

Rééquilibrage de la demande mondiale

P. Butzen
W. Melyn
W. Vandevyvere

Introduction

À la fin de 2008, la plupart des pays avancés se sont enlisés dans une profonde récession suite à l'aggravation de la crise financière. Par le tarissement des flux de capitaux et l'effondrement du commerce international les économies émergentes ont aussi été touchées. Ces évolutions ont entraîné, pour la première fois depuis des décennies, une contraction du PIB mondial. Ce recul a constitué une rupture nette avec l'expansion souvent très vive qui avait caractérisé l'économie mondiale au cours des dernières années.

Soutenue par des plans de relance budgétaire de grande envergure et des politiques monétaires très accommodantes, l'économie mondiale s'est peu à peu rétablie. Toutefois, le délai dans lequel celle-ci renouera avec un rythme de croissance comparable à celui observé avant la crise, voire le retour à un tel rythme, est très incertain, d'autant que son dynamisme s'appuyait dans une large mesure sur des distorsions macroéconomiques dans bon nombre de pays. Ainsi, certaines économies occidentales ont été confrontées à un crédit en croissance rapide, à des bulles des prix des actifs et à des taux d'épargne exceptionnellement faibles; plusieurs pays émergents ont été caractérisés par des prix relatifs biaisés, des marchés financiers peu développés et des niveaux d'épargne excessifs. La conséquence la plus visible de ces déséquilibres a été l'augmentation des excédents et des déficits des soldes courants de balance des paiements. Durant plusieurs années, de nombreux observateurs ont insisté sur le fait que cette situation n'était pas soutenable. De plus il est généralement admis que ces déséquilibres ont contribué au déclenchement de la crise financière.

Récemment, des glissements ont été observés en ce qui concerne la demande mondiale: certains pays ont été touchés plus durement par la crise financière, certaines administrations publiques disposaient de marges budgétaires élargies pour mener une politique de relance. Ces glissements ont conduit à une correction partielle du déséquilibre extérieur. Une reprise vigoureuse et durable de l'économie mondiale nécessite toutefois une croissance fondamentalement plus équilibrée de la demande mondiale, en recourant à l'élimination définitive des distorsions inhérentes au modèle de croissance nationale. La tâche n'est pas aisée et requiert une approche coordonnée au niveau mondial, impliquant l'ensemble des régions. L'engagement résolu pris par les dirigeants du G20 lors du sommet de Pittsburgh à la fin de septembre 2009 est source d'espoir. Il a été convenu dans le « Framework for strong, sustainable and balanced growth » que les pays présentant un déficit courant œuvreraient au soutien de l'épargne privée et s'engageraient dans une trajectoire de consolidation budgétaire. Il en résulte que ces pays, en particulier les États-Unis, cesseront pendant de nombreuses années d'être les consommateurs mondiaux en dernier ressort. Il revient par conséquent aux pays présentant un excédent, surtout les pays asiatiques, de tirer la demande mondiale. À cette fin, les « sources internes de croissance » doivent être renforcées, entre autres par le biais d'une politique freinant l'épargne privée et favorisant un glissement de l'industrie exportatrice vers les secteurs des services. Bien que plusieurs pays aient déjà pris une série de mesures allant dans le bon sens, un rééquilibrage de la demande mondiale nécessitera encore de profondes réformes structurelles dans bon nombre de domaines et de régions. La recherche d'un nouvel équilibre mondial s'annonce comme un long processus qui pourrait temporairement affaiblir la croissance économique. Elle sera

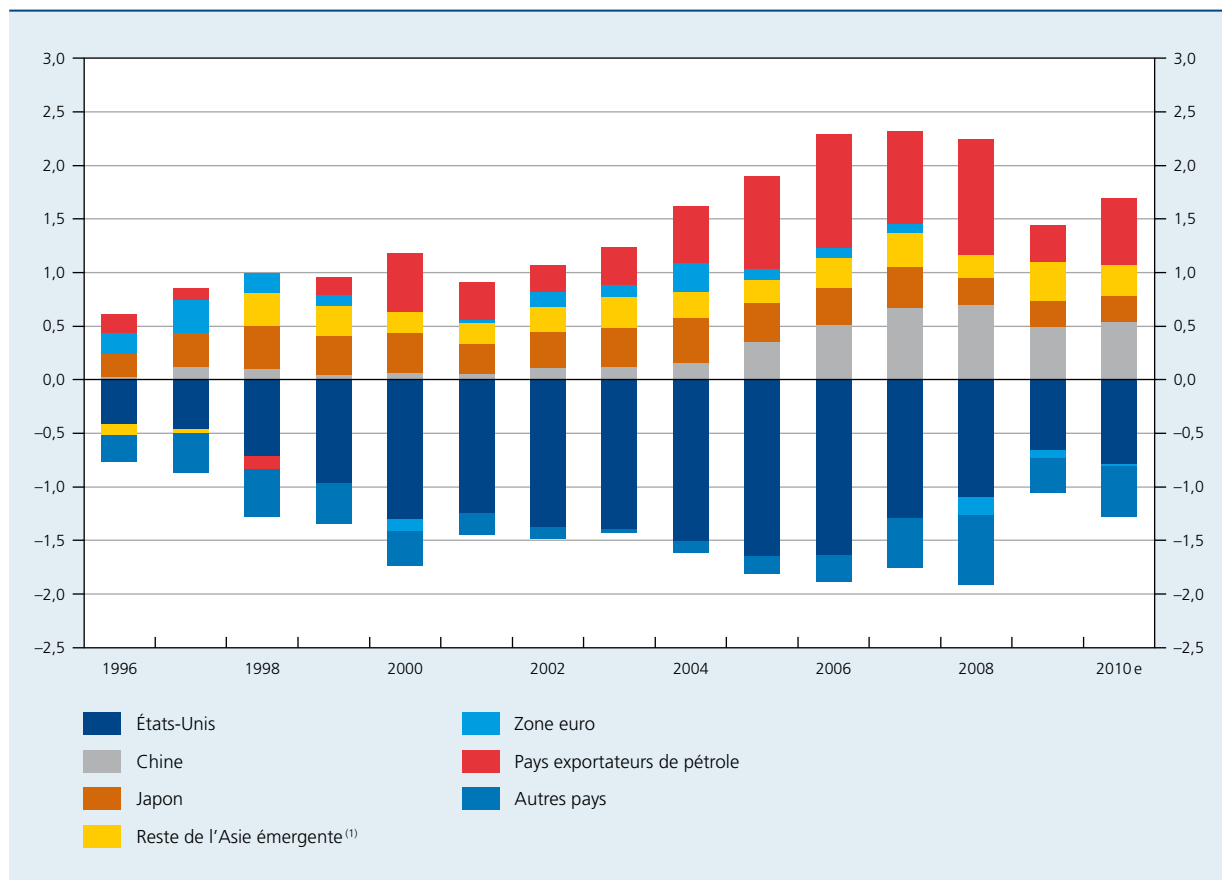
au centre des débats dans les forums internationaux ces prochaines années.

Le présent article se structure comme suit. Le premier chapitre traite de l'évolution des distorsions dans plusieurs régions et pays importants depuis le milieu des années 1990. En effet, les déséquilibres extérieurs étaient symptomatiques de distorsions intérieures sous-jacentes. Les soldes courants sont dès lors analysés en prenant en compte les décisions d'épargne et d'investissement des particuliers, des entreprises et des administrations publiques. Les engagements pris au sommet du G20 à Pittsburgh sont présentés dans le chapitre deux. Le chapitre trois aborde les implications concrètes pour les pays présentant un déficit ou un excédent. Enfin, le chapitre quatre examine dans quelle mesure la reprise de l'économie mondiale est « forte, durable et équilibrée », pour reprendre les termes du G20.

1. Évolution des déséquilibres mondiaux

Les déséquilibres mondiaux affectant le compte courant des balances des paiements se sont amplifiés de manière quasiment ininterrompue à partir de la seconde moitié des années 1990 et jusqu'en 2008. Parmi les pays en déficit, ce sont principalement les États-Unis qui ont contribué à ce phénomène, et ont fait office de « consommateurs en dernier ressort ». Parmi les pays en surplus se trouvent les pays asiatiques émergents en forte croissance, en particulier la Chine, mais aussi le Japon et les pays exportateurs de pétrole. L'évolution des soldes courants durant cette période s'explique par une multitude de facteurs, dont le niveau faible et décroissant du taux d'épargne aux États-Unis, le niveau élevé et croissant du taux d'épargne en Chine et le renchérissement du pétrole.

GRAPHIQUE 1 SOLDES COURANTS DES PRINCIPAUX PAYS ET ZONES ÉCONOMIQUES
(pourcentages du PIB mondial)



Source : FMI.

(1) Hong-Kong, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande, Taïwan.

Les déséquilibres courants ne constituent pas en soi une source d'inquiétude. Ainsi, un pays bénéficiant d'opportunités d'investissement rémunératrices pourrait bénéficier du recours à l'épargne étrangère comme source de financement. Les déséquilibres peuvent toutefois s'avérer problématiques s'ils reflètent des distorsions intérieures sous-jacentes. Ces dernières ont pu prendre la forme de bulles des prix des actifs aux États-Unis – amenant les ménages américains à surestimer leur patrimoine et augmentant à tort leur consommation – ou d'insuffisances en matière de sécurité sociale en Chine, incitant les ménages chinois à accroître considérablement leur épargne de précaution.

Il est généralement admis que les déséquilibres intérieurs et extérieurs ont aussi contribué au déclenchement de la crise financière. Le statut de monnaie de réserve internationale du dollar a assurément permis aux États-Unis d'attirer aisément des investisseurs étrangers afin de financer leur déficit courant. Ce sont surtout les pays asiatiques qui ont affiché une préférence marquée pour le placement de leurs excédents dans les actifs sans risque que constituent les emprunts publics américains. Ces flux colossaux de capitaux, conjugués à une politique monétaire extrêmement accommodante, se sont traduits aux États-Unis par des liquidités abondantes et des taux d'intérêt très bas, qui ont concouru à faire baisser davantage le taux d'épargne déjà relativement faible des ménages américains. Compte tenu en outre d'une surveillance prudentielle du secteur financier inadéquate, ces développements ont mené à la formation de bulles spéculatives sur les marchés des actifs, à l'apparition de nouveaux produits financiers risqués destinés à obtenir des rendements plus élevés, et en fin de compte à la crise financière.

La situation aux États-Unis, en Chine et dans la zone euro est présentée ci-dessous. Les pays exportateurs de pétrole ne sont pas pris en considération étant donné que l'excédent courant de ces pays est presque exclusivement lié aux fluctuations des prix du pétrole sur les marchés internationaux, plutôt qu'à des facteurs intérieurs. L'évolution du solde du compte courant est étudiée sous l'angle de l'approche de l'épargne et des investissements. Cette optique est en effet la plus appropriée afin d'illustrer le lien entre déséquilibres externes et internes⁽¹⁾.

