

LE YUAN DOIT-IL ÊTRE RÉÉVALUÉ ?

La politique de change chinoise est fréquemment invoquée pour expliquer le creusement du déficit commercial américain. Pourtant, si les prix (et donc le taux de change) jouent un rôle dans la compétitivité chinoise, les effets à attendre d'une éventuelle hausse du yuan ne doivent pas être surestimés. D'abord, parce que la compétitivité de la Chine s'explique surtout par des facteurs structurels. Ensuite, parce que la part de la Chine dans les échanges américains reste relativement faible. Cependant, une appréciation du yuan pourrait être suivie d'une appréciation de l'ensemble des monnaies asiatiques ; l'effet sur le solde américain en serait évidemment accru. Actuellement, la prudence des autorités monétaires chinoises peut s'expliquer par la crainte de voir une appréciation détériorer l'allocation des ressources et fragiliser le tissu productif local. Alors que les firmes multinationales bénéficient en Chine de coûts salariaux unitaires très bas, les firmes locales, dont la productivité est beaucoup plus faible, pourraient en effet être handicapées par la hausse du yuan.*

Dans le débat sur les causes des grands déséquilibres commerciaux mondiaux, la politique de change suivie par les autorités chinoises est fréquemment mise en cause. De fait, le taux de change par rapport au dollar est inchangé depuis le 1^{er} janvier 1994 à 8,277 yuan pour un dollar, avec une marge étroite de fluctuation (+/-0,18%), alors que les excédents commerciaux chinois (30 milliards de dollars en 2002¹) et l'afflux d'investissements directs (50 milliards de dollars en 2002²) conduiraient à une appréciation de la monnaie chinoise, n'étaient les interventions de la Banque Populaire de Chine pour bloquer un tel mouvement.

Depuis de nombreuses années, les autorités chinoises affirment qu'elles sont disposées à aller vers davantage de flexibilité du yuan, et vers une libéralisation des mouvements de capitaux. La pression internationale en faveur de ces changements se fait plus ferme depuis que l'administration américaine, poussée par les industriels qui voient dans le bas prix des exportations chinoises une source de déflation et de destruction d'emplois, se prononce en faveur d'une réévaluation de la monnaie chinoise.

Pourtant, le diagnostic de sous-évaluation du yuan, comme les effets positifs escomptés d'une réévaluation, sont loin de faire l'unanimité.

■ Le yuan est-il sous-évalué ?

Le point de vue selon lequel le yuan est actuellement sous-évalué (de 10% à 50% selon les estimations) repose essentiellement sur deux arguments :

• *Le dynamisme des exportations chinoises.* Après une hausse de 22% en 2002, les exportations chinoises ont progressé de 32% au cours des neuf premiers mois de 2003. Selon certains observateurs, la Chine pourrait, cette année, dépasser le Japon et devenir le troisième exportateur mondial, avec plus de 6% du marché (contre 4% en 2001). Les Etats-Unis et, dans une moindre mesure, l'Europe et le Japon, enregistrent avec ce pays des déficits commerciaux considérables : en 2002, le déficit américain vis-à-vis de la Chine a dépassé 100 milliards de dollars, celui de l'Union européenne a atteint 40 milliards, celui du Japon 20 milliards (encadré 1).

ENCADRÉ 1 – DIVERGENCES DANS LES STATISTIQUES D'ÉCHANGES

Il existe des écarts considérables dans les montants des échanges bilatéraux entre la Chine et ses grands partenaires selon qu'ils sont déclarés par les douanes chinoises ou par celles des pays partenaires. La prise en compte du transit par Hong Kong permet de réduire sensiblement ces divergences. Ce transit est particulièrement important dans le cas des exportations de la Chine vers les Etats-Unis, officiellement déclarées par la Chine comme exportations vers Hong Kong.

| Excédent commercial de la Chine (moyenne 1997-2000, en milliards de dollars) | avec les Etats-Unis | avec le Japon |
|---|------------------------|------------------|
| Données officielles chinoises | 6,1 | 0,8 |
| Données officielles du partenaire | 69,4 | 20,4 |
| Données chinoises ajustées du transit par Hong Kong | 38,5 | 9,5 |
| Données du partenaire ajustées du transit par Hong Kong | 63,7 | 7,9 |

1. Source : Douanes chinoises.

2. Source : Nations Unies, *World Investment Report*, 2003.

* La monnaie chinoise est le renminbi, le yuan étant l'unité de compte. On a retenu ici le terme de yuan, plus usité en France.

