



**Bureau
d'économie
théorique
et appliquée
(BETA)**
UMR 7522

Documents de travail

« Quelques Réflexions sur la Réévaluation du Yuan »

Auteurs

Meixing Dai

Document de Travail n°2010 - 26

Novembre 2010

Faculté des sciences économiques et de gestion

Pôle européen de gestion et
d'économie (PEGE)
61 avenue de la Forêt Noire
F-67085 Strasbourg Cedex

Secrétariat du BETA

Géraldine Manderscheidt
Tél. : (33) 03 68 85 20 69
Fax : (33) 03 68 85 20 70
g.manderscheidt@unistra.fr
<http://cournot2.u-strasbg.fr/beta>



Nancy-Université
Université Nancy 2



Quelques Réflexions sur la Réévaluation du Yuan

Meixing Dai^a

Résumé : La sous-évaluation du yuan fait partie du consensus des économistes et des décideurs de politique. La demande pressante des pays occidentaux pour une réévaluation nominale brutale du yuan ne prend pas en compte l'intérêt des entreprises (occidentales et chinoises) et des salariés travaillant pour les secteurs d'exportation en Chine. J'analyse dans ce papier le bénéfice d'une réévaluation réelle du yuan pour l'économie chinoise et propose, outre une réévaluation nominale modeste, une multitude de solutions alternatives aboutissant à une réévaluation complète du yuan en termes réels.

Mots clefs : Réévaluation réelle du yuan, Renminbi (RMB), réserves de change, déséquilibre externe, mesures d'ajustement macroéconomique.

JEL classification : E2, E5, E6, F3.

Some Reflections on the Yuan Revaluation

Abstract: The undervaluation of the Yuan is part of the consensus of economists and policy makers. The urging of Western countries for a brutal nominal revaluation of the Yuan does not take into account the interests of firms (Western and Chinese) and employees working for the export sector in China. In this paper, I analyze the benefits of a real revaluation of the Yuan to the Chinese economy and propose, besides a modest nominal revaluation, a multitude of alternative policies leading to a complete revaluation of the Yuan in real terms.

Keywords: Real revaluation of the Yuan, Renminbi (RMB), foreign exchange reserves, external disequilibrium, measures of macroeconomic adjustment.

JEL classification numbers: E2, E5, E6, F3.

^a BETA, University of Strasbourg, 61, avenue de la Forêt Noire – 67085 Strasbourg Cedex – France; Tel (33) 03 68 85 21 31; Fax (33) 03 68 85 20 71; e-mail: dai@unistra.fr.

Remerciements : Je remercie Régis Larue de Tournemine pour des commentaires judicieux.

Depuis son adhésion à l'OMC fin 2001, la Chine connaît une hausse rapide de sa réserve de change et de son excédent de la balance commerciale. La crise financière et économique aux Etats-Unis n'a que des effets temporaires sur les exportations de la Chine. Sa forte croissance et son excédent commercial important vis-à-vis des Etats-Unis ont rendu passionnel le débat américain concernant la pression politique à mettre sur la Chine pour l'obliger à réévaluer fortement et rapidement le yuan (ou Renminbi/RMB), la monnaie chinoise. Dans un contexte de reprise économique molle aux Etats-Unis, la question de change ressort en première ligne dans la mesure où la dépréciation du dollar semble être le seul moyen disponible pour stimuler davantage la croissance américaine. Les autres politiques macroéconomiques des Etats-Unis ont butées sur les contraintes difficilement franchissables, à savoir la contrainte de solvabilité pour le financement obligataire de la dépense publique et la borne du taux d'intérêt nul pour la politique monétaire. Dans les médias, les autres propositions étant occultées, la réévaluation du yuan est présentée souvent comme la seule solution permettant de régler les problèmes de déficits commerciaux des Etats-Unis car le maintien d'une parité quasi fixe entre le yuan et le dollar américain empêcherait les autres pays connaissant des excédents commerciaux structurels de réévaluer leur monnaie afin de ne pas devenir non compétitifs par rapport à la Chine. Dans ce papier, je montrerai que la Chine n'est pas la seule responsable de la sous-évaluation du yuan et que la réévaluation nominale n'est pas la seule solution pour régler le problème.¹ J'analyserai les inconvénients d'une réévaluation nominale trop rapide et l'efficacité des solutions alternatives à adopter pour absorber les déséquilibres commerciaux de la Chine.

Les facteurs à l'origine d'une sous-évaluation du yuan

¹ Pour une vue d'ensemble sur l'évaluation quantitative de la sous-évaluation du yuan, voir Das (2009). Seuls Cheung et al. (2007) trouvent que la sous-évaluation n'est pas statiquement significative.

