

## LE G20 EN SORTIE DE CRISE : UN POINT DE VUE EURO-ASIATIQUE

*Après s'être focalisé au plus fort de la crise sur la réforme de la régulation financière internationale, le G20 a abordé à Pittsburg le chantier du rééquilibrage de la croissance mondiale. Cela passe notamment par des stratégies de sortie de crise différenciées selon les pays, des réformes structurelles et une meilleure coordination budgétaire en Europe. Aujourd'hui une interrogation demeure : le G20 a certes su réagir promptement au cœur de la crise, mais il lui reste à prouver sa légitimité, tout comme sa capacité à faire aboutir les réformes dans un environnement de sortie de crise où l'appétit pour la coordination diminue<sup>1</sup>.*

1

### ■ Un changement de cap

En 2009, l'économie mondiale est sortie de la récession. Le rythme de la reprise a toutefois été très différent d'un pays à l'autre, le découplage entre économies émergentes et économies avancées étant plus important que prévu. L'Europe et les pays émergents d'Asie sont à cet égard dans des situations diamétralement opposées, alors que la situation au Japon est plus proche de celle de l'Europe que de celle de ses voisins (Graphique 1).

Si au milieu de la crise, la relance budgétaire était dans tous les pays à l'ordre du jour, les stratégies de sortie de crise impliquent désormais des approches différenciées, plus difficiles à coordonner. Certes, les déséquilibres globaux se sont réduits durant la crise, mais ils sont encore loin d'être résorbés (Graphique 2). Leur résorption sera l'objet du *Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée* lancé au Sommet de Pittsburgh du G20 en septembre 2009. Cette initiative marque un tournant dans la coordination des politiques

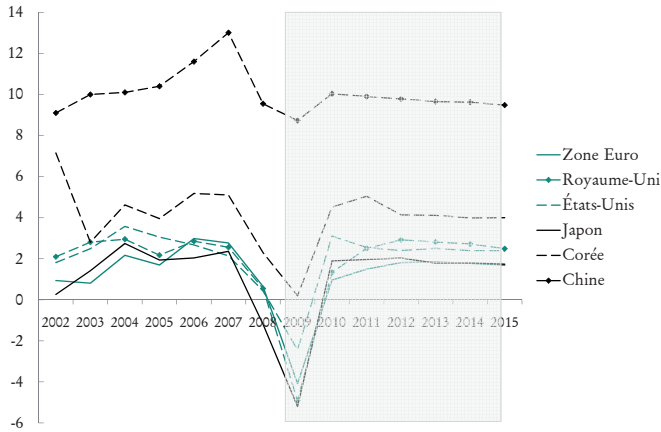
économiques. Traditionnellement, la coordination internationale portait surtout sur les politiques macroéconomiques, tandis que les réformes structurelles se décidaient à l'échelon national en fonction de fenêtres d'opportunité politiques<sup>2</sup>. En Europe, il existe certes une coordination des réformes structurelles (plus ou moins réussie) mais ces dernières visent à favoriser la croissance et l'emploi et non les équilibres extérieurs. Désormais dans le cadre du G20, les réformes structurelles sont considérées comme des ingrédients à part entière du rééquilibrage de la croissance, au même titre que les politiques macroéconomiques.

Par ailleurs, cette sortie de crise s'accompagne de débats intenses sur la gouvernance mondiale (par exemple, le rôle du Fonds Monétaire International) et l'évolution du système monétaire international, l'objectif étant de créer des incitations adéquates pour les politiques nationales.

1. Cette lettre s'appuie sur les discussions tenues lors de la réunion du Forum Economique Asie-Europe qui s'est déroulée à Tokyo le 25 mars 2010. Toutes les présentations sont disponibles sur [www.bruegel.org/research/asia-europe-economic-forum-aeef.html](http://www.bruegel.org/research/asia-europe-economic-forum-aeef.html). Les auteurs remercient la Commission européenne (DG ECFIN) pour son soutien financier et le ministère japonais des Finances pour son hospitalité. Ils remercient aussi Hélène Vuillemer pour avoir participé à une première version de ce texte et Laurence Nayman pour en avoir assuré la traduction.

