
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES MONDIALES : LA RÉCESSION EST PEUT-ÊTRE PASSÉE, ET APRÈS ?

Yılmaz Akyüz



DOCUMENT DE RECHERCHE

26

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES MONDIALES : LA RÉCESSION EST PEUT-ÊTRE PASSÉE, ET APRÈS ?

Yilmaz Akyüz*

CENTRE SUD

AVRIL 2010

* Conseiller économique spécial, Centre Sud, et ancien directeur de la Division de la mondialisation et des stratégies de développement de la CNUCED à Genève. Le présent document de recherche est basé sur un exposé donné lors d'un atelier sur la situation économique mondiale et les changements climatiques, organisé en marge des réunions du Conseil et du Comité du Centre Sud, le 29 janvier 2010 au Palais des Nations, à Genève. J'adresse mes remerciements à Martin Khor et Richard Kozul-Wright pour leurs commentaires et leurs suggestions, ainsi qu'à Xuan Zhang pour son aide à la collection de données utilisées dans le présent document. Dernière date de révision: 23 mars 2010. yilmaz.akyuz@bluewin.ch.

LE CENTRE SUD

En août 1995, le Centre Sud est devenu une organisation intergouvernementale permanente de pays en développement. Le Centre jouit d'une pleine indépendance intellectuelle dans la poursuite de ses objectifs, qui sont de promouvoir la solidarité entre pays du Sud, la coopération Sud-Sud et la participation coordonnée des pays en développement aux forums internationaux. Il prépare, publie et distribue des documents d'information, des analyses stratégiques et des recommandations sur les questions économiques, sociales et politiques internationales concernant les pays du Sud.

Le Centre Sud bénéficie du soutien et de la coopération des gouvernements des pays du Sud et il collabore régulièrement avec le Mouvement des pays non alignés et le Groupe des 77. Ses études et prises de position sont établies en faisant appel aux capacités techniques et intellectuelles des gouvernements et des institutions du Sud, ainsi que des citoyens de ces pays. Les sessions de travail en groupe et de larges consultations impliquant les spécialistes des diverses régions du Sud, et parfois également du Nord, permettent d'étudier les problèmes courants dans le Sud, ainsi que de partager les expériences et les connaissances.

TABLE DES MATIÈRES

I. LES ENJEUX	1
II. BULLES, EXPANSION ET DÉSÉQUILIBRES	4
III. CRISE, RÉCESSION ET REPRISE	6
IV. NON À UN RETOUR AUX VIEILLES HABITUDES ; OUI À UN AJUSTEMENT AMÉRICAIN	9
V. LA CHINE AUSSI DOIT PROCÉDER À DES AJUSTEMENTS, MAIS NE POURRA PAS JOUER LE RÔLE DE LOCOMOTIVE MONDIALE	12
VI. FAIRE APPEL À DEUX OBSERVATEURS : L'ALLEMAGNE ET LE JAPON	15
VII. AJUSTEMENTS DES TAUX DE CHANGE	18
VIII. CORRIGER LA NATURE DÉFLATIONNISTE DE L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE	20
IX. CONCLUSION	23
<i>Tableau 1 : PIB et demande réels</i>	27
GRAPHIQUES :	28
Graphique 1 : taux de croissance réels de la Chine (2002-2008)	28
Graphique 2 : Salaires, bénéfices et consommation privée en Chine	29
Graphique 3 : Salaires et consommation privée en Allemagne et au Japon.....	30

I. LES ENJEUX

Suite à une forte contraction généralisée de l'activité économique et une baisse significative de la production et de l'emploi, les responsables politiques, les analystes financiers et les experts semblaient tous se réjouir de la nouvelle venant de différentes parties du monde annonçant que le pire est passé. La principale préoccupation porte désormais sur la force et la forme de la reprise. En d'autres termes, reste à savoir s'il se produira un brusque redressement en V qui comblera presque toutes, voire toutes, les pertes de production et d'emplois de ces deux dernières années ou s'il se produira un lent redressement en U au cours duquel, malgré une croissance positive, la production restera en dessous de son potentiel quelques années encore et la création d'emplois demeurera lente. Du reste, il est bien entendu possible que se produise une reprise en W (ou récession à double creux) résultant de cycles d'inventaire ou d'une sortie prématurée des plans de relance.

Sur le moyen terme, on espère que l'économie mondiale retrouvera une expansion rapide et générale semblable à l'expansion qui a duré du début de la décennie jusqu'en 2008, mais sans les fragilités financières et les déséquilibres commerciaux. Ce scénario optimiste dépend, en grande partie, d'un rééquilibrage mesuré des économies américaine et chinoise, respectivement les plus grands pays déficitaire et excédentaire. Vu la place centrale qu'occupe le dollar dans le système de réserves internationales, il est admis que la stabilité monétaire et financière internationale dépend essentiellement de la discipline des États-Unis pour maîtriser leurs dépenses, en fonction de leurs revenus, afin de procéder à un ajustement de fond et durable de la balance des paiements. Cependant, pour maintenir la croissance, les États-Unis ne devraient pas se contenter de réduire le taux d'absorption intérieure, mais devraient aussi se diriger vers une croissance tirée par les exportations. Pour qu'un ajustement américain ordonné ait lieu, il faudrait également, entre autres, que la Chine passe d'une croissance tirée par les exportations à une croissance tirée par la consommation et que soit réaligné le taux de change du yuan sur le dollar. Ainsi, les perspectives d'une stabilité mondiale devraient s'ouvrir sans pour autant sacrifier la croissance.²

Même si ce rééquilibrage se met en place doucement, la plupart des économies en développement et émergentes (EDE) se heurtent à un dilemme : elles sont condamnées que les États-Unis procèdent à des ajustements ou non. D'un côté, le fait de « revenir aux vieilles habitudes » les exposerait à une instabilité monétaire et financière récurrente. De l'autre, la compression des dépenses publiques et les ajustements des États-Unis pourraient leur causer plusieurs problèmes. En effet, les conditions financières mondiales risquent de se resserrer, ce qui aurait des effets négatifs sur plusieurs EDE qui affichent des déficits extérieurs structurels et, par conséquent, dépendent des entrées de capitaux pour maintenir une croissance acceptable. Plus important encore, aucun autre pays ne pourrait jouer le rôle de locomotive de l'économie mondiale. La Chine ne pourrait pas remplacer les États-Unis même si elle maintenait le taux de croissance de son PIB à environ 10 pour cent

² Tel était, en gros, le plan défendu par le FMI dans ses consultations multilatérales pour réduire les déséquilibres mondiaux à la veille de la crise. Bien que la crise ait entraîné des changements plutôt importants des positions extérieures et des schémas d'épargne, le Fonds reconnaît que les déséquilibres n'appartiennent pas au passé et qu'il faut encore les éliminer. Voir Blanchard et Miles-Ferretti (2009).

sur la base de la consommation intérieure plutôt que sur les exportations : son PIB équivalait au tiers du PIB des États-Unis, la part des ménages dans le PIB est beaucoup plus petite qu'aux États-Unis, les ménages épargnent une beaucoup plus grande part du revenu disponible et le contenu en importation de la consommation des ménages est beaucoup plus faible qu'aux États-Unis.

Il faut donc bien plus qu'un rééquilibrage entre les États-Unis et la Chine pour maintenir la stabilité et la croissance mondiales. L'attention s'est presque exclusivement centrée sur la relation entre les États-Unis et la Chine. Or, il est impossible qu'une restructuration mondiale du rythme et du schéma de la demande ne prenne pas en compte les deux autres plus grands pays excédentaires : le Japon et l'Allemagne. Ces pays, bien plus dépendants des exportations que la Chine, ont pompé la demande mondiale sans reverser beaucoup dans la croissance mondiale.

Toutefois, la géographie macroéconomique n'est pas la seule cause des déséquilibres mondiaux. La répartition du revenu est également une cause majeure et devrait aussi faire partie de la solution. La mondialisation impulsée par le marché a systématiquement fait pencher la balance de la puissance économique en faveur du capital et aux dépens du travail, tel que l'indique la diminution de la part du revenu non salarial presque partout. Cela s'est traduit par la sous-consommation dans tous les plus grands pays excédentaires, notamment l'Allemagne, la Chine et le Japon. La menace de déflation mondiale a été écartée grâce à la hausse de la consommation et de la propriété financée par une dette croissante et des gains de capital provenant du gonflement du crédit et de l'inflation des actifs, notamment aux États-Unis mais aussi dans plusieurs autres économies avancées et EDE, particulièrement en Europe. Ce processus a, à son tour, accentué les déséquilibres commerciaux, fait considérablement varier les positions créditrices nettes des pays et aggravé la fragilité financière, jusqu'à muer en crise économique la plus grave de l'après-guerre.

L'économie mondiale fait face à un important dilemme : la consolidation financière et la compression des dépenses publiques des pays déficitaires ranimeraient le spectre de la stagnation économique. Or, un retour aux bulles financières et à l'expansion emmenée par la dette pourrait vouloir dire que la prochaine crise sera pire encore et que les États seront dans une position financière beaucoup plus faible pour prendre des mesures efficaces. Cependant, dans les deux cas, les ajustements ne sont qu'illusion, car, sans restauration de l'équilibre entre le travail et le capital, ni la stabilité ni la croissance ne peuvent être maintenues pendant longtemps.

Il est donc nécessaire de procéder à des ajustements dans les quatre économies majeures (États-Unis, Chine, Japon et Allemagne) afin d'éliminer les déséquilibres tout en garantissant une demande mondiale adéquate, sans pour autant retourner aux bulles financières et aux dépenses emmenées par la dette. Les États-Unis doivent vivre dans les limites de leurs moyens. L'Allemagne, la Chine et le Japon doivent relancer leur consommation intérieure en inversant la tendance à la baisse de la part des salaires dans le produit intérieur brut (PIB). Dans les deux derniers pays, cette mesure est nécessaire pour accélérer la croissance, alors qu'en Chine, elle est nécessaire pour éviter un ralentissement de la croissance qui pourrait venir d'un ralentissement des exportations. En outre, la Chine ne devrait pas se contenter d'accélérer sa consommation intérieure, mais également accroître le contenu en importation de sa consommation. Tout cela doit s'accompagner d'une réforme de

l'architecture financière mondiale de manière à alléger les difficultés de balance des paiements auxquelles sont confrontés les pays en développement déficitaires et endettés.

