LA CRISE DE L'ASIE DE L'EST : RÉÉQUILIBRER LA CROISSANCE SANS HAUSSE DE REVENU ?

Bruno Jetin*

Cet article analyse l'impact de la crise internationale en Asie. On montre que la crise s'est transmise pour l'essentiel par le biais du commerce international et non par la finance. On s'interroge ensuite sur la nature de la reprise qui s'affirme depuis le printemps 2009 et qui repose en grande partie sur la réussite du plan de relance chinois. Cette reprise ne peut être durable : sans augmentation de la part des revenus du travail dans la valeur ajoutée, il ne peut y avoir de rééquilibrage du régime de croissance en faveur du marché domestique.

Mots clés : Asie de l'Est, Chine, crise, rééquilibrage de la croissance, consommation, revenus.

Après avoir atteint un maximum de 9,5 % en 2007, le taux de croissance de « l'Asie en développement[1] » est tombé à 5,2 % en 2009 soit un recul de 45 %. Le recul a été particulièrement sévère en Asie du Sud-Est[2] (-81 %), en Asie centrale[3] (-77 %), en Asie de l'Est[4] (-55 %) et beaucoup moins prononcé en Asie du Sud[5] (-24 %) (ADB, 2010).

Malgré sa gravité, cette crise est moins sévère que la « crise asiatique » de 1997-1998. Si l'on compare le pic de croissance de « l'Asie en développement » en 1996 au creux de 1998, la chute avait été alors de 75 %. Elle semble aussi, au

* Centre d'économie de Paris Nord (CEPN).

1. Le terme « Asie en Développement » se réfère aux 45 pays en développement membres de la Banque asiatique du développement (BAD) dont 5 en Asie de l'Est, 10 en Asie du Sud-Est, 8 en Asie du Sud, 8 en Asie centrale et 14 dans le Pacifique. Tous les calculs sont basés sur les statistiques publiées dans les différentes éditions de Asian Development Outlook.

2. L'Asie du Sud-Est comprend Brunei, le Cambodge, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, Singapour, la Thaïlande et le Vietnam.

3. L'Asie centrale comprend l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la Géorgie, le Kazakhstan, la République du Kirghizistan, le Tadjikistan, le Turkménistan, et l'Ouzbékistan.

4. L'Asie de l'Est comprend la Chine, Hong Kong, Taiwan, la Corée du Sud et la Mongolie.

5. L'Asie du Sud comprend l'Afghanistan, le Bangladesh, le Bhutan, l'Inde, les Maldives, le Népal, le Pakistan et le Sri Lanka.

moins dans sa phase actuelle, plus brève. La plupart des pays de la région ont touché le fond au premier trimestre 2009 et la tendance s'est depuis inversée. « L'Asie en développement » est même la seule région du monde où la production industrielle a regagné son niveau d'avant la crise ce qui a permis d'annoncer un « rebond sensationnel de l'Asie »[6]. Ce rebond est d'autant plus spectaculaire que nombre de pays asiatiques sont de grands exportateurs et que la demande de leurs principaux clients, l'Amérique du Nord, l'Europe et le Japon est restée atone. Ce constat a relancé le débat sur la nécessité et la possibilité de rééquilibrer la croissance asiatique en faveur du marché interne pour qu'elle soit moins dépendante des exportations. C'est ce qui nous conduit à nous interroger sur les facteurs de la reprise en Asie du Nord et du Sud-Est pour en évaluer la durabilité.

Nous étudierons, dans une première partie, l'impact initial de la crise et les politiques contra-cycliques adoptées par les gouvernements de la région. Ces politiques monétaires et budgétaires ont un impact de court terme mais ne peuvent être poursuivies indéfiniment. À moyen et à long terme, elles doivent être relayées par une demande privée émanant du marché interne et externe. La demande externe en provenance des États-Unis et de l'Europe étant durablement déprimée, la nécessité d'un rééquilibrage de la croissance en faveur du marché intérieur est à nouveau débattue, comme au lendemain de la crise asiatique de 1997-1998. C'est cette question du rééquilibrage que nous étudions dans une deuxième partie. Elle n'a de sens que dans le cadre d'une plus grande intégration régionale car le marché domestique de la majorité des pays asiatiques est trop petit pour viabiliser leur croissance. La seule véritable exception est la Chine qui dispose de la taille critique nécessaire, à la condition que le revenu des ménages augmente fortement pour que leur consommation prenne le relais d'un taux d'investissement manifestement trop élevé. Un rééquilibrage réel de la croissance chinoise centré sur les besoins des ménages permettrait de pérenniser celle-ci et d'entraîner dans son sillage la croissance de bon nombre d'économies asiatiques. C'est pourquoi la question du rééquilibrage de la croissance en Chine retiendra plus particulièrement notre attention dans cette deuxième partie.

L'IMPACT DE LA CRISE EN ASIE ET LES POLITIQUES DE RELANCE

L'impact de la crise internationale en Asie s'est concentré sur les systèmes productifs tandis que les systèmes financiers ont été peu affectés.

6. Voir par exemple *The Economist* dans son numéro du 15 au 21 août 2009.

Un impact financier limité

L'Asie a eu une exposition limitée à la crise des *subprimes* proprement dite et ses pertes ont été minimes car les banques asiatiques étaient peu engagées dans les produits dits « toxiques », contrairement aux banques européennes par exemple. De même, l'exposition indirecte des banques asiatiques aux faillites et aux pertes colossales des banques américaines et européennes est très limitée. Cependant, même si l'exposition directe et indirecte à la crise des *subprimes* a été minime, l'impact global de la crise sur les marchés financiers de l'Asie a été, malgré tout, important. Il s'est manifesté par une fuite massive de capitaux dans un certain nombre de pays. Ces fuites de capitaux s'expliquent en premier lieu par des ventes massives d'actions et d'obligations sur les marchés financiers asiatiques par crainte de l'impact de la crise dans certains pays de la région, mais aussi pour compenser les pertes enregistrées en Amérique du Nord et en Europe. Ce phénomène a été très marqué en Corée du Sud, dont le marché des actions est à la fois volumineux et très ouvert sur l'étranger, et en Malaisie qui dispose d'un marché de titres de la dette publique très développé avec, là aussi, une présence importante d'investisseurs étrangers (BIS, 2009). Les fuites de capitaux s'expliquent en second lieu par le non-renouvellement des crédits bancaires de court terme en dollars accordés par des banques étrangères à des banques asiatiques. La chute de ces crédits bancaires a été particulièrement brutale dans les centres financiers que sont Singapour et Hong Kong. Les banques de ces pays ont dû rembourser en dollars les emprunts qu'elles avaient effectués auprès des banques étrangères. Hong Kong, Singapour ont pu faire face à ces sorties massives de capitaux car ils disposaient d'excédents très importants de leur balance courante, mais aussi parce que les capitaux que ces pays ont rapatriés ont plus que compensé les sorties.