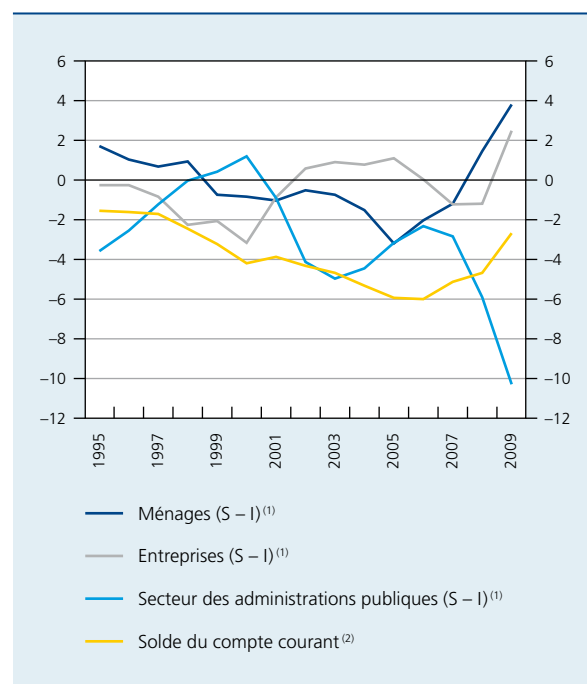
1.1 États-Unis

SOLDE DU COMPTE COURANT ET SOLDE DE L'ÉPARGNE ET DES INVESTISSEMENTS

Le solde courant de la balance des paiements aux États-Unis est passé ces quinze dernières années d'un déficit de moins de 2 p.c. du PIB au milieu des années 1990 à

GRAPHIQUE 2 COMPTE COURANT ET ÉPARGNE NETTE AUX ÉTATS-UNIS

(pourcentages du PIB)



Source : Bureau of Economic Analysis (BEA).

(1) S-I exprime la différence entre l'épargne et les investissements d'un secteur, c'est à dire l'épargne nette.

(2) Pour des raisons statistiques, il existe une certaine disparité entre le solde du compte courant et le solde de financement total.

6 p.c. du PIB en 2006. Durant les trois années suivantes il a diminué de plus de moitié. Il ressort toutefois de chiffres trimestriels qu'il a à nouveau quelque peu progressé depuis la seconde moitié de 2009.

Une forte détérioration de l'épargne nette du secteur privé a été observée pendant la seconde moitié des années 1990, laquelle était imputable à la fois aux ménages qui ont réduit leur épargne et investi davantage en logement, et aux entreprises qui ont accru leurs investissements en se fondant sur les perspectives liées à leur croyance en la « Nouvelle économie »⁽²⁾. Même s'il a concouru à la suppression des « déficits jumeaux », un déficit extérieur allant de pair avec un déficit public, à partir de 1998, l'assainissement des finances publiques au cours de la même période n'a pas pu empêcher une hausse du besoin de financement de l'ensemble de l'économie américaine.

(1) D'un point de vue comptable, le solde du compte courant correspond en effet au solde de l'épargne et des investissements. Cf. l'encadré d'Eugène, B. et W. Melyn (2003). D'autres approches se concentrent sur les échanges commerciaux et les flux de capitaux.

(2) À la fin des années 1990, de nombreux économistes et d'autres observateurs estimaient que l'utilisation de nouvelles technologies de l'information et de communication (TIC) avait accéléré la croissance de l'économie américaine. Il en a résulté une ruée sur les actions d'entreprises « dotcom », une augmentation des investissements des entreprises et une progression des anticipations de revenus des ménages.

Au cours des premières années du nouveau millénaire, le contexte macroéconomique à l'origine de l'augmentation du besoin de financement extérieur des États-Unis a temporairement changé. Le besoin de financement privé a diminué, principalement sous l'effet du fléchissement marqué des investissements des entreprises après l'éclatement de la bulle « dotcom ». En revanche, la capacité de financement des administrations publiques s'est muée en un besoin en raison de réductions d'impôt et de l'augmentation des dépenses publiques. Les déficits jumeaux sont dès lors réapparus.

Durant la période 2004-2006, une nouvelle détérioration limitée de l'épargne nette privée a été observée en raison du regain des investissements en logement et des investissements des entreprises, ainsi que du nouveau recul du taux d'épargne des ménages. Le besoin de financement des administrations publiques a, en revanche, baissé ; il a notamment bénéficié de l'augmentation des recettes découlant d'une conjoncture favorable.

À partir de 2007, le déficit du compte courant de la balance des paiements a commencé à se réduire pour revenir à 2,4 p.c. du PIB mi-2009. Ce recul a reflété une nette amélioration de l'épargne nette privée. En raison de la crise, les ménages et les entreprises ont en effet limité leurs investissements, et les ménages ont augmenté leur épargne afin de reconstituer leur patrimoine. L'amélioration du solde du secteur privé a compensé le net élargissement du besoin de financement des administrations publiques résultant de la crise économique et financière.

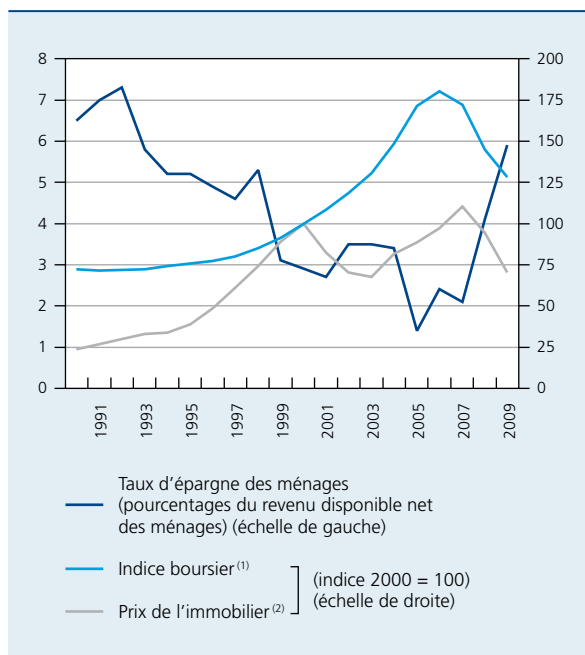
Dès la seconde moitié de 2009, le déficit courant a augmenté à nouveau : l'amélioration des finances publiques n'a pas suffi à compenser la détérioration du solde de l'épargne et des investissements privés due principalement à la baisse de l'épargne des ménages.

ÉVOLUTION DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

La dégradation de l'épargne nette des ménages, en particulier le recul de leur taux d'épargne, a largement contribué à la détérioration du déséquilibre extérieur des États-Unis examiné ci-dessus. Le taux d'épargne des ménages est passé d'un peu plus de 7 p.c. de leur revenu disponible net au début des années 1990 à 1,4 p.c. en 2005. Plusieurs facteurs explicatifs sont invoqués dans la littérature, notamment l'augmentation du patrimoine net des ménages, l'accès facilité au crédit, la faiblesse des taux d'intérêt réels et une croissance anticipée de revenus.

Le patrimoine net des ménages s'est vivement accru, passant de quelque 490 p.c. de leur revenu disponible

GRAPHIQUE 3 PRIX DES ACTIFS ET TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES AUX ÉTATS-UNIS



Sources : BEA, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream.

(1) Indice Wilshire 5000.

(2) Indice des prix national Case-Shiller.

net au milieu des années 1990 à 631 p.c. en 2006. Cette croissance résulte de la forte augmentation de la valeur de leurs actifs, qui s'est avérée démesurée après coup. Les cours boursiers se sont dans un premier temps nettement appréciés et les prix de l'immobilier se sont ensuite considérablement affermis. Compte tenu de la nette progression de leur patrimoine, les ménages américains ont moins ressenti la nécessité d'épargner. Au cours de la crise financière, entre fin 2007 et début 2009, ce patrimoine net s'est contracté de 25 p.c. suite à la sévère correction à la baisse des prix de l'immobilier et des cours boursiers. À partir du deuxième trimestre de 2009, le patrimoine net est reparti à la hausse, essentiellement grâce à un redressement progressif de la bourse. Début 2010, il présentait toutefois encore une moins-value d'environ 17 p.c. par rapport au niveau d'avant la crise.

Les diverses innovations sur les marchés financiers qui ont permis aux ménages d'accéder plus facilement au crédit constituent un deuxième facteur qui a pesé sur le taux d'épargne. Figurent parmi ces innovations la libéralisation du marché des prêts hypothécaires et l'utilisation croissante de cartes de crédit, qui ont induit un assouplissement excessif des conditions d'octroi des crédits (p.ex. les *subprimes*). Le rapport entre l'endettement des ménages et leur revenu disponible net est passé d'environ 90 p.c. au milieu des années 1990 à quelque 135 p.c. en 2007,

essentiellement en raison de l'augmentation du volume de crédits hypothécaires. Ce ratio s'est légèrement réduit sous l'effet de la crise, même s'il est demeuré élevé, affichant environ 126 p.c. au début de 2010, si bien que la plupart des observateurs jugent souhaitable la poursuite de la réduction du taux d'endettement des ménages américains.

Une montée des anticipations de revenus suite à la croissance plus soutenue de la productivité outre-Atlantique entre le milieu des années 1990 et le milieu des années 2000 (« Nouvelle économie ») peut également avoir influencé l'épargne des ménages. D'après la théorie du revenu permanent, la consommation des ménages est en effet déterminée non seulement par les revenus actuels mais également par les revenus attendus futurs.

Un dernier facteur souvent invoqué pour expliquer la tendance baissière affichée par le taux d'épargne est la baisse des taux d'intérêt réels vers des niveaux historiquement bas. Un certain nombre de développements ont joué un rôle à cet égard. D'une part, les taux d'intérêt ont été mis sous pression par le surplus d'épargne considérable qui s'était constitué dans les économies émergentes d'Asie depuis la crise de 1997-1998 ainsi que dans les pays exportateurs de pétrole depuis l'envol des prix du pétrole. Ce *savings glut*, tel qu'il a été formulé par le président de la Réserve fédérale Bernanke, a pour l'essentiel été placé dans des obligations d'État américaines. D'autre part, après l'explosion de la bulle des marchés boursiers en 2000-2001, la politique de taux d'intérêt de la Réserve fédérale est restée accommodante de manière durable, car la crédibilité de cette politique et les importations peu onéreuses en provenance d'Asie ont exercé un effet

modérateur sur les prix à la consommation. Découragés par la faiblesse des taux d'intérêt, les ménages se sont détournés de l'épargne, préférant investir ou consommer.

LES DÉPENSES DE CONSOMMATION PRIVÉE EN TANT QUE MOTEUR DE LA CROISSANCE

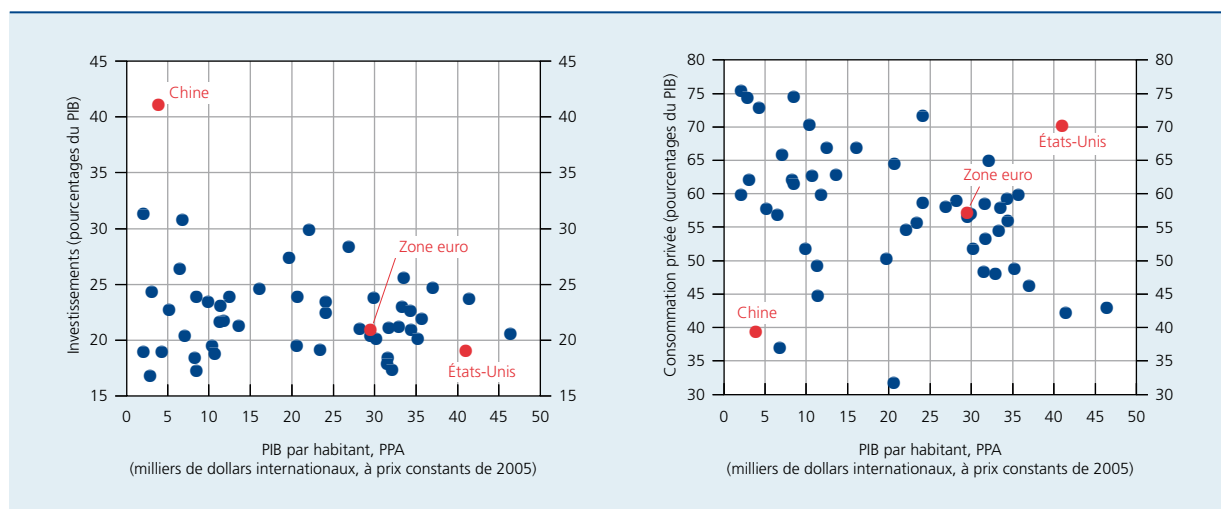
La baisse du taux d'épargne des ménages se reflète dans le dynamisme de leur consommation. Au cours des deux dernières décennies, les dépenses de consommation privée ont apporté une plus grande contribution à la croissance du PIB que dans le passé, contribution évaluée à plus de 80 p.c. en moyenne dans les années 2000. La contribution des autres composantes était nettement plus modeste. Une comparaison internationale de la part des dépenses de consommation privée dans le PIB fait également apparaître l'importance relative de cette catégorie de dépenses aux États-Unis par rapport à la plupart des autres économies avancées. De plus, l'écart vis-à-vis des autres pays s'est progressivement creusé au cours des vingt dernières années en raison de l'augmentation de la part relative de cette catégorie de dépenses aux États-Unis et de sa stabilisation, voire de son recul, dans la plupart des autres pays.

