

Sommet du G20 : Relancer l'économie mondiale et réformer le système financier...

Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak

Le prochain sommet du G20, le 2 avril à Londres, aura un ordre du jour particulièrement chargé. Les Etats-Unis, soutenus par le FMI, veulent axer cette réunion sur la relance de l'économie mondiale, d'autant plus nécessaire que jour après jour les prévisions de croissance en 2009 deviennent plus négatives. Les Européens estiment que le G20 doit d'abord se concentrer sur une meilleure réglementation des marchés financiers dont la dérégulation est à l'origine de la crise.

Sans doute faut-il faire les deux : les nécessités de la relance ne doivent pas masquer les besoins de réformes et réciproquement. Sortir de la dépression nécessite un important soutien monétaire et budgétaire, mais rétablir confiance en une croissance soutenue suppose aussi que soit défini un nouveau modèle de croissance pour l'économie mondiale. Il faut remettre le système financier et bancaire en état de marche ; mais, là aussi, se pose la question d'un nouveau fonctionnement de la finance.

Le fait est qu'il y a parfois des contradictions entre les politiques de soutien de court terme à l'activité et les préoccupations structurelles. La relance plaide pour laisser durablement des taux d'intérêt bas et pour secourir massivement les banques pour qu'elles puissent rapidement distribuer du crédit ; la réforme plaide pour éviter le retour des bulles financières, donc pour un contrôle plus strict du crédit. La relance plaide pour une action uniforme, mais la réforme requiert des actions différenciées. Il n'est pas scandaleux de réclamer des mesures de relance plus marquées aux pays qui accumulaient de forts excédents ; il faut des relances salariales pour impulser la consommation en Allemagne et en Chine. Certes, rien ne serait pire que des mesures protectionnistes où chaque pays fermerait son marché intérieur. Mais il n'est pas choquant que les pays qui avaient des déficits extérieurs insoutenables (Etats-Unis, Royaume-Uni) laissent leur taux de change se déprécier tandis que les pays excédentaires (comme la Chine) acceptent une nette appréciation ; à l'avenir, la croissance des pays émergents devra reposer plus sur la demande intérieure que sur les exportations ; enfin, il n'est pas scandaleux que les pays prennent des mesures d'aide sectorielle pour maintenir leurs industries en difficultés et pour favoriser les changements techniques vers des méthodes de production et des produits plus économes en énergie et en dégâts environnementaux.

Dans l'idéal, les politiques devraient être étroitement coordonnées pour éviter que certains pays n'aient la tentation de jouer les passagers clandestins (profiter de la relance des partenaires), pour éviter les stratégies nuisibles aux autres pays (dévaluation, protectionnisme), pour définir une stratégie de long terme (en particulier pour le système financier et pour la fiscalité), mais la coordination risque de prendre du temps.

Quelle relance budgétaire ?

Selon la règle des 3 T, les mesures de relance doivent être prises à temps (*timely*), temporaires (*temporary*) et ciblées (*targeted*). Toutefois, leur caractère temporaire peut être mis en cause si la crise a des causes structurelles : par exemple, les pays anglo-saxons sont devenus de plus en plus inégalitaires : on peut y financer durablement une hausse des prestations par une hausse des impôts sur les plus riches ; la Chine a besoin de durablement soutenir sa consommation réintroduisant une protection sociale satisfaisante.

La crise frappe particulièrement l'immobilier ; la relance du BTP s'impose. Toutefois, des pays comme l'Espagne n'échapperont pas à la nécessité de réduire le poids de ce secteur. Elle frappe aussi fortement le secteur des biens d'équipements professionnels, qu'il est plus difficile de relancer par la politique budgétaire : c'est le problème de l'Allemagne aujourd'hui. Les nécessités de la relance (soutenir les secteurs existants) s'opposent aux exigences du long terme (il faut réorienter la production pour économiser l'énergie et l'environnement).