En Corée du Sud, les conséquences ont été autrement plus sérieuses. Le recul des exportations coréennes combiné à la panique déclenchée par la faillite de la banque Lehman Brothers ont alimenté les craintes des investisseurs à l'automne 2008 et provoqué des retraits massifs de capitaux. « L'ampleur des sorties nettes de capitaux pour le seul mois d'octobre 2008 a atteint 25,5 milliards de dollars (plus de 3 % du PIB), soit beaucoup plus que les sorties de 6,4 milliards réalisées en décembre 1997, au plus fort de la « crise asiatique » de 1997-1998 » (Cho, 2009). La Corée avait les moyens de faire face à ces sorties massives car elle disposait de réserves de change très importantes, de l'ordre de 242,3 milliards de dollars à la fin août 2008, ce qui la plaçait sur ce plan au 6e rang mondial. Mais elle était en même temps très dépendante de la dette à court terme pour son financement, en particulier des crédits bancaires accordés par des banques étrangères. Cela la rendait vulnérable aux sorties de capitaux et à la baisse du won qui augmentent mécaniquement le remboursement de la dette en dollars. Cette dette à court terme, qui représentait déjà 61,1 % des réserves de changes

en 2007, atteint près de 75 % à la fin 2008[7] car entre août et décembre 2008 les réserves de change ont fondu de 42 milliards de dollars (Allen, Moessner, 2010, p. 67). Afin de ménager ses réserves de change et ainsi rassurer les investisseurs, la Corée a demandé un prêt (*swap*) de 30 milliards de dollars de la banque centrale des États-Unis, le 30 octobre 2008, suivi en décembre par un prêt équivalent de la banque centrale du Japon et de la Chine. Seul le prêt de la banque centrale des États-Unis sera réellement utilisé, mais l'annonce du soutien officiel des trois banques centrales sera un symbole fort qui suffira à calmer les craintes des marchés et à mettre fin aux sorties de capitaux (Allen, Moessner, 2010, p. 68).

Par ailleurs, la dévaluation du won de 40 % a permis un rétablissement brutal de la balance courante contribuant pour moitié au rétablissement de la balance des paiements durant les 8 premiers mois de 2009. Le retour des capitaux étrangers a comblé l'autre moitié. Dans la majorité des autres pays d'Asie du Sud-Est, le comportement prudent des banques combiné à un excédent important de la balance des paiements a évité que ce scénario se répète, malgré la baisse des cours boursiers et les sorties massives de capitaux qui les ont affectées. Les banques est-asiatiques sont restées solides car elles avaient maintenu des ratios « capital propre sur engagements » largement supérieurs à 10 % et les créances douteuses n'ont pas fortement augmenté durant la crise. Leur profitabilité est ainsi restée positive (ADB, 2009b ; James, Park, Jha, Jongwanich, Terada-Hagiwara, Sumulong, 2008). Les faillites bancaires en chaîne auxquelles on avait assisté lors de la « crise asiatique » de 1997-1998 ne se sont donc pas répétées avec la crise actuelle. Une conséquence importante est que les pays asiatiques n'ont pas eu à consacrer des sommes importantes au sauvetage des banques, comme aux États-Unis et en Europe. Ils ont pu se focaliser sur des plans de relance « keynésiens » orientés vers l'économie productive, aidés en cela par un système bancaire qui a continué à fonctionner et à financer l'économie.

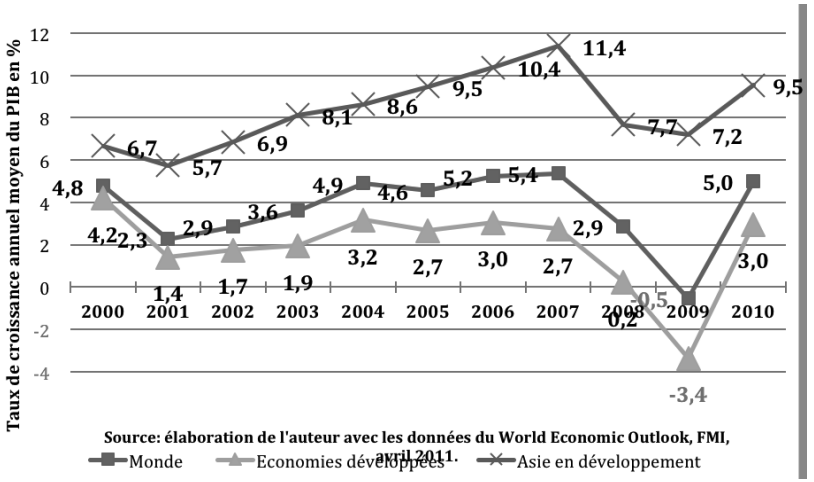
Un impact fort mais bref sur les systèmes productifs

La récession en Amérique du Nord et en Europe s'est propagée aux pays asiatiques, pour l'essentiel par le biais du commerce international. La chute de la demande de produits asiatiques par les pays occidentaux a provoqué en 2008 une contraction brutale de la croissance des exportations d'environ 30 % pour l'Asie de l'Est et du Sud-Est et d'environ 10 % en Asie du Sud (ADB, 2009c). En règle générale, l'impact récessif a été plus fort dans les pays les plus ouverts au commerce international, dont les exportations sont les plus concentrées dans l'industrie manufacturière et lorsque les États-Unis sont un client important. Ainsi, les exportations manufacturières représentent 140 % du PIB de Singapour qui est spécialisé dans l'import-export, près de 70 % en Malaisie, plus de 40 % au

7. Source : calcul de l'auteur avec les données du FMI (IMF, 2010a, p. 24).

Cambodge et en Thaïlande et plus de 30 % en Chine, en Corée, aux Philippines et au Vietnam. À l'opposé, les exportations manufacturières représentent moins de 10 % du PIB en Inde et au Pakistan et seulement 11 % en Indonésie. Ces caractéristiques expliquent que ces derniers pays ont été moins affectés par la chute des exportations. Fait remarquable, les trois pays les plus peuplés de la région, la Chine, l'Inde et l'Indonésie, n'ont pas connu un seul trimestre de récession entre 2008 et 2009. La résistance de ces trois pays à la crise, et surtout de la Chine qui est un partenaire commercial important, voire le principal, de la majorité des pays d'Asie, explique la chute beaucoup moins brutale de la croissance dans « l'Asie en développement » que dans les pays développés et dans le reste du monde (figure 1).