1.2 Chine

SOLDE DU COMPTE COURANT ET SOLDE DE L'ÉPARGNE ET DES INVESTISSEMENTS

Le solde du compte courant de la balance des paiements de la Chine a progressé, passant de 1,7 p.c. du PIB en 2000 à un sommet de 11 p.c. en 2007, avant de se

GRAPHIQUE 4 CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES ET ÉMERGENTES (2000-2008)



Source : Banque Mondiale (World Development Indicators).

réduire quelque peu en 2008. L'excédent substantiel du compte courant observé depuis le milieu des années 2000 traduit un surplus d'épargne par rapport aux investissements. Pour autant, ceci ne signifie en aucune manière que le niveau des investissements soit faible, bien au contraire. Dans une perspective internationale, les investissements chinois s'avèrent être singulièrement élevés. L'accumulation de capital exceptionnellement rapide s'est amorcée dès la fin des années 1990. Depuis lors, la formation brute de capital fixe a progressé en moyenne plus rapidement que la croissance économique, si bien que sa part dans le PIB est passée de 33 p.c. en 1995 à 42 p.c. en 2008, soit le double du niveau moyen enregistré dans les autres pays. De plus, l'épargne domestique suffit largement à financer les investissements, par opposition à l'Inde par exemple, pays également caractérisé par un taux d'investissement relativement élevé mais contraint de recourir à des capitaux étrangers. De ce fait, la Chine affiche un excédent courant considérable, tandis que l'Inde présente un déficit. De plus, le taux d'épargne national a augmenté plus rapidement que le taux d'investissement, passant de 36,7 p.c. du PIB en 1995 à près de 50 p.c. du PIB en 2007. Tant les entreprises que les administrations publiques et les ménages ont contribué à la hausse du taux d'épargne.

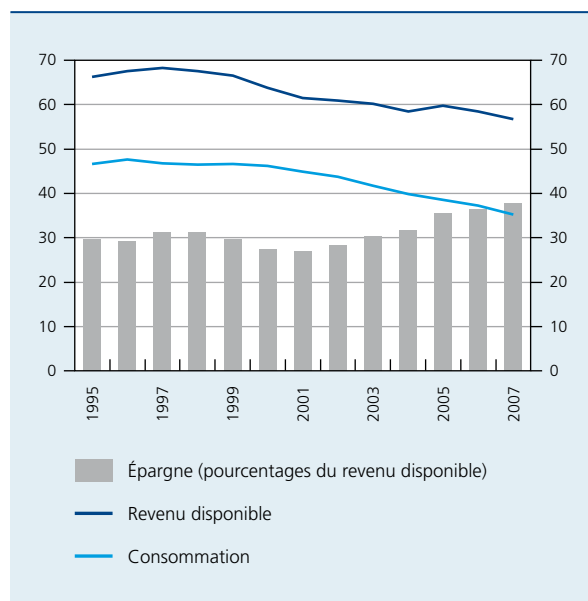
ÉPARGNE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES

Entre 1995 et 2007, l'épargne des entreprises a crû de 2,6 points de pourcentage du PIB. Bénéficiant initialement de coûts de production particulièrement faibles et d'un environnement concurrentiel limité, la Chine a fortement gagné des parts de marché. Ses entreprises, y compris un grand nombre d'entreprises du secteur public, ont ainsi pu dégager de gros profits. Menant par ailleurs une stratégie de versement de faibles dividendes, elles ont contribué à l'augmentation du taux d'épargne national. En raison de la rapidité de la croissance économique et de l'élargissement du marché à l'exportation, particulièrement suite à l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001, il est peu surprenant que la plupart des entreprises d'État aient choisi d'investir leurs bénéfices dans des extensions de capacités. Les investissements des entreprises ont même progressé davantage que leur épargne.

La part des ménages dans le taux d'épargne national ne s'est accrue que de 0,9 point de pourcentage du PIB au cours de la même période 1995-2007. Cette évolution résulte de deux mouvements qui se compensent, à savoir d'une part, une hausse du taux d'épargne des ménages par rapport à leur revenu disponible et, d'autre part, une part décroissante de leur revenu dans le revenu national : après être demeuré stable entre 1995 et 2001, le taux d'épargne des ménages chinois en termes de revenu

GRAPHIQUE 5 REVENU DISPONIBLE, ÉPARGNE ET CONSOMMATION DES MÉNAGES EN CHINE

(données annuelles, pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : CEIC, FMI.

disponible a progressivement augmenté pour s'établir à 38 p.c. en 2007, tandis que la part de ce dernier dans le PIB, fléchissait de 66,6 p.c. en 2001 à 57 p.c. en 2007.

La hausse relativement récente de la propension des ménages chinois à épargner – proportionnellement à leur revenu disponible – tiendrait à des facteurs démographiques, conformément à la théorie du cycle de vie : la consommation est répartie tout au long de la vie, tandis que les revenus sont concentrés durant la vie active. Aussi, un individu a tendance à désépargner quand il est jeune, puis à se constituer un capital en épargnant davantage pendant sa vie active, dans lequel il pourra puiser une fois pensionné. Le gonflement de la part de la population en âge de travailler dans la population totale au cours des dernières décennies en Chine pourrait dès lors expliquer la hausse du taux d'épargne des ménages. De plus, d'après cette même théorie, le taux d'épargne progresse plus rapidement lorsque les revenus augmentent particulièrement vite. C'est le cas des pays présentant un niveau de vie modeste qui, à l'instar de la Chine, se trouvent dans les premiers stades de leur processus de rattrapage. Une telle croissance des revenus pourrait en effet surtout bénéficier aux personnes appartenant à la tranche d'âge des actifs se constituant une épargne. Le comportement des ménages chinois en matière d'épargne peut également s'expliquer par l'érosion du filet de sécurité sociale, en particulier par la disparition du « bol de riz en fer » de

l'État, consistant à prendre le citoyen en charge du berceau à la tombe. Cette évolution a entraîné une hausse de l'épargne de précaution destinée à couvrir les risques et les coûts liés à la santé, la pension et à l'enseignement. Enfin, le sous-développement financier intervient également étant donné que les ménages obtiennent difficilement des emprunts.

LES INVESTISSEMENTS ET LES EXPORTATIONS ONT FAVORISÉ LA CROISSANCE

La part de la consommation privée dans le PIB a été influencée à la baisse par la plus grande propension à épargner des ménages, mais aussi par la contraction de la part du revenu disponible des ménages dans le revenu national. Cette modification dans la répartition nationale des revenus est la conséquence directe de la promotion d'un modèle de croissance axé sur les investissements et les exportations, favorable aux grandes entreprises intensives en capital de l'industrie manufacturière privilégiées par l'État, mais défavorable aux entreprises actives dans les secteurs mobilisant une main-d'œuvre abondante, telles que les PME dans le secteur des services. Contrairement à ces dernières entreprises, qui ne disposaient que d'un accès limité au financement externe et dès lors contraintes de constituer des réserves substantielles afin de réaliser leurs projets d'investissement, les grandes entreprises publiques industrielles orientées vers l'exportation ont pu facilement contracter des emprunts bon marché auprès des banques d'État. Grâce notamment à un approvisionnement en énergie subventionné, ces entreprises ont pu en outre réduire davantage leurs coûts de production. La suppression de millions d'emplois dans le secteur agricole intensif en main-d'œuvre a de plus entraîné une offre excédentaire de main-d'œuvre. Elle a affaibli la position des travailleurs lors des négociations salariales collectives, déjà fragilisée par le contrôle étatique sur le syndicat. Il est possible que cela ait empêché les salaires d'augmenter au même rythme que les gains de productivité, surtout au niveau des tranches inférieures de la répartition des revenus. Le recul de la part du revenu des ménages dans le revenu national n'est toutefois pas seulement dû à l'évolution des revenus du travail mais aussi à la faiblesse des revenus de l'épargne, notamment en raison de la faible rémunération des dépôts.

Bien que la Chine emprunte une dynamique de croissance tirée par les exportations, la contribution directe des exportations nettes à la croissance économique n'a atteint en moyenne que 1,1 point de pourcentage par an entre 2000 et 2008. La contribution des exportations à la croissance est toutefois beaucoup plus importante que ne le donnent à penser les chiffres concernant les exportations nettes dans les comptes nationaux. Les

exportations nettes constituent ici un indicateur trompeur dans la mesure où elles sont égales aux exportations diminuées de toutes les importations, alors que le solde des exportations diminué des importations liées aux exportations donnerait une meilleure image de la dépendance vis-à-vis des exportations. En outre, la dépendance de la Chine vis-à-vis des exportations est en réalité plus importante encore étant donné qu'une grande partie des investissements ont eu lieu dans les secteurs tournés vers l'exportation. Si on prend ce dernier élément en compte, la dépendance vis-à-vis des exportations de la Chine passe de 27 à 42 p.c. du PIB en 2008. Ce phénomène s'observe d'ailleurs partout en Asie: la dépendance vis-à-vis des exportations progresse en moyenne de 10 points de pourcentage lorsqu'on prend en compte les investissements liés aux exportations.

En résumé, le secteur des entreprises intensives en capital et orientées vers l'exportation a dominé le revenu, l'épargne et l'investissement nationaux, ce qui a contribué à créer un cercle vicieux: les autorités ont cherché à accroître les exportations afin d'absorber l'augmentation des capacités en adoptant des mesures de type mercantiliste. Le choix d'une croissance intensive en capital plutôt qu'en main-d'œuvre a conduit à une part sans cesse croissante des entreprises dans le revenu national. Les ménages chinois ont également été contraints de «subventionner» les investissements en infrastructures et dans l'industrie au travers d'un faible taux d'intérêt sur les dépôts. Cela ne signifie toutefois pas que les ménages chinois se soient appauvris. Ils se sont au contraire enrichis, mais à un rythme nettement moindre que celui du pays dans son ensemble, entraînant un recul de leur part dans le revenu national.