Aucun signe ne montre qu'une réorientation des politiques nécessaire au rééquilibrage est au programme des plus grands pays ou de la communauté internationale dans son ensemble. Par conséquent, il est possible que dans les années à venir l'économie mondiale en général et les EDE en particulier se heurtent à des problèmes plus graves que ceux qu'ils ont rencontrés pendant le récent ralentissement mondial. Tout cela pourrait mener à une croissance stagnante, inégale et erratique, une instabilité continue et accrue des marchés des actifs et des devises, une montée du protectionnisme et du nationalisme économique, une multiplication des conflits dans le système commercial international et une vive réaction contre la mondialisation.

II. BULLES, EXPANSION ET DÉSÉQUILIBRES

Ces difficultés ont pour principale origine les deux bulles successives qui ont régi l'économie américaine depuis le début des années 1990. Au début des années 1990, l'économie américaine est entrée en récession, laquelle a ensuite été accentuée par une crise bancaire et immobilière (appelée la crise de l'épargne et du crédit), résultat de la combinaison de la déréglementation financière et des règles de garantie des dépôts au cours de la décennie précédente. Il s'est ensuivi une brusque réduction des taux d'intérêt qui a permis aux débiteurs de refinancer leur dette à des taux significativement plus bas et aux banques de se constituer un capital en effectuant des arbitrages entre la Réserve fédérale (Fed) et le Trésor - ou en tirant profit de la hiérarchie des taux d'intérêt (*riding the yield curve*), en fonction des marchés. Tous ces éléments, alliés aux progrès des technologies de l'information, a créé la bulle technologique de la deuxième moitié des années 1990, qui s'est accompagnée d'une flambée du marché immobilier (Baker, 2008). La Fed s'est abstenue d'y mettre un frein même si son gouverneur reconnaissait que les marchés financiers étaient guidés par « une exubérance irrationnelle » plutôt que par les variables économiques fondamentales.

La bulle immobilière s'est intensifiée après l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000, en premier lieu à cause de mesures délibérées de la Fed qui a répondu à l'effondrement des marchés des actions en abaissant les taux directeurs à des niveaux historiquement bas par crainte d'une déflation des actifs et d'une récession. En deuxième lieu, l'effondrement du marché des titres a rendu l'investissement dans l'immobilier encore plus attractif. Enfin, la nouvelle législation introduite à la fin des années 1990 a donné aux banques de plus grandes possibilités de développer les prêts très risqués et spéculatifs par le biais de la titrisation. Tous ces facteurs combinés ont engendré une expansion massive du crédit qui a favorisé l'investissement immobilier et la consommation.

Ces bulles ont été une des causes majeures de la chute de l'épargne des ménages et de l'augmentation des déficits extérieurs des États-Unis. La bulle technologique a créé un fort effet de richesse sur la consommation privée, tandis que la déréglementation financière et la baisse des taux d'intérêt ont facilité l'accès des ménages au crédit.³ La croissance rapide de la consommation privée a été maintenue par les gains en capital résultant de la hausse des prix de l'immobilier dans les années 2000, car les propriétaires ont de plus en plus monétisé leur patrimoine immobilier pour financer leur consommation. Par conséquent, l'épargne des ménages, d'environ 6 pour cent du PIB au début des années 1990, a commencé à chuter rapidement et a complètement disparu juste avant la crise de 2008. Parallèlement, les déficits extérieurs se sont accumulés : la balance des paiements courants des États-Unis était plutôt équilibrée au début des années 1990, mais enregistrait un déficit de plus de 6 pour cent en 2007. Cela s'est traduit par une accumulation massive des engagements à l'étranger, en dollars, ce qui a affaibli la stabilité et même le statut de monnaie de réserve du dollar.

³ Pour en savoir plus sur les conséquences des gains de capitaux de la bulle technologique sur la consommation des ménages, voir Maki et Palumbo (2001) et pour en savoir plus sur les conséquences de la baisse des taux d'intérêt sur la dette des ménages, voir Debelle (2004).

Les politiques de taux de change et de réserves des pays excédentaires, notamment la Chine et les pays exportateurs de pétrole, ont stimulé la poussée du crédit à la consommation et les dépenses de consommation aux États-Unis pendant la bulle des prêts hypothécaires à risque en même temps qu'elles ont stimulé leurs propres exportations. Ces pays ont indexé leur monnaie sur le dollar et ont investi avec satisfaction une très grande part de leurs excédents dans des bons du Trésor américain et dans la dette des organismes de refinancement hypothécaire administrés par le gouvernement. Si les entrées de capitaux n'avaient pas été aussi importantes, l'expansion du crédit, la consommation de masse et la bulle immobilière n'auraient pas pu durer si longtemps. Le dollar et les taux d'intérêt à long terme auraient été mis à rude épreuve ; les États-Unis auraient donc eu du mal à persister dans le laxisme de leurs politiques monétaires et réglementaires et à continuer de vivre au-dessus de leurs moyens.

Par ailleurs, les conditions monétaires du Japon et de l'Europe ont également joué un rôle dans l'expansion mondiale des liquidités dès le début de la décennie. Au Japon, les taux d'intérêt directs ont été maintenus à un taux proche de zéro dans un contexte de déflation et même la Banque centrale européenne (BCE), habituellement conservatrice, a emboîté le pas et a considérablement baissé ses taux d'intérêt. Après un bref ralentissement, l'économie mondiale a profité d'une période de croissance exceptionnelle jusqu'à ce qu'éclate la crise en 2008. Le taux moyen de la croissance mondiale était plus d'une fois et demie supérieur à celui des années 1990 et le taux de croissance des EDE était deux fois plus fort que celui des années 1990 et était même supérieur aux taux atteints pendant l'âge d'or. Au cours de la même période, la valeur, en dollar, des échanges mondiaux a été multipliée par 2,5 et tous les EDE réunis ont commencé à enregistrer des excédents de la balance courante de plus en plus importants, dépassant 600 milliards de dollars en 2007, dont les deux tiers appartenaient aux EDE d'Asie et un tiers aux pays exportateurs de pétrole. En outre, la recherche du rendement dans une période où les liquidités abondent a eu pour effet de rediriger les mouvements de capitaux privés vers les EDE, passant de 50 milliards de dollars en 2002 à plus de 600 milliards de dollars. La concomitance de l'excédent de la balance courante et de celui du compte de capital ont permis aux EDE d'accumuler de grandes quantités de réserves internationales qui ont été multipliées par cinq, pour atteindre 5 300 milliards de dollars fin 2008.

III. CRISE, RÉCESSION ET REPRISE

Le grand essor économique mondial a été suivi par un déclin économique mondial tout aussi impressionnant, le plus important depuis la Grande dépression des années 1930. Bien que l'expansion et la contraction soient nées sur les marchés financiers des économies avancées et que la contagion financière ait contribué à la propagation du ralentissement, le principal vecteur de la crise vers les EDE a été le commerce. Beaucoup comptaient sur un découplage, mais les plus grands pays exportateurs dépendant directement ou indirectement des marchés américains et européens, y compris la Chine, la Corée, la Malaisie, le Mexique, Singapour et Taïwan, ont été bien plus lourdement touchés que les pays dont les facteurs intérieurs et extérieurs de croissance sont mieux répartis, comme le Brésil, l'Inde et l'Indonésie.

Les conséquences financières de la crise sur les EDE ont, de façon générale, été plutôt « bénignes », contrairement aux conséquences sur les économies européennes financièrement fragiles. Après l'effondrement de Lehman Brothers, les sorties de capitaux dans les EDE se sont accélérées et les primes de risque sur leur dette souveraine ont augmenté, ce qui a exercé de lourdes pressions spéculatives sur les devises et causé d'importantes chutes des marchés des actifs. Toutefois, les mesures vigoureuses de relâchement monétaire conduites par les États-Unis et les brusques réductions des taux d'intérêt dans l'ensemble des économies avancées ont aidé à faire repartir à la hausse les mouvements de capitaux vers les EDE, régis, en grande partie, par des opérations spéculatives sur écart de rendement (*carry-trade*) à partir du dollar (Roubini, 2009). Tout ces éléments, alliés à un important relâchement de la politique monétaire des EDE, dont la Chine et l'Inde, ont favorisé la formation de bulles sur les marchés des actifs financiers et accentué les pressions exercées sur les devises et les produits de base. Comme au début des années 2000, les mesures prises en réaction à l'éclatement de la bulle financière en ont créé une autre, non plus aux États-Unis cette fois, mais dans les EDE.⁴

Ce sont les deux moteurs économiques, les États-Unis et la Chine, qui ont adopté les mesures les plus fortes en réaction à la crise. Le plan de relance budgétaire des États-Unis était axé sur la détente et le transfert fiscaux. La Chine, quant à elle, a alloué environ 15 pour cent de son PIB à l'investissement dans les infrastructures essentiellement et réserver une part relativement faible aux transferts en faveur des ménages. Les deux pays ont pris des mesures vigoureuses de relâchement monétaire. Aux États-Unis, le relâchement était surtout destiné à renflouer les institutions financières en difficulté et à permettre aux banques de se reconstituer un capital en tirant profit de la hiérarchie des taux d'intérêt (*riding the yield curve*). Jusqu'à présent, peu de prêts bancaires ont été accordés aux ménages et aux entreprises. En Chine, au contraire, le relâchement monétaire a mené à un gonflement du crédit, ce qui, allié aux politiques publiques visant à stimuler la demande immobilière, a créé une bulle sur le marché immobilier.

⁴ Toutefois, comme l'a fait remarquer la Banque des règlements internationaux (BRI) (2010), il semble que la bulle n'avait plus de souffle début 2010, suite à la chute des prix des actifs et à l'accroissement des écarts de taux des actifs risqués, conséquences de l'irrégularité de la reprise économique mondiale et de la disparition des préoccupations concernant le risque de crédit souverain en Europe.