En situation d'insuffisance de demande, le monde a besoin de soutien massif de l'activité. Le FMI avait suggéré une relance de l'ordre de 2% du PIB ; la Commission de l'ordre de 1,5 points. Chaque pays peut avoir des arguments pour en faire moins que les autres : les pays européens peuvent réclamer que l'essentiel de l'effort soit fait par les Etats-Unis, responsables de la crise, mais ceux-ci peut répondre qu'au contraire la crise vient du fait qu'ils étaient les seuls à soutenir l'activité ; l'Allemagne peut ne pas vouloir remettre en cause l'effort d'assainissement qu'elle a effectué, mais celui-ci est considéré comme contre-productif par ses partenaires européens. Aussi, le plus simple serait-il que chaque pays fasse un effort important et durable en 2009 et en 2010.

L'évaluation des efforts effectivement réalisés est difficile à faire : dans certains pays des mesures de relance budgétaires cohabitent avec des mesures d'assainissement budgétaire (baisse des emplois publics en France, hausse des impôts en Italie par exemple) ; des pays intègrent dans leurs plans de relance de simples mesures d'indexation des prestations, de transferts entre niveaux d'administration ; d'autres confondent l'impulsion budgétaire (les hausses des dépenses budgétaires et les réductions de recettes engagées pour soutenir l'activité) et le déficit conjoncturel (la hausse passive du déficit public due à la baisse des recettes induites par la chute de l'activité).

Même si les gonflements des déficits publics devraient être importants de 2007 à 2010 (voir tableau), le creusement de l'écart de production est tel qu'il s'agit plus de déficit conjoncturel que d'impulsion budgétaire. Globalement, les plans de relance seraient importants (de l'ordre de 3 points de PIB) au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, en Espagne, mais beaucoup plus faibles en Allemagne (1,6 point) et surtout en Italie, au Japon et en France. Si la récession se prolonge, il sera difficile de maintenir de tels déficits en 2011.

Une évaluation des plans de soutien 2010/2007

	Solde 2007	Solde 2010	Ecart de production	Hausse du déficit	Impulsion budgétaire
Etats-Unis	-2,9	-10,1	- 8,9	7,2	2,8
Japon	-3,4	-10,1	-12,4	6,7	0,5
Royaume-Uni	-2,7	-11,9	-11,2	9,2	3,6
Allemagne	-0,2	-6,2	- 8,8	6,0	1,6
France	-2,7	-7,0	-8,4	4,3	0,2
Italie	-1,5	-6,0	-9,0	4,7	0,6
Espagne	2,2	-6,6	-11,5	8,8	2,7

La crise a désorganisé le secteur financier et introduit une forte incertitude sur la croissance future de l'économie mondiale. Elle a réduit la valeur du patrimoine boursier mondial, donc la richesse perçue par les agents, de 28 000 milliards de dollars (soit 42% du PIB annuel) ; il est difficile de compenser un tel choc par la seule politique budgétaire.

Sur le plan économique, le gonflement des déficits publics pose trois problèmes qu'il ne faut pas surévaluer :