On a en d'autres termes assisté à un gigantesque transfert de richesses du consommateur vers le producteur, ce qui a empêché la consommation privée chinoise d'évoluer proportionnellement à celle du PIB. La part de la consommation privée dans le PIB a ainsi fortement reculé de 46 p.c. en 2000 à seulement 36 p.c. en 2007, contre 70 à 80 p.c. dans nombre d'économies avancées et 50 à 60 p.c. dans la plupart des pays asiatiques; en 1985, elle s'établissait encore à 52 p.c. Un rééquilibrage de l'économie chinoise ne se produira pas tant par la poursuite de l'objectif d'une croissance de la consommation que par une expansion de la part de la consommation privée dans le PIB. Afin d'amorcer ce rééquilibrage, la consommation privée doit donc se renforcer à un rythme sensiblement plus rapide que le PIB: pour atteindre une part de la consommation privée égale à 40 p.c. du PIB dans les cinq prochaines années (ce qui constitue pourtant une proportion exceptionnellement faible), une croissance économique annuelle moyenne de 8 p.c. exigerait une progression

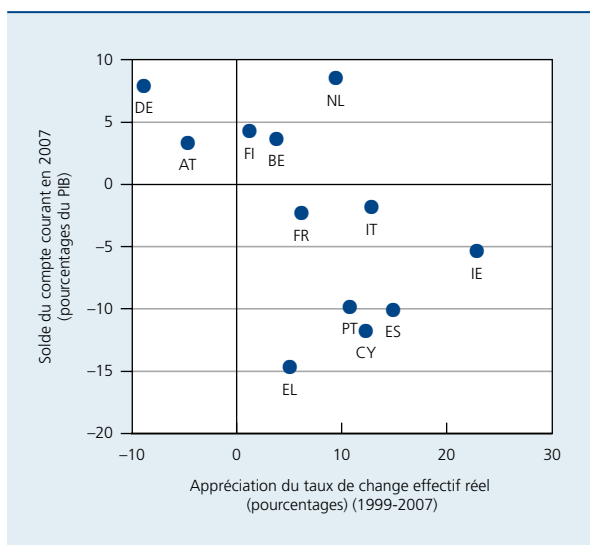
annuelle de la consommation de 11 p.c. Obtenir un tel résultat nécessite une importante réorientation du modèle de croissance chinois, ce qui prendra du temps.

1.3 Zone euro

Le quasi-équilibre du solde du compte courant de la zone euro masque d'importantes disparités entre les États membres. Au cours de la dernière décennie, l'Allemagne, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande ont constitué des excédents, alors que la Grèce, l'Espagne, le Portugal et Chypre ont accumulé de lourds déficits. Les différences tiennent essentiellement au fait que la position concurrentielle et la demande intérieure de ces pays ont évolué différemment.

D'abord, des mouvements contraires de gain ou de perte de compétitivité se sont traduits respectivement par une amélioration ou par une détérioration du solde de la balance commerciale et, partant, du compte courant. Grâce à une modération salariale et à des gains de productivité, des pays tels que l'Allemagne et l'Autriche ont amélioré leur compétitivité, alors que d'autres ont vu la leur se détériorer. En Espagne et en Italie, entre autres, un manque d'ajustement des salaires à la baisse des gains de productivité a entraîné une détérioration de la compétitivité-prix; en Grèce, d'autres facteurs ont également joué un rôle, tels que la composition de l'ensemble des produits exportés ou leur orientation géographique.

GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DE LA COMPÉTITIVITÉ ET SOLDE DU COMPTE COURANT



Source : CE.

Ensuite, des dynamiques de croissance internes opposées ont contribué à l'évolution contrastée des soldes des comptes courants. Alors que la demande intérieure a été relativement atone dans les pays en excédent, une forte demande intérieure dans les pays en déficit, notamment en Irlande, en Grèce et en Espagne, a contribué au dynamisme de la croissance, supérieure à la moyenne de la zone euro. Certains pays en déficit ont en effet fortement profité de la convergence des taux d'intérêt qui a accompagné l'unification monétaire. Le niveau relativement faible des taux d'intérêt (comparativement à la période antérieure) a cependant donné lieu à une croissance excessive des crédits, en particulier des crédits hypothécaires, qui a nourri à son tour une bulle sur le marché immobilier, principalement en Irlande et en Espagne. En dépit du lourd endettement privé qui en a résulté (en Espagne, en Grèce et en Irlande, l'octroi de crédits aux ménages a augmenté en moyenne de respectivement 19, 26 et 24 p.c. par an entre 2003 et 2007), les effets de richesse, associés à d'importantes hausses des salaires, ont donné lieu à une demande intérieure vigoureuse et, par conséquent, à une importante demande de produits importés, qui s'est traduite dans plusieurs États membres par des déficits considérables du solde du compte courant.

Enfin, le laxisme de la politique budgétaire a accéléré la formation de déficits dans certains pays de la zone euro. Particulièrement au Portugal et en Grèce, une politique budgétaire extrêmement expansionniste a occasionné l'émergence d'un problème de « déficits jumeaux ». Depuis 1999, l'Espagne et l'Irlande présentaient en moyenne des finances publiques globalement saines, mais cette situation s'est abruptement inversée à la suite de la crise.

Quant à l'Allemagne, elle est non seulement la plus grande économie de la zone euro, mais aussi un des pays du monde ayant accumulé les plus importants excédents. Le solde positif du compte courant de la balance des paiements enregistré au cours de la décennie passée s'explique par une forte compétitivité et une faiblesse structurelle de la consommation privée durant plusieurs années.

Au début des années nonante, l'unification allemande a fortement stimulé l'activité économique. Elle a cependant donné lieu à une surchauffe de l'économie et à une perte de la compétitivité. L'unification a également lourdement grevé les finances publiques, ce qui s'est traduit par un accroissement de la pression fiscale et une hausse des cotisations sociales. De même, le secteur de la construction, qui avait constitué des surcapacités au début des années nonante, a été marqué par une récession durant plus de dix ans. Ces chocs se sont encore longtemps fait sentir, le marché du travail a essuyé de lourds revers et l'emploi a

stagné durant de nombreuses années, ce qui explique la faiblesse de la consommation. À l'inverse d'autres pays de la zone euro, l'Allemagne a en outre enregistré une progression du taux d'épargne des ménages dès l'année 2000, constituée notamment à des fins de précaution en réponse à la réforme du régime des pensions.

Depuis le passage à l'an 2000, la modération salariale améliore à nouveau la compétitivité, de sorte que l'Allemagne a augmenté ses parts de marché, notamment dans les économies émergentes, dans les pays exportateurs de pétrole et en Europe de l'Est, où la demande de biens d'investissement allemands a connu un boom.

2. Nécessité d'une coordination internationale face aux déséquilibres mondiaux

Dans le contexte de l'augmentation quasiment ininterrompue des déséquilibres mondiaux depuis la seconde moitié des années 1990, un consensus s'est dégagé vers 2005 sur la nécessité de procéder à des ajustements coordonnés de politiques dans les principales économies afin de réduire ces déséquilibres de façon harmonieuse. Une des préoccupations portait sur le fait que l'endettement externe des États-Unis allait inciter les investisseurs à retirer leur confiance dans le dollar, lequel s'effondrerait. Le FMI a dès lors pris en 2006 l'initiative de lancer des consultations multilatérales (*Multilateral Consultation on Global Imbalances*) entre l'Arabie saoudite, la Chine, les États-Unis, le Japon et la zone euro. En avril 2007, un accord a été conclu sur une série de (ré)orientations nécessaires des politiques⁽¹⁾. Celles-ci incluaient notamment un accroissement de l'épargne aux États-Unis, des mesures favorables à la croissance en Europe, des réformes visant à stimuler la demande intérieure dans les pays émergents d'Asie et une plus grande flexibilité des cours de change dans plusieurs pays confrontés à un excédent du compte courant de la balance des paiements. Toutefois, la majeure partie de cet accord n'a pas été mise en œuvre.

La crise financière a une nouvelle fois démontré l'importance d'une coordination internationale des politiques. Plus particulièrement, le G20⁽²⁾ (qui a succédé au G7) a joué un rôle dans la coordination de mesures visant à lutter contre la crise. Fort du succès de cette approche, le G20 a présidé à la préparation de la réponse internationale face aux défis du XXI^e siècle dans plusieurs domaines spécifiques, comme l'énergie, les changements climatiques, la réglementation financière et la croissance économique. Dans ce dernier domaine, la collaboration a été formalisée lors du sommet de Pittsburgh en septembre

2009 dans le «Framework for strong, sustainable and balanced growth»⁽³⁾. Son objectif est de définir les grandes lignes d'une stratégie cohérente à moyen terme permettant d'aboutir à une croissance forte, durable et équilibrée et d'éviter de futures crises. «Durable» signifie que la croissance doit être compatible avec des finances publiques saines, une stabilité financière et des prix, ainsi qu'une série d'objectifs sociaux et environnementaux. «Équilibrée» signifie que la dynamique économique mondiale est soutenue par tous les pays du G20 et toutes les régions du monde.

Les recommandations initiales du Cadre étaient, dans une large mesure, conformes à celles des *Multilateral Consultation on Global Imbalances*. Il a d'abord été convenu que les membres du G20 présentant des déficits courants structurels prendraient des mesures visant à augmenter l'épargne dans le secteur privé, renforceraient leurs secteurs exportateurs et entameraient une consolidation budgétaire. Par ailleurs, les membres du G20 présentant un excédent structurel adopteraient des mesures en vue de stimuler les sources internes de croissance. Selon le contexte national, ceci impliquera notamment une hausse des investissements, une réduction progressive des distorsions observées sur les marchés financiers, un accroissement de la productivité dans le secteur des services, une amélioration du système de sécurité sociale et, plus généralement, une suppression des facteurs comprimant les dépenses.

Il a aussi été convenu que les membres du G20 partageraient leurs plans et leurs projections de politique ainsi que leurs perspectives de croissance dans le cadre d'une procédure d'évaluation mutuelle (*Mutual Assessment Process*) et examineraient si ceux-ci sont conformes à l'objectif d'ensemble d'une croissance forte, durable et équilibrée. À la fin de janvier 2010, chaque membre du G20 a présenté un plan de politique nationale et des perspectives de croissance à moyen terme (pour les trois à cinq prochaines années), à partir desquels le FMI a calculé un scénario de croissance de l'économie mondiale. Ce scénario a été jugé trop optimiste et il a été estimé qu'une série de problèmes structurels étaient toujours insuffisamment abordés. Lors du sommet du G20 qui s'est tenu en juin à Toronto, les pays avancés du G20 se sont ensuite engagées, dans une optique de consolidation budgétaire, à réduire de moitié au moins leur déficit d'ici 2013. Elles commenceront aussi à l'horizon 2016 à

(1) FMI (2007).

(2) Le G20 a été créé en décembre 1999 à Berlin à la suite de la crise asiatique en vue de réunir les pays avancés et émergents importants d'un point de vue systémique afin de discuter de sujets économiques mondiaux. Il réunit l'UE et 19 pays: Afrique du Sud, Allemagne, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, France, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Royaume-Uni, Russie et Turquie.

(3) G20 (2009a).

stabiliser ou à diminuer leur ratio d'endettement. Plusieurs pays émergents ont une nouvelle fois été invités à mener des réformes visant à renforcer la sécurité sociale, à développer leurs marchés financiers et à rendre leurs cours de change plus flexibles.

L'initiative du «Framework» et l'évaluation mutuelle sont d'ores et déjà plus ambitieuses que la consultation multilatérale. Encore faut-il que les pays concernés mettent en œuvre les ajustements suggérés. Compte tenu de l'inévitable pression politique nationale associée à un rééquilibrage intérieur, il n'est pas impossible que certains pays souhaitent reporter la charge de ces ajustements sur d'autres. Ainsi, les pays présentant un déficit pourraient être tentés d'imposer des mesures visant à limiter les importations, telles que des prélèvements à l'importation, ou de procéder à des dévaluations concurrentielles. Les pays affichant une dette publique élevée pourraient être enclins à recourir à l'inflation pour faciliter le processus de désendettement. D'autres voudront à tout prix continuer à stimuler leurs exportations. Le débat international sur la politique de change de certains pays semble loin d'être clos.