Au vu des faits les plus récents, il semblerait que la reprise mondiale ait commencé depuis la deuxième moitié de 2009. Nombreux sont ceux à prévoir que toutes les plus grandes économies enregistreront une croissance positive en 2010. De plus, le Fonds monétaire international (FMI) (2010) a relevé ses prévisions de croissance mondiale à 2,9 pour cent. Ces prévisions dépendent cependant des mises en garde habituelles au sujet des risques, en particulier ceux liés à la sortie prématurée des plans de relance.

Or, la signification du terme « sortie » est quelque peu ambiguë. En effet, le terme peut s'entendre de deux choses différentes : la fin ou l'inversion des mesures de relance. Dans le premier cas, le terme « sortie » voudrait dire qu'il n'y aurait plus de baisse des taux d'intérêt ou de relâchement quantitatif sur le front monétaire, ni de nouvelles réductions d'impôt, ni d'augmentations des dépenses discrétionnaires sur le front budgétaire. Dans le second cas, « sortie » serait synonyme de resserrement monétaire, de relèvement des taux d'intérêt et de rééquilibrage des finances publiques dans le but de résorber les déficits budgétaires structurels.

Les banques centrales de presque toutes les plus grandes économies en développement et développées ont cessé de réduire les taux d'intérêt. Les plus grandes économies avancées montrent quelques signes de resserrement monétaire, par exemple la Fed relève le taux d'intérêt auquel elle accorde des prêts à court terme aux banques. Dans plusieurs EDE, notamment en Chine, le resserrement monétaire a commencé, car les taux d'intérêt et le montant des réserves que les banques doivent détenir augmentent au fur et à mesure de la reprise de la croissance. Sur le front budgétaire, il ne semble pas y avoir de nouveaux plans de programmés. Cependant, la compression des dépenses publiques n'est en vue nulle part.

Même si la politique monétaire et budgétaire n'était pas inversée, la reprise qui a lieu actuellement pourrait être suivie d'un nouveau recul si les plans de relance n'entraînent pas une hausse constante des dépenses privées. En effet, dans les années 1990 plusieurs tentatives de plans de relance ont échoué au Japon, qui se trouvait dans une situation de fragilité financière : la reprise a calé lorsque les mesures d'incitation budgétaire ont pris fin. Il ne faut pas exclure la possibilité que ce qui s'est passé au Japon se reproduise aujourd'hui. Les consommateurs américains ont constamment réduit et apuré leurs dépenses en réaction à l'importante détérioration résultant de la perte d'environ 12 000 milliards de dollars de la valeur des actifs, l'épargne des ménages redevenant rapidement positive. Jusqu'à présent, une grande partie de la hausse des dépenses à la consommation a été due à l'effet ponctuel des transferts (primes à la casse, bons alimentaires, prolongation des allocations de chômage, etc.) et des réductions d'impôts. Au vu des faibles perspectives d'emploi et de la diminution continue de la consommation, il semblerait que l'intensité de la reprise dépend davantage des exportations que de la consommation.

En Chine, les dépenses des ménages sont reparties à la hausse pendant la brusque chute de la croissance, mais pas assez pour compenser la baisse brutale des exportations. Selon plusieurs estimations, entre 80 et 90 pour cent de la croissance chinoise en 2009 étaient dus à l'investissement, avec un taux d'investissement grim pant jusqu'à 50 pour cent.⁵ Bien qu'il ait en grande partie compensé les effets

⁵ Voir Wolfe et Ziemba (2009) et Ho-Fung (2009).

déflationnistes de la chute des exportations, le boom des investissements qui découle de l'expansion budgétaire et monétaire a accentué les capacités excédentaires déjà apparentes dans plusieurs secteurs. Cette situation risque de s'aggraver si les exportations ne décollent pas alors que les effets des plans de relance s'estompent, car la part de la consommation dans le PIB ne devrait pas connaître de hausse significative. Les exportations chinoises ont affiché une croissance à deux chiffres fin 2009, mais ont ralenti au début de l'année 2010. Si elles ne retrouvent pas un rythme d'expansion élevé, la croissance de 2010 n'atteindra probablement pas son niveau de 2009. Toutefois, des mesures vigoureuses de stimulation des exportations chinoises pourraient exacerber les frictions commerciales qu'elle a déjà connues non seulement avec les États-Unis et l'UE, mais aussi avec d'autres EDE, dont l'Inde et l'Indonésie.

IV. NON À UN RETOUR AUX VIEILLES HABITUDES ; OUI À UN AJUSTEMENT AMÉRICAIN

Bien que l'opinion générale ait reconnu qu'un revirement prématuré des politiques des principales économies avancées pourrait replonger l'économie mondiale dans la récession, d'aucuns redoutent qu'une sortie tardive soit très préjudiciable, voire mener à une crise encore plus profonde et plus intense. Une situation où les taux d'intérêt resteraient proches de zéro et les liquidités augmenteraient rapidement pendant trop longtemps aurait pour conséquence d'accentuer la fragilité financière de plusieurs EDE qui ont reçu de grandes quantités de capitaux obtenus au moyen d'opérations d'arbitrage et d'opérations spéculatives sur écart de rendement (*carry-trade*) en vue d'acquérir de hauts rendements, comme pendant la période qui a précédé la crise. Les États-Unis craignent que ces deux facteurs, associés à de grands déficits budgétaires et à une augmentation de la dette publique, aboutissent à des hausses considérables des taux d'intérêt à long terme à cause d'une révision à la hausse des prévisions d'inflation, ce qui ralentirait la croissance.

Peut-être qu'une menace plus grande que celle qui pèse sur la stabilité et la croissance pèse sur les déficits extérieurs américains et le dollar. Même si, comme prévu, les consommateurs continuent à épurer leurs dépenses et à réduire leurs dettes de façon à maintenir la consommation en dessous de la croissance des revenus, il est possible que l'économie américaine commence à enregistrer des déficits extérieurs plus élevés, ainsi que des déficits budgétaires de plus en plus grands, qui pourraient, au vu des tendances actuelles, atteindre des taux à deux chiffres en pourcentage du PIB, avant la fin de la décennie. Ce double déficit pourrait exercer une pression énorme sur le dollar, particulièrement si les pays excédentaires n'ont plus la volonté d'endiguer leurs déficits, et l'économie américaine pourrait finir par se heurter à des difficultés externes pour la première fois de leur histoire depuis l'après-guerre, car ils ne pourraient pas poursuivre une politique d'indifférence à l'égard du dollar. Si, de l'autre côté, les pays excédentaires se tournaient à nouveau vers une « politique officielle d'ancrage » des déficits américains en investissant leurs excédents dans des bons de Trésor américain, ce serait reprendre les vieilles habitudes, ce qui aurait des retombées sur la stabilité mondiale.

A moins qu'une autre bulle des actifs n'éclate et que les taux d'intérêts ne restent proches de zéro, les dépenses des ménages américains augmenteront au cours des prochaines années probablement plus doucement que les revenus disponibles et les taux d'épargne privée pourraient atteindre 10 pour cent, ce qui n'a jamais été le cas ces dernières décennies.⁶ Les pressions venant du marché des obligations risquent d'obliger les États-Unis à procéder à un ajustement budgétaire, en particulier si elles sont alliées aux pressions exercées sur le dollar en l'absence d'un soutien solide de la part des pays excédentaires. Ainsi, il serait possible que les bulles qui ont duré dix ans et les politiques monétaires et budgétaires vigoureuses prises en réaction aux crises provoquées par l'éclatement de ces bulles coûtent moins cher que ce que pourrait rapporter la croissance potentielle des États-Unis pendant plusieurs années. Ce qui entraînerait un ajustement extérieur sous l'effet de la réduction des

⁶ Pour en savoir plus sur l'ajustement de la consommation américaine dans les prochaines années, voir Glick et Lansing (2009).

importations. Cependant, cela impliquerait également un ralentissement significatif de la locomotive mondiale, laquelle a tiré vers le haut beaucoup d'EDE tournés vers les exportations.

Le mieux serait que l'ajustement budgétaire des États-Unis se fasse pendant une période de croissance (comme cela a été le cas sous le mandat de Bill Clinton) et dépourvue de bulle. Vu la compression de la consommation, l'ajustement dépendrait fortement des exportations, c'est-à-dire d'un passage d'une croissance tirée par la consommation à une croissance tirée par les exportations. Si ce scénario se réalisait, la baisse des importations serait évitée et l'ajustement extérieur aurait essentiellement lieu grâce à l'expansion des exportations. Toutefois, pour cela, il faudrait que la demande intérieure augmente rapidement dans les pays excédentaires, y compris dans des EDE, et que d'autres EDE dépendent moins du marché des États-Unis.

L'administration américaine cherche désormais à s'orienter vers une croissance tirée par les exportations. L'objectif principal de l'initiative nationale pour les exportations lancée par le président Obama dans son discours sur l'état de l'Union est de doubler les exportations en cinq ans pour encourager la création d'emplois.⁷ Pour réaliser cet objectif, la croissance devra être de 15 pour cent par an. Il est donc nécessaire que le taux de croissance s'accélère considérablement. D'après des notes de recherches de Goldman Sachs menées sur la période des 25 dernières années, il a fallu onze ans en moyenne pour que les exportations doublent. Cependant, il y a eu des périodes où les exportations des États-Unis ont atteint des taux de croissance rapides. Il y a notamment eu la période inflationniste des années 1970 où les exportations ont doublé en l'espace de cinq ans, ainsi que la fin des années 1980 où elles ont doublé en sept ans. Depuis l'année 2000, les exportations américaines ont crû d'environ 11 pour cent par an, en termes de dollar (les importations et, par conséquent, le déficit commercial ont également crû à peu près au même taux). Entre 2006 et 2008, le taux de croissance des exportations a atteint environ 13 pour cent par an, presque deux fois plus que le taux de croissance des importations. Il s'agit d'un objectif très ambitieux que de vouloir atteindre un taux de croissance de 15 pour cent par an, mais pas pour autant impossible. En outre, pareil taux permettrait de beaucoup améliorer la balance commerciale des États-Unis, même si le rythme de croissance antérieur des importations reste le même.