- *La crainte de l'effet Barro-Ricardo.* Les ménages, voyant gonfler la dette publique, pourraient anticiper une hausse des impôts futurs et réduire leur consommation, ce qui rendrait la politique budgétaire inefficace. Les gouvernements doivent expliquer que c'est la croissance qui permettra le retour à l'équilibre budgétaire et pas la hausse des impôts.
- *La crainte de l'inflation.* Une idée saugrenue, mais répandue, est que la croissance de la dette publique se traduira à terme par une poussée d'inflation. C'est malheureusement peu probable. L'économie mondiale souffre aujourd'hui d'une forte insuffisance de demande. On voit mal d'où viendrait la forte poussée de demande ou la forte hausse des salaires qui provoquerait la résurgence de l'inflation. D'ailleurs, les marchés sont confiants : le rendement actuel des titres indexés sur l'inflation correspond à une anticipation de d'inflation à 10 ans de 1,1% pour les Etats-Unis, de 0,4% pour la zone euro, de 0,9 % pour la France.
- *La crainte de non-remboursement.* Là aussi, elle n'existe guère sur les marchés. Les déficits publics diminueront automatiquement avec la reprise de la consommation et de l'investissement. Actuellement, il faut bien que les Etats s'endettent puisque ce sont les seuls auxquels les marchés font encore confiance. A l'avenir, ils pourront choisir entre se désendetter (en particulier en revendant les institutions financières qu'ils achètent aujourd'hui) ou rester endettés pour jouer un rôle financier plus important. Même si cela est réclamé par certains pour rassurer les marchés, il serait prématuré d'annoncer aujourd'hui quand le déficit sera comblé, puisque la durée de la crise reste incertaine. Il ne faut pas prendre des engagements inconsidérés, en particulier dans le cadre du Pacte de Stabilité et de Croissance. La crise ne doit pas être un prétexte pour lancer de vastes plans de réduction des dépenses sociales, en particulier en matière de retraites.

Quel soutien aux banques ?

Le soutien au secteur bancaire est une nécessité primordiale aujourd'hui. Il faut assainir le bilan des banques en isolant et évaluant les actifs toxiques, les recapitaliser et élaborer de nouvelles normes de fonctionnement. Là aussi, les exigences de la relance, remettre le plus vite possible le secteur bancaire en état de distribuer du crédit aux entreprises et aux ménages, peuvent aller en sens inverse des objectifs de la réforme, modifier en profondeur le fonctionnement du système.

La complexité et l'imbrication des opérations financières dans lesquelles les banques se sont engagées ces dernières années ont rendu extrêmement difficile l'évaluation précise des pertes encourues par chaque banque. Celles-ci ont progressivement augmenté à mesure que la crise s'approfondissait. Une opération globale de transparence aurait été nécessaire, mais elle aurait été difficile à mettre en œuvre : comment évaluer la probabilité de remboursement de chaque crédit immobilier et le cout du non-remboursement qui dépend de l'évolution de la conjoncture économique ? Comment évaluer les crédits assurés, sachant que l'assurance peut ne pas tenir ses engagements ?

Au Etats-Unis, le Plan Geithner propose de distinguer les banques en difficulté, qu'il faut recapitaliser, c'est-à-dire quasiment nationaliser, des plus solides qui pourraient bénéficier d'un rachat de leurs actifs toxiques. Les bilans des banques seraient purgés des actifs à risque

qui serait rachetés aux enchères publiques par des fonds d'investissement publics-privés, pouvant mobiliser de 500 milliards à 1000 milliards de dollars. L'intérêt est de faire apparaître le prix des créances toxiques. Les banques enregistreront des pertes, mais seront plus transparentes. Le projet a le défaut de faire appel aux fonds spéculatifs, qui devraient racheter les actifs, au lieu de limiter leur importance. Rien ne dit que les banques accepteront de vendre ces actifs dans ces conditions. La nationalisation temporaire d'une partie importante du secteur bancaire aurait sous doute été préférable le temps d'épurer les actifs légués par la folie des années 1995-2007.

La plupart des pays sont intervenus pour recapitaliser les banques en injectant du capital sous forme d'actions de préférence (ou de dettes subordonnées dans le cas français). Certes, des conditions ont été imposées aux banques en échange de cette aide : engagement de montant de crédit distribué, restriction au versement de dividendes et aux rémunérations des dirigeants. Mais, l'intervention est censée être temporaire ; les banques devront vite rembourser l'aide (ce qui suppose qu'elles dégagent des profits importants et qu'elles ne distribuent pas trop de crédit, ce qui augmente leur besoin de fonds propres). L'objectif est-il de remettre les banques en situation d'autonomie, sans compte à rendre à personne d'autre que leurs actionnaires ?