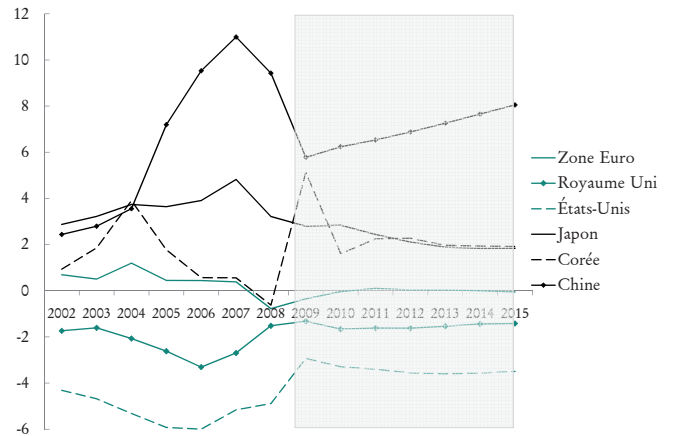
2. La coordination du G7 a parfois mis l'accent sur les réformes structurelles, mais le contenu de ces réformes a toujours été laissé à la discrétion des décideurs nationaux.

Graphique 1 – Croissance du PIB (% par an)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2010.

Graphique 2 – Solde du compte courant (en % du PIB)



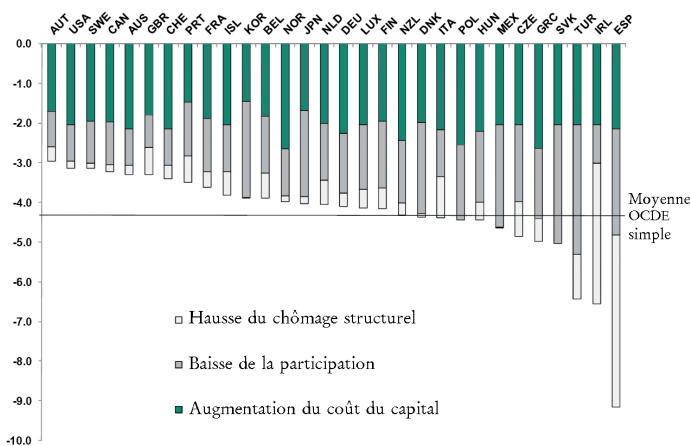
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2010.

## ■ Les stratégies de sortie de crise : chacun son rythme

La divergence dans les rythmes de la reprise, entre les pays émergents et les pays avancés, a réhabilité l'hypothèse du découplage. En Chine et en Inde, la crise a été brève, et la priorité est désormais la soutenabilité de la reprise (risques de surchauffe et de bulles spéculatives).

Pour les économies avancées, la crise risque de peser durablement sur le niveau de la production potentielle, même si les taux de croissance ne seront pas nécessairement affectés. Selon l'OCDE, la production potentielle aurait décliné d'environ 4% en moyenne dans les pays de l'OCDE, avec des différences importantes entre pays : la perte de production serait de 3% en Autriche et aux États-Unis mais de 9% en Espagne (voir graphique 3). L'augmentation du coût du capital pourrait représenter environ 2% de perte de production dans tous les pays, les différences entre pays tenant principalement aux réactions différenciées du marché du travail. Le calendrier

Graphique 3 – L'impact de la crise économique sur la production potentielle, en pourcentage du PIB



Source : OCDE (2010), The Impact of the Economic Crisis on Potential Output, Groupe de Travail n° 1 sur l'Analyse Macroéconomique et les Politiques Structurelles, ECO/CPE/WP1(2010)3, février.

choisi pour les stratégies de sortie de crise sera délicat : sortir trop tôt freinerait la reprise et sortir trop tard mettrait en danger la soutenabilité des finances publiques. Bien que cet arbitrage soit le même partout, la séquence et le rythme de la sortie de crise diffèrent beaucoup. En Corée, par exemple, l'État s'est largement substitué au secteur privé pendant la crise. La stratégie de sortie devrait alors se caler sur le redémarrage du secteur privé<sup>3</sup>.