• *L'accumulation des réserves de change.* Les investissements directs étrangers en Chine ont encore progressé de 50% sur les six premiers mois de 2003, malgré l'épidémie de SRAS. De plus, depuis le début de cette année, 30 à 35 milliards de dollars d'entrées de capitaux à court terme, d'origine non identifiée (*hot money*), ont été enregistrés³. Cet afflux de capitaux, ajouté aux excédents commerciaux, se traduit par des pressions à l'appréciation du taux de change, contrecarrées par les interventions de la Banque Populaire de Chine. Ainsi, les réserves de change chinoises ont augmenté de 70 milliards de dollars depuis le début 2003 et atteignent, au milieu de l'année, plus de 356 milliards de dollars⁴, malgré les mesures de libéralisation partielle des mouvements de capitaux prises en 2003⁵. Dans l'état actuel de faible libéralisation du compte financier, une plus grande flexibilité du régime de change chinois conduirait à une appréciation du yuan.

Cependant, l'idée selon laquelle le yuan serait sous-évalué ne fait pas l'unanimité. Le taux de change effectif réel du yuan ne s'est d'ailleurs déprécié que de 9% par rapport à 1997-1998, date à laquelle il était considéré comme surévalué par rapport aux autres monnaies asiatiques (graphique 1).

Graphique 1 – Taux de change effectif réel du yuan (1995=100)



* 1^{er} trimestre 2003.

Note : Il s'agit de la moyenne des taux de change vis-à-vis des partenaires (pondérée par les flux commerciaux) corrigés des mouvements relatifs des prix à la consommation. Une hausse (baisse) du TCER correspond à une appréciation (dépréciation) de la monnaie chinoise en termes effectifs réels.

Source : FMI, *Statistiques Financières Internationales*.

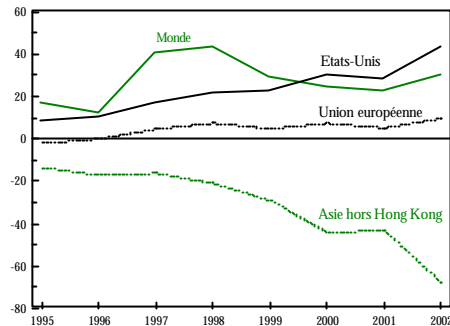
La forte compétitivité des exportations chinoises doit être considérée au regard de plusieurs éléments.

Si les exportations de la Chine progressent, ses importations sont aussi très dynamiques : au cours des neuf premiers mois de 2003, elles ont augmenté encore plus vite que les exportations (+40% pour les produits manufacturés), et l'excédent commercial a été divisé par deux par rapport à la même période de l'année précédente (9 milliards de dollars contre 18 milliards). L'entrée de la Chine dans l'OMC (fin 2001) entraîne une baisse progressive des droits de douane qui s'apparente, pour les importations, à une réévaluation du yuan.

Le commerce de la Chine témoigne des changements structurels qui s'opèrent en Asie de l'Est et du Sud-Est⁶ depuis plus d'une décennie. La délocalisation en Chine des productions asiatiques conduit à une redistribution au profit de la Chine des

exportations manufacturières asiatiques vers le marché mondial ; dans le même temps, cette division du travail intra-asiatique donne lieu à une forte croissance des importations chinoises en provenance de ses voisins. Ainsi, les excédents que la Chine accumule vis-à-vis des Etats-Unis et de l'Europe sont plus que compensés par les déficits enregistrés vis-à-vis des pays d'Asie hors Hong Kong (graphique 2).

Graphique 2 – Solde commercial de la Chine par grandes zones en milliards de dollars



Source : Douanes chinoises.

Enfin, la compétitivité chinoise ne tient pas principalement au taux de change du yuan, mais à des facteurs structurels. Le niveau des salaires est non seulement faible, mais aussi relativement flexible à la baisse en raison de l'abondance de la main-d'œuvre : une réévaluation du yuan pourrait être en partie absorbée par une baisse des salaires chinois⁷. Par ailleurs, la moitié des exportations chinoises sont le fait de filiales étrangères implantées en Chine, qui exportent majoritairement des biens à très fort contenu en importations⁸ et sont donc peu sensibles au taux de change. En bref, les prix des exportations chinoises, fixés en dollars par les importateurs/distributeurs étrangers, dépendent peu du taux de change.

■ La Chine et l'Asie

L'introduction de plus de flexibilité dans le régime de change chinois pourrait prendre différentes formes : réévaluation du yuan par rapport au dollar en une ou plusieurs fois, comme l'autorise le régime actuel de parité fixe ajustable (1), élargissement de la marge de fluctuation par rapport au dollar, voire flottement de la monnaie chinoise (2), ou bien diversification du panier d'ancrage en faisant entrer le yen et l'euro dans le panier (3). Dans tous les cas, le taux de change chinois s'apprécierait à court terme, en raison de la balance des paiements chinoise (1 et 2), ou du fait de l'appréciation actuelle de l'euro et du yen (3).