La Chine est ouverte au commerce international au début des années 1980. A l'époque, la Chine est un acteur insignifiant sur le marché international. Jusqu'à la fin des années 1980, le salaire moyen chinois ne représente que cinq à dix euros par mois contre environ cent cinquante euros à l'heure actuelle. Malgré le coût salarial très bas, la Chine connaît souvent des déficits commerciaux importants jusqu'au milieu des années 1990. Cela se traduit par un cours du dollar sur le marché parallèle indiquant une forte dévaluation du yuan, surtout après les hausses des prix fortes constatées à la fin des années 1980 et au début des années 1990 induites par la libéralisation des prix. La dévaluation est effectuée en 1994. Lors de la crise asiatique en 1997, certains économistes occidentaux et des spéculateurs internationaux prédisent une surévaluation et donc une dévaluation forte du yuan dans un contexte où les pays compétiteurs de la Chine ont fortement dévalué leur monnaie. La Chine a tenu bon en gardant le taux de change fixe du yuan vis-à-vis du dollar américain afin d'aider la stabilisation des pays du Sud-est asiatique en évitant une dévaluation compétitive.

La problématique de la sous-évaluation du yuan n'a émergé qu'après l'adhésion de la Chine à l'OMC fin 2001. Plusieurs facteurs ont contribué à la sous-évaluation du yuan. Le premier est un facteur psychologique. Après l'ouverture économique, la Chine est confrontée comme les autres pays émergents de l'Asie et de l'Amérique latine à une période de pénurie de dollars, ce qui a permis d'ancrer dans les esprits de la population et des décideurs de politiques chinois l'idée que les dollars constituent des actifs préférable à l'or car ils rapportent un intérêt annuel et l'on doit à tout prix les accumuler.

La période de pénurie de dollars se termine avec la mise en œuvre d'une politique monétaire extrêmement laxiste aux Etats-Unis suite à l'éclatement des bulles Internet qui menace la croissance américaine. Cette croissance exceptionnelle de la quantité de dollars s'est traduite par l'accès facilité au crédit bon marché par les entreprises et les ménages américains. Elle stimule surtout la consommation des ménages américains grâce à l'effet de

richesse virtuelle liée à la forte hausse du prix immobilier. En 2007, le déficit commercial des Etats-Unis représente environ 6 % du PIB américain, signe qu'il y a abondance de l'offre de monnaie aux Etats-Unis. Le phénomène curieux est que cette hausse extraordinaire de la quantité de monnaie ne s'est pas traduite par une hausse de l'inflation aux Etats-Unis selon la prédiction des monétaristes. Une explication possible est que les banques centrales des pays émergents, qui ont subi la pénurie de dollars dans les périodes précédentes, sont trop heureuses de les accumuler dans leur caisse et de les replacer sur le marché des bons du Trésor américain. Cette circulation des dollars a incité certains économistes à inventer une théorie nébuleuse de l'excès de l'épargne globale (*global saving glut*) (Bernanke 2005), qui camoufle en effet une conduite très laxiste de la politique monétaire aux Etats-Unis. Elle est contestée par Taylor (2009), montrant que l'épargne du reste du monde a baissé sur la période en question. De même, l'attitude des épargnants chinois n'a pas changé après l'éclatement des bulles Internet.

L'afflux massif de liquidité vers les pays émergents, notamment la Chine, s'est traduit pour une bonne partie en investissement productifs des entreprises nationales et multinationales pour satisfaire un surcroît de besoin de consommation des américains. Ces investissements, souvent avec des apports technologiques, ont permis d'augmenter fortement la productivité du travail dans ces pays. La Chine a bénéficié par ailleurs d'un important coup de pouce pour ses exportations en adhérant à l'OMC, ce qui a incité beaucoup d'entreprises multinationales à investir en Chine. De ce fait, la hausse de productivité du travail est particulièrement rapide en Chine. Par contre, la hausse des salaires se fait à un rythme moins rapide, ce qui se traduit par une hausse de prix très modérée, induisant ainsi une dévaluation réelle de la monnaie chinoise par rapport aux monnaies des pays industrialisés, les Etats-Unis en tête. Malgré une réévaluation nominale du yuan de l'ordre de 22% contre le dollar

américain depuis l'été 2005, le yuan reste sous-évalué du fait de l'effet dynamique du désajustement entre la hausse du salaire et celle de la productivité du travail.

Les arguments pour une réévaluation du yuan

La Chine est sous la pression des pays occidentaux pour réévaluer rapidement sa monnaie pour ensuite adopter éventuellement une politique de change plus orientée vers le marché. La réévaluation du yuan, qui satisfait les décideurs de politique des pays occidentaux, pourrait être dans l'intérêt de la Chine.