Il semble que tous les détails de l'initiative américaine pour les exportations ne soient pas encore totalement définis, mais certaines caractéristiques émergent de récentes déclarations. Premièrement, le gouvernement apportera un soutien important aux exportateurs, notamment les petites entreprises et les petits producteurs, sous forme d'assistance technique, d'étude de marché et d'octroi de prêt. D'une certaine façon, les États-Unis semblent s'orienter vers une forme de politique industrielle destinée à promouvoir les exportations, après s'être opposés pendant de nombreuses années à ce type d'intervention : une initiative qui rappelle les politiques générales de promotion des exportations conduites par le Japon par l'intermédiaire de l'organisation japonaise chargée de la promotion du commerce des exportations (ou JETRO) et par la République de Corée à travers la société coréenne en charge de la promotion du commerce (ou KOTRA).

⁷ Pour consulter les informations utilisées dans cette section et pour de plus amples informations sur le sujet, voir Département américain du commerce (2010), Thomson Reuters (2010) et Yang (2010).

Deuxièmement, l'initiative américaine met l'accent sur l'élargissement de l'accès aux marchés étrangers. A cet égard, le plan se base, d'un côté, sur la stricte application de la législation américaine relative aux échanges commerciaux à l'encontre des pratiques restrictives et injustes de ses partenaires commerciaux et, de l'autre, sur la promotion de l'élargissement réciproque de l'accès aux marchés au moyen d'accords bilatéraux et multilatéraux, notamment dans le cadre du Cycle de négociations de Doha.

Troisièmement, les exportations de produits agricoles font partie des domaines dans lesquels il est envisagé de faire des progrès. Cependant, il n'est pas prévu de les multiplier par deux au cours des cinq prochaines années. En effet, il est impossible d'augmenter si rapidement les exportations de produits agricoles sans maintenir un apport conséquent de subventions et sans forcer l'ouverture des marchés des EDE. Pareille tentative se heurterait certainement à une forte résistance de la part des EDE dont le secteur agricole est faible et ôterait au Cycle de Doha toute chance d'arriver à un résultat concluant.

Pour finir, un dollar faible ne semble pas être un élément-clé de la stratégie. Toutefois, il est fait référence à l'application de la législation américaine relative aux échanges commerciaux à l'encontre des importations vendues à des prix déloyaux, ce qui implique que des sanctions peuvent être prises contre les pays qui, selon les États-Unis, manipulent leurs taux de change pour gagner un avantage concurrentiel. Cette pratique pourrait être particulièrement problématique, car les sanctions ne seront pas prises au titre de disciplines multilatérales existantes, à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et au FMI.

L'ajustement budgétaire et de la balance des paiements, ainsi que le resserrement monétaire pourraient également avoir pour effet de resserrer les conditions financières mondiales par rapport aux années qui ont précédé la crise. Les ajustements pourraient se traduire par de fortes hausses des taux d'intérêt et de forts effets négatifs sur les débiteurs internationaux et les pays dépendants des mouvements de capitaux étrangers. De même, ils pourraient conduire à la fin des opérations spéculatives sur écart de rendement (*carry-trade*) à partir du dollar et des sorties de capitaux depuis les EDE, faisant ainsi remonter le dollar et poussant à la baisse les devises de plusieurs EDE déficitaires, ainsi que les cours des produits de base qui tendent à aller dans le sens inverse du taux de change du dollar.⁸ Cette possibilité a d'autant plus de chances de se produire que la zone euro traverse une période de crise financière. En effet, contrairement à l'opinion générale, les années à venir pourraient bien voir décliner l'euro, plutôt que le dollar, étant donné que les problèmes liés à la dette souveraine ne sont pas moins graves dans la zone euro qu'aux États-Unis et que la région manque de mécanismes institutionnels efficaces pour résoudre les difficultés financières de ses États Membres, tel que cela a été le cas au cours de la crise actuelle.

⁸ Pour en savoir plus sur les conséquences que peut avoir le *carry-trade* à partir du dollar sur les actifs et les devises, voir Pineda *et al.* (2010).

V. LA CHINE AUSSI DOIT PROCÉDER À DES AJUSTEMENTS, MAIS NE POURRA PAS JOUER LE RÔLE DE LOCOMOTIVE MONDIALE⁹

Il ne fait aucun doute qu'un ajustement externe de la part des États-Unis et un ralentissement de la croissance en Europe seront sources de problèmes pour la Chine, étant donné l'importante contribution qu'ont apportée les exportations destinées à ces marchés à la croissance rapide du pays. Il est vrai que le contenu moyen en valeur ajoutée intérieure des exportations chinoises ne représente pas beaucoup plus que la moitié de leur valeur totale, le reste étant de la valeur-ajoutée étrangère, essentiellement des intrants importés du Japon et des EDE liées au réseau de production de l'Asie de Est centré sur la Chine. Pourtant, au cours des années qui ont précédé la crise, les exportations contribuaient à environ un tiers de la croissance du PIB chinois, en raison de leur extraordinaire expansion de l'ordre de 25 pour cent par an ; c'est-à-dire plus de trois fois le volume des échanges commerciaux mondiaux et de la consommation intérieure et deux fois plus vite que l'investissement national (Figure 1). La contribution des exportations à la croissance atteint 50 pour cent si les répercussions sur la consommation et l'investissement intérieurs sont pris en compte.

D'un côté, la Chine ne peut pas maintenir le même rythme de croissance de ses exportations, tout comme elle ne peut pas continuer à pénétrer rapidement les marchés étrangers dans une période où la croissance des États-Unis et de l'Europe est en deçà de son potentiel, où le taux de chômage élevé persiste et où la réduction des déséquilibres mondiaux est considérée comme la clé de la stabilité financière. D'un côté, si la Chine prenait des mesures vigoureuses de stimulation de ses exportations, elle pourrait se heurter à une forte résistance qui aurait des conséquences sur la stabilité du système commercial international. D'un autre côté, si la Chine réduisait le taux d'expansion de ses exportations à un niveau plus acceptable, sans fondamentalement changer le rythme et la composition de sa demande intérieure, son taux de croissance pourrait s'approcher de 7 pour cent. La croissance pourrait ralentir beaucoup plus si la bulle de l'investissement axé sur le crédit éclatait, ce qui ferait ressortir des prêts de mauvaise qualité et créerait des problèmes pour les banques aux capacités limitées, pour finalement aboutir à une crise financière.

Si l'objectif est de maintenir les taux de croissance de 10 pour cent ou plus d'avant la crise, la solution qui s'offre naturellement est d'augmenter la consommation intérieure beaucoup plus rapidement que ce qui a été le cas jusqu'à présent. Le fait d'accélérer l'investissement intérieur afin de combler l'insuffisance de la demande, comme cela a été le cas en 2008 et 2009, ne ferait qu'aggraver le problème. Depuis le début de la décennie, la consommation privée a crû de 2,5 points de pourcentage de moins que le PIB et de 5 points de pourcentage de moins que l'investissement (Figure 1). Par conséquent, la part de la consommation dans le PIB est passée de 55 pour cent à la fin des années 1990 à 36 pour cent. Cette tendance à la baisse de la part de la consommation dans le PIB devrait être inversée ; la consommation devant croître plus vite que le revenu et l'investissement.

⁹ La présente section est tirée de Akyüz (2010) qui contient un examen détaillé de la dépendance aux exportations de la croissance chinoise et des EDE du réseau de production de l'Asie de Est centré sur la Chine, ainsi que de la viabilité de la croissance tirée par les exportations.

Contrairement à la croyance générale, la sous-consommation chinoise n'est pas due à une épargne des ménages extraordinairement grande. L'épargne des ménages chinois en proportion du PIB n'est pas beaucoup plus élevée que celle des ménages des EDE qui ont un niveau de développement similaire. Au contraire, la sous-consommation chinoise est due au fait que la part du revenu des ménages dans le PIB est faible et que celle du revenu des entreprises est forte. Les salaires constituent une grande part des revenus des ménages chinois, étant donné que les transferts publics et les revenus de placement sont très faibles. La part des revenus dans le PIB n'a fait que diminuer depuis la fin des années 1990, passant de 53 à 40 pour cent, ce qui s'est parfaitement reflété dans la chute de la part de la consommation privée (Figure 2). L'augmentation continue des bénéfices a permis aux taux d'investissement et de rétention du bénéfice des entreprises, dont les entreprises publiques, de dépasser 20 pour cent du PIB, un chiffre largement supérieur aux taux affichés au début de l'industrialisation du Japon et des nouvelles économies industrialisées (NEI) d'Asie.

Ainsi, la disparité entre la consommation et l'investissement, ainsi que la dépendance aux marchés étrangers qui en découle sont le reflet des déséquilibres entre les salaires et les profits et entre les revenus des ménages et les revenus des entreprises. Cette tendance doit être corrigée si l'objectif est de générer une croissance rapide et soutenue basée sur la consommation intérieure. Pour cela, il faut augmenter les revenus et gommer l'écart entre la croissance des revenus et celle de la productivité, accroître de façon significative les transferts budgétaires, essentiellement vers les ménages ruraux, et augmenter les dépenses publiques dans le domaine de la santé, de l'éducation et de l'immobilier afin de réduire l'épargne de précaution des ménages.

Cependant, le fait que la Chine passe d'une croissance tirée par les exportations à une croissance tirée par la consommation ne serait pas d'une grande aide pour les EDE, car la Chine est un pays importateur majeur, non pas un marché majeur. Les produits d'autres EDE qu'elle importe sont essentiellement des biens intermédiaires, dont des composants et des pièces détachées, qu'elle utilise pour l'exportation de produits finis, principalement vers les États-Unis et l'Europe, plutôt que pour la consommation intérieure. La teneur en importation des exportations chinoises est d'environ 50 pour cent. Au cours des dernières années, plus de 60 pour cent des importations ont été utilisées directement ou indirectement pour les exportations et moins de 40 pour cent pour l'investissement et la consommation intérieurs. Par rapport à la consommation, l'investissement attire une quantité relativement grande d'importations d'intrants intermédiaires provenant des EDE, comme pendant le boom des investissements de 2008-2009 généré par les mesures prises en réaction à la crise. Or, le contenu en importation de la consommation chinoise est très faible : moins de 8 pour cent. Tant et si bien qu'un transfert de 100 dollars dans la composition de la demande globale des exportations à la consommation intérieure réduirait les importations chinoises de 40 dollars.