Quel serait l'impact de l'appréciation du yuan sur les exportations chinoises ? Pour le mesurer, nous utilisons un modèle gravitationnel (encadré 2) développé par le CEPII pour étudier

3. Minefi : *Revue des marchés financiers chinois*, n°27, 30 juin-4 juillet 2003. <http://www.dree.org/chine/actualites.asp>

4. Source : Banque des Règlements Internationaux, *Quarterly Review*, juin 2003.

5. Au cours de l'année 2003, les autorités ont augmenté le montant des devises que peuvent sortir les Chinois se rendant à l'étranger et que peuvent conserver certaines entreprises.

6. Par la suite, pour simplifier, on appellera "Asie" l'ensemble des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est dont la liste figure dans le tableau, page 3.

7. L'appréciation effective du yuan en 1998, sous l'effet de l'effondrement des autres monnaies asiatiques, s'était ainsi traduite par des baisses de salaires.

8. Dans 100 dollars d'exportations réalisées par les filiales étrangères, le contenu en produits intermédiaires importés est, en moyenne, de 55 dollars. F. Lemoine & D. Unal-Kesenci, "Spécialisation internationale et rattrapage technologique", *Economie internationale* 92 (2002).

l'effet d'une modification de parité et/ou de volatilité du yuan sur les échanges chinois⁹. Nous considérons ici une appréciation de 10% en termes réels : ceci correspond à un choc nominal de forte ampleur puisqu'il signifie que les prix des exportations chinoises, exprimés en dollars, augmentent de 10% en dépit de la désinflation importée et des comportements de compression des coûts et de fixation des prix évoqués plus haut. Nos résultats indiquent que cette appréciation réelle de 10% par rapport au dollar réduit, toutes choses égales par ailleurs, de 10% le volume des exportations chinoises vers les Etats-Unis et tous les pays ancrés en termes nominaux sur le dollar.

ENCADRÉ 2 – LE MODÈLE GRAVITATIONNEL UTILISÉ

On étudie le comportement des exportations bilatérales de 15 pays émergents, majoritairement asiatiques et incluant la Chine, vers ces mêmes pays émergents ainsi que vers 18 pays de l'OCDE. L'équation, estimée en volume sur la période 1984-2001, est la suivante :

$$\ln X_{ijt} = 1,424 \ln PIB_{it} + 1,186 \ln PIB_{jt} - 0,787 \ln DIST_{ij} + 1,023 \ln TCR_{ijt} - 0,450 VOL_{ijt} + b_i + b_j + b_t + ACOM_{ijt} + 0,444 LC_{ij} + 0,4366 FC_{ij} + e_{ijt}$$

R² ajusté = 0,807

où X_{ijt} désigne le volume des exportations de i vers j l'année t en dollars constants, PIB_{it} le PIB par tête en standard de pouvoir d'achat du pays i l'année t , $DIST_{ij}$ la distance entre les capitales des pays i et j , TCR_{ijt} le taux de change réel de i par rapport à j (un niveau plus élevé signifie une meilleure compétitivité de i), VOL_{ijt} la volatilité du taux de change nominal bilatéral (coefficient de variation du taux de change trimestriel), $ACOM_{ijt}$ un vecteur de variables muettes signalant la présence d'un accord commercial l'année t entre i et j , LC_{ij} une variable muette signalant la présence d'une langue commune, et FC_{ij} une variable muette signalant la présence d'une frontière commune. L'estimation inclut, par ailleurs, des effets fixes pour les pays (b_i et b_j) et les années (b_t). Toutes les variables sont significatives au seuil de 1% (les écarts-types sont présentés entre crochets). De cette estimation, il ressort que, si la Chine suit, aujourd'hui, le comportement moyen des pays de l'échantillon*, une appréciation du yuan de 1% réduit ses exportations d'environ 1%, tandis qu'une augmentation de 1 point de la volatilité du yuan réduit les exportations de 0,4%.

(* L'estimation en panel permet de surmonter les difficultés d'estimation d'une équation sur la Chine, liée au processus de réforme et d'ouverture entamé en 1988.

Comment réagirait le déficit américain à ce changement important de parité ? L'effet sur la valeur des importations de produits chinois serait nul : les volumes importés diminueraient, certes, de 10%, mais chaque unité importée serait revalorisée de 10%¹⁰. Le redressement du solde commercial américain ne pourrait provenir que de la hausse des exportations américaines, devenues 10% plus compétitives sur le marché chinois. Mais, la Chine ne représentant que 4% du total des exportations américaines, celles-ci ne progresseraient que de 0,4% (en admettant que l'élasticité des volumes au prix est, là aussi, égale à 1).