Sans une réévaluation du yuan, étant donnée la nature des politiques industrielles et macroéconomiques menées par la Chine et ses partenaires commerciaux occidentaux, la Chine continuera à augmenter ses réserves de change, constituées en grande partie des actifs libellés en dollar américain et pour une bonne partie des actifs en euro. La croissance forte en Chine attirera des capitaux étrangers sous forme d'investissements directs étrangers (IDE) et d'investissements de portefeuille. Ces derniers entrent sur le marché chinois via les fenêtres ouvertes par les autorités de régulation chinoises ou via des canaux qui contournent le contrôle de l'Etat. La hausse de salaire modérée par rapport à celle de la productivité du travail permet de garder le travail toujours bon marché par rapport à celui dans les pays occidentaux où les rémunérations de base sont dix à vingt fois plus élevées. A long terme, les travailleurs chinois sont susceptibles d'être formés pour effectuer un travail identique à celui fait par leurs homologues étrangers. Par conséquent, la compétitivité penchera en faveur de la Chine durant une longue période. Dès lors, tant que l'ajustement cumulé des salaires est moins rapide que la hausse cumulée de la productivité, la Chine connaîtra un excédent commercial.

L'accumulation des devises grâce à l'entrée des capitaux et à l'excédent commercial a initialement pour objectif de stabiliser le taux de change nominal. Au-delà d'un certain

niveau, l'utilité de cette accumulation devient négative. En effet, l'accumulation continue des devises implique que la monnaie nationale est sous-évaluée en termes réels, ce qui signifie qu'il est peu probable que les réserves de change puissent garder leur pouvoir d'achat dans la mesure où le rendement rapporté par leur placement pourrait être nettement moins que le taux d'appréciation réelle de la monnaie nationale dans le futur.

Etant données l'importance des réserves de change chinoises et leur croissance prévisible dans les années à venir en l'absence d'un retour du taux de change réel du yuan vers son niveau d'équilibre, il est peu probable que la banque centrale et les gestionnaires du fonds souverain chinois trouvent suffisamment d'opportunités d'investissement permettant de garder la valeur de ces réserves de change en termes de pouvoir d'achat. On peut avancer plusieurs raisons pour justifier ce point.

Premièrement, la plupart des économies occidentales ont peu de chance de dégager des excédents budgétaires pour payer les intérêts et le principal de la dette publique lorsque celle-ci atteint un niveau non-soutenable. Beaucoup de pays occidentaux vont probablement vers ce niveau dans la mesure où les intérêts des générations présentes sont primés au détriment de ceux des générations futures non représentées à l'élection politique du fait de la quasi-absence dans la sphère publique de l'altruisme des générations actuelles. Les dettes publiques seront finalement financées par la création monétaire, comme ce qui se passe actuellement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sous le nom de la politique d'assouplissement quantitatif.

Deuxièmement, les *hedge* fonds anglo-saxons sont beaucoup plus rapides à réagir à cette nouvelle donnée en spéculant massivement sur les marchés des matières premières afin de se protéger contre une inflation du prix exprimé en dollar américain, en euro ou en livre sterling. Si les spéculateurs ont appris que les fonds souverain chinois ou d'autres pays ont également l'intention d'entrer sur ces marchés, ils feront monter le prix des matières premières à un

niveau tel que l'entrée effective de fonds souverain chinois sur ces marchés n'est pas sans risque important à court terme.

Troisièmement, l'investissement dans les actifs réels dans les pays industrialisés est souvent bloqué pour des raisons politiques et/ou réglementaires et les actifs dans les pays richement dotés en matières premières mais faiblement développés sont soumis à des tractations politiques entre les différents pays ayant des intérêts acquis et les autres qui veulent entrer sur ces marchés. Il est peu probable que la Chine puisse y investir une partie significative de ses réserves de change même si elle accepte d'être accusée de pratiquer le soi-disant néo-colonialisme.

Pour éviter une perte plus massive de la valeur de ses réserves de change croissantes, la Chine doit procéder à une réévaluation de sa monnaie. En effet, plus on attend pour réaliser l'ajustement, plus l'ajustement final sera difficile et douloureux à mener. Le choc d'ajustement pourrait devenir alors trop grand pour être absorbé tout en gardant la stabilité économique, sociale et politique en Chine et pourrait aussi avoir de fortes répercussions négatives pour les autres pays. Cette réévaluation inévitable, bien et assez rapidement menée, permet d'améliorer non seulement le bien-être social à long terme mais également celui à court terme de la population chinoise. Pour mener à bien cette réévaluation, il convient de réfléchir en termes de réévaluation réelle du yuan, ce qui permet d'éviter une focalisation sur la réévaluation nominale réclamée par les médias, et les politiciens occidentaux et les spéculateurs internationaux tout en ouvrant d'autres perspectives politiques et économiques.