Figure 1 : L'impact de la crise dans l'Asie en développement et dans le monde



Source: élaboration de l'auteur avec les données du World Economic Outlook, FMI, avril 2011.

Deux facteurs essentiels expliquent la résistance à la crise des pays asiatiques et la rapidité de la reprise.

Premièrement, pour amortir le choc de la chute des exportations, les pays asiatiques ont engagé des plans de relance sans précédent dans la région, à la différence de la crise 1997-1998 où les plans d'ajustement structurels du FMI avaient eu un impact déflationniste aggravant la récession. Ces plans se caractérisent par leur ampleur inégalée. Le plan de la Chine retient particulièrement l'attention par son montant (585 milliards de dollars) représentant 13,3 % du PIB de 2008. Mais d'autres pays d'Asie ont annoncé des plans de relance majeurs : la Thaïlande (45 milliards de dollars, 17,22 % du PIB), le Vietnam (8,42 milliards de dollars et 9,68 % du PIB), la Corée du Sud (53,35 milliards

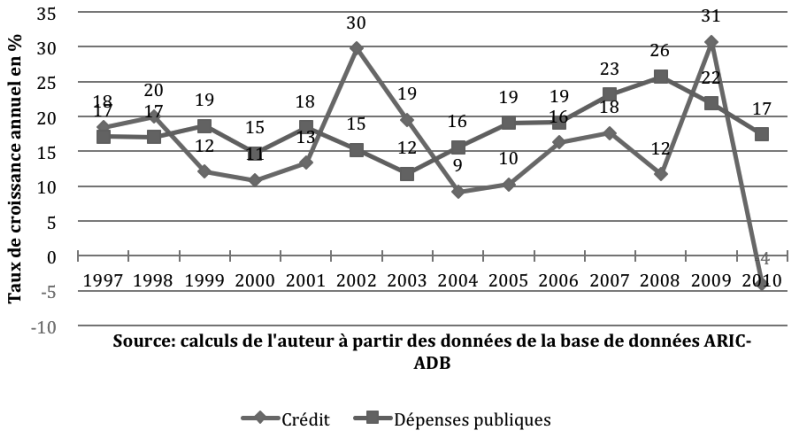
de dollars, 6,56 % du PIB), la Malaisie (12,12 milliards de dollars, 5,67 % du PIB) pour ne citer que les principaux (Zhang, Thelen, Aparna, 2009). Ces annonces sont parfois exagérées car elles incluent des dépenses déjà prévues avant la crise et elles sont effectivement réalisées sur deux ou trois années. Mais il n'empêche qu'elles indiquent des politiques contra-cycliques particulièrement fortes en Asie. En moyenne, les plans de relance annoncés par les pays d'Asie représentaient 7,5 % du PIB contre 2,8 % pour les seuls pays du G7 (ADB, 2010). Ils se sont concentrés sur l'augmentation de la dépense publique plutôt que sur la baisse des impôts : les pays asiatiques consacrent environ 80 % de leur plan de relance à l'augmentation des dépenses publiques contre 60 % en moyenne dans les pays du G20[8]. Les dépenses publiques concernent surtout la construction d'infrastructure au fort pouvoir d'entraînement. Enfin, les dépenses ont été réalisées plus vite que dans les pays du G20. Près de 50 % des dépenses prévues ont été réalisées en 2009 (IMF, 2010b).

Selon le FMI, s'appuyant sur une estimation de l'impact du multiplicateur de dépense budgétaire, ces plans de relance auraient augmenté le PIB au cours du premier semestre de 2009 selon une hypothèse haute de 2,25 % en Chine, 2,75 % en Corée et 1,5 % dans les quatre pays fondateurs de l'ASEAN, Hong Kong et Singapour. Selon une hypothèse basse, la hausse du PIB varie entre 0,5 et 0,9 % seulement. Une autre étude économétrique portant sur les pays du G20 plus six pays d'Asie montre que la politique de relance budgétaire a eu un impact positif sur la croissance en Asie, phénomène qui n'est pas mis en évidence pour les autres pays étudiés (Hurr, Jha, Park, Quinsing, 2010). Ces mesures budgétaires ont été accompagnées d'une forte baisse du taux d'intérêt directeur des banques centrales de la région. Le taux médian de la région a baissé de 2,25 points, soit cinq fois plus que lors des précédentes récessions. Comme le système bancaire et financier a continué de fonctionner, cette politique monétaire accommodante a eu un impact positif sur la croissance. Dans certains pays comme en Chine et au Vietnam, la politique monétaire expansionniste a même joué un rôle prépondérant. En Chine, les dépenses de l'État ont bien augmenté de 26 % en 2008 contre 23 % en 2007, mais le rythme de progression des dépenses publiques s'est ralenti en 2009 (voir la figure 2). C'est l'expansion du crédit bancaire qui a pris le relais en 2009 avec une progression spectaculaire de 31 % contre 12 % en 2008.

Du fait de la vigueur de la reprise, la plupart des gouvernements de la région ont progressivement mis fin aux plans de relance au cours de l'année 2010. La forte création monétaire a conduit à une reprise de l'inflation et à une forte augmentation des prix immobiliers. Les banques centrales asiatiques ont relevé

8. L'Indonésie est une exception puisque, dans ce pays, les baisses d'impôt dominent.

Figure 2 : Relance budgétaire *versus* relance monétaire en Chine



Source: calculs de l'auteur à partir des données de la base de données ARIC-ADB

leur taux, ou augmenté le taux de réserve obligatoire comme en Chine, mais toute la difficulté est d'éviter un freinage excessif qui pèserait sur la croissance.