Étant donné que plus de 60 pour cent de la totalité des importations chinoises de produits intermédiaires proviennent d'autres EDE, le passage d'une croissance tirée par les exportations vers les États-Unis et l'UE à une croissance tirée par la consommation intérieure occasionnerait une baisse significative des exportations des EDE vers la Chine. L'exposition indirecte au ralentissement des exportations chinoises vers les États-Unis et l'UE est particulièrement élevée pour les fournisseurs

de composants et pièces détachées d'Asie de l'Est : pour 100 dollars de produits chinois résultant d'activités de transformation et exportés vers les États-Unis et l'UE, environ 35 à 40 dollars reviennent aux EDE d'Asie de l'Est. Ces économies sont également directement exposées aux risques du ralentissement, car plus d'un quart des exportations totales de certains de ces pays est destiné aux États-Unis et à l'UE. Le Japon fait également partie des pays les plus exposés au passage de la Chine d'une croissance tirée par les exportations vers les États-Unis et l'UE à une croissance tirée par la consommation, car il fournit plus de 15 pour cent des produits intermédiaires totaux importés en Chine.

Aux États-Unis, la part des produits importés pour la consommation privée est trois fois plus grande qu'en Chine. Ainsi, la réduction des importations américaines qui pourrait résulter d'une réduction de 100 dollars de la consommation intérieure équivaldrait à trois fois l'augmentation des importations chinoises qui serait générée par une augmentation de 100 dollars de la consommation. En outre, contrairement à la Chine, aux États-Unis, la part des importations utilisées pour les exportations est inférieure à la part des importations utilisées pour la consommation privée, ce qui veut dire qu'un transfert de la consommation vers les exportations réduirait leurs importations totales.

En d'autres termes, un passage d'une croissance tirée par les exportations à une croissance tirée par la consommation en Chine et un passage dans la direction opposée aux États-Unis réduiraient les importations globales de ces deux pays provenant du reste du monde. En somme, un rééquilibrage entre la Chine et les États-Unis ferait disparaître la stimulation de la demande générée par les États-Unis auprès des EDE de façon directe ou à travers le fait que la Chine ne les remplace pas en stimulant la demande à l'aide d'une croissance tirée par la consommation.

Pour les EDE à la recherche d'une croissance tirée par les exportations, la Chine n'est pas le remplaçant idéal des États-Unis. Son marché de consommation est bien plus petit, non seulement parce que son PIB moyen est plus bas et que son taux d'épargne des ménages est plus élevé, mais aussi parce que la part du revenu des ménages dans son PIB est plus faible. Même si le revenu et les dépenses des ménages augmentaient considérablement, les exportations vers la Chine seraient toujours limitées par sa faible propension à consommer des biens étrangers, que ce soit directement ou en tant qu'intrants utilisés pour produire des biens et des services de consommation intérieurs. Pour que la Chine devienne un marché majeur pour d'autres EDE, elle ne devrait pas uniquement accroître le revenu et la consommation des ménages, mais aussi consommer davantage de biens étrangers. Quand bien même elle y parvenait, tous les bénéfices à en tirer n'iraient pas aux EDE, car la Chine fait clairement partie des principaux marchés à exploiter pour les États-Unis dans le contexte de leur initiative nationale pour les exportations.

VI. FAIRE APPEL À DEUX OBSERVATEURS : L'ALLEMAGNE ET LE JAPON

Dans le débat sur la stabilité et la croissance mondiales, l'attention se concentre souvent exclusivement sur le rééquilibrage entre la Chine et les États-Unis ; le rôle que pourraient jouer deux autres économies majeures comme l'Allemagne et le Japon étant négligé. Ces pays, tout comme la Chine, ont affiché un important excédent de la balance courante qui s'élevait, avant le début de la crise, à 250 milliards de dollars des États-Unis en Allemagne et 210 milliards de dollars au Japon, contre 370 milliards en Chine.

L'une des principales raisons pour lesquelles il n'est pas accordé suffisamment d'attention au rôle que peuvent jouer ces deux grandes économies avancées dans le rééquilibrage mondial est que leur excédent commercial bilatéral avec les États-Unis est beaucoup plus faible que celui de la Chine. Juste avant la crise, il était de 50 milliards de dollars pour le Japon et de 75 milliards pour l'Allemagne, contre 270 milliards pour la Chine. Or la mesure conventionnelle qu'est la balance commerciale bilatérale est trompeuse lorsque la teneur en valeur ajoutée de produits étrangers des exportations mutuelles des deux pays est très différente. Les exportations de la Chine vers les États-Unis contiennent bien plus de valeur ajoutée en produits étrangers que les exportations des États-Unis vers la Chine. Par exemple, en termes conventionnels, l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis était estimé à 172 milliards de dollars en 2005, mais à seulement 40 milliards de dollars en termes de valeur ajoutée intérieure, c'est-à-dire après déduction des composants étrangers contenus dans les exportations des deux pays (Lau *et al.* 2006). La même année, l'excédent commercial du Japon avec les États-Unis était d'environ 85 milliards de dollars. Comme les exportations japonaises contiennent beaucoup moins de composants étrangers que les exportations américaines, l'excédent commercial du Japon avec les États-Unis en termes de valeur ajoutée est plus important que celui de la Chine avec les États-Unis. La teneur en valeur étrangère des exportations allemandes aussi est élevée, mais pas autant que celle des exportations chinoises. Par conséquent, bien qu'en termes de valeur ajoutée l'excédent commercial bilatéral de la Chine avec les États-Unis soit supérieur à l'excédent commercial bilatéral de l'Allemagne avec les États-Unis, la différence n'est pas aussi importante que ne l'indique la mesure conventionnelle.

Plus important encore, le Japon et plus particulièrement l'Allemagne ont pompé la demande mondiale sans reverser beaucoup dans la croissance mondiale. Pendant la période 2002-2007, les exportations ont augmenté 25 fois plus vite que la demande intérieure en Allemagne, quelque 8,5 fois plus vite au Japon et moins de 3 fois plus vite seulement en Chine (Tableau 1). Ainsi, la croissance du PIB de l'Allemagne était quatre fois plus forte que la croissance de la demande intérieure. La consommation a quasiment stagné et sa part dans le revenu a chuté, tandis que la part des exportations a augmenté. Fait plus important, malgré le vaste battage qui est fait autour de la dépendance de la croissance chinoise aux exportations, en Allemagne et au Japon les exportations ont bien plus contribué à la croissance qu'en Chine au cours des années qui ont précédé la crise. En effet, en Chine, environ un tiers de la croissance du PIB venait des exportations, contre la moitié au Japon. Les chiffres sont encore plus grands en Allemagne où la contribution des exportations à la croissance du PIB était de 140 pour cent environ, ce qui implique que si les

exportations n'avaient pas crû, le PIB de l'Allemagne aurait baissé de 1 pour cent par an entre 2002 et 2007.¹⁰

Ce manque de dynamisme de la demande intérieure en général et de la consommation en particulier est dû à la stagnation ou baisse des salaires réels et à la faible croissance de l'emploi. Dans toutes les économies avancées majeures, les salaires ont peu évolué depuis le milieu des années 1990, même pendant l'expansion économique de 2002-2007, et la part des salaires dans le revenu a diminué étant donné que l'évolution des salaires réels était plus lente que celle de la productivité (Sommer, 2009). Aux États-Unis, malgré la tendance à la baisse de la part des salaires, la consommation privée est montée en flèche, soutenue par la bulle des actifs, l'expansion des crédits et la dette des ménages. Ce qui n'a pas été le cas du Japon et de l'Allemagne. Par conséquent, dans ces deux pays, essentiellement en Allemagne, tout comme en Chine, le déclin de la part de la consommation a suivi le déclin de la part des salaires dans le PIB (Figure 3). Toutefois, contrairement à la Chine, la chute de la part des salaires et de la part de la consommation dans le PIB ne s'est pas accompagnée d'une forte croissance des salaires réels, de la consommation et du PIB. Naturellement, la corrélation entre les salaires et la consommation privée dans les économies avancées n'est pas aussi directe qu'en Chine, car les ménages détiennent plus d'avoirs productifs de revenu et ont un meilleur accès au crédit. Pourtant, la Figure 2 et la Figure 3 sont très similaires, en particulier en ce qui concerne l'Allemagne.

En Allemagne, plusieurs raisons expliquent le taux de chômage élevé, la faible croissance de l'emploi et la stagnation des salaires. Premièrement, reflétant principalement l'aversion allemande à l'inflation, la BCE s'est exclusivement attachée à la stabilité des prix, aux dépens de la croissance économique et des conditions du marché du travail. Deuxièmement, suite à l'accession à l'UE de plusieurs pays à bas salaire d'Europe centrale et de l'Est, les sociétés allemandes ont beaucoup sous-traité leurs activités, ce qui a non seulement intensifié la pression sur les marchés du travail en Allemagne, mais a aussi eu pour effet de réduire l'investissement dans le pays. Enfin, les réformes orthodoxes du marché du travail et de la protection sociale ont considérablement affaibli le pouvoir de négociation des travailleurs, en particulier ceux en bout de chaîne, sans créer beaucoup d'emplois.¹¹

La limitation des salaires en Allemagne a fait partie intégrante de la tentative d'accroissement de la compétitivité de l'économie en réduisant les coûts de production, une politique décrite comme la « désinflation compétitive » à travers laquelle l'écart de compétitivité est comblé à l'aide de la chute des prix et des salaires réels pondérés en fonction de la productivité (Fitoussi, 2006). Ainsi, la compétitivité est devenue plus forte, au détriment de la demande des biens de consommation.

¹⁰ Lorsque les importations qui sont directement ou indirectement utilisées pour la consommation et l'investissement sont prises en compte, la contribution de la demande intérieure à la croissance allemande est négative. Pour en savoir plus sur la méthode utilisée pour calculer la contribution des différents composants de la demande à la croissance, voir Akyüz (2010).