Pour cela, les décideurs de politique chinois, qui doutent déjà beaucoup, doivent rompre complètement et très rapidement avec l'illusion que c'est bien d'augmenter le gros chiffre numérique inscrit dans l'ordinateur central de la Fed (ou d'une autre banque centrale ou institution financière) sans même que celle-ci ait à faire fonctionner la planche à billets. Une meilleure alternative serait d'acheter des biens en Chine avec ces dollars et de les vendre aux

familles chinoises pauvres qui manquent de tout et qui ne sont pas en mesure de rembourser les prêts bancaires perpétuels (donc jamais remboursés) en dollar accordés spécifiquement pour acheter ces biens. Par ailleurs, le fait que beaucoup d'investisseurs internationaux projettent d'investir en Chine implique en effet que la Chine constitue le meilleur endroit pour investir l'épargne chinoise. Pourquoi doit-on chercher alors ailleurs ?

Pour les travailleurs ordinaires, l'accumulation des réserves de change constituent un coût important en termes de bien-être car ils sont payés d'un salaire beaucoup plus bas que ce qu'ils méritent. Les avantages compétitifs acquis par la sous-évaluation du yuan ne permettent pas nécessairement à la Chine d'acquérir des positions stratégiques dans les industries de pointe car les salaires bas favorisent les entreprises qui se satisfont des salariés peu qualifiés et n'investissent pas dans les innovations technologiques. La croissance acquise uniquement grâce aux bas coûts sans apports d'innovations technologiques pourrait être plus tard balayée par l'inévitable réévaluation du yuan vis-à-vis du dollar. Un coût réel de travail en hausse régulière mais modérée oblige les entreprises à faire davantage de recherches pour inventer de nouveaux produits, de nouveaux procédés de production et de nouvelles techniques de distribution, induisant ainsi une croissance endogène et donc plus durable.

Du fait que la Chine continue à progresser plus vite sur le plan de la productivité, le problème de sous-évaluation va s'aggraver dans le futur si les ajustements ne sont pas menés à temps et des crises financières et économiques majeures pourraient en résulter pour l'économie chinoise du fait que le dénouement final n'est plus contrôlé par les décideurs de politique mais imposé par le marché.

Politiquement, la résistance chinoise à une réévaluation du yuan n'est pas tenable car la Chine semble, avec des excédents commerciaux importants, être le pays qui profite le plus de la relance monétaire et budgétaire par les pays industrialisés, dont beaucoup sont mécontents du fait qu'ils profitent peu ou avec un décalage de la croissance forte en Chine. Les pays qui

en profitent le plus sont ceux qui vendent des matières premières et les équipements dont la Chine a besoin pour sa croissance. Bien que la sous-évaluation du yuan soit en partie due à une politique monétaire laxiste dans les pays développés, elle ne peut échapper à la responsabilité d'ajustement bien que traditionnellement l'ajustement s'impose aux pays déficitaires. Le temps a changé car les pays déficitaires ne sont plus les pays émergents mais s'appellent les Etats-Unis, première puissance économique, politique et militaire du monde.

Les avantages et les inconvénients d'une réévaluation nominale rapide

La réévaluation nominale rapide du yuan est la mesure la plus simple à mettre en œuvre pour vite satisfaire les gouvernements des pays étrangers connaissant des déficits commerciaux importants, qui sont soulagés des ajustements nécessaires pour équilibrer leur compte extérieur. Malgré cet avantage de simplicité, faire reposer entièrement l'ajustement du taux de change réel sur celui du taux de change nominal peut générer des effets importants non désirés par le gouvernement chinois.

En effet, le problème de sous-évaluation du yuan est un problème ancien. Les effets cumulatifs d'une hausse de productivité plus importante et d'une hausse de salaire et de prix relativement modérée font que les ajustements nécessaires pour revenir à l'équilibre sont très importants à court terme.

Une réévaluation réelle du yuan est indispensable. Mais sa mise en œuvre ne doit pas passer par une réévaluation nominale brutale du yuan par rapport aux autres monnaies. En cas d'une réévaluation nominale rapide du yuan, les opérateurs de marché, y compris les spéculateurs internationaux, détenant des actifs en yuan placés depuis un certain temps dans cette perspective réalisent des plus values très importantes. Par contre, une telle mesure entraîne des coûts d'ajustement très élevés pour les entreprises qui ne sont pas préparées pour

cette éventualité. Des centaines de milliers d'entreprises pourraient faire faillite, licenciant des dizaines de millions de salariés, créant des troubles sociaux et politiques en Chine.