3. Rééquilibrage de la demande mondiale et implications politiques

3.1 États-Unis

Conformément aux recommandations formulées lors du sommet du G20 de Pittsburgh, les autorités américaines ont présenté dès l'année passée les lignes directrices d'un rééquilibrage de l'économie américaine. L'«Economic Report of the President», publié au début de cette année, a confirmé cette réorientation et l'a détaillée⁽¹⁾. Concrètement, les responsables politiques souhaitent que la croissance repose à l'avenir davantage sur les exportations et sur les investissements en équipements et logiciels que sur la consommation privée et les investissements en logement. Le rapport comprend une série de propositions afin d'atteindre cet objectif.

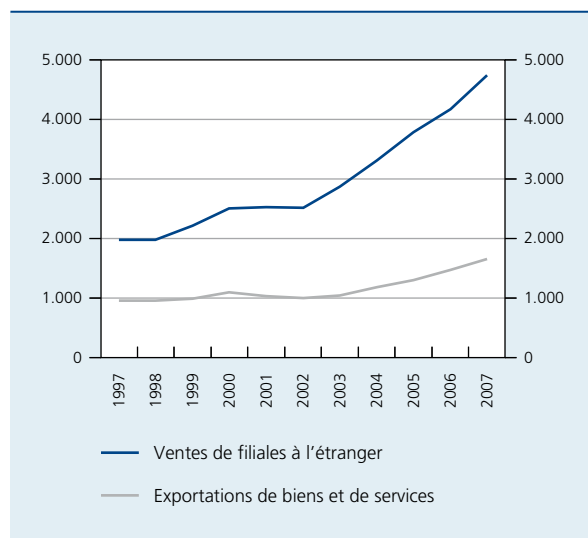
Ainsi, en février 2010, le président Obama a annoncé des mesures ayant pour objectif de doubler en termes nominaux les exportations de biens et de services dans les cinq prochaines années. Le lancement d'une «National Export Initiative» (NEI) revêt à cet égard une importance cruciale. Premièrement, davantage de moyens financiers seront dégagés afin de promouvoir les exportations. Deuxièmement, un «Export Promotion Cabinet» sera

créé. Il se composera de représentants de diverses instances publiques et sera chargé d'élaborer un plan détaillé pour stimuler les exportations. Enfin, une plus grande attention sera accordée à la suppression des barrières commerciales dans le but d'ouvrir des marchés étrangers aux entreprises américaines. La réinstauration du «President's Export Council» est une autre initiative devant soutenir les exportations. Celui-ci réunit des chefs d'entreprise et des représentants syndicaux et a pour mission de prodiguer des conseils aux autorités en vue de promouvoir les exportations.

La plupart des observateurs pensent que ces mesures seront insuffisantes. Il ressort de données historiques couvrant la période 1970-1995 que la valeur des exportations n'a pu être doublée en cinq ans que durant certaines périodes des années 1970 de forte inflation. Des études ont montré qu'une croissance soutenue des principaux partenaires commerciaux est indispensable et qu'une forte dépréciation du dollar peut aussi contribuer à la réalisation de l'objectif.

En outre, il ne faut pas perdre de vue que les entreprises américaines ont été les premières à délocaliser leur production. Ce phénomène peut notamment être imputable au taux relativement élevé de l'impôt des sociétés aux États-Unis. Le taux d'imposition s'élevait à 39 p.c. aux États-Unis en 2009, contre une moyenne de 25,9 p.c. dans la zone euro, par exemple. Un grand nombre de produits sont conçus aux États-Unis et fabriqués à l'étranger.

GRAPHIQUE 7 VENTES DE FILIALES D'ENTREPRISES AMÉRICAINES À L'ÉTRANGER ET EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES DES ÉTATS-UNIS
(milliards de dollars des États-Unis)



Source : BEA.

(1) Council of Economic Advisors (2010).

La délocalisation a dès lors entraîné une érosion de l'appareil de production industriel et affecté la capacité d'exportation. Bien que ce phénomène soit également visible dans d'autres pays avancés, il semble avoir un impact plus marqué aux États-Unis. Des chiffres du BEA montrent que l'importance des ventes réalisées par des filiales d'entreprises américaines à l'étranger a fortement augmenté depuis le début des années 1990, si bien qu'en 2007, celles-ci étaient trois fois supérieures aux exportations de biens et de services des États-Unis. Cette proportion est plus élevée que dans la plupart des autres pays avancés.

Le *Economic Report of the President* souligne aussi l'importance de l'innovation afin de soutenir l'activité économique et l'emploi. Entre autres mesures prises à cette fin, les ressources de plusieurs institutions publiques promouvant la recherche et le développement seront augmentées et un crédit d'impôt destiné à stimuler l'innovation sera rendu permanent.

Le rapport estime également que la mise en place d'une nouvelle réglementation plus stricte du secteur financier constitue un élément crucial pour parvenir à un rééquilibrage interne de la croissance économique. L'objectif est d'éviter de retomber dans les excès du passé – la politique d'octroi de crédits trop souple par exemple – et de prévenir une nouvelle crise financière. Le président Obama a signé en juillet un plan de réforme financière (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) comportant un train de mesures qui doivent à présent être précisées par les autorités de régulation. Les dispositions principales portent sur la constitution d'une agence chargée de la protection des consommateurs dans le secteur financier, l'habilitation des autorités de régulation à démanteler les institutions financières qui manquent à leurs obligations et à répercuter une part plus importante des coûts sur les concurrents toujours en place, l'instauration d'une réglementation plus stricte pour le marché des produits dérivés, le renforcement des exigences de fonds propres et la limitation de l'activité pour compte propre autorisée aux établissements financiers (la règle dite de Volcker).

S'agissant d'une autre recommandation du G20, à savoir l'assainissement des finances publiques, la présente revue consacre un article aux stratégies de sortie. Peu de mesures concrètes ont, pour l'heure, été approuvées par le Congrès, mais le président a déjà formulé plusieurs propositions qui indiquent la voie qu'il entend suivre. Au début de février 2010, l'administration Obama a dévoilé son orientation en matière de finances publiques à l'horizon 2020, concomitamment à la publication du budget fédéral pour l'exercice 2011. Ces prévisions ont été mises à jours à la fin du mois de juillet à l'occasion de la révision de mi-parcours du budget. Le déficit public fédéral

devrait revenir de 10 p.c. du PIB en 2010 à 9,2 p.c. du PIB en 2011. La trajectoire budgétaire des dix années à venir traduit la volonté du gouvernement de ramener le déficit à 3,4 p.c. du PIB en 2018. Le déficit devrait ensuite repartir à la hausse pour s'établir à 3,8 p.c. en 2020 à cause de l'alourdissement des coûts liés au vieillissement de la population. D'après les propositions budgétaires, la dette publique fédérale augmenterait de 53 p.c. du PIB pendant l'exercice 2009 à 77,4 p.c. en 2020. Selon les prévisions du printemps 2010 de l'OCDE, la dette publique totale grimperait, de 83 p.c. du PIB en 2009 à 94,8 p.c. en 2011.

Afin de donner forme à la politique budgétaire, une commission bipartite a en outre été constituée (*National Commission on Fiscal Responsibility and Reform*), laquelle a été chargée de formuler des propositions concrètes d'ici début décembre en vue d'un assainissement encore plus poussé. Cette commission s'est vu confier pour missions principales de ramener le solde primaire à l'équilibre d'ici 2015 et de proposer des mesures supplémentaires afin de garantir la soutenabilité des finances publiques à long terme.

De plus, la règle dite PAYGO a été réintroduite : les nouveaux programmes de dépenses ou les nouvelles réductions d'impôts doivent être compensés par des économies ou des augmentations d'impôts sur d'autres postes. Cette règle contribuera à soutenir les efforts budgétaires nécessaires.

3.2 Chine

Au milieu des années 2000, les autorités chinoises ont également commencé à reconnaître les risques liés au maintien du modèle de croissance qui était alors suivi. Dès 2006, le onzième programme quinquennal a explicitement appelé à une réorientation. Cette prise de conscience transparaît aussi au travers des propos qu'a tenus le premier ministre chinois Wen Jiabao en mars 2007 : il a exprimé la crainte que l'économie chinoise ne souffre de problèmes structurels rendant son développement « instable, déséquilibré, non coordonné et non durable ». Les conséquences mondiales de la crise financière et son incidence sur les débouchés chinois ont renforcé les arguments en faveur d'une orientation de la croissance vers la demande intérieure plutôt que vers les exportations. De plus, les dirigeants chinois ont compris que la stabilité sociale et politique ne pouvait plus être garantie par la stratégie qui a prévalu jusqu'ici. Il importe maintenant de trouver une solution à l'inégalité de revenus de plus en plus criante entre les villes et les régions rurales, les zones côtières et l'hinterland et les personnes peu qualifiées et celles hautement qualifiées. Outre une hausse du poids

relatif de la demande intérieure dans la croissance, une croissance plus équilibrée implique donc aussi une plus grande dispersion géographique de l'activité économique et une répartition plus équitable des revenus. Le nouvel objectif économique consiste à produire pour les Chinois eux-mêmes. Or, pour être en mesure de consommer, les Chinois doivent avant toutes choses disposer d'un pouvoir d'achat suffisant. Des réformes structurelles visant à accroître la part des ménages dans le revenu national, à soutenir les secteurs des services et à développer la sécurité sociale afin de freiner l'épargne de précaution des ménages s'imposent donc. Enfin, la politique de change peut également jouer un rôle de soutien. Même lorsque des réformes considérables sont mises en place – certaines sont déjà en cours –, il se peut que l'effet souhaité sur la part de la consommation dans l'économie demeure limité. Entre temps, les autorités peuvent opter pour des solutions rapides, comme une augmentation immédiate des pensions : le 1^{er} janvier 2010, la Chine a majoré les pensions de base de l'ensemble des travailleurs de quelque 10 p.c. par rapport à 2009 ; il s'agit de la cinquième hausse annuelle consécutive. La série de relèvements des salaires que les autorités ont accordés au printemps de 2010 confirme que la Chine est en train de prendre un virage. Les hausses des salaires s'intègrent totalement dans une transition vers une demande axée sur la consommation qui sera portée par une classe moyenne grandissante.

UNE POLITIQUE DESTINÉE À ACCROÎTRE LE REVENU DES MÉNAGES ET À SOUTENIR LE DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR DES SERVICES

Il est primordial de développer le secteur financier, qui souffre encore de plusieurs défauts. D'une part, le plafond des taux d'intérêt appliqué aux dépôts bancaires engendre des revenus de l'épargne très faibles, voire négatifs en termes réels. D'autre part, le secteur financier transfère surtout du capital vers les entreprises d'État industrielles. Un accès plus facile au crédit pour les PME et les ménages pourrait permettre de stimuler les investissements nécessaires dans le secteur des services et de réduire les besoins d'épargne de précaution, pourvu que ces réformes soient encadrées par une régulation et une surveillance prudentielles.

De plus, une réorientation de la politique budgétaire peut être opportune. Les efforts⁽¹⁾ qu'ont récemment consentis les autorités dans ce domaine afin de relever le revenu des ménages et de réduire les inégalités salariales et, ce faisant, d'accroître la consommation, se sont d'ores et déjà montrés efficaces. Les autorités pourraient maintenir cette dynamique en réduisant encore la pression fiscale sur le travail et la

consommation et en augmentant les transferts vers les personnes à faibles revenus.