¹¹ Pour en savoir plus sur les « réformes » et les conditions du marché du travail en Allemagne, voir Carlin et Soskice (2008) et Boltho et Carlin (2008).

Cependant, l'accélération des exportations n'a pas réussi à compenser le ralentissement de la demande intérieure. La croissance du PIB a continué de stagner.¹² Cette politique s'est apparentée à une politique du chacun pour soi aux dépens de plusieurs pays européens liés à l'euro mais dans l'impossibilité de restreindre les salaires à la même échelle, en particulier l'Italie et la France. Cette politique a par conséquent menacé la croissance et la stabilité de la zone euro tout entière, menant même à d'importants désaccords entre l'Allemagne et la France au cours des dernières semaines.¹³

Au Japon, l'écart entre la croissance des salaires et celle de la productivité a été encore plus profond que dans la plupart des autres économies avancées, de sorte que la part des salaires dans le PIB a diminué plus vite. Par conséquent, la part du revenu de la main d'œuvre a convergé vers la moyenne des pays du Groupe des 7 (G-7), et s'est éloignée des niveaux extrêmement élevés des décennies précédentes. Une compétition plus dure venant des EDE où les coûts sont bas a conduit à la sous-traitance et a exercé une pression sur les salaires à l'intérieur du pays. La déréglementation du marché du travail depuis le milieu des années 1990 a donné plus de marge aux employeurs pour passer de la pratique traditionnelle de l'emploi à long terme où les salaires tendent à augmenter avec l'ancienneté, à des emplois temporaires aux salaires plus bas (Sommer, 2009).

Tout comme pour la Chine, pour que le Japon et l'Allemagne contribuent davantage à la demande mondiale, il faut que leur consommation intérieure augmente plus rapidement, ce pour quoi il faut également que la croissance des revenus de la main d'œuvre soit plus rapide que ce qui a été le cas jusqu'à présent. En Allemagne et au Japon, cela n'est pas tant nécessaire pour remplacer les sources externes de croissance par la demande domestique tel qu'en Chine, mais pour pousser à la hausse le taux de croissance général de l'économie. Même si le taux de croissance des exportations restait inchangé, une accélération de la croissance de la demande intérieure de ces pays mènerait naturellement à une accélération de la croissance des importations et réduirait, par conséquent, l'excédent commercial, ce qui augmenterait leur contribution à la croissance mondiale.

¹² La demande intérieure de l'Allemagne a crû en moyenne de 2 pour cent par an dans les années 1990, contre 0,3 pour cent dans la décennie actuelle et la croissance du PIB a diminué de un point de pourcentage entre les deux décennies.

¹³ Voir *Financial Times*, « Lagarde Criticises Berlin Policy », 14 mars 2010 ; et *Wall Street Journal*, « German Government Counters Lagarde's Export Critique », 15 mars 2010.

VII. AJUSTEMENTS DES TAUX DE CHANGE

Aux États-Unis, nombreux sont ceux qui pensent que le dollar est surévalué de 20 à 40 pour cent par rapport au yuan à cause d'une « manipulation » monétaire de la Chine et que telle est la principale raison du déséquilibre commercial entre les deux pays. Selon ce raisonnement, si la Chine cessait d'intervenir dans le marché des changes et laissait flotter sa monnaie, le yuan s'apprécierait vis-à-vis du dollar, ce qui réduirait le déficit bilatéral entre la Chine et les États-Unis. D'aucuns affirment que la réticence de la Chine et d'autres EDE d'Asie de l'Est à laisser leurs monnaies s'apprécier par rapport au dollar, ainsi que la pérennité de leurs excédents commerciaux avec les États-Unis qui en découle imposent une charge excessive aux pays aux monnaies flottantes, ce qui est particulièrement vrai en ce qui concerne l'euro, étant donné l'important volume des échanges commerciaux entre les États-Unis et l'UE. Alors que le redressement du déséquilibre commercial entre les États-Unis et l'Allemagne pourrait avoir besoin d'un dollar faible face à l'euro, la rigidité des monnaies des pays d'Asie de l'Est pourrait entraîner un ajustement excessif de l'euro par rapport au dollar, ce qui aurait des effets sur la stabilité monétaire internationale.

Il ne fait pas de doute que la correction des désalignements flagrants des taux de change est un élément important de l'ajustement des déséquilibres commerciaux mondiaux. Toutefois, les variations de taux de change ne créent pas de demande supplémentaire pour l'économie mondiale dans son ensemble. Elles ne font que redistribuer les impulsions de la demande entre les pays. Ces variations ne feront par conséquent qu'altérer les taux de croissance relatifs, mais ne feront pas augmenter la croissance générale moyenne. En bref, les variations des taux de change ne peuvent pas résoudre le problème de la sous-consommation associée à la stagnation des salaires.

Il est certain qu'une dépréciation du dollar vis-à-vis du yuan et des monnaies des autres EDE d'Asie de l'Est augmentera le prix des biens asiatiques aux États-Unis, ce qui pourrait bien réduire les exportations et les excédents commerciaux des pays d'Asie. Cependant, cela ne résoudra pas le problème de la sous-consommation en Chine et ne poussera pas automatiquement la demande intérieure à la hausse de façon à compenser le déclin des exportations. Il est fort probable que cela mène à une réduction de la croissance et des importations destinées à l'exportation. L'appréciation vis-à-vis du dollar peut même aggraver le problème de la sous-consommation dans la mesure où la charge est remise sur les salaires. C'est pour ces raisons que le taux de change n'est pas un instrument approprié pour résoudre le problème de la sous-consommation et de la dépendance excessive aux exportations en Chine.

Cela est d'autant plus vrai pour le taux de change du dollar vis-à-vis de l'euro et du yen. Une appréciation de l'euro ne générerait pas de hausse des salaires, ni d'accélération de la croissance de la consommation privée en Allemagne. En effet, elle pourrait bien ne donner lieu qu'à une plus grande réduction des salaires sous l'effet de la « désinflation compétitive ». Il est intéressant de noter que l'Allemagne et le Japon ont souvent pu afficher un excédent commercial de façon générale et de

façon bilatérale avec les États-Unis au cours des dernières années indépendamment de la force de leur monnaie.

Il n'apparaît pas clairement comment la dépréciation du dollar face au yuan s'attaquerait à la cause fondamentale du problème de surconsommation des États-Unis. La dépréciation n'engendrerait probablement pas une croissance beaucoup plus rapide des exportations vers la Chine, étant donné que le contenu en importation de la consommation intérieure chinoise est faible et que les importations chinoises utilisées pour l'investissement sont étroitement liées aux exportations. Par ailleurs, même si cela réduisait les exportations de la Chine vers les États-Unis, les États-Unis pourraient remplacer ces importations par des importations provenant d'autres EDE tant que leurs consommateurs continueront de vivre au-dessus de leurs moyens.

Ces quarante dernières années, les États-Unis ont toujours enregistré un déficit courant, en dépit d'un dollar fort face aux monnaies de ces principaux partenaires commerciaux, blâmant l'Allemagne dans les années 1970, le Japon dans les années 1980 et maintenant la Chine. La valeur du yen par rapport au dollar a augmenté pendant cette période, mais cela n'a eu aucune conséquence sur l'excédent commercial du Japon avec les États-Unis. Les variations de taux de change nominal ne peuvent pas être des solutions aux déséquilibres résultant des grandes disparités d'épargne et de productivité entre les pays. Il faut que les États-Unis limitent les prêts et la consommation prodigues et irresponsables et qu'ils améliorent leurs résultats à l'exportation, tandis que les pays excédentaires doivent s'attaquer au problème de la sous-consommation.¹⁴

¹⁴ Récemment, l'économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard, a dit que l'appréciation du yuan n'est pas une panacée pour les États-Unis. D'après le FMI, une appréciation de 20 pour cent du yuan et des monnaies des autres EDE d'Asie de l'Est pousserait à la hausse le PIB des États-Unis d'environ 1 pour cent, ce qui « n'est pas suffisant en soi pour maintenir la croissance des États-Unis » (Xinhua, 2010).

VIII. CORRIGER LA NATURE DÉFLATIONNISTE DE L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Alors que plusieurs économies avancées et EDE au fort potentiel industriel et d'exportation sont à la recherche de marchés, plusieurs EDE ne peuvent pas importer tous les biens et services nécessaires pour répondre aux besoins de base de leur population, réduire la pauvreté et maintenir une croissance acceptable, parce que ces économies manquent de devises, même si ces objectifs font partie des objectifs de développement convenus au plan multilatéral, et plus particulièrement des objectifs du Millénaire pour le développement (OMD). Parmi ces économies, il y a non seulement les petites économies qui ne dépendent presque que des recettes provenant de l'exportation des produits de base, mais aussi des grands pays très peuplés qui font état d'un certain degré de progression dans le développement industriel. La coexistence d'une offre excessive dans des économies plus avancées et de besoins insatisfaits dans les pays pauvres n'est que le reflet de l'échec du système multilatéral, notamment des mécanismes financiers internationaux, à apporter le financement nécessaire aux pays pauvres. Par conséquent, la réforme de ces mécanismes devrait être un élément important de la restructuration mondiale de l'après-crise en vue d'acquiescer plus de stabilité et une croissance durable et générale.

Ces prochaines années, il est fort probable que les difficultés de balance des paiements du monde en développement s'accroissent. Pendant l'expansion mondiale qui a précédé la crise, beaucoup d'EDE ont réussi à pousser la croissance vers le haut, tout en conservant une balance courante plutôt équilibrée ou en enregistrant des déficits modérés. Parmi ces pays figuraient non seulement plusieurs exportateurs pauvres de produits de base d'Afrique et d'ailleurs, mais aussi de grandes économies émergentes, comme le Brésil et l'Inde. Dans quelques économies émergentes d'Europe centrale et de l'Est et d'Afrique où les entrées de capitaux sont massives, la croissance s'est accompagnée de brusques appréciations de la monnaie et de déficits importants et grandissants que les entrées massives de capitaux ont largement couverts.

