausse pour les produits dont le coût de production marginal augmente. De plus, les prix des matières premières évoluent spontanément de manière non linéaire et donc volatile en raison du rôle joué par le niveau des stocks dans leur formation. Notamment, une baisse du niveau des stocks en deçà d'un seuil perçu comme critique par le marché conduit à une augmentation brutale des prix. Il est possible que les mutations quantitatives et géographiques rapides de la consommation et les incertitudes sur la conjoncture aient contribué à rendre plus difficile l'anticipation de la demande et, par suite, aient accru la volatilité des stocks et des prix.

Il est probable qu'il faille ajouter à cela une explication qui tient à la financiarisation croissante de ces marchés (voir chapitre VI). Les stocks de matières premières étaient considérés comme un actif circulant des entreprises spécialisées. Ils tendent à devenir des actifs financiers sur lesquels les investisseurs prennent des positions sur les marchés physiques ou, plus fréquemment, sur les marchés dérivés. La faiblesse des taux d'intérêt diminue le coût d'opportunité de la détention de ces actifs et encourage les investissements. La capacité des gestionnaires des fonds des grandes universités américaines comme Harvard ou Yale à anticiper cette situation leur a permis d'obtenir des résultats exceptionnels avant la crise financière. Cette approche est désormais partagée par de nombreuses catégories d'investisseurs : fonds de pension, fonds spéculatifs, banques d'investissement, filiales spécialisées créées par les producteurs ou les *traders* de matières premières.

À ces facteurs structurels sont venus s'ajouter des dysfonctionnements des marchés constatés ou soupçonnés. Le principal tient aux mesures de restriction à l'exportation des produits agricoles prises par plusieurs pays comme la Chine et l'Inde, en réaction à la volatilité et aux hausses de prix. Ces mesures ont conduit à isoler le marché local du marché mondial et à faire baisser les prix, diminuant ainsi les revenus des producteurs locaux mais augmentant le pouvoir d'achat des consommateurs. Elles ont contribué, en contrepartie, à faire augmenter le prix mondial. Le caractère opaque de ces marchés est souvent dénoncé. La concentration des acteurs, surtout du côté de l'offre, est de nature à faciliter les ententes ou les abus de position dominante.

Comme pour les marchés financiers, une part des transactions s'effectue en dehors de toute régulation.

Cette situation complexe légitime le besoin de savoir des autorités publiques et des citoyens. Elle justifie que des mesures soient prises pour contraindre les opérateurs à fournir les informations nécessaires à l'appréciation de la situation, dans le respect de la confidentialité de leurs opérations commerciales. L'analyse détaillée de ces informations pourra révéler des besoins de régulation, en particulier au regard du respect de la concurrence et du contrôle des risques portés par chacun des acteurs.

L'idée d'intervention directe des puissances publiques sur les marchés dans le but d'influencer les prix est d'une tout autre nature. De telles interventions, à supposer qu'elles soient décidées, impliqueraient la mobilisation d'une capacité technique et financière importante, génératrice de coûts fixes durables. Elles supposeraient également que les institutions qui en seraient chargées aient une connaissance du prix d'équilibre de chaque produit et disposent des moyens de forcer les participants à atteindre ce prix. Un tel projet fait écho aux fonds mis en œuvre dans les années 1970 pour stabiliser les recettes d'exportation des pays en développement (Stabex, Sysmin...). De telles solutions seraient rejetées si elles étaient proposées.

Au demeurant, en dépit d'un discours politique qui a pu évoquer l'idée d'intervention directe sur les marchés, l'agenda de la présidence française dans ce domaine semble finalement se concentrer sur la transparence et la régulation – financière, d'ailleurs, plus que concurrentielle – des marchés agricoles.

C'est ainsi que, sur la base du rapport commun que le sommet de Séoul avait demandé à neuf institutions internationales de rédiger, la France a réuni pour la première fois une session spéciale du G20 au niveau des ministres de l'Agriculture les 22 et 23 juin 2011 à Paris. Ces derniers ont convenu de soumettre au sommet de Cannes un « plan d'action sur la volatilité des prix alimentaires et sur l'agriculture » en cinq volets (encadré 4) et de lancer le « Système d'information sur les marchés agricoles » (Agricultural Market Information System – AMIS). Ce système d'information est destiné à encourager les principaux acteurs des marchés agroalimentaires à partager leurs données, à améliorer les systèmes d'information existants, à promouvoir une meilleure compréhension partagée de l'évolution des prix alimentaires et à promouvoir le dialogue politique et la coopération. AMIS sera hébergé par la FAO.