Enfin, la transition vers une croissance plus équilibrée, moins dépendante de l'industrie, qui présente une grande intensité en capital, et orientée davantage vers les secteurs à grande intensité en main-d'œuvre est essentielle afin d'augmenter la part des salaires dans le revenu national et de stimuler la consommation privée. Dans leur onzième plan quinquennal, les autorités se sont donné pour but d'augmenter la part du secteur des services dans l'économie. Même si la crise économique a détourné l'attention des autorités, contraintes de soutenir les secteurs orientés vers les exportations, leur volonté de passer à une économie basée sur les services est demeurée inaltérée comme en témoignent les initiatives visant à venir en aide aux PME.

UN MEILLEUR FILET DE SÉCURITÉ SOCIALE POUR FREINER L'ÉPARGNE DE PRÉCAUTION

Ces dernières années, en raison d'un système de sécurité sociale lacunaire en matière de pensions, d'allocations de chômage et de soins de santé, associé à l'absence de formes d'assurances privées appropriées, les ménages ont tenté de se préserver en mettant de côté une partie de leur revenu disponible. La libéralisation de l'économie a en effet sonné le glas de la politique du « bol de riz en fer ». Dans le passé, les entreprises d'État réglèrent les prestations sociales de leurs travailleurs jusqu'à leur décès mais, lors des réformes survenues au milieu des années 1990, l'État a déchargé ces entreprises de cette obligation de manière à renforcer leur position concurrentielle, et l'a mise à la charge des autorités locales. Celles-ci l'ont très souvent ignorée car les moyens de financement correspondants ne leur ont pas été transférés. En d'autres termes, les provinces ont reçu un nouveau mandat, mais pas de ressources supplémentaires. Dès lors, les services varient sensiblement d'une région à l'autre. En outre, ce système génère des problèmes dans un pays qui est confronté à des flux migratoires croissants : en vertu du système du hukou, les migrants ne peuvent transférer leurs droits sociaux car ils sont liés à une inscription officielle de leur province d'origine ; les provinces et villes de destination ne veulent pas prendre en charge leur sécurité sociale. Les travailleurs qui déménagent loin de leur localité d'origine sont dès lors abandonnés à leur sort. Le gouvernement voudrait réformer le système du hukou, mais cela fait l'objet d'un vif débat entre les différents niveaux de pouvoir chinois. Une nouvelle réglementation portant uniquement sur le maintien des droits en matière

(1) En réponse à la crise, les autorités chinoises ont décidé d'augmenter les dépenses de sécurité sociale et d'accorder des réductions d'impôts dans le but de soutenir la consommation privée, des mesures auxquelles elles ont consacré 2 à 3 p.c. du PIB.

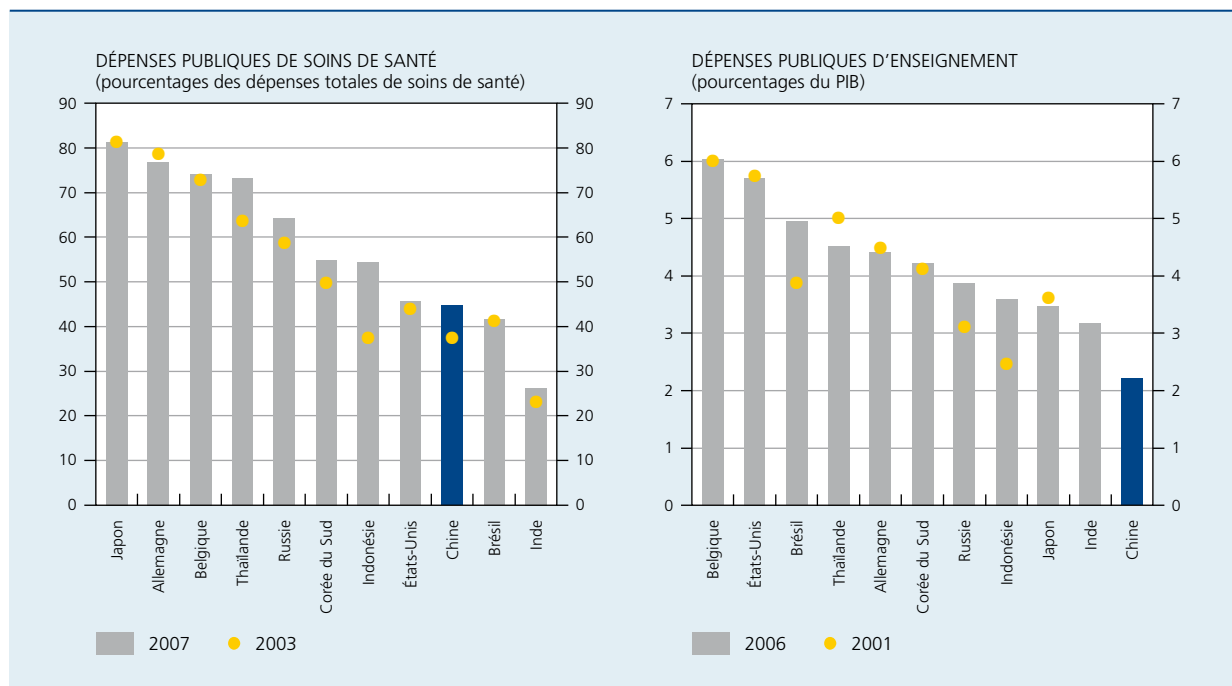
de pension en cas de déménagement dans une autre province est entrée en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2010. En juin 2009, les autorités chinoises ont également introduit une nouvelle réglementation concernant la cession au *National Social Security Fund* des dividendes sur les actions de l'État. Cette décision contribuera à la poursuite du déploiement du régime de sécurité sociale et, partant, réduira la propension des ménages à constituer une épargne de précaution.

Les dépenses totales de soins de santé ont fortement augmenté en Chine ces dernières années, même si elles demeurent encore relativement faibles dans une perspective internationale (4,8 p.c. du PIB en 2008, alors que la moyenne de l'OCDE s'élevait à 8,6 p.c.). Durant les années 1990, cette hausse s'est accompagnée d'une augmentation du taux de cofinancement à la charge du consommateur, qui est passé de 35 p.c. en 1990 à plus de 60 p.c. en 2001. Afin d'alléger quelque peu cette charge de financement dans le chef du citoyen, le gouvernement chinois a lancé dès 2003 une série de réformes au terme desquelles la part des dépenses privées dans les dépenses totales de soins de santé est retombée à 54 p.c. en 2007. Ce taux n'est pas particulièrement élevé par rapport à ceux d'autres pays asiatiques, mais l'est comparativement à l'Europe occidentale où il ne dépasse pas 25 p.c. en moyenne. La part de la population couverte par la sécurité

sociale est en revanche passée de 10 p.c. à peine en 2003 à plus de 80 p.c. en 2008. L'objectif du projet de réforme des soins de santé, annoncé en juin 2009 et pour lequel les pouvoirs publics sont prêts à débloquer 820 milliards de renminbis, est d'atteindre une proportion de 90 p.c. en 2011 ; ce projet est par ailleurs lié à d'autres réformes visant à améliorer les infrastructures et les services médicaux d'ici à 2020. Un glissement de la charge financière des ménages vers les pouvoirs publics doit en effet aller de pair avec une amélioration de la qualité des soins de santé publics, faute de quoi les ménages vont continuer d'épargner afin de pouvoir s'offrir de meilleurs services ailleurs.

Les dépenses d'enseignement des ménages sont cinq fois plus élevées que leurs dépenses de soins de santé. Les pouvoirs publics n'assurent la gratuité que de l'enseignement primaire et secondaire ; en moyenne, le coût d'une année d'études universitaires représente près de la moitié du revenu disponible annuel d'un ménage chinois moyen. Dès lors, le fait que les pouvoirs publics ne financent pas cet enseignement constitue un important motif d'épargne, d'autant plus que les Chinois sont réticents à s'endetter pour financer des études. Aussi, la Chine a développé deux formules de prêts étudiants, mais ils sont peu nombreux à les souscrire. Globalement, le système actuel de financement de l'enseignement ralentit l'avènement d'une population active ayant suivi des études supérieures.

GRAPHIQUE 8 DÉPENSES PUBLIQUES DE SOINS DE SANTÉ ET D'ENSEIGNEMENT
(in % bbp)



Source : Banque mondiale.

POLITIQUE DE CHANGE

Enfin, une appréciation du renminbi pourrait accroître le pouvoir d'achat des ménages chinois, tant directement que par le biais d'un glissement de l'industrie, exportatrice, vers le secteur des services qui est, lui, intensif en main-d'œuvre. La réallocation des ressources de production pourrait quoi qu'il en soit prendre un certain temps, ce qui pourrait entre-temps avoir des répercussions sur la croissance et sur l'emploi.

C'est toutefois surtout les pays partenaires étrangers qui critiquent la politique de change de la Chine. La progression spectaculaire des exportations, l'excédent persistant de la balance commerciale et la croissance exponentielle des réserves de change sont communément considérés comme des signes de sous-évaluation du renminbi. D'aucuns, surtout outre-Atlantique, voient dans un renminbi plus fort la solution au déficit commercial américain. Cependant, il n'est pas sûr qu'une réévaluation aurait l'effet escompté sur l'économie américaine. Le fait que les États-Unis enregistrent également des déficits avec de nombreux autres pays que la Chine indique plutôt que la position concurrentielle de l'industrie américaine est faible. En outre, les États-Unis et la Chine sont des producteurs relativement différents. Grâce aux salaires modiques qu'elle octroie, la Chine joue un rôle important en tant qu'assembleur dans la chaîne de production régionale en Asie. Les États-Unis, par contre, sont plutôt en concurrence avec le Japon et l'UE. Quoi qu'il en soit, la banque centrale chinoise a annoncé le 19 juin 2010 « l'augmentation de la flexibilité du cours de change du renminbi ». À la suite de cet assouplissement de la politique monétaire, le cours de change peut dorénavant fluctuer quotidiennement dans une fourchette de 0,5 p.c. de part et d'autre du cours pivot, qui sera adapté périodiquement. Au cours des deux premiers mois, le renminbi s'est apprécié de 0,6 p.c. seulement par rapport au dollar.

3.3 Zone euro

La crise a réduit les déficits et les excédents des comptes courants des pays de la zone euro. Cette correction est due en partie à des facteurs cycliques, comme l'effondrement du commerce mondial. Elle pourrait donc n'être que temporaire et être réduite à néant dès lors que le redressement de l'économie sera sur les rails. Comme l'ont prouvé les événements des derniers mois, des distorsions persistantes menacent la stabilité économique et financière des États membres; ils sapent la confiance dans l'euro et pèsent sur la cohésion de la zone. Les chocs se répandent en effet aux États membres via les canaux commerciaux et financiers.

Les pays en déficit doivent accroître leur compétitivité, par le biais notamment de la modération salariale et d'un glissement des moyens de production vers les secteurs exportateurs. Les pays en excédent, en revanche, doivent augmenter le potentiel de croissance des secteurs de leur économie non tournés vers l'exportation. C'est de cette manière qu'ils parviendront à imprimer un meilleur équilibre à leur dynamique de croissance et qu'ils seront moins tributaires des exportations, tout en soutenant le rééquilibrage dans les pays en déficit, tant dans la zone euro qu'en dehors.