Ainsi faut-il s'attendre à d'importantes divergences de politique économique. Dans les pays émergents, la résurgence de l'inflation et la formation de nouvelles bulles sur les prix des actifs vont probablement provoquer un resserrement de la politique monétaire. Dans les pays développés, en revanche, la faiblesse de la demande privée et de l'inflation, ainsi que le niveau élevé des dettes publiques vont nécessiter des ajustements budgétaires et des taux d'intérêt faibles pendant encore un certain temps.

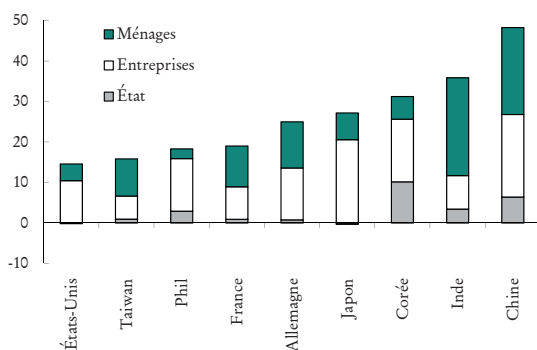
Ces politiques différenciées seraient cohérentes avec des ajustements de taux de change. Ainsi, les régimes de change fixes vont-ils être de plus en plus remis en cause. Cette approche macroéconomique sur la gestion des changes contraste avec l'approche généralement mercantiliste portée par les milieux politiques. C'est pourtant la raison pour laquelle la perspective d'appréciation du renminbi est aujourd'hui acceptée par la plupart des économistes chinois (de leur point de vue, les pressions politiques externes ne font que retarder l'appréciation de la monnaie chinoise).

## ■ Réformes structurelles et croissance

Un espace budgétaire restreint et la volonté de normaliser la politique monétaire ont déplacé l'attention sur les réformes structurelles, qui sont maintenant intégrées au *policy mix*, en raison notamment de leurs effets sur la demande. En Inde, par exemple, où la marge de manœuvre pour stimuler la demande globale est limitée du fait des déficits du solde extérieur, les réformes financières visent à orienter l'épargne intérieure vers l'investissement national,

3. Voir la présentation de Jae-Young Lee, "Corée : Reprise de la croissance et stratégie de sortie de crise".

Graphique 4 – Épargne 2005-2007, en % du PIB



Source: G. Ma (2010), "China's high saving rate: myths and realities".

notamment en infrastructures. En Chine, le taux d'épargne élevé n'est pas le résultat d'une anomalie propre aux ménages, aux entreprises ou à l'État : la Chine est le seul pays qui cumule une épargne colossale en provenance simultanément des trois secteurs (Graphique 4). Cela amène à vouloir compléter les mesures destinées aux ménages (particulièrement la construction d'un système de sécurité sociale) par des réformes structurelles dans le secteur financier et dans le secteur public (par exemple pour mieux transférer les revenus collectés par l'administration centrale vers les gouvernements locaux).

## ■ Les politiques budgétaires

En ce qui concerne l'Europe, la question aujourd'hui est de savoir comment restaurer la soutenabilité budgétaire tout en réalisant des réformes structurelles qui renforcent la croissance. Il est maintenant admis que la surveillance macroéconomique a failli dans l'UE pendant la dernière décennie, en partie parce qu'elle n'a pas été assez efficace et en partie parce qu'elle était trop centrée sur l'épargne publique, pas assez sur l'endettement privé. Par exemple, alors que la bulle immobilière se formait en Espagne, les autorités espagnoles n'ont rien entrepris pour juguler la hausse extraordinaire des prix au motif que cela aurait pu fausser les comportements privés. Avec l'éclatement de la bulle et la crise mondiale, la baisse du PIB et des revenus fiscaux a été si importante que les finances publiques sont passées brutalement d'un excédent de 2% du PIB en 2007 à un déficit de 11% en 2009.