Encadré 4. Les cinq objectifs du « plan d'action sur la volatilité des prix alimentaires et sur l'agriculture »

- Améliorer la production et la productivité agricoles à court et à long terme pour répondre à une demande croissante;
- renforcer l'information et la transparence du marché pour donner des bases plus solides aux anticipations des gouvernements et des opérateurs économiques;
- renforcer la coordination politique internationale pour améliorer la confiance dans les marchés internationaux et ainsi prévenir les crises des marchés alimentaires et y répondre de manière plus efficace;
- améliorer et développer les outils de gestion du risque pour les gouvernements, les entreprises et les agriculteurs, afin de renforcer leur capacité à gérer et à limiter les risques liés à la volatilité des prix agricoles, notamment dans les pays les plus pauvres;
- améliorer le fonctionnement des marchés dérivés de matières premières.

Le volet « régulation financière » de la stabilisation des marchés de matières premières, en particulier des marchés dérivés, reste toutefois de la responsabilité des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales. Une session spéciale du G20 Finances devrait y être consacrée. Lors de leur réunion à Washington les 14 et 15 avril 2011, ces derniers ont souligné la nécessité que les intervenants sur les marchés dérivés de matières premières soient soumis à une régulation et une supervision « appropriées », et ont appelé à une plus grande transparence des marchés au comptant et des marchés dérivés. Ils ont délégué à l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV, en anglais IOSCO) la responsabilité d'arrêter des « recommandations » dans ce domaine, souhaitant que « parmi d'autres » soit envisagée la possibilité d'imposer aux opérateurs des limites de positions pour lutter contre les manipulations et les abus de marché.

Enfin, un rapport sur le lien entre les politiques agricoles des pays en développement et la volatilité des prix des matières premières a été commandé à l'économiste français Pierre Jacquet qui en a rendu le 15 mai 2011 une version d'étape intitulée : *Improving risk management to better cope with food price volatility: How can the G20 help developing countries?* Ce rapport insiste sur le fait que si la volatilité des prix agricoles est liée aux prix internationaux, la transmission sur les marchés domestiques de cette volatilité dépend de nombreux facteurs propres à chaque pays (politique de change, coûts de transports, régulations...). Toute stratégie de couverture au niveau d'un pays ne pourra que lui être spécifique. Le rapport recommande dès lors que le G20 se

focalise sur les chocs de grande ampleur sur les prix qui ont des coûts élevés pour les pays les plus pauvres et sur la volatilité des prix payés aux producteurs. Il souligne que les politiques d'intervention directe sur les prix ne sont pas soutenables, mais qu'en revanche des politiques agricoles globales sont nécessaires. Ces politiques doivent mettre l'accent sur la gestion *ex ante* du risque dans les pays en développement, en particulier par des programmes d'information sur l'utilisation des instruments de couverture et par la mise en place d'intermédiaires pour faciliter l'accès à ces instruments. Le rapport suggère également une amélioration des réponses d'urgence aux crises alimentaires au travers d'une meilleure gestion des stocks humanitaires, de crédits contracycliques et recommande que les bailleurs de fond explorent la possibilité de signer avec les producteurs des contrats « intelligents » qui les protègent d'une partie des risques liés aux prix.

Au-delà de leur contenu, les grands sommets internationaux sont des exercices de communication très périlleux. Les précédents sommets ont montré que l'actualité pouvait l'emporter sur des thèmes longuement débattus. Au sommet de Cannes, il se pourrait, par exemple, que la crise de l'euro prenne une grande importance dans les échanges. Certains pays peuvent également vouloir jouer de l'effet de surprise pour attirer l'attention sur leurs propositions et bouleverser l'agenda de la présidence. Les États-Unis ont abondamment joué de cette tactique. Ils n'ont avancé leurs propositions sur la capitalisation des banques ou sur les déséquilibres globaux que quelques jours avant le sommet de Pittsburgh en 2009. C'est dans les mêmes conditions qu'ils ont mis en avant leur idée de seuil chiffré pour les soldes courants à l'automne 2010. Le débat sur les déséquilibres globaux est par ailleurs tributaire de l'état conjoncturel des relations entre la Chine et les États-Unis et de la stratégie de communication des autorités américaines vis-à-vis de leur opinion publique et du Congrès. Cette situation qui conduit à mettre une très forte insistance sur la politique de change chinoise au détriment des autres facteurs structurels à l'origine de ces déséquilibres peut conduire à cristalliser les oppositions et, *in fine*, aboutir à un effet opposé à celui qui est recherché.