La responsabilité de ces mesures nécessaires incombe essentiellement aux États membres, compte tenu de leurs compétences nationales, par exemple en matière de politique de l'emploi. De plus, ces mesures doivent être adaptées à chaque pays, étant donné la variété des situations auxquelles ils sont confrontés. La coordination des politiques pourrait néanmoins alléger le coût économique associé à ces adaptations. La situation actuelle constitue une occasion incomparable d'améliorer la *gouvernance économique* de l'UE. D'abord, il conviendrait d'améliorer le contrôle de la politique budgétaire, dans le cadre du Pacte de stabilité déjà existant. Ensuite, il faudrait améliorer la surveillance des déséquilibres macroéconomiques, afin de les éviter ou en tout cas de les contrer de manière appropriée s'ils font leur apparition. Cette surveillance devrait s'effectuer tout au long du contrôle budgétaire. Enfin, il faut mettre au point des procédures de gestion des crises. Le groupe de travail Van Rompuy fera des propositions à cet égard à l'automne 2010 (cf. l'encadré de l'article 3 de la présente revue).

Un rééquilibrage macroéconomique progressif est crucial pour redresser l'économie. Nombre de pouvoirs publics ont déjà commencé à mettre au point une stratégie de consolidation budgétaire (cf. article 3) et sont conscients de la nécessité de procéder à des réformes structurelles augmentant le potentiel de croissance pour soutenir la discipline budgétaire.

4. Vers un rééquilibrage rapide ?

CORRECTION PARTIELLE DES DÉSÉQUILIBRES EXTÉRIEURS ENTRE PAYS

La crise financière a entraîné une correction partielle des déséquilibres extérieurs entre pays. Les pays en excédent orientés vers l'exportation, tels que l'Allemagne, la Chine et le Japon, ont été sérieusement touchés par l'effondrement du commerce international: en 2009, leur surplus courant s'est ainsi replié de respectivement 4, 2,5 et 0,7 points de pourcentage du PIB. L'Allemagne et le Japon

ont surtout souffert de l'impact considérable qu'a eu la crise sur la demande de biens d'investissement et de biens de consommation durables. Compte tenu du recul de la demande de pétrole et du cours du Brent, le surplus des pays exportateurs de pétrole exprimé en dollar a également fondu de quelque 80 p.c. en 2009. En contrepartie, la facture pétrolière des pays importateurs de pétrole a diminué. Aux États-Unis, la faiblesse de la demande intérieure et son incidence sur les importations – plus importante que l'impact de la chute de la demande extérieure sur les exportations –, ont conduit à une baisse sensible du déficit courant, lequel est revenu d'un maximum de 6 p.c. du PIB en 2006 à 2,7 p.c. du PIB en 2009.

La contraction de la demande mondiale a donc permis une correction des déséquilibres extérieurs. Une partie de cette correction n'a été que temporaire. Sous l'effet de la reprise conjoncturelle observée à la mi-2009, les prix des matières premières ont commencé à se redresser et le commerce international, à se rétablir. Les ménages américains ont pu tirer profit du rebond des marchés d'actifs. La croissance relevée en Chine et en Inde a rapidement renoué avec le taux de croissance élevé enregistré avant la crise. Par contre, à la mi-2010, la reprise est encore modeste et incertaine aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon. Cette reprise jusqu'à présent inégale conduira-t-elle à terme à une croissance forte, équilibrée et durable de l'économie mondiale, objectif du « Framework » du G20 ?

CROISSANCE DURABLE ?

Dans de nombreux pays, la croissance a jusqu'à présent été soutenue par la politique monétaire et des mesures budgétaires de relance de grande envergure. Ces mesures finiront par être supprimées compte tenu du risque pesant sur la soutenabilité des finances publiques. Par conséquent, le centre de gravité devra se déplacer de la demande publique vers la demande privée. Dans un premier temps, les pays devront présenter clairement leurs programmes de consolidation à moyen terme. Seul un plan d'assainissement crédible pourra restaurer la confiance des entreprises, des consommateurs et des investisseurs. Les événements survenus en Grèce et dans certains autres pays de la zone euro ont montré les répercussions que pouvait avoir une détérioration de la confiance des marchés financiers sur la soutenabilité des finances publiques. De plus, cette soutenabilité financière sera mise davantage encore sous pression à l'avenir dans le contexte du vieillissement de la population de la plupart des économies occidentales. Par ailleurs, il importe que l'assainissement ne nuise pas à la croissance. Une réduction de la consommation publique a généralement une incidence moins négative sur la croissance

que des relèvements d'impôt ou une diminution des investissements publics. Même si les mesures d'assainissement que devront adopter les autorités de nombreuses économies avancées ces prochaines années pourraient freiner la croissance durant une période transitoire, il n'y a pas d'alternative (cf. l'article n° 3 de la présente Revue économique).

CROISSANCE ÉQUILIBRÉE ?

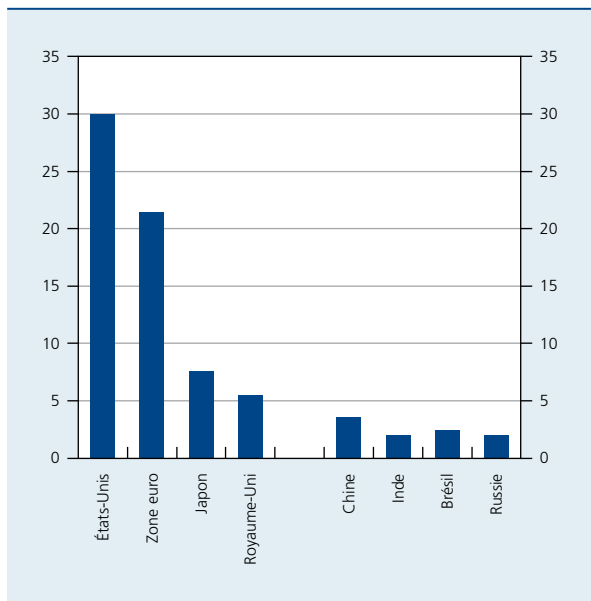
Une croissance mondiale équilibrée requiert également un rééquilibrage plus général de la demande. Le centre de gravité de la demande devra dès lors se déplacer des pays en déficit vers les pays en excédent. Souhaitant reconstituer leur patrimoine lourdement touché par la crise et réduire leurs dettes, les ménages américains ont accru leur taux d'épargne, lequel est passé à 7,2 p.c. de leur revenu disponible net à la mi-2009 après avoir atteint un plancher absolu de 1,2 p.c. au troisième trimestre de 2005. Il était déjà revenu à quelque 6,2 p.c. au début de 2010. En tout état de cause, de récentes prévisions d'organismes américains et internationaux tablent, pour les prochaines années, sur un taux d'épargne structurellement plus élevé que celui enregistré avant la crise financière. Les ménages américains prennent en effet en compte le fait que, même si elles sont moins fréquentes, les fortes corrections des prix des actifs peuvent se produire. Les anticipations de rendement élevé à la bourse et la croyance selon laquelle les prix de l'immobilier baissent rarement, voire jamais, se sont avérées trop optimistes. En outre, un retour à l'octroi de crédits extrêmement souple observé avant la crise est très improbable et même peu souhaitable. En raison de ces facteurs, les ménages américains devraient, ces prochaines années, consommer à un rythme plus modéré que lors de la période 1992-2007 et ne rempliront dès lors plus le rôle de « consommateur mondial en dernier ressort ».

C'est pourquoi beaucoup comptent sur les économies asiatiques pour tirer la demande mondiale. Celles-ci sont les premières à s'être remises de la crise économique et financière internationale. La croissance rapide du PIB dans la région semble s'être déjà bien ancrée. La Banque mondiale prévoit une croissance de 8,7 p.c. pour cette année dans les économies émergentes d'Extrême-Orient. Le déplacement du centre de gravité de la demande mondiale vers ces régions semble dès lors s'être accéléré. La Chine, la plus grande économie émergente, a été le foyer de la reprise économique dans la région, apportant la plus importante contribution à la croissance de l'économie mondiale en 2009.

Une question demeure cependant : dans quelle mesure une réorientation du modèle de croissance chinois suffira

GRAPHIQUE 9 CONSOMMATION PRIVÉE EN 2007

(pourcentages du total mondial, aux cours de change du marché)



Source : Banque mondiale (World Development Indicators).

à assurer une reprise durable de l'économie mondiale? Bien que la part que représente la Chine dans le PIB mondial se soit considérablement accrue, cette évolution est allée de pair avec une hausse marquée du taux d'épargne des ménages, tandis que la croissance chinoise est demeurée largement dépendante des débouchés dans les économies avancées, dont les perspectives de croissance pour les années à venir sont moins favorables. L'ampleur de la consommation privée en Chine semble actuellement trop faible pour compenser le ralentissement de la croissance de la consommation américaine. En effet, vu leur taille relative, pour s'équilibrer, l'accélération de la croissance de la consommation en Chine devrait être sept fois plus élevée que le ralentissement de la croissance de cette composante aux États-Unis.

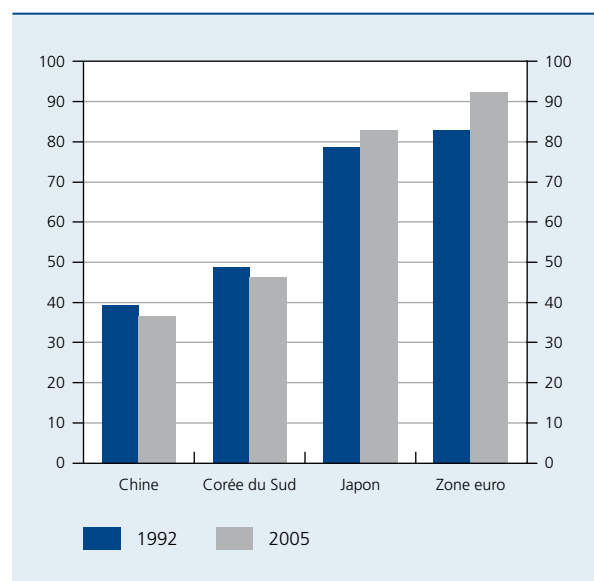
De plus, en dépit du niveau élevé de la croissance de ses importations en biens de consommation (de 15 p.c. en moyenne au cours des quinze dernières années contre une moyenne mondiale de 10 p.c.), la Chine demeure un acteur marginal pour ces biens du fait de la faiblesse de la part de la consommation privée chinoise dans le total mondial et d'une composante importée de la consommation privée nettement plus réduite. Par conséquent, la contribution de la Chine à la croissance des importations mondiales de biens de consommation a été relativement réduite (quelque 4 p.c. au cours des dernières années).

En outre, les biens de consommation importés en Chine et aux États-Unis présentent d'importants écarts; seuls 35 p.c. du panier de biens de consommation de la Chine sont comparables à celui des États-Unis. La composition de la demande mondiale se modifiera à mesure que cette dernière se déplacera vers les économies émergentes. La modification des modèles de consommation à l'échelle mondiale nécessitera dès lors une adaptation des structures de production; un fonctionnement flexible des marchés des capitaux et du travail est indispensable pour que cette réorganisation sectorielle se déroule sans heurt.

Étant donné que, dans le meilleur des cas, les mesures structurelles sortiront leurs effets à moyen terme, le rétablissement de l'équilibre mondial passera vraisemblablement par une phase transitoire, au cours de laquelle le recul du rôle de la consommation américaine ne pourra être entièrement compensé par la demande émanant d'autres pays. Le cheminement vers un nouvel équilibre durable menace donc d'être long et marqué par un ralentissement de la croissance mondiale.