La crise a ainsi démontré qu'il ne fallait pas se focaliser sur l'équilibre des finances publiques, mais également se soucier de la dette privée : les politiques budgétaires, fiscales et réglementaires peuvent fournir les bonnes incitations à l'épargne privée, via en particulier le secteur des retraites et celui de l'immobilier.

## ■ Le système monétaire international

Le statut international du dollar et le régime de change chinois comme causes importantes de la crise mondiale sont des questions débattues. Le point de vue le plus répandu est que la crise a résulté d'un mélange de politiques micro et macroéconomiques inadaptées, avec, entre autres, des taux d'intérêt trop faibles résultant pour partie d'un mauvais fonctionnement du système monétaire international. Pour la majorité des économistes cependant, le dollar restera la monnaie dominante encore longtemps. Bien qu'ils admettent que le monde passera probablement à un système multipolaire, cette perspective apparaît en général assez lointaine. L'euro n'est en effet pas considéré comme un concurrent de taille. Quand le dollar a dépassé la livre sterling<sup>4</sup>, le mouvement était cohérent avec la dynamique relative des deux pays dans l'économie mondiale. Aujourd'hui, la zone euro n'est certainement pas plus dynamique que les États-Unis et même si elle est capable de se réformer, sa part dans l'économie mondiale devrait se réduire dans les années qui viennent. Quant au renminbi, il repose certes sur une économie forte et à croissance rapide, mais il ne peut obtenir un statut international sans une convertibilité complète.

Par ailleurs, des caractéristiques du système monétaire international, comme les détails techniques de l'Initiative de Chiang Mai<sup>5</sup>, continuent à encourager l'accumulation de réserves en dollar. En fait, l'évolution du dollar depuis la chute de Lehman Brothers ne peut être comprise sans considérer son statut de valeur refuge<sup>6</sup>. Une comparaison avec la livre sterling est à cet égard saisissante, les deux pays ayant souffert du même type de choc au même moment (Graphique 5).

Le débat sur la stabilité d'un système monétaire multi-devises comparé à un système centré sur une monnaie n'est pas tranché. La thèse en faveur d'un système organisé autour d'une seule monnaie met en avant le rôle stabilisateur du pays émetteur de la monnaie internationale qui accepterait d'internaliser les externalités et assumerait plus que sa part du fardeau dans le maintien de la stabilité globale<sup>7</sup>. Mais cette théorie est contredite par les faits : on ne peut dire que les États-Unis aient pris plus que leur part de responsabilité dans le maintien de la stabilité globale. Par ailleurs, leur part dans le PIB mondial décline, ce qui réduit la perspective d'une stabilité du système fondé sur le dollar américain<sup>8</sup>. À l'inverse, un système multipolaire peut entraîner davantage d'instabilité des taux de change du fait d'une substituabilité accrue entre devises clés. Cependant, une telle instabilité peut être plus facile à supporter en raison d'une meilleure diversification des portefeuilles et grâce à des arrangements monétaires régionaux.

4. La date de ce renversement est encore très controversée, des années vingt à la seconde guerre mondiale. Voir B. Eichengreen (2008), "The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?", NBER Working paper 14154, juillet.

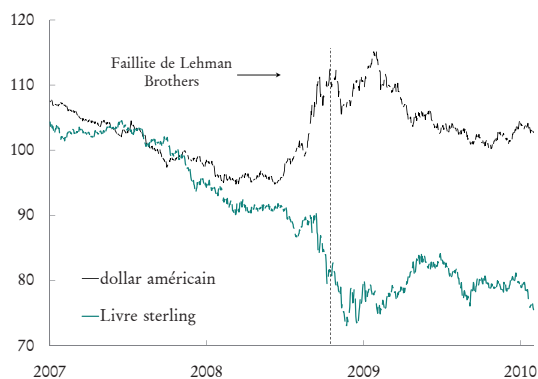
5. L'Initiative de Chiang Mai a été conclue en 2000 entre les pays de l'ASEAN, la Chine, le Japon et la Corée du Sud et prévoit des accords de swaps bilatéraux entre les banques centrales de ces pays en cas de problèmes de balance des paiements.