Par ailleurs, la banque centrale chinoise doit subir une importante dépréciation d'actifs libellés en dollar américain. Cependant, la dépréciation d'actifs libellés en dollar ne doit pas être considérée comme un facteur important qui empêche la réévaluation du yuan. En effet, plus la Chine fait des excédents commerciaux vis-à-vis des Etats-Unis, plus elle risque de perdre gros dans le futur car, étant donnée la difficulté liée à la hausse des impôts et à la réduction de dépense publique, la seule politique disponible qui permet aux Etats-Unis de rester solvable est de créer plus de dollars pour rembourser la dette publique croissante si les autres pays excédentaires n'ajustent pas tout de suite leur taux de change ou leurs politiques économiques.

Les solutions alternatives à la réévaluation nominale

Le souci principal du gouvernement chinois est de réévaluer le yuan sans entraîner un accroissement du taux de chômage et un affaiblissement trop sensible de la croissance. Ceci implique qu'il préfère une réévaluation nominale du yuan assez lente. Il en résultera une aggravation continue du déséquilibre externe si d'autres mesures ne sont pas mises en place de manière énergique. Les objectifs fixés récemment par le gouvernement chinois visent à abandonner la stratégie de développement qui repose lourdement sur les exportations pour adopter une stratégie alternative qui fait reposer la croissance chinoise plus sur la demande interne. Un tel changement de stratégie, si elle est bien et rapidement mis en place, permet de résorber progressivement l'excédent commercial.

Dans une perspective de stratégie de croissance plus axée sur le marché intérieur, un nombre important de mesures pourraient être mises en place, ce qui réduit le coût global des ajustements car chaque instrument de politique est utilisé avec moins d'intensité et n'entraîne

donc pas de risque systémique.² Ces mesures visent notamment à modifier la composition de l'offre et de la demande chinoises. L'objectif est d'augmenter la demande et l'offre tournées vers le marché intérieur et de jeter la base d'une croissance endogène pour les années à venir.

Une première mesure consiste à favoriser la hausse des salaires en fonction de la hausse de productivité des salariés, qui sont sacrifiés durant des dizaines d'années au nom du développement chinois et *de facto* au profit du capital majoritairement étranger et des consommateurs occidentaux. Une telle hausse ne nuit pas nécessairement à la croissance si la hausse des salaires n'excède pas celle de la productivité, les entreprises étrangères auront toujours intérêt à rester en Chine pour les productions destinées à l'exportation. En plus, la hausse de pouvoir d'achat incite d'autres entreprises étrangères à venir en Chine pour produire localement afin de satisfaire une demande chinoise en plus forte croissance. La pression à la hausse des salaires va sans douter éliminer certains secteurs à faible valeur ajoutée mais incite d'autres entreprises à innover et à migrer vers les segments de produits plus hauts de gamme. C'est un processus qui ne se mettra pas en place si les salaires restent très bas et qui risque de rompre s'il y a un ajustement fort et brutal du taux de change nominal car beaucoup trop d'entreprises auront fait faillite en même temps.

Des mesures pourraient être mises en place pour rassurer les consommateurs chinois de manière à les encourager à consommer ou pour stimuler leur besoin de consommation. Sans aller construire un système de sécurité sociale et de santé qui génère des déficits chroniques comme dans certains pays occidentaux, une réforme permettant une réelle prise en charge au niveau de la sécurité sociale et de la santé pour une population plus large permet aux familles de diminuer les besoins d'épargne de précaution. La réforme dans le secteur d'enseignement a considérablement augmenté les coûts d'éducation pour les familles. Des aides accrues pour les familles à revenus modérés semblent du bon sens, car cela permet à ces familles de se

² Dai (2006) a examiné les implications dynamiques d'une réévaluation nominale et de certaines mesures alternatives.

priver moins afin de financer les études de leurs enfants et incite ces derniers à suivre une formation assez poussée, ce qui est bon pour la croissance à long terme.