Durant ces quinze dernières années, les banques se sont progressivement écartées de leurs missions – fournir des placements sans risques aux ménages, fournir du crédit aux entreprises et aux ménages - pour intervenir sur les marchés financiers, où elles ont réalisé une partie croissante de leurs profits en augmentant aveuglément leur exposition aux risques et en tournant les ratios de solvabilité de Bâle.

L'intervention massive des Etats pose la question du statut et du rôle des banques. Ces dernières bénéficient maintenant d'une double garantie : celle de leurs dépôts et des prêts qu'elles reçoivent. Leur statut échappe largement aux règles de la concurrence. Elles se sont investies d'une fonction de service public : fournir du crédit. Le texte du G-20 de Novembre 2008 prévoyait que les « mesures temporaires prises pour restaurer la stabilité créent le moins de distorsions possible et soient débouclées rapidement de manière coordonnée ». Mais peut-on ainsi tourner la page, sans tirer les leçons de la crise quant à la régulation des banques ?

Il faudrait que le G20 aille plus loin, que l'objectif de recentrer les banques sur leur métier soit réaffirmé, que de nouvelles normes de solvabilité découragent les banques de prêter aux fonds spéculatifs et favorisent les prêts au secteur productif. Il faut interdire aux banques de rebâtir en tel échafaudage d'actifs opaques en limitant la titrisation et les innovations financières. Il faut laisser aux pays la possibilité d'utiliser les banques acquises pour reconstituer un service financier public, qui servirait de modèle, avec des cautions publiques et une distribution du crédit basée sur des objectifs de production et d'emploi.

Quelle réforme du système financier ?

Les soucis de relance ne doivent pas faire oublier le besoin impérieux de réformes du système financier mondial, qui étaient au cœur de la déclaration du G20 de novembre 2008.

Le texte adopté par l'UE le 13 mars, comme celui de la réunion préparatoire du G20 du 14 mars, comme les déclarations récentes de Barack Obama vont dans le bon sens, même s'ils restent, de notre point de vue, timides.

Il faut réguler les fonds spéculatifs et les contraindre à s'enregistrer ; il faudrait aussi limiter leur endettement pour éviter qu'ils ne spéculent avec des fonds empruntés.

Il faut mieux contrôler les agences de notation. Il faudrait leur interdire de noter des opérations qu'elles ont organisées. Il faudrait aussi interdire les produits trop compliqués et surveiller étroitement les innovations financières.

Il faut changer les règles de Bâle. Certes, mais, nous l'avons vu, c'est d'abord le rôle du secteur bancaire qu'il faut repenser.

Il faut prendre des mesures énergiques contre les paradis fiscaux et réglementaires. L'UE a déjà accentué sa pression sur les États pratiquant le secret bancaire en Europe : l'Autriche, la Belgique, le Luxembourg, la Suisse, Andorre, le Liechtenstein et les îles anglo-normandes ont déjà promis de revoir leurs législations. Reste à vérifier que leurs réformes iront assez loin. Il faudrait que les pays du G20 interdisent à leurs banques et à leurs entreprises de travailler avec des places qui sont sur la liste des paradis fiscaux et réglementaires (et que cette liste soit rigoureuse).

Il faut réglementer les modes de rémunérations des traders et des dirigeants des grandes entreprises et institutions financières. Il faudrait aussi s'accorder sur un minimum d'harmonisation fiscale, tant pour le taux de l'impôt sur les bénéfices que pour le taux d'imposition des plus hauts revenus.

Un consensus semble se dégager pour confier au FMI un rôle de contrôle des déséquilibres macro-financiers. L'expérience récente a montré que la crise provenait de stratégies macroéconomiques nationales égoïstes et insoutenables comme de l'instabilité induite par le libre jeu des marchés financiers. Aussi, faudrait-il suivre Angela Merkel et Nicolas Sarkozy qui proposent « d'aboutir à terme à l'établissement d'une structure de gouvernance mondiale ». Le G20 du 2 avril ira certes dans la bonne direction, le risque est qu'il soit trop timide sur le plan de la relance comme sur celui de la réforme.