6. Voir A. Bénassy-Quéré (2009), "Le dollar : un refuge pas très sûr", *La Lettre du CEPII*, n° 989, juillet.

7. Voir C. Kindleberger (1973), *The World in Depression*, University of California Press, et pour une discussion critique B. Eichengreen (1987), "Hegemonic Stability Theories of the International monetary system", NBER Document de travail 2193.

8. J. Pisani-Ferry (2009), "China and the world economy", Bruegel.

Graphique 5 – Taux de change nominal effectif du dollar américain et de la livre sterling



Source : Réserve Fédérale, BRI. Dernière observation: 9 mars 2010. Note : taux de change nominaux effectifs (dollar : 27 devises ; Livre sterling : 58 devises).  
\* À partir de la présentation de Frank Moss, "Global currency constellations".

## ■ La gouvernance internationale

Au sommet de Pittsburgh en septembre 2009, il a été décidé de faire du G20 la principale instance de coordination internationale pour la politique économique et la régulation financière. Était-ce une sage décision alors que les engagements pris au sommet précédent à Londres en avril 2009 n'avaient encore pas tous été honorés ? Le G20 en 2009 a réussi à organiser une réponse commune à la crise et a impulsé une réorganisation ambitieuse de la réglementation financière, mais l'enthousiasme coopératif s'est émoussé avec les premiers signes de reprise<sup>9</sup>. Le G20 s'est néanmoins lancé dans un nouveau chantier difficile : le rééquilibrage de la croissance mondiale. Bien qu'il soit sûrement trop tôt pour évaluer ses résultats, on peut souligner deux faiblesses du G20.

D'abord, le G20 demeure un groupe informel sans secrétariat permanent. Certains considèrent que la flexibilité du G20 est la condition nécessaire de son efficacité. Cependant, si la flexibilité n'a pas de prix au milieu de la tempête, quand on réagit à chaud aux menaces immédiates, elle peut devenir gênante quand la tempête s'éloigne et que l'enjeu est d'éviter la prochaine. Dans ce cas, un peu de structure peut être utile pour rappeler régulièrement aux chefs d'États et de gouvernements leurs engagements.

Ensuite, même si le G20 est évidemment davantage représentatif du pouvoir économique et de la population mondiale que ne l'est le G8, il manque de légitimité par rapport aux organisations internationales comme les Nations Unies ou les institutions de Bretton Woods. En effet, la plupart des pays ne sont pas représentés au G20. Ce n'était pas un problème pour le G7/G8 qui ne représentait clairement pas le monde dans son ensemble, cela le devient pour le G20 qui est à la fois trop grand pour être un club et trop petit pour être une instance représentative. Une option pourrait être d'organiser une représentation sur une base régionale. Cela ferait sens surtout pour débattre des déséquilibres mondiaux ou du système monétaire international. Cependant, une telle stratégie affaiblirait probablement l'efficacité du G20 qui deviendrait un forum d'échange d'informations plutôt qu'une instance décisionnaire.

Bien qu'il ait été désigné comme le principal forum pour la coordination internationale à Pittsburgh en septembre 2009, le G20 n'a pas encore de futur établi. Son avenir dépendra de son succès dans la mise en œuvre de trois chantiers: (i) la réforme de la régulation financière internationale; (ii) la réduction des déséquilibres mondiaux et l'introduction de nouvelles incitations pour éviter une répétition de la spirale de l'endettement alimentée par les flux de capitaux Sud-Nord ; (iii) le dialogue effectif avec les pays hors-G20 qui sont cependant très concernés par ses décisions sur les points mentionnés plus haut.

Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Carton, Fan He,  
Masahiro Kawai, Yung Chul Park & Jean Pisani-Ferry  
beatrice.postec@cepii.fr

9. Le communiqué ministériel peu ambitieux du G20 d'avril 2009 est à cet égard significatif.

### LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2010  
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 50 € TTC  
Europe 52 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
50,80 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
51,90 € HT  
Suppl. 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](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

25 juin 2010  
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.