En réalité, le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine n'est qu'un des éléments du déséquilibre commercial des Etats-

Unis avec l'Asie (hors Chine et Taiwan, celui-ci dépasse 110 milliards de dollars en 2002, soit un montant équivalent au déficit avec la Chine). L'Asie, hors Chine, représentant 20% des exportations américaines, une appréciation réelle de 10% qui toucherait l'ensemble des monnaies de cette zone augmenterait les exportations américaines en volume de 2%.

Certains pays, notamment la Corée et Taiwan qui utilisent la Chine comme pays-atelier, peuvent toutefois souhaiter éviter une appréciation de leurs monnaies : ajoutée à celle du yuan, elle ferait subir à leurs exportations un double choc de compétitivité (renchérissement de leurs produits intermédiaires exportés en Chine, et renchérissement du produit final exporté depuis la Chine). D'autres pays (Malaisie, Philippines, Thaïlande), concurrents de la Chine sur les marchés développés, pourraient aussi être tentés de maintenir leur taux de change réel inchangé pour gagner des parts sur le marché américain. Cependant, l'intégration régionale croissante de la zone asiatique doit être prise en compte : dans les régions commercialement intégrées, la stabilité des prix relatifs est un élément essentiel de progression des flux commerciaux. Les pays asiatiques ont aujourd'hui conscience de l'intérêt de cette intégration, et ont d'ailleurs mis en place une instance de coordination régionale avec l'ASEAN+3 (Chine, Corée et Japon) ; dans ce cadre, ils pourraient laisser leurs monnaies suivre l'appréciation du yuan. *A fortiori* si le Japon était l'initiateur du mouvement, puisque ce pays est un élément essentiel de l'intégration asiatique (tableau).

Tableau – Importance du commerce régional pour les différents pays d'Asie 2001, en % des flux totaux

| | Exportations totales de chaque pays = 100 | | | | Importations totales de chaque pays = 100 | | | |
|-----------------------|---|-------|-------------|------------|---|-------|-------------|------------|
| | Zones de destination | | | | Zones de provenance | | | |
| | Chine | Japon | Autres Asie | Total Asie | Chine | Japon | Autres Asie | Total Asie |
| Chine | - | 19 | 13 | 31 | - | 21 | 30 | 51 |
| Japon | 11 | - | 27 | 38 | 18 | - | 24 | 42 |
| Corée du Sud | 15 | 11 | 16 | 42 | 10 | 20 | 14 | 44 |
| Thaïlande | 6 | 16 | 21 | 43 | 6 | 22 | 23 | 51 |
| Taiwan | 11 | 11 | 21 | 44 | 6 | 25 | 22 | 53 |
| Hong Kong | 33 | 2 | 11 | 46 | 10 | 13 | 37 | 59 |
| Philippines | 4 | 17 | 28 | 49 | 3 | 23 | 26 | 52 |
| Malaisie | 6 | 13 | 29 | 49 | 6 | 18 | 37 | 61 |
| Singapour | 4 | 6 | 43 | 53 | 5 | 15 | 34 | 54 |
| Indonésie | 5 | 23 | 27 | 54 | 6 | 20 | 31 | 58 |
| <i>Pour mémoire :</i> | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 4 | 8 | 12 | 24 | 9 | 11 | 12 | 32 |
| Monde | 3 | 5 | 9 | 18 | 5 | 7 | 10 | 22 |

Source : CEPII, Base de données CHELEM.

Dans tous les cas, l'effet sur le solde américain resterait limité, d'autant que le mouvement pourrait ne pas être général, en raison de l'hétérogénéité des situations macro-économiques. En particulier, la déflation que subit actuellement Taiwan est probablement un obstacle significatif à l'appréciation du dollar taiwanais. De la même manière, l'opportunité d'une nouvelle appréciation du yen peut être discutée. Enfin, il faut rappeler

9. Voir Agnès Bénassy-Quéré & Amina Lahrière-Révil, "Trade linkages and exchange-rates in Asia: Exploring the impact of an exchange-rate regime change in China", Document de travail CEPII, à paraître. Il est très peu probable que les autorités chinoises décident d'un véritable flottement du yuan dans un avenir proche, c'est pourquoi nous délaissions ici la question de la volatilité pour nous concentrer sur l'impact d'une éventuelle réévaluation.