Deuxièmement, la consommation des ménages s'est maintenue dans l'ensemble car l'emploi ne s'est pas effondré mais a fait preuve d'une grande plasticité. Durant les périodes de crise, on n'assiste pas en Asie à des augmentations du chômage aussi fortes que dans les pays développés car les allocations chômage étant faibles ou inexistantes, les travailleurs ayant perdu leur emploi dans l'industrie se reportent sur les services, voire retournent dans l'agriculture. Ainsi, dans les pays de l'ASEAN, le taux de chômage, qui avait un peu augmenté au plus fort de la crise à la fin de l'année 2008 et durant la première moitié de 2009, était revenu à son niveau d'avant la crise à la fin de l'année 2009. Cela s'explique par l'augmentation de l'emploi dans les services qui a en partie compensé les pertes d'emplois dans l'industrie manufacturière. Il est difficile de savoir s'il s'agit d'un mouvement conjoncturel ou structurel qui verrait l'emploi de services dominer comme dans les pays développés. Mais les emplois industriels étant relativement mieux payés et à productivité plus élevée que la plupart des emplois de services, ce mouvement de l'emploi est plutôt inquiétant pour l'évolution des revenus du travail et le dynamisme du marché intérieur s'il s'avérait durable. À cela, s'ajoute le fait que l'emploi dans les services et dans l'agriculture est souvent un emploi informel et vulnérable[9]. On estime que la part des emplois vulnérables dans l'ensemble de l'emploi total est passée en moyenne de 60,6 % à 61,3 % de 2008 à 2009 avec un intervalle de confiance allant de 59,5 % à 63,9 % (ILO, 2010).

9. L'emploi vulnérable est défini par l'Organisation internationale du travail comme la somme de l'emploi à compte propre et de l'emploi familial non rémunéré.

Cette augmentation, bien que faible, rompt avec la tendance à la baisse de la part de l'emploi vulnérable observée au cours des dernières années. En résumé, la mobilité sectorielle de l'emploi a permis d'amortir l'impact de la crise mais l'importance de l'emploi vulnérable laisse planer un doute sur la possibilité de rééquilibrer la croissance.

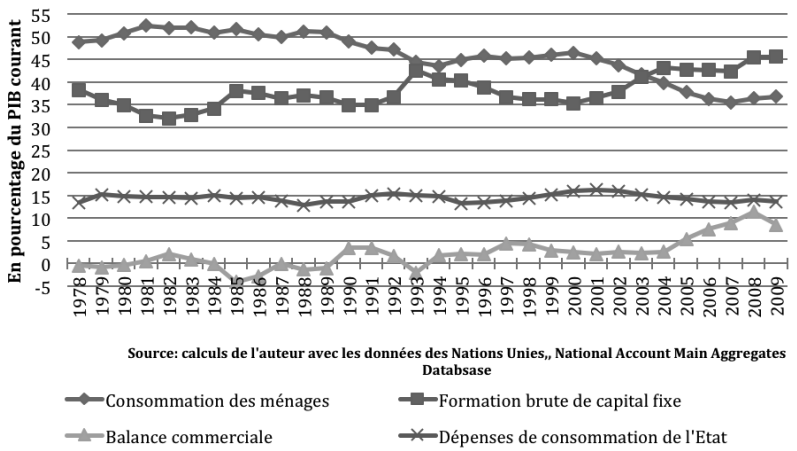
RÉÉQUILIBRER LA CROISSANCE EN FAVEUR DU MARCHÉ INTÉRIEUR

Les politiques budgétaire et monétaire de relance ne peuvent être poursuivies indéfiniment. Si la plupart des pays asiatiques connaissaient avant la crise un déficit public limité, voire un excédent budgétaire, qui leur ont permis d'augmenter fortement les dépenses publiques pour absorber le choc de la crise, ils ne pourront pas maintenir un niveau aussi élevé de dépenses publiques sans changement structurel de leur économie tel qu'une augmentation substantielle de l'impôt, ce qui n'est pour l'instant pas à l'ordre du jour. De même, la politique monétaire expansive peut nourrir de nouvelles bulles financières. C'est pourquoi la demande privée doit prendre le relais des politiques de relance. Comme les pays asiatiques ne peuvent espérer sortir de la crise grâce à une relance de leurs exportations, comme lors de la crise asiatique de 1997-1998, la question se pose de recentrer la croissance sur le marché domestique. Les pays développés y voient leur intérêt, car la baisse du taux d'épargne et l'augmentation de la demande interne des pays asiatiques apparaissent comme une solution aux déséquilibres globaux de balance des paiements et contribueraient à relancer l'économie mondiale. Les États-Unis et l'Union européenne insistent aussi sur une réévaluation du yuan et, dans une moindre mesure, des autres monnaies asiatiques afin de favoriser les importations de leurs produits. Du point de vue asiatique, les préoccupations sont différentes. Le déclin prolongé de la consommation des ménages en Amérique du Nord et en Europe ne permet plus de baser la croissance de long terme sur des exportations massives de produits manufacturés. Au contraire, les pays asiatiques vont devoir réduire leur dépendance envers les exportations et redonner de la vigueur à leur marché intérieur en combinant une augmentation de la consommation des ménages et de l'investissement. Tous les pays n'ayant pas une taille suffisante pour compenser le recul des exportations vers les pays développés (Poonpatpibul, Vorasangasil, Junetrakool, Prasitdechsakul, 2009), le rééquilibrage de la croissance n'a de sens que dans le cadre d'une intégration régionale plus approfondie où le développement du commerce intra-asiatique de biens finals s'ajouterait au commerce de perfectionnement (ADB, 2009a). Ce commerce intra-asiatique pourrait s'appuyer sur une meilleure coordination des politiques de change, voire un processus d'intégration monétaire (Jetin, 2009a) et sur le développement de marchés financiers régionaux (Jetin, 2008b).

Le rôle crucial du rééquilibrage de la croissance en Chine

De par sa dimension, mais aussi parce qu'elle est devenue un partenaire important, voire le principal partenaire de nombre de pays d'Asie, la Chine est le pays où la question du rééquilibrage de la croissance se pose avec le plus d'acuité. La Chine est aussi le pays dont les excédents courants étaient les plus massifs. Enfin, c'est aussi le pays d'Asie où le taux d'épargne est le plus élevé et, corrélativement, la part de la consommation dans le PIB est la plus faible. En 2007, dernière année avant la crise, la part de la consommation dans le PIB avait atteint un niveau historiquement faible de 35,5 %, la part de l'investissement, un niveau très élevé de 42,3 % du PIB et l'excédent de la balance courante atteignait le niveau record de 9 % (voir la figure 3). La part des dépenses de l'État central est restée toujours stable autour de 15 %. Le rééquilibrage de la croissance devrait à l'évidence se réaliser par une diminution du taux d'investissement, une augmentation de la demande des ménages et une réduction de l'excédent de la balance courante. Mais au lieu de se tourner vers les déterminants de la consommation des ménages, la plupart des travaux se focalisent sur l'explication du niveau élevé du taux d'épargne dont les déterminants fourniraient la clef du rééquilibrage de la croissance en Chine. Une première question est de déterminer si le niveau élevé de l'épargne s'explique par un taux élevé d'épargne des ménages, des entreprises ou de l'État. La difficulté est empirique car toutes les sources statistiques chinoises ne s'accordent pas. Mais la difficulté vient aussi de l'interprétation que l'on donne des statistiques disponibles.