Abstraction faite des résultats des réformes structurelles à moyen terme, plusieurs évolutions prometteuses se profilent à plus long terme. Ainsi, selon la théorie du cycle de vie, la hausse attendue du ratio de dépendance dans les économies émergentes (sauf en Inde, au Brésil et en Indonésie) pourrait peser sur les taux d'épargne

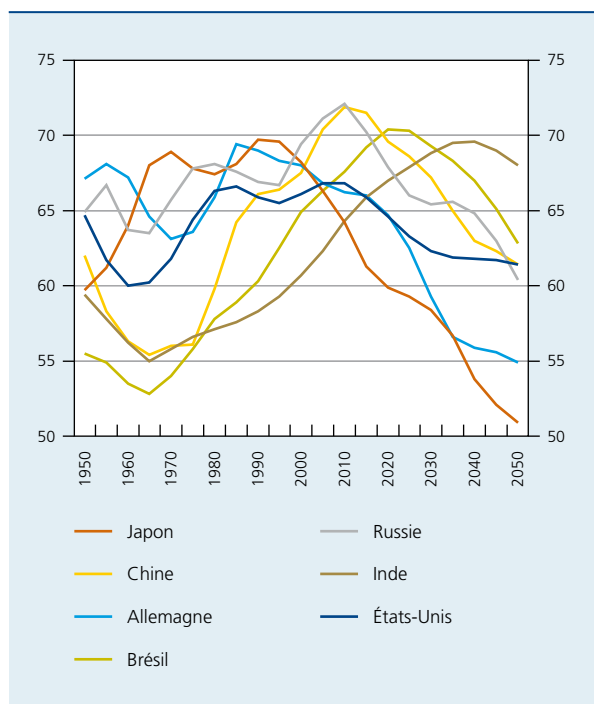
GRAPHIQUE 10 SIMILITUDE DES IMPORTATIONS AVEC LES ÉTATS-UNIS: BIENS DE CONSOMMATION (en pourcentage)



Source : FMI (Perspectives économiques régionales, octobre 2009).

GRAPHIQUE 11 LA POPULATION CHINOISE EN ÂGE DE TRAVAILLER ATTEINT UN PIC VERS 2010

(part de la population âgée de 15 à 64 ans dans la population totale, pourcentages)



Source : ONU (World Population Prospects, 2008 Revision).

dans les prochaines décennies. De même, un niveau de prospérité plus élevé pourrait créer une nouvelle classe moyenne détenant un potentiel de consommation considérable. Cet effet se ferait surtout sentir dans les pays les plus peuplés, comme l'Inde et la Chine, et aurait, à terme, des retombées non négligeables sur les modèles de consommation à l'échelle mondiale. Parallèlement, le modèle de consommation pourrait faire l'objet de glissements notables des biens alimentaires et des vêtements vers l'énergie et les biens de consommation durables. C'est pourquoi il n'est pas improbable que cette évolution s'accompagne d'une concurrence croissante pour l'accès aux sources d'énergie rares et de pressions accrues sur l'environnement.

Conclusion

Pour que l'économie mondiale enregistre une croissance durable et équilibrée, il faut que les pays qui affichent d'importants déséquilibres externes et internes réorientent radicalement leur politique.

Les pays en déficit devront réduire les lourds déficits courants qu'ils ont accumulés en produisant moins qu'ils

n'ont dépensé et en épargnant moins qu'ils n'ont investi. Ils devront adapter leurs dépenses et se concentrer sur le secteur des exportations. Les glissements sectoriels et les effets redistributifs qui accompagneront un rééquilibrage interne créeront des tensions entre gagnants et perdants. Il ne sera pas facile de rétablir l'équilibre macroéconomique tout en atteignant un consensus social et politique et en créant les conditions d'une croissance future, a fortiori pour les pays où la crise a sensiblement fait augmenter la dette publique. La réduction progressive de lourds déficits publics pourrait ouvrir une période de croissance lente. Les pays confrontés à d'importants problèmes de perte de compétitivité se retrouvent aussi face à un défi majeur. Compte tenu de la rigidité des marchés des produits et du travail, il faudra du temps à ces pays pour renouer avec la compétitivité et cela ne se fera pas sans mal.

Pour compenser le recul de la demande dans les pays en déficit, on en appelle aux pays en excédent : si la demande intérieure ne progresse pas dans ces pays, la demande agrégée de l'économie mondiale pourrait s'afficher en déficit et les capacités de production, en excédent. Les pays en excédent devront réduire leur dépendance vis-à-vis des exportations, ce qui implique qu'ils orientent leur modèle de croissance vers le marché intérieur. Ici aussi, le processus générera des tensions politiques. En Chine, le secteur de l'industrie a ainsi été durant des années le pivot de l'ordre économique, social et politique. L'élimination de privilèges au profit de ce secteur entraînera des glissements de pouvoir dans chacune de ces sphères.

On observe toutefois quelques signes encourageants. La Chine est ainsi de plus en plus consciente de la nécessité de favoriser la consommation intérieure plutôt que les exportations et les investissements qui y sont associés. Une croissance vigoureuse et des finances publiques relativement saines sont précisément les conditions préalables à une telle réorientation. Il existe une volonté politique allant dans ce sens. En outre, la Chine est un pays au pouvoir centralisé qui s'est déjà montrée capable, dans le passé, de mener des réformes drastiques à relativement court terme. Les États-Unis reconnaissent pour leur part la nécessité d'assainir les finances publiques et de dynamiser les exportations ; les États-Unis pourraient renouer avec une croissance portée par la consommation, mais les bénéfices qu'ils en tireraient seraient sans doute éphémères, et les distorsions à l'origine de la crise resteraient latentes, probablement jusqu'à l'éclatement d'une nouvelle crise. Si ces intentions prometteuses se concrétisent, l'économie mondiale pourrait y gagner. Les efforts nécessaires pour consolider le fragile redressement qui a suivi la crise seront considérables et doivent être consentis dès aujourd'hui.

Le rééquilibrage de l'économie mondiale n'en demeure pas moins un important défi de nature à aviver les tensions entre pays quant à la répartition des effets de richesse négatifs. D'où l'importance d'une plate-forme internationale, susceptible d'apporter une réponse politique mondiale et puissante, où toutes les économies en déficit et en excédent auraient leur place. À cet égard,

l'engagement des dirigeants des pays du G20 à mettre en œuvre le « Framework » est une source d'espoir. Il est néanmoins essentiel de mettre en place un dispositif de contrôle efficace qui assurera le suivi des progrès réalisés dans les pays en excédent et les pays en déficit, imposera une discipline et exercera des pressions sur les pairs. Le G20 demeure indispensable sur ce plan.

Bibliographie

- Abbas S.M.A., J. Bouhga-Hagbe, A.J. Fatás, P. Mauro et R.C. Velloso (2010), *Fiscal policy and the current account*, IMF, Working Paper, May.
- Asian Development Bank (2009), « Rebalancing Asia's growth. A question of balance », *Asian Development Outlook*.
- Aziz J. et L. Cui (2007), *Explaining China's low consumption: The neglected role of household income*, IMF, Working Paper, July.
- Bank of England (2009), « Global imbalances and the financial crisis », *Quarterly Bulletin of the Bank of England*, Q3.
- BCE (2007), « Mise en perspective de l'expansion économique de la Chine », *Bulletin mensuel de la BCE*, janvier.
- BCE (2010), « Les déséquilibres réels et financiers et les perspectives de rééquilibrage mondial », *Bulletin mensuel de la BCE*, avril.
- BIS (2010), *80th Annual Report*.
- Blanchard O. (2009), « Sustaining a global recovery », *Finance & Development*, 46 (3), September.
- Blanchard O. (2010), *Saving scenarios for Emerging Asia and the United States*.
- Blanchard O. et F. Giavazzi (2005), *Rebalancing growth in China: A three-handed approach*, CEPR, Discussion Paper 5403.
- Blanchard O. et G. M. Milesi-Ferretti (2009), *Global imbalances: In midstream?*, IMF, Staff Position Note 09/29, December.
- BNB (2006), « Déséquilibres des comptes courants des balances des paiements », Encadré 1, *Rapport 2005*.
- BNB (2010), « Rééquilibrage de la demande mondiale », Encadré 1, *Rapport 2009*.
- Bosworth B. et S. Collins (2009), *The US external deficit: A soft landing, doomed or delayed?*
- Bosworth B. et S. Collins (2010), *Rebalancing the US economy in a post-crisis world*, The Brookings Institution, April.
- Bracke T., M. Bussière, M. Fidora et R. Straub (2008), *A framework for assessing global imbalances*, ECB, Occasional Paper 78, January.
- Butzen P., E. De Prest, S. Ide et H. Zimmer (2005), « Le déficit de la balance courante des États-Unis: historique et implications pour la politique économique » BNB, *Revue économique*, (2), 49-64.
- Council of Economic Advisors (CEA) (2010), *Economic Report of the President*.
- EC (2010a), « Global imbalances still casting a shadow », *European Economic Forecast*, Spring.
- EC (2010b), « Surveillance of intra-euro area competitiveness and imbalances », *European Economy*, (1).
- Eugène, B. et W. Melyn (2003), « Un solde de financement positif persistant: une caractéristique structurelle de l'économie belge », BNB, *Revue économique*, IV, 81-94.
- Feldstein M. (2008), *Resolving the global imbalance*.

Guo K. et P. N'Diaye (2010), *Determinants of China's private consumption: An international perspective*, IMF, Working Paper, April.

G20 (2009a), *Leaders' statement*, The Pittsburgh Summit, September 24-25.

G20 (2009b), *Communiqué*, Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, November 7.

Hüfner F. et I. Koske (2010), *Explaining household saving rates in G7 countries: Implications for Germany*, OECD, Economics Department Working Papers 754.

IMF (2007), *The multilateral consultation on global imbalances*, IMF Issues Brief, April.

IMF (2009a), « Beyond 2010: How will the global economy rebalance? », *IMF World Economic Outlook*, October.

IMF (2009b), *The G-20 mutual assessment process and the role of the Fund*, December 2.

IMF (2010a), *Global economic prospects and policy challenges*, Meetings of G-20 Deputies, February 27, Seoul, Korea.

IMF (2010b), « Leading the global recovery. Rebalancing for the medium term », *IMF Regional Economic Outlook - Asia and Pacific*, April.

IMF (2010c), « Rebalancing growth », *IMF World Economic Outlook*, April.

IMF (2010d), « Rebalancing global demand: What will take up the baton from the US consumer? », *IMF Regional Economic Outlook - Western Hemisphere*, May.

IMF (2010e), *G-20 Mutual assessment process – Alternative policy scenarios*, G-20 Toronto Summit, June 26-27.

Kohn D.L. (2010), *Global imbalances*, Speech by the Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, May 11.

Mody A. et F. Ohnsorge (2010), *After the crisis: Lower consumption growth but narrower global imbalances?*, IMF, Working Paper, January.

OECD (2010a), *2009 Economic Review - China*, OECD Economic and Development Committee, January.

OECD (2010b), *China in the 2010s: Rebalancing growth and strengthening social safety nets*, OECD Contribution to the China Development Forum, Beijing, March 20-22.

Prasad E. (2009), *Rebalancing growth in Asia*, NBER, Working Paper 15169, July.

Reserve Bank of Australia (2009), « Patterns and trends in global saving and investment ratios », *Bulletin of the Reserve Bank of Australia*, September.

Visco I. (2009), *Global imbalances in the financial crisis and the international monetary system*, distinguished lecture at the XVIII International Conference on « Money, Banking and Finance », Roma, December 4.