Une mesure importante à adopter concerne un sujet vivement discuté récemment en Chine, à savoir la fin de la politique de l'enfant unique pour les citoyens. Une fin rapide de cette politique ou son remplacement par une limite de deux enfants sera bénéfique pour la croissance aussi bien à court terme qu'à long terme. La politique de l'enfant unique a permis d'accélérer la croissance chinoise à partir des années 1980 en permettant de dégager plus d'épargne. Elle a peu de sens aujourd'hui car la Chine devient un exportateur net des capitaux. Elle génère des problèmes liés au vieillissement de la population dont celui de financement de la retraite sans parler des difficultés rencontrées par chaque jeune couple qui doit s'occuper de quatre parents vieillissants. Ce souci pour l'avenir fait accroître sensiblement l'épargne des ménages et diminue d'autant la consommation présente. Une réforme rapide permet d'augmenter la consommation immédiate rien que pour acheter les biens et services nécessaires pour élever les enfants supplémentaires. Ce changement de politique permet de soulager à l'avenir les problèmes liés au vieillissement de la population, dont le financement des retraites. Par ailleurs, étant donné que les villes sont mieux dotées en moyens éducatifs, les enfants nés en ville bénéficient des conditions d'éducation meilleures que ceux nés à la campagne. Garder la politique de l'enfant unique ne permet pas de renouveler efficacement la population de professionnels qualifiés travaillant dans les villes, ce qui peut ralentir la croissance chinoise à long terme.

Des politiques de dépense publique destinées à améliorer les conditions d'offre à long terme pourraient être mises en place. Elles auront aussi pour effet de court terme d'augmenter la demande globale et d'accroître immédiatement la croissance. Dans cet esprit, une mesure importante est de moderniser l'agriculture pour faire face à la pression inflationniste très forte à court terme constatées sur le segment des prix agroalimentaires en Chine et à la pénurie très

probable des produits agricoles dans les décennies à venir, en fournissant plus d'aides d'investissement et de crédits aux agriculteurs, en créant des centres de recherches agro-alimentaires publiques ou en subventionnant les recherches privées. La gestion des prix agroalimentaires est très importante dans la mesure où la hausse des prix alimentaires et d'autres produits de base a tendance à exagérer toute hausse du niveau général des prix, qui doit être plus forte que celle constatée aux Etats-Unis pour réaliser l'ajustement du taux de change réel entre le yuan et le dollar. En affectant négativement et plus lourdement les familles à revenu modeste, la réévaluation réelle du yuan reposant en partie sur une inflation plus forte du fait de la hausse des salaires et des dépenses publiques pourrait buter sur la question de la stabilité sociale.

La politique d'infrastructure est une mesure permettant de stimuler rapidement la croissance lorsque celle-ci ralentit. Le gouvernement peut l'utiliser à sa guise pour moduler la croissance. Il existe un nombre considérable de chantiers (aéroports, ports, chemins de fer à grande vitesse, métros, ponts, autoroutes etc.) à mettre en place, dont certains sont destinés aux zones moins développées et aux villes moyennes et petites. Parallèlement, il convient de modérer le développement immobilier, qui connaît un degré élevé de fièvre spéculative, pour éviter le type de risque qu'a connu l'Espagne, dont la croissance et la finance publique, qui ont longtemps reposé sur ce secteur, sont actuellement confrontées à une crise sans précédent.

Des fonds supplémentaires destinés à améliorer les enseignements supérieurs et professionnels, à financer la recherche fondamentale et à aider les recherches et développements des entreprises publiques et privées peuvent être mobilisés. Ils contribuent à bâtir les fondations d'une économie de connaissance afin de permettre à la Chine d'arriver à terme au niveau technologique des pays industrialisés.

Ces différentes mesures génèrent des dépenses publiques supplémentaires, qui pourraient être en partie financées par les achats de titres du gouvernement par la Banque populaire

(banque centrale) de Chine. Dans l'objectif de réajuster la valeur réelle du yuan, la banque centrale chinoise ne doit pas fixer un objectif d'inflation trop bas. Elle doit tolérer temporairement une hausse de prix plus forte pour éviter l'accumulation des pressions inflationnistes, induites par la politique de l'assouplissement quantitatif américaine ou européenne, de se traduire par une pression plus forte pour la réévaluation nominale du yuan. Sans une inflation plus forte en Chine et sans une réévaluation nominale du yuan, la Fed, confrontée à la borne du taux d'intérêt nominal nul, ne pourrait pas faire remonter facilement le prix aux Etats-Unis et rendre sa politique monétaire un peu plus efficace.

D'autres mesures peuvent être prises pour réduire les exportations, stimuler les importations, et ralentir les flux des investissements étrangers afin de réduire l'accumulation des réserves de change. Il convient pour cet effet de réduire les déductions de taxe pour les exportations, de baisser les tarifs douaniers pour augmenter encore plus rapidement les importations, de diminuer les avantages donnés aux entreprises étrangères (tout en les traitant sur un pied d'égalité avec les entreprises nationales) dont beaucoup installent en Chine une production destinée à l'exportation, de taxer fortement les plus values réalisées par les entreprises et les institutions financières internationales et de limiter les mouvements des capitaux de court terme. Par ailleurs, il faut réduire l'incitation pour les responsables locaux d'attirer à tout prix les investisseurs étrangers en ne liant plus leur promotion à la quantité de l'IDE attiré et en leur interdisant d'accorder des conditions préférentielles aux entreprises étrangères. Des exigences en matières environnementales renforcées pourraient aussi diminuer le transfert de certaines productions industrielles trop polluantes en Chine.