Figure 3 : Demande interne et externe de la Chine, 1978-2009



L'explication dominante est que l'épargne des ménages est la cause essentielle du niveau élevé d'épargne en Chine (Blanchard, Giavazzi, 2005 ; Modigliani, Cao, 2004). Certains auteurs mettent l'accent sur une combinaison de l'épargne des ménages et de l'État (Wiemer, 2009), alors que d'autres insistent plutôt sur l'importance de l'épargne des entreprises et de l'État (Prasad, 2009 ; Jha, Prasad, Terada-Hagiwara, 2009 ; Hofman, Kuijs, 2008), voire de la seule épargne des entreprises dont le taux aurait fortement augmenté au moment précis où l'excédent courant chinois atteignait des records (Anderson, 2009). Plus généralement, la hausse récente de l'épargne des entreprises ne serait pas une particularité de la Chine mais une caractéristique commune à nombre de pays asiatiques (Chandra, Nabar, Porter, 2010). Ce résultat, s'il était confirmé, est important car on observe simultanément, depuis la crise asiatique de 1997-1998, une baisse du taux d'investissement dans des pays comme la Thaïlande et la Malaisie. Son origine ne viendrait pas d'un profit insuffisant puisqu'une grande partie de celui-ci est épargnée, mais bien d'une absence d'opportunité d'investissement à la rentabilité suffisante, ce qui révèle une crise plus profonde de l'accumulation dans ces pays. La question est décisive car les recommandations de politique économique et sociale varient selon le diagnostic.

Ceux qui pensent que l'épargne de précaution des ménages est le trait dominant proposent d'améliorer le « filet de protection sociale » par des dépenses accrues de l'État dans le domaine de l'éducation, de la santé et des retraites. Une étude montre que, parmi plusieurs mesures envisageables pour augmenter la consommation des ménages en Chine, une augmentation des dépenses des autorités locales dans le domaine de la santé et de l'éducation aurait l'impact positif le plus élevé sur la consommation (Qi, Prime, 2009). Une augmentation permanente de 1 point de PIB des dépenses publiques distribuées également entre l'éducation, la santé et les retraites conduirait à une augmentation de la consommation des ménages de 1,25 point de PIB (Baldacci, Callegari, Coady, Ding, Kumar, Tommasino, Woo, 2010). Selon la même étude, une hausse de 1 point des dépenses de retraites entrainerait une hausse de la consommation plus forte de 1,6 point de PIB car l'impact sur la réduction de l'épargne de précaution serait plus fort. Mais ces scénarios supposent que ces dépenses nouvelles soient financées à prélèvement constant. Dans le cas contraire, l'impact sur la consommation ne serait respectivement que de 0,7 et 1 point de PIB. Il serait donc limité. Le gouvernement chinois, qui a annoncé en janvier 2009 un vaste plan social pour compléter le plan de relance qui met l'accent sur les investissements en infrastructure, n'a pas indiqué comment il comptait le financer. L'impact sur la consommation reste donc incertain. À cela, s'ajoute le fait que l'amélioration de la protection sociale ne peut avoir au mieux qu'un effet de moyen terme sur la consommation, et plus probablement un effet de long terme. Les ménages chinois auront besoin de faire l'expérience de l'amélioration

de la protection sociale avant de se convaincre qu'ils peuvent réduire leur épargne de précaution.

En ce qui concerne l'épargne des entreprises, c'est-à-dire les profits non réinvestis, l'explication la plus courante dans le cas de la Chine est que la domination du financement des entreprises par le secteur bancaire d'État et le développement insuffisant des marchés financiers favorisent les grandes entreprises et les contraignent à épargner plus qu'elles ne le désireraient pour financer leurs propres investissements (Chandra, Nabar, Porter, 2010). Dans une économie en croissance rapide, où les placements financiers rentables sont rares, réinvestir les profits réalisés est très attractif. Mais cette explication ne vaut pas pour les autres pays d'Asie (par exemple la Malaisie et la Thaïlande) où l'épargne des entreprises a aussi augmenté mais pas le taux d'investissement qui est resté à un niveau inférieur à celui de la période antérieure à la « crise asiatique » de 1997-1998 (Park, Shin, Jongwanich, 2009). Un autre phénomène concerne l'impact supposé de l'épargne des entreprises sur l'épargne des ménages. Selon certaines théories (Poterba, 1987 ; Auerbach, Hassett, 1991), dans une économie, comme les États-Unis, où les marchés financiers sont très développés et où les ménages possèdent une part significative du capital des firmes à travers des portefeuilles d'actions, le niveau de l'épargne privée ne doit pas être affecté par le niveau de l'épargne des entreprises car les ménages seraient indifférents à détenir directement leur épargne, où indirectement *via* l'épargne des entreprises dont ils possèdent le capital. Une augmentation de l'épargne des entreprises peut réduire les dividendes versés mais augmentera la valeur du patrimoine des ménages.

Pour que cette hypothèse de neutralité soit vérifiée, il faut que les ménages puissent amortir les fluctuations de paiement des dividendes soit en empruntant, en utilisant leurs actifs comme collatéral, soit en liquidant une partie de leurs actifs. Une augmentation de l'épargne des entreprises doit donc se traduire par une augmentation des emprunts des ménages ou une baisse compensatrice de leur taux d'épargne. Il semble que cela soit bien le cas aux États-Unis mais pas en Asie où pour chaque 100 dollars supplémentaires épargnés par les firmes, les ménages ne réduisent leur épargne que de 20 dollars (au lieu de 100 si l'hypothèse de neutralité était vérifiée) (Chandra, Nabar, Porter, 2010)[10]. Les auteurs en déduisent qu'il faudrait développer et améliorer le fonctionnement des marchés financiers, ainsi que les règles de gouvernance des entreprises. L'objectif est d'augmenter de façon significative le nombre de ménages actionnaires et le versement des dividendes qui est actuellement soit nul (comme en Chine), soit très faible (dans le reste de l'Asie). Une autre proposition consiste à développer

10. Si l'on retire la Chine de l'échantillon des pays d'Asie, la réduction d'épargne des ménages n'est que de 7 dollars, ce qui montre que, dans les autres pays asiatiques, l'hypothèse de neutralité est encore moins respectée.

les possibilités d'emprunt des ménages en utilisant leurs actifs comme collatéral, comme il a été fait aux États-Unis.