10. La substitution de la production chinoise à la production américaine pourrait cependant s'en trouver ralentie dans certains secteurs d'activité. Les pressions déflationnistes exercées par les importations de produits chinois se trouveraient également réduites.

qu'une correction de change *réel* de 10%, telle qu'on l'a envisagée, constitue un choc important.

Les débats actuels sur le régime de change chinois soulèvent la question de la coordination au sein du système monétaire international, désormais à l'étroit dans les habits du G7. Mais la question fondamentale n'est pas celle d'un éventuel *dumping* monétaire de la Chine. Le déficit courant américain résulte moins d'un manque de compétitivité des produits fabriqués aux Etats-Unis que de la faiblesse endémique de l'épargne privée et publique dans ce pays. Tant que les résidents dépenseront plus qu'ils ne gagnent, il y a peu de chance que le solde extérieur se rétablisse. Cependant, c'est cet excès de dépense qui a nourri la croissance mondiale dans les années récentes. Pour qu'un grand pays comme la Chine puisse, à terme, devenir une locomotive de l'économie mondiale, il lui faudra ouvrir plus largement son marché intérieur et consolider sa croissance. Ce dernier point, en particulier, conditionnera le rythme de l'inéluctable appréciation réelle du yuan à long terme.

■ Priorité à la croissance

La forte croissance actuelle de l'économie chinoise est associée à une très grande stabilité – et certaines années, à une baisse – des prix. Cette conjonction s'explique notamment par la forte extraversion de la croissance chinoise (la hausse des exportations tirant celle des investissements) et l'atonie de la consommation (très forte épargne). En cas d'appréciation du yuan, le maintien de la compétitivité des entreprises exportatrices impliquerait soit la compression des marges, soit la compression des coûts ; la pression qui s'exercerait alors sur les salaires contribuerait à ralentir la demande intérieure.

En 2003, la forte progression (30%) de l'investissement dans la construction et l'industrie manufacturière résulte à la fois de comportements spéculatifs sur le marché immobilier, de stratégies régionales d'investissement public destinées à créer des emplois, et de l'afflux de capitaux étrangers. La tendance au surinvestissement risque d'accentuer l'accumulation de prêts non-performants dans les banques. Or, une réévaluation du yuan pourrait avoir un effet pervers sur l'allocation des ressources en

renforçant les incitations à investir dans le secteur abrité (immobilier) plutôt que dans le secteur exportateur.

La prudence des autorités chinoises en matière de change peut aussi refléter l'incertitude sur le niveau adéquat du taux de change compte tenu des très fortes disparités de productivité entre entreprises.

Dans l'industrie manufacturière, le salaire moyen est de l'ordre de 110 dollars par mois. Si l'on inclut les charges sociales, le coût du travail en Chine est d'environ 4% du niveau américain. Dans la province de Canton, d'où provient un tiers des exportations du pays, le coût salarial est plus élevé et atteint 5% du niveau américain, alors que dans certaines provinces de l'intérieur (qui exportent très peu), il est de l'ordre de 2%. Le faible niveau général des salaires correspond au faible niveau de la productivité du travail : d'après les estimations en parité de prix de production, la productivité moyenne de l'industrie manufacturière ne dépasse pas, en Chine, 6% du niveau américain. Cependant, la productivité est beaucoup plus forte dans les secteurs dominés par les firmes étrangères (chaussures, électronique). Celles-ci bénéficient ainsi de coûts unitaires particulièrement faibles et d'un avantage de compétitivité par rapport aux entreprises chinoises. Au cours des dix dernières années, la progression de leurs exportations a été de 25% en moyenne annuelle, alors que celle des entreprises chinoises a été de seulement 6,5% ; leur contribution aux exportations chinoises est passée ainsi de 20% en 1992 à 54% en 2003.

Ainsi, le yuan est-il probablement sous-évalué pour les firmes multinationales, mais pas nécessairement pour les entreprises locales. Dès lors, les réticences des autorités chinoises à réévaluer la monnaie peuvent se justifier par le souci de ne pas hypothéquer le développement des entreprises locales. Au moment où l'abaissement de la protection chinoise confronte celles-ci à une concurrence accrue sur le marché intérieur, une réévaluation risquerait de compromettre leur compétitivité.

Agnès Bénassy-Quéré, Amina Lahèche-Révil & Françoise Lemoine
lerolland@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2003
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné

REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Bronka Rzepkowski

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Didier Boivin

REALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 46 €TTC
Europe 47,50 €TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
47 €HT
Autres pays (HT, avion éco.)
47,50 €HT
Supl. avion rapide 0,80 €

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

4^{ème} trimestre 2003
Octobre 2003

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*