Ces différentes mesures, en accroissant la demande domestique, en augmentant le salaire et l'inflation, en réduisant les offres de production destinées à l'exportation ou/et en augmentant les importations, devraient induire progressivement la réévaluation réelle du yuan et donc réduire le déséquilibre externe de la Chine.

Dans l'éventualité de l'adoption du régime de change flottant pour le yuan, il convient de mener ces mesures jusqu'à l'apparition des déficits commerciaux suffisants pour absorber les réserves de change accumulées. La période de transition vers ce régime de change doit être suffisamment longue et être annoncée clairement pour permettre aux institutions financières et aux entreprises non financières chinoises de préparer l'arrivée du taux de change flottant de sorte qu'elles ne soient pas désarmées face aux institutions financières étrangères et aux spéculateurs internationaux, qui savent beaucoup mieux tirer profits des fluctuations du taux de change.

Pour absorber une épargne abondante, le gouvernement devrait s'efforcer de créer davantage d'instruments d'épargne pour les résidents en augmentant le nombre et la quantité d'actifs de qualité sur le marché chinois (privatisation partielle des entreprises au prix raisonnable, émission de dettes des entreprises, création des fonds de capital-risque et capital-investissement).

Dans cette perspective d'une réévaluation réelle du yuan via des mesures de stimulation de la demande et de l'offre internes chinoises, la Chine pourrait négocier en contrepartie des politiques monétaire et budgétaire moins laxistes aux Etats-Unis, car si la Chine est accusée de manipuler le taux de change, les Etats-Unis peuvent être accusés de manipuler la monnaie pour maximiser le revenu de seigneurage.³ En effet, les Etats-Unis profitent d'un revenu de seigneurage sans précédent grâce à l'accumulation des dollars par les banques centrales asiatiques et des pays exportateurs des matières premières. Une accélération supplémentaire de création monétaire américaine risque de faire changer complètement le comportement des banques centrales détentrices des actifs libellés en dollar américain. Un argument qui convaincra les américains est qu'à force de surexploiter cette source de revenu liée au statut

³ Voir Frenkel et Wei (2010) pour la question de manipulation du taux de change du yuan.

de monnaie internationale acquis par leur monnaie après la deuxième guerre mondiale, ils finiront par tarir cette ressource.

Conclusion

La réévaluation du yuan alimente vivement les débats en Chine comme au niveau international dans un contexte où les pays risquent d'engager une « guerre de monnaies », c.-à-d. que chaque pays essaie de dévaluer sa propre monnaie pour stimuler la croissance nationale au détriment de celle d'autres pays. Dans ce papier, j'ai argué que la réévaluation de la monnaie chinoise est une nécessité, mais une modification brutale du taux de change nominal entre le yuan et les autres monnaies (dollar, euro et yen etc.) n'est pas justifiée du fait que les effets négatifs induits sont importants à court terme. Il faut plutôt chercher à obtenir une réévaluation réelle assez rapide de la monnaie chinoise pour éviter que la Chine accumule sans cesse davantage de réserves de change, principalement en dollar américain. L'accumulation de réserves de change, initialement destinée à assurer la stabilité du taux de change nominal, n'est plus justifiée si le niveau de réserves dépasse une certaine limite car elle entraîne alors une perte en termes de bien-être social. Des mesures de politique, telles que hausse de salaire, mesures destinés à modifier les flux de commerce et de capitaux, développement de l'infrastructure, renforcement de l'éducation nationale, et de la recherche et du développement technologiques, réforme du système de protection sociale et de santé, abandon de la politique de l'enfant unique, pourraient permettre de minimiser les coûts d'ajustement liés à une réévaluation réelle de la monnaie chinoise tout en stimulant la croissance future.

Références bibliographiques :

- Bernanke, Ben S. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", *Remarks by Governor at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.*
- Cheung, Yin-Wong & Chinn, Menzie D. & Fujii, Eiji (2007), "The overvaluation of Renminbi undervaluation", *Journal of International Money and Finance* 26(5), 762-785.
- Dai, Meixing (2006), "Inflation-targeting under a Managed Exchange Rate: the Case of the Chinese Central Bank", *Journal of Chinese Economic and Business Studies, Taylor and Francis Journals* 4(3), 199-219.
- Das, Dilip K. (2009), "The evolution of renminbi yuan and the protracted debate on its undervaluation: An integrated review", *Journal of Asian Economics* 20(5), 570-57.
- Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin Wei (2007), "Assessing China's exchange rate regime", *Economic Policy* 22(51), 575-627.
- Taylor, John B. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", *NBER Working Paper* No. 14631.