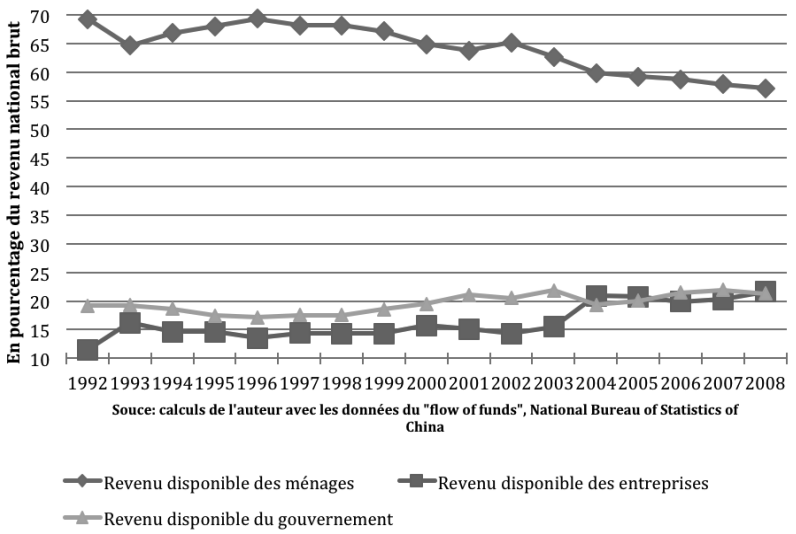
Le rééquilibrage de la croissance chinoise passe par une hausse des revenus du travail

Quel que soit le jugement porté sur l'intérêt de ces propositions, elles sont peu crédibles dans des pays en développement où les institutions ne sont pas solidement établies, où l'asymétrie d'information fait que les marchés financiers sont peu adaptés au financement du développement (Takagi, 2002), et où le capitalisme familial est encore prédominant (Glen, Singh, 2004). Une hausse des revenus du travail serait beaucoup plus efficace pour rééquilibrer la croissance et serait aussi plus juste socialement car elle concernerait l'ensemble des salariés et pas seulement la minorité d'actionnaires. Malgré tout, on peut tirer des résultats précédents plusieurs enseignements. Tout d'abord, la hausse de l'épargne des entreprises en Asie, c'est-à-dire des profits non distribués, a joué un rôle important dans l'augmentation de l'épargne et donc dans le déséquilibre des balances courantes. La réduction de ce déséquilibre passe donc par une réduction de l'épargne des entreprises et, au-delà, par une réduction de la part des profits dans la valeur ajoutée et pas seulement de l'épargne des ménages. C'est ce que l'on se propose de montrer à partir d'une autre approche qui donne un rôle central au partage de la valeur ajoutée.

La baisse de la part des revenus du travail et la hausse corrélative de la part des profits dans les pays développés et dans les pays en développement depuis le début des années 1980 sont un fait marquant qui est aujourd'hui largement reconnu (IMF, 2007 ; Ellis, Smith, 2007 ; European Commission, 2007). L'Asie n'y fait pas exception (ILO, 2008) aussi bien en Asie du Sud-Est, aux Philippines (Felipe, Sipin, 2004) et en Thaïlande (Jetin, 2008a), qu'en Asie du Nord-Est et en Chine (Baker, Orsmond, 2010). Le mécanisme en est connu : le salaire réel a augmenté moins vite que les gains de productivité avec pour conséquence une hausse de la part des profits dans la valeur ajoutée (Jetin, 2009b). Dans le cas de la Chine, le revenu disponible des ménages est passé de 69,2 % en 1992 à 57,1 % du revenu national disponible en 2008. Cette baisse de 12,1 points a bénéficié aux entreprises dont le profit a augmenté de 11,5 % à 21,6 % et au gouvernement dont le revenu augmente de 19,2 % à 21,3 % (voir la figure 4).

L'effet de cette évolution défavorable de la part des revenus du travail sur la consommation est souvent négligé dans les débats concernant le rééquilibrage de la croissance en Asie. Dans le cas de la Chine, pourtant, on peut montrer en actualisant un raisonnement emprunté à Aziz et Cui (2007) que, si la part du revenu disponible des ménages était restée sur la période 1992- 2008 à son niveau de 1992, soit 68,7 % du PIB, et si l'épargne des ménages avait suivi la même évolution que celle effectivement constatée, la consommation serait restée

Figure 4 : Répartition du revenu national disponible de la Chine, 1992-2008



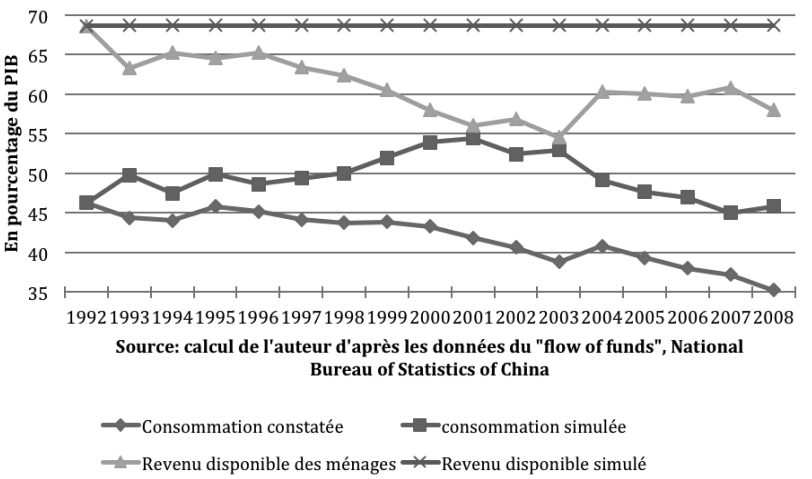
inchangée à environ 45,6 % du PIB en 2008 (voir la figure 5). Au lieu de cela, la consommation a baissé de près de 10 points de pourcentage pour atteindre 35,2 % du PIB en 2008. Par conséquent, la baisse de la part du revenu du travail et la hausse corrélative de la part des profits apparaît comme un facteur bien plus essentiel que la hausse de l'épargne des ménages pour expliquer la baisse de la part de la consommation.