Dans les années à venir, il se pourrait que les conditions économiques mondiales ne permettent pas que cela se reproduise. Pour retrouver les taux de croissance d'avant la crise dans un contexte de ralentissement du rythme des exportations, il faudrait que la croissance de la demande intérieure s'accroisse, ce qui demande un accroissement des déficits externes. Si les conditions financières mondiales se resserraient, le financement des déficits serait difficile, reviendrait cher et nécessiterait, par conséquent, la diminution de l'absorption intérieure et de la croissance.

Les domaines qui ont besoin d'être réformés sont bien connus. Ils ont été discutés après presque toutes les plus grandes crises financières, puis oubliés dès la reprise économique. Tout d'abord, les pays qui manquent de ressources nationales adéquates ont besoin de financement pour le développement accru, stable et prévisible afin d'afficher un taux de croissance acceptable pour réduire la pauvreté et combler l'écart de revenu entre eux et les pays plus riches. A cet égard, nous devrions nous détacher des actuels mécanismes au titre desquels l'apport dudit financement dépend du bon vouloir des donateurs qui servent leurs propres intérêts plutôt que ceux des

pays et des communautés les plus pauvres. La réduction de la pauvreté ayant été reconnue comme un bien public mondial à l'occasion de plusieurs sommets et conférences des Nations Unies ces dernières années, il y a de fortes raisons d'établir des sources mondiales de financement pour le développement. Pour cela, il serait notamment possible de signer des accords sur les impôts internationaux, y compris les impôts sur les opérations financières, les écotaxes et plusieurs autres taxes comme celles imposées sur le commerce des armes, qui seront appliquées par toutes les parties à l'accord sur les opérations et les activités financières concernées et rassemblées dans un fonds des Nations Unies pour le développement.¹⁵

Le deuxième axe de réforme majeur concerne l'apport de liquidités internationales lors de chocs commerciaux et financiers pour permettre aux pays de mener des politiques macroéconomiques anticycliques de façon à réduire au maximum la perte de production et d'emplois. Cette réforme devrait remédier aux deux faiblesses majeures des mécanismes de prêts du FMI. Premièrement, le Fonds a traditionnellement été plus enclin à fournir du financement aux pays pour leur permettre de s'acquitter de leurs dettes et de maintenir la convertibilité de leur compte de capital, plutôt qu'à financer les importations et soutenir le commerce, l'emploi et la croissance. Deuxièmement, les mécanismes de prêts sont souvent subordonnés à des conditions politiques anticycliques qui ne font qu'aggraver l'effet déflationniste des chocs. Les pratiques utilisées pendant la crise actuelle n'ont pas fait exception. Le FMI a mis en place un nouveau mécanisme, appelé « ligne de crédit modulable », à destination des économies émergentes qui y sont éligibles sur la base de critères prédéterminés afin de leur permettre de financer des sorties de capitaux massives et persistantes, et a tenu la bride haute aux pays pauvres en matière de financement de la balance commerciale et courante.¹⁶

Enfin, le dernier axe de réforme important à cet égard concerne la dette souveraine dues aux créanciers publics, à la fois multilatéraux et bilatéraux. Malgré plusieurs tentatives, plusieurs pays pauvres sont toujours surendettés et se débattent pour assurer le service de dettes impayables, déviant ainsi les ressources budgétaires et les devises étrangères destinées au développement. Le principal problème réside dans le fait qu'il n'existe pas de mécanisme impartial de réaménagement de la dette souveraine et que c'est aux créanciers, en particulier le FMI, qu'il revient d'évaluer la viabilité. La viabilité de la dette est souvent examinée en fonction du montant de la dette et du service de la dette qu'un pays peut tolérer sans que soit suffisamment prises en compte les conséquences sur le développement et sur la pauvreté et en accordant plus d'importance au service de la dette qu'à tous les autres objectifs économiques et sociaux.

Les plus grands acteurs de l'économie mondiale semblaient être d'accord, lors des premiers mois de la crise actuelle, pour dire qu'il était nécessaire de réformer

¹⁵ Voir Atkinson (2005) pour une présentation des nouvelles sources de financement pour le développement.

¹⁶ Pour en savoir plus sur les différentes possibilités de réforme, voir Akyüz (2009) et pour en savoir plus sur les programmes du FMI dans les pays en développement pendant la crise actuelle, voir Weisbrot *et al.* (2009).

l'architecture financière internationale dans ces domaines et d'autres domaines. Plusieurs initiatives *ad hoc* ont été lancées et des propositions ont été soumises dans divers forums, dont l'Organisation des Nations Unies (ONU), le Groupe des Vingt (G-20) et les institutions de Bretton Woods. Jusqu'à maintenant, aucun engagement définitif n'a été fait, ni aucune mesure n'a été prise pour résoudre ces problèmes. A ce sujet, les antécédents ne sont pas encourageants. Malgré un large consensus sur la réforme du système pour instituer une gouvernance plus efficace des finances internationales suite à une série de crises au sein des économies émergentes dans les années 1990 et à la prolifération des propositions de réformes, l'Initiative *Financement pour le développement* lancée lors de la conférence des Nations Unies à Monterrey en mars 2002 n'a, à cet égard, donné aucun résultat concluant. C'est donc en particulier aux pays en développement qu'il revient de s'assurer que ce ne sera pas le cas du processus qui est en cours et qui a été lancé en juin 2009 lors de la Conférence des Nations Unies sur la crise financière et économique mondiale et son incidence sur le développement.

IX. CONCLUSION

La mondialisation a fait pencher la balance des facteurs travail et capital en faveur du capital. La plus grande intégration de la Chine et de l'Inde dans l'économie mondiale et l'effondrement de l'Union soviétique ont fait doubler la main d'œuvre mondiale et tripler le nombre total de travailleurs produisant pour les marchés internationaux (Akyüz, 2006). Ces éléments, combinés à la mobilité internationale des capitaux de plus en plus grande et à la déréglementation du marché du travail, ont réduit de façon significative le pouvoir de négociation des travailleurs. Dans presque tous les pays industrialisés, les salaires réels pondérés en fonction de la productivité ont diminué, ce qui a résulté en une baisse de la part du revenu de la main d'œuvre dans le PIB. Dans les EDE comme la Chine, il ne fait aucun doute que l'expansion des exportations de produits manufacturés a été bénéfique à la main d'œuvre, car ils sont passés de pays aux emplois ruraux à faible productivité à des pays aux industries à plus forte productivité. Toutefois, dans ces pays aussi, les salaires industriels ont chuté bien en dessous de la croissance de la productivité.

En d'autres termes, le pouvoir d'achat de la main d'œuvre des biens et services que cette dernière produit a baissé. Le risque de sous-consommation et de déflation mondiales qui en découlent a, jusqu'à présent, été évité grâce à des accroissements soudains des dépenses de consommation et de biens dus aux bulles des prix des actifs et des crédits et a augmenté la dette des ménages non seulement aux États-Unis, mais aussi dans de nombreuses autres économies avancées et EDE, en particulier en Europe. Tout cela s'est également accompagné de flux de capitaux internationaux considérables et de variations radicales des positions créditrices nettes des pays.

Cependant, ce processus est à l'origine non seulement de lourds déséquilibres mondiaux, mais aussi de fragilité et d'instabilité financières, qui ont mené à la plus grave crise mondiale de l'après-guerre. Nous faisons maintenant face à un dilemme majeur. D'un côté, un retour aux « vieilles habitudes » visant à restaurer la croissance basée sur l'expansion de la consommation et du secteur immobilier emmenée par la dette ne fera que repousser le moment de procéder aux ajustements nécessaires pour réduire les déséquilibres commerciaux et la fragilité financière, ce qui résultera inévitablement en une crise économique et financière mondiale encore plus profonde. D'un autre côté, la consolidation financière et la réduction des dépenses publiques des pays fortement endettés et déficitaires en vue de réduire leur fragilité pourrait tout simplement ranimer le spectre de la sous-consommation et de la déflation mondiale, menaçant ainsi la croissance et le bien-être. Ces compromis entre stabilité financière et croissance n'existent toutefois qu'en apparence, car, à moins que le problème sous-jacent de la sous-consommation ne soit résolu, ni la stabilité financière, ni la croissance ne seront susceptibles d'être maintenues pendant longtemps.

Il s'avère donc nécessaire de procéder à une restructuration de l'économie mondiale d'après-crise. Celle-ci devrait inclure des réformes dans la sphère de la finance, de façon à réduire la propension de l'économie mondiale à des crises récurrentes et de façon à corriger la tendance déflationniste de l'architecture financière internationale. Cependant, la restructuration devrait aussi tendre à résoudre le problème de la sous-consommation en restaurant l'équilibre entre le travail et le

capital à l'aide d'une hausse des clauses salariales et d'un retour aux politiques de plein emploi. Sans une action déterminée sur ces fronts, les prochaines années pourraient bien être marquées par une croissance stagnante, erratique et inégale, une instabilité croissante des marchés des actifs et monétaires, une montée du nationalisme économique, du protectionnisme et des conflits commerciaux et une vive réaction contre la mondialisation.

BIBLIOGRAPHIE

- 📖 Akyüz, Y. (2006). From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation. TWN Global Economy Series 8. Penang, Malaisie.
- 📖 Akyüz, Y. (2009). Mesures en réaction à la crise financière : questions clés pour les pays en développement. Document de recherche du Centre Sud n° 24. Genève, mai.
- 📖 Akyüz, Y. (2010). Dépendance aux exportations et durabilité de la croissance de la Chine et du réseau de production d'Asie de l'Est. Document de recherche du Centre Sud n° 27. Genève, avril.
- 📖 Atkinson, A.B., ed. (2005). *New Sources of Development Finance*. UNU-WIDER Studies in Development Economics. New York : Oxford University Press.
- 📖 Baker, D. (2008). The Housing Bubble and the Financial Crisis. *Real-world Economics Review*, 46: 63-81
- 📖 Banque mondiale. *China Quarterly Update*. World Bank Beijing Office, Chine (numéros divers).
- 📖 BRI (Banque des règlements internationaux) (2010). Quarterly Review. International Banking and Financial Market Developments, mars.
- 📖 Carlin, W. et D. Soskice (2008). German Economic Performance: Disentangling the Role of Supply-Side Reforms, Macroeconomic Policy and Coordinated Economy Institutions. *Socio-Economic Review*, 7: 67-99
- 📖 Blanchard, O. et G.M. Milesi-Ferretti (2009). Global Imbalances: In Midstream? IMF Staff Position Paper SPN/09/29, 22 décembre, Washington, D.C.
- 📖 Boltho, A. et W. Carlin (2008). Germany Needs High Wage Settlements and a Serious Fiscal Stimulus. 26 novembre. www.voexeu.org.
- 📖 Debelle, G. (2004). "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt." *BIS Working Paper* 153. Bâle.
- 📖 Fitoussi, J-P. (2006). Diverging Tendencies of Competitiveness. Briefing Paper 1. European Parliament Committee for Economic and Monetary Affairs, octobre.
- 📖 FMI (Fonds monétaire international) (2010). *World Economic Outlook Update*, 26 janvier. Washington, D.C.
- 📖 Glick, R. et K. J. Lansing (2009). US Household Deleveraging and Future Consumption Growth, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2009-17, 15 mai.