Documents de travail du BETA

- 2010–01 *The Aggregation of Individual Distributive Preferences through the Distributive Liberal Social Contract : Normative Analysis*
Jean MERCIER-YTHIER, janvier 2010.
- 2010–02 *Monnaie et Crise Bancaire dans une Petite Economie Ouverte*
Jin CHENG, janvier 2010.
- 2010–03 *A Structural nonparametric reappraisal of the CO₂ emissions-income relationships*
Theophile AZOMAHOU, Micheline GOEDHUYS, Phu NGUYEN-VAN, janvier 2010.
- 2010–04 *The signaling role of policy action*
Romain BAERISWYL, Camille CORNAND, février 2010.
- 2010–05 *Pro-development growth and international income mobility: evidence world-wide*
Jalal EL OUARDIGHI, mars 2010.
- 2010–06 *The determinants of scientific research agenda: Why do academic inventors choose to perform patentable versus non-patentable research?*
Caroline HUSSLER, Julien PENIN, mars 2010.
- 2010–07 *Adverse Selection, Emission Permits and Optimal Price Differentiation*
Mourad AFIF, Sandrine SPAETER, mars 2010.
- 2010–08 *The impact of ambiguity on health prevention and insurance*
Johanna ETNER, Sandrine SPAETER, mars 2010.
- 2010–09 *Équité du plaider coupable : une analyse économétrique dans trois tribunaux de grande instance français.*
Lydie ANCELOT, mars 2010.
- 2010–10 *Networks, Irreversibility and Knowledge Creation.*
Patrick LLERENA, Muge OZMAN, mars 2010.
- 2010–11 *Les clusters et les réseaux comme fondements de la dynamique d'innovation dans l'industrie biopharmaceutique*
Marc Hubert DEPRET, Abelillah HAMDOUCH, avril 2010.
- 2010–12 *Large-scale risks and technological change: What about limited liability?*
Julien JACOB, Sandrine SPAETER, avril 2010.
- 2010–13 *Innovation and Development. The Evidence from Innovation Surveys*
Francesco BOGLIACINO, Giulio PERANI, Mario PIANTA, Stefano SUPINO, avril 2010.
- 2010–14 *Cooperative provision of indivisible public goods*
Pierre DEHEZ, juin 2010.
- 2010–15 *Implications de l'imperfection des marchés financiers pour la politique monétaire*
Meixing DAI, juin 2010.

- 2010–16 *Bank lending networks, experience, reputation and borrowing costs.*
Christophe J. GODLEWSKI, Bulat SANDITOV, Thierry BURGER-HELMCHEN, juin 2010.
- 2010–17 *Les déterminants individuels des absences au travail : une comparaison européenne.*
Sabine CHAUPAIN-GUILLOT, Olivier GUILLOT, juin 2010.
- 2010–18 *Fiscal policy efficiency and coordination : The New Open Economy Macroeconomics Approach.*
Gilbert KOENIG, Irem ZEYNELOGLU, juillet 2010.
- 2010–19 *Financial market imperfections and monetary policy strategy.*
Meixing DAI, juillet 2010.
- 2010–20 *Analyse multidimensionnelle de l'insertion professionnelle des étudiants de bac+5 : approche par les parcours de formation et le capital social.*
Philippe CORDAZZO, Magali JAOUL-GRAMMARE, juillet 2010.
- 2010–21 *Monetary and fiscal policy interactions with central bank transparency and public investment*
Meixing DAI, Moïse SIDIROPOULOS, septembre 2010.
- 2010–22 *The Joint Effect of Technological Distance and Market Distance on Strategic Alliances*
Muge OZMAN, septembre 2010.
- 2010–23 *External constraint and financial crises with balance sheet effects*
Meixing DAI, octobre 2010.
- 2010–24 *Spécificités cognitives des conseils d'administration et performance des entreprises : Etude empirique sur les entreprises du CAC 40*
Houda GHAYA, Gilles LAMBERT, novembre 2010.
- 2010–25 *Syndicalisation et croissance économique : y a-t-il une exception française ?*
Magali JAOUL-GRAMMARE, Isabelle TERRAZ, novembre 2010.
- 2010–26 *Quelques réflexions sur la réévaluation du yuan.*
Meixing DAI, novembre 2010.
-

La présente liste ne comprend que les Documents de Travail publiés à partir du 1^{er} janvier 2010. La liste complète peut être donnée sur demande.

This list contains the Working Paper written after January 2010, 1st. The complet list is available upon request.