Ces évolutions ne signifient pas que la consommation régresse en niveau absolu en Chine et dans les autres pays asiatiques. La consommation a bien progressé en volume, mais à un rythme moindre que les autres dépenses du PIB. Or, pour rééquilibrer la croissance en faveur du marché domestique, il faut que la consommation des ménages rattrape son retard ce qu'il est difficile d'envisager sans une hausse significative du revenu des ménages. Cela permettrait à nombre de ménages d'améliorer leur niveau de vie dans une région où la pauvreté reste importante et les inégalités se sont renforcées. L'évolution démographique et sociale pourrait favoriser une telle augmentation des revenus. Dans plusieurs pays est-asiatiques, la transition démographique s'achève et le surplus de main-d'œuvre en provenance de la campagne se réduit. Dans le cas chinois, il existe un débat pour savoir si l'on a déjà atteint le point d'inflexion de Lewis où l'épuisement du surplus de main-d'œuvre en zone rurale, combiné à l'évolution démographique, conduit à une raréfaction de l'offre de travail et à une augmentation des salaires. Pour Cai et Wang (2010), ce moment serait sur le point d'être atteint et va renforcer les pénuries de main-d'œuvre, qui

apparaissaient dès 2003 dans les régions côtières, et, ainsi, favoriser les hausses de salaires réels. Pour Yao et Zhang (2010), ce point n'est pas atteint car la hausse de la productivité dans l'agriculture va continuer de libérer de la main-d'œuvre et parce que le différentiel de revenus entre la ville et la campagne maintient une incitation à émigrer. Pour d'autres enfin comme Knight, Quheng et Shi (2010), l'existence simultanée d'un surplus de main-d'œuvre à la campagne et de la hausse des salaires urbains des migrants comme des non-migrants révèle tout simplement que le modèle de Lewis n'est pas pertinent du fait d'une forte segmentation du marché du travail chinois. L'abolition ou la réforme du permis de résidence (le système hukou), la socialisation de la prise en charge des personnes âgées, le recul de l'âge de départ à la retraite[11] et la fin de la politique de l'enfant unique sont autant de pistes que le gouvernement chinois pourrait explorer pour augmenter l'offre de travail.

Quelles qu'en soient les causes, cette hausse des revenus devra être complétée par une augmentation des dépenses publiques dans le domaine de l'éducation et par la création d'un véritable système de protection sociale afin de permettre le passage d'une croissance extensive à une croissance intensive. Plusieurs pays d'Asie ont fait des progrès importants dans ce domaine (Jetin, à paraître 2011), mais il faudra aller au-delà du simple « filet de sécurité sociale » pour permettre aux ménages d'augmenter leur consommation.

Figure 5 : Revenu et consommation des ménages en Chine



11. En 2002, l'âge médian du départ à la retraite était de 59 ans pour les hommes et 51 ans pour les femmes. 90 % des hommes sont à la retraite à l'âge de 61 ans et à l'âge de 56 ans pour les femmes (Knight, Quheng, Shi, 2010).

CONCLUSION

La nécessité de rééquilibrer la croissance en faveur de la demande domestique est apparue avec la crise asiatique de 1997-1999. Mais à cette époque, la relance par les exportations avait repoussé l'échéance. Dix ans plus tard, la nouvelle crise économique internationale rend à nouveau ce rééquilibrage nécessaire. Dans les nouveaux pays industriels (Taiwan, Corée du Sud, Singapour et Hong Kong) et dans ceux de la deuxième génération (Thaïlande, Philippines, Indonésie et Malaisie), ce rééquilibrage permettrait de relancer l'investissement productif qui n'a jamais retrouvé son niveau d'avant la crise asiatique. En Chine, où l'investissement est très élevé, il s'agit au contraire de réduire son importance au profit de la consommation. Malgré ces situations contrastées, dans les deux cas, il s'agit de modifier la nature de l'investissement en faveur de la production de biens et de services nécessaires à l'économie domestique et non pas d'augmenter encore plus les investissements dans les industries exportatrices. Ce rééquilibrage n'est pas seulement de nature économique car il nécessite des changements institutionnels et sociaux. Ce changement devrait être coordonné à l'échelle régionale pour faciliter le recentrage de l'ensemble de la région et éviter des comportements opportunistes de la part de quelques pays. Autant de conditions qui rendent le processus incertain.

BIBLIOGRAPHIE

ADB, 2009a, « Asian Development Outlook 2009 Update », *Asian Development Outlook*, Manille, Asian Development Bank.

ADB, 2009b, « Asian Economic Monitor December 2009 », *Asian Economic Monitor* n° 72, Manille, Asian Development Bank.

ADB, 2009c, « Asian Economic Monitor July 2009 », *Asia Economic Monitor* n° 101, Manille, Asian Development Bank.

ADB, 2010, « Asian Development Outlook 2010: Macroeconomic Management Beyond the Crisis », *Asian Development Outlook* n° 301, Manille, Asian Development Bank.

Allen W., Moessner R., 2010, « Central Bank Cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-9 », *BIS Working Papers* n° 310, Basle, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlement.

Anderson J., 2009, « The Myth of Chinese Savings », UBS Economic Brief, novembre.

Auerbach A. J., Hassett K., 1991, « Corporate Savings and a Shareholder Consumption », National Bureau of Economic Research.

Aziz J., Cui L., 2007, « Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income », *IMF Working Paper* n° 38, Washington D. C., IMF.

Baker M., Orsmond D., 2010, « Household Consumption Trends in China », *Reserve Bank of Australia*, mars.

Baldacci E., Callegari G., Coady D. P., Ding D., Kumar M., Tommasino P., Woo J., 2010, « Public Expenditures on Social Programs and Household Consumption in China », *IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department* n° 28, Washington D. C., IMF.

BIS, 2009, « The International Financial Crisis: Timeline, Impact and Policy Responses in Asia and the Pacific », *The International Financial Crisis and Policy Challenges in Asia and the Pacific*, Shanghai, BIS.

Blanchard O., Giavazzi F., 2005, « Rebalancing Growth in China: a Three handed Approach », *MIT Department of Economics* 37, Washington D. C., MIT.