- 📖 Ho-Fung, H. (2009). America's Head Servant? The PRCs Dilemma in the Global Crisis. *New Left Review* 60, novembre-décembre.
- 📖 Johnson, R.C. et G. Noguera (2009). Accounting for Intermediaries: Production Sharing and Trade in Value Added. Mimeo. Dartmouth College.
- 📖 Kranendonk, H. et J. Verbruggen (2008). Decomposition of GDP Growth in European Countries. CPB Document No 158. Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, janvier.
- 📖 Lau, L.J. X. Chen, L. K. Cheng, K.C. Fung, J. Pei, Y-W Sung, Z. Tang, Y. Xiong, C. Yang et K. Zhu (2006). Estimates of U.S.-China Trade Balance in Terms of Domestic Value-Added. Stanford Centre for International Development, Working Paper 295.
- 📖 Maki, D.M., et M. Palumbo (2001). "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s." *FEDS Working Paper 2001-21*. Washington, D.C.
- 📖 Pineda, M. *et al.* (2010). Carry Trade Hotspots: A Currency by Currency Forecast for 2010. Roubini Global Economics, 4 janvier. www.roubinin.com/analysis/94821.php
- 📖 Roubini, N. (2009). Mother of all Carry Trades Faces an Inevitable Bust. *Financial Times*, 1^{er} novembre.
- 📖 Sommer, M. (2009). Why Are Japanese Wages So Sluggish? *IMF Working Paper* 09/97
- 📖 Thomson Reuters (2010). Update 2– Locke Says Enforcement Will Help US Double Exports.
- 📖 US Department of Commerce (2010). Press Release: Commerce Secretary Gary Locke Unveils Details of the National Export Initiative. 4 février. www.commerce.gov.
- 📖 Xinhua (2010). What's Behind U.S. Pressure on Renminbi Exchange Rate? 20 février. www.xinhuanet.com/english.
- 📖 Weisbrot, M. *et al.* (2009). *IMF Supported Macroeconomic Policies and the World Recession: A Look at Forty One Borrowing Countries*. Centre for Economic Policy Research. Octobre, Washington, D.C.
- 📖 Wolfe, A. et R. Ziemba (2009). What is China's Exit Strategy? Roubini Global Economics, 11 novembre. www.roubini.com/analysis.
- 📖 Yang, J.L. (2010). Why Obama's Export Push Won't Save Jobs? , 29 janvier. CNNMoney.com

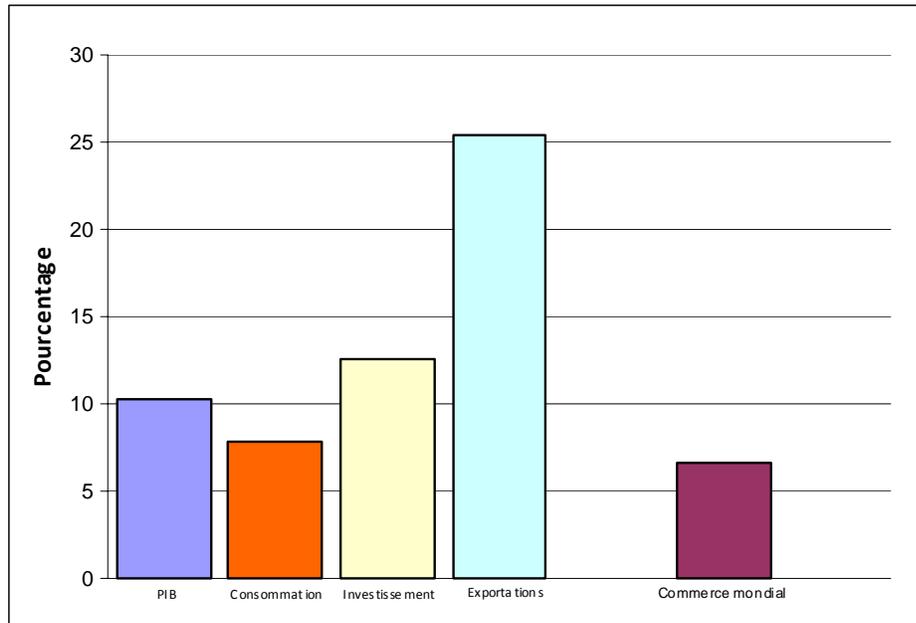
Tableau 1 : PIB et demande réels
(Variation annuelle moyenne en pourcentage) (2002-07)

	PIB réel	Demande intérieure	Consommation	Exportations	Contribution des exportations à la croissance du PIB (%)
Chine ^a	10.7	9.4	7.8	25.4	34.1
Allemagne ^b	1.2	0.3	0.1	7.6	143.2
Japon ^b	1.8	1.1	1.1	9.3	49.9

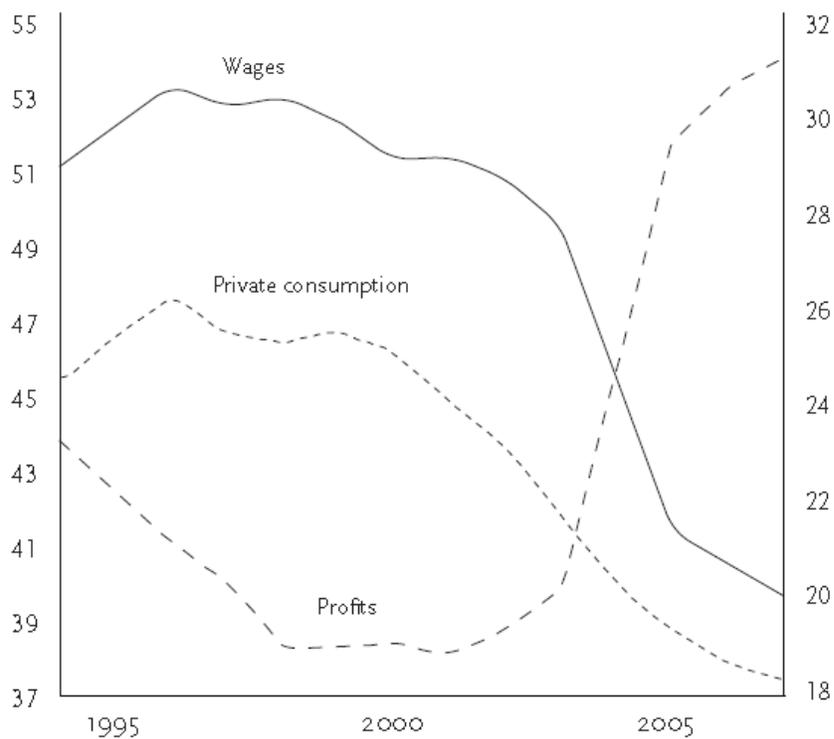
Source :

a : Akyüz (2010)

b : FMI : WEO Database. La dernière colonne montre les estimations de l'auteur basées sur la méthodologie décrite dans Akyüz (2010), utilisant les données sur le contenu des importations dans Kranendonk et Verbruggen (2008) concernant l'Allemagne et dans Johnson et Noguera (2009) concernant le Japon.

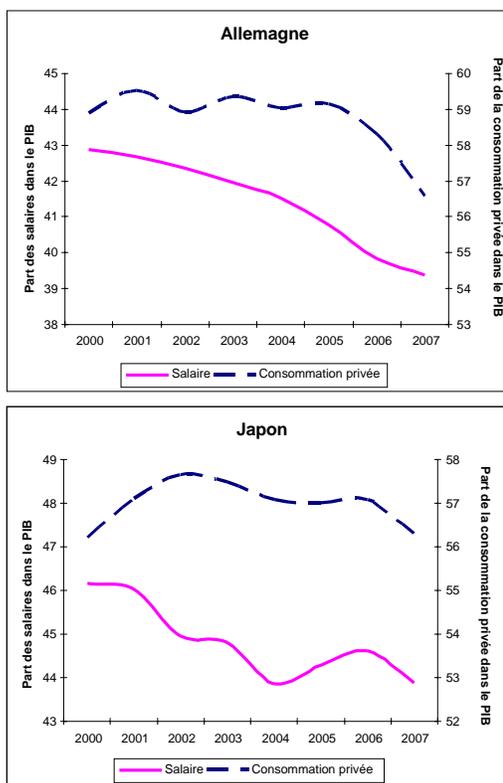
GRAPHIQUES :**Graphique 1 : taux de croissance réels de la Chine (2002-2008)**

Graphique 2 : Salaires, bénéfices et consommation privée en Chine
(en pourcentage du PIB)



Source : Ho-Fung (2009)

Sur l'échelle de droite sont représentés les bénéfices et sur l'échelle de gauche sont représentés les salaires et la consommation.

Graphique 3 : Salaires et consommation privée en Allemagne et au Japon

Source : OECD Economic Outlook et IMF IFS databases.



**Chemin du Champ d'Anier 17
PO Box 228, 1211 Genève 19
Suisse**

**Tél. : (41 22) 791 8050
Fax : (41 22) 798 8531
Email : south@southcentre.org**

**Site Internet :
<http://www.southcentre.org>**

ISSN 1819-6926