Chandra S., Nabar M., Porter N., 2010, « Corporate Savings and Rebalancing in Asia » *in* IMF (dir.), *Asia and Pacific. Building a Sustained Recovery*, Washington D. C., IMF, pp. 55-70.

Cai F., Wang M., 2010, « Growth and Structural Changes in Employment in Transition China », *Journal of Comparative Economics*, vol. 38, pp. 71-81.

Cho D., 2009, « The Republic of Korea's Economy in the Swirl of Global Crisis », *ADBI Working Paper Series* n° 25, Tokyo, Asian Development Bank Institute.

Ellis L., Smith K., 2007, « The Global Upward Trend in the Profit Share », *BIS Working Papers Monetary and Economic Department* n° 29, Basle, BIS.

European, Commission, 2007, « The Labour Income Share in the European Union », *Employment in Europe*, Bruxelles, European Commission.

Felipe J., Sipin G. C., 2004, « Competitiveness, Income Distribution and Growth in the Philippines: What Does the Long-run Evidence Show? », *Erd Working Papers Series*, Asian Development Bank: Manila.

Glen J., Singh A., 2004, « Corporate Governance, Competition and Finance: Re-thinking Lessons from the Asian Crisis », *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge* n° 44, University of Cambridge.

Hofman B., Kuijs L., 2008, « Rebalancing China's Growth » *in* Goldstein M., Lardy N. R. (dir.), *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for Economics, pp. 109-121.

Hurr S. K., Jha S., Park D., Quinsing P., 2010, « Did Fiscal Stimulus Lift Developing Asia Out of the Global Crisis? A Preliminary Empirical Investigation. », *ADB Economics Working Paper Series*, Manille, Asian Development Bank.

ILO, 2008, *World of Work Report: Income Inequalities in the Age of Financial Globalization* n° 178, Genève, International Labour Organisation.

ILO, 2010, « Labour and Social Trend in ASEAN 2010: Sustaining Recovery and Development Through Decent Work », *Labour and Social Trend in ASEAN* n° 35, Bangkok, International Labour Office.

IMF, 2007, « The Globalization of Labor » *in World Economic Outlook 2007*, Washington D. C., IMF.

IMF, 2010a, « Republic of Korea. Article IV Consultation », *IMF Country Report* No. 10/270, septembre, Washington D. C., IMF.

IMF, 2010b, « Regional Outlook Asia and the Pacific 2010. Leading the Global Recovery: Rebalancing for the Medium Term », *World Economic and Financial Surveys: Regional Outlook* n° 90, Washington D. C., IMF.

James W. E., Park D., Jha S., Jongwanich J., Terada-Hagiwara A., Sumulong L., 2008, « The US Financial Crisis, Global Financial Turmoil, and Developing Asia: Is the Era of High Growth at an End? », *ADB Economics Working Paper Series* n° 85, Manille, Asian Development Bank.

Jetin B., 2008a, « Distribution of Income, Labour Productivity and Competitiveness: Is the Thai Labour Regime Sustainable? » *The 10th International Conference on Thai Studies. The Thai Khadi Research Institute*, *Thammasat University, Thaïland*, Soumis à *Cambridge Journal of Economics*.

Jetin B., 2008b, « Régionale ou mondiale ? Les enjeux de l'intégration monétaire et financière en Asie », *3rd GARNET Annual Conference: Mapping Integration and Regionalism in a Global World*, Bordeaux.

Jetin B., 2009a, « L'intégration monétaire asiatique : dollarisation, monnaie commune ou simple coopération monétaire ? » *Revue Tiers Monde*, n° 199, pp. 591-610.

Jetin B., 2009b, « Ten Years After the Crisis: A Bright Future for Capitalism in Thailand? », *in* Gosh J., Chandrasekhar C. P. (dir.), *After Crisis: Adjustment, Recovery and Fragility in East Asia*, New Delhi, Tulika Books, pp. 108-119.

Jetin B., à paraître 2011, « Le développement économique de la Thaïlande est-il socialement soutenable ? » *in* Ivanoff J., Dovert S. (dir.), *Thaïlande contemporaine*, Paris, Les Indes Savantes.

Jha S., Prasad E., Terada-Hagiwara A., 2009, « Saving in Asia: Issues for Rebalancing Growth », *ADB Economics Working Paper Series* n° 54, Manille, Asian Development Bank.

Knight J., Quheng D., Shi L., 2010, « The Puzzle of Migrant Labour Shortage and Rural Labour Surplus in China », *Discussion Paper* n° 494, juillet, Department of Economics, University of Oxford.

Modigliani F., Cao S., 2004, « The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis », *Journal of Economic Literature*, XLII, pp. 145-170.

Park D., Shin K., Jongwanich J., 2009, « The Decline of Investment in East Asia Since the Asian Financial Crisis: An Overview and Empirical Examination », *ADB Economics Working Paper Series*, Manille, Asian Development Bank.

Poonpatpibul C., Vorasangasil N., Junetrakool M., Prasitdechsakul P., 2009, « Is There an Alternative to Export-led Growth for Thailand? », *Bank of Thailand Discussion Paper* n° 97, Bangkok, Bank of Thailand.

Poterba J. M., 1987, « Tax Policy and Corporate Saving », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 18, n° 2, pp. 455-516.

Prasad E., 2009, « Rebalancing Growth in Asia », *Discussion Paper Series* n° 36, Bonn, Institute for the Study of Labor (IZA).

Qi L., Prime P. B., 2009, « Market Reforms and Consumption Puzzles in China », *China Economic Review*, vol. 20, n° 3, pp. 388-401.

Takagi S., 2002, « Fostering Capital Markets in a Bank-based Financial System: A Review of Major Conceptual Issues », *Asian Development Review*, vol. 19, n° 1, pp. 67-97.

Wiemer C., 2009, « The Big Savers: Households and Government », *China Economic Quaterly*, vol. 13, n° 4, pp. 20-25.

Yao Y., Zhang K., 2010, « Has China Passed the Lewis Turning Point? A Structural Estimation Based on Provincial Data », *China Economic Journal*, vol. 3, n° 2, pp. 155-162.

Zhang Y., Thelen N., Aparna R., 2009, « Social Protection in Fiscal Stimulus Packages: Some Evidence », *UNDP/ODS Working Paper* n° 26, Office of Development Studies, New York, United Nations Development Programme.