

## CHINE : QUEL TAUX DE CHANGE POUR LE YUAN ?

PATRICK GAY \*

**A** lors que la plupart des monnaies de l'Asie Orientale, considérées comme surévaluées par les marchés ont été attaquées au cours des derniers mois et ont enregistré des baisses importantes de leur parité, après des défenses infructueuses des banques centrales, le Yuan chinois, en dépit de ce contexte défavorable, continue de subir des pressions à la hausse. La Banque du Peuple de Chine, la banque centrale chinoise, a été conduite, au cours des dernières semaines, à prendre un certain nombre de mesures pour freiner l'appréciation nominale du Yuan contre le dollar. Cette divergence radicale de situation est-elle appelée à perdurer ? La monnaie chinoise peut-elle continuer à s'apprécier alors que les monnaies de la plupart de ses concurrents sur les marchés extérieurs ont connu des dévaluations de grande ampleur ?

119

### *Le Yuan se comporte comme une monnaie sous-évaluée*

*Selon la théorie économique, le yuan est sous-évalué et devrait continuer à s'apprécier*

— En termes de parité de pouvoir d'achat, le yuan est fortement sous-évalué. La Banque Mondiale estime que le revenu par tête de la Chine s'établissait à 2920 dollars en 1996, pour une valeur en terme nominal de seulement 620, soit un écart de presque 1 à 5 qui s'expliquerait en grande partie par l'effet Balassa, mais aussi par la sous-évaluation du Yuan. La libéralisation économique et l'ouverture sur l'extérieur devraient progressivement réduire et finalement éliminer cette sous-évaluation. L'ajustement peut se faire par l'inflation, l'appréciation de la monnaie ou la combinaison des deux. L'inflation des prix domestiques en Chine a déjà, au cours des années passées, contribué à la convergence du PIB, mesuré en termes de parité de pouvoir d'achat, et du PIB nominal. La volonté des autorités chinoises de maîtriser l'inflation, ne laisse, désormais,

\* Economiste.

Cet article reflète la vision personnelle de l'auteur et n'engage pas la responsabilité du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

comme facteur d'ajustement, que l'appréciation de la monnaie. C'est ce qui semble être en train de se produire : l'inflation ne devant pas dépasser 2 à 3 % cette année, les pressions à la hausse de la monnaie se font plus fortes et le Renminbi devrait continuer à s'apprécier. Crédit Lyonnais Securities Asia évalue à 19 % la sous-évaluation actuelle du yuan, corrigée de l'effet Balassa, et estimait, avant l'aggravation de la crise des monnaies asiatiques que le taux de change pourrait s'établir à 8,1 yuans pour un dollar début 1998 et atteindre la parité du dollar de Hong-Kong (7,8) d'ici fin 1998.

— Un pays qui enregistre un fort excédent commercial, un excédent du compte courant, une balance des capitaux fortement positive, qui pratique des taux d'intérêts élevés, et dont le taux d'inflation est proche de zéro, ne peut voir sa monnaie que s'apprécier par rapport aux pays ne remplissant pas les mêmes critères, surtout quand sa monnaie n'est pas convertible pour les mouvements de capitaux, et que de ce fait les fuites de capitaux et les attaques spéculatives sont rendues, de facto, impossibles.

Sur les dix premiers mois de 1997, l'excédent commercial de la Chine a atteint plus de 35 milliards de dollars soit presque le triple de l'excédent constaté sur la totalité de l'année 1996. L'excédent courant 1997 devrait largement dépasser celui de l'année précédente qui s'était établi à 4 milliards US\$.

Les flux de capitaux étrangers en vue d'investissement ont, sur les neuf premiers mois de l'année, progressé de 6,3 % par rapport à la même période de 1996, à 31,50 milliards de dollars. Les réserves de change se sont accrues de 29 milliards de dollars, sur la même durée et continuent de progresser (140 milliards US\$ à fin octobre).

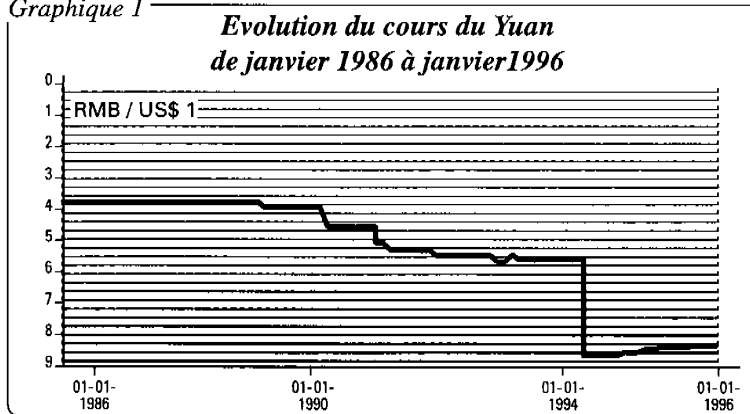
Les bons résultats macro-économiques de la Chine, notamment l'excédent des comptes extérieurs et la maîtrise de l'inflation, et le développement exceptionnel enregistré au cours des dix dernières années se refléteraient ainsi dans la bonne tenue de la monnaie chinoise.

#### *La forte dévaluation de 1994 explique en partie la situation actuelle*

Depuis l'unification du taux de change qui a été réalisée en janvier 1994, le yuan s'est apprécié en nominal de seulement 4 % (8,28 contre 8,62) contre le dollar. En termes réels l'appréciation a été beaucoup plus forte compte tenu de l'inflation nettement plus élevée en moyenne en Chine qu'aux Etats-Unis. Elle approcherait 50 %. C'est ce constat qui avait fait penser à la plupart des économistes que le yuan serait à l'avenir plutôt orienté à la baisse qu'à la hausse. Ces prédictions, qui ont été démenties par les faits, ne tenaient pas compte de deux facteurs essentiels, d'une part le processus d'ajustement entre le PIB nominal et le PIB en parité de pouvoir d'achat indiqué plus haut et, d'autre part, la

forte dévaluation du yuan qui a accompagné l'unification du taux de change opérée en 1994, elle même précédée d'une érosion progressive, étalée sur plusieurs années de la parité du yuan. Début 1986, la parité s'établissait à 3,2 yuans pour un dollar pour atteindre 5,8 à la veille de la dévaluation brutale (près de 50 %) de début 1994 qui a porté le taux de change à 8,62.

Graphique 1 — Evolution du cours du Yuan de janvier 1986 à janvier 1996



121

La Chine a donc pris une forte avance sur les autres pays asiatiques en matière de dévaluation de la monnaie. Cette anticipation a certainement facilité le décollage des exportations chinoises qui ont été multiplié par cinq en 10 ans (30 milliards US\$ en 1986, 151 en 1996). De 1986 à 1996, le Yuan s'est déprécié, en terme nominal de plus de 150 %, dépréciation qui a été progressivement absorbée par l'inflation : en termes réels le cours du yuan est resté stable entre les deux années, à la différence des autres pays de la zone dont les monnaies se sont appréciées. Les dévaluations des derniers mois n'ont d'une certaine façon été qu'une correction, parfois exagérée, de cette appréciation. La monnaie de Hong-Kong, qui n'a pas encore été réajustée, a enregistré sur la même période de 10 ans la plus forte appréciation en termes réels (environ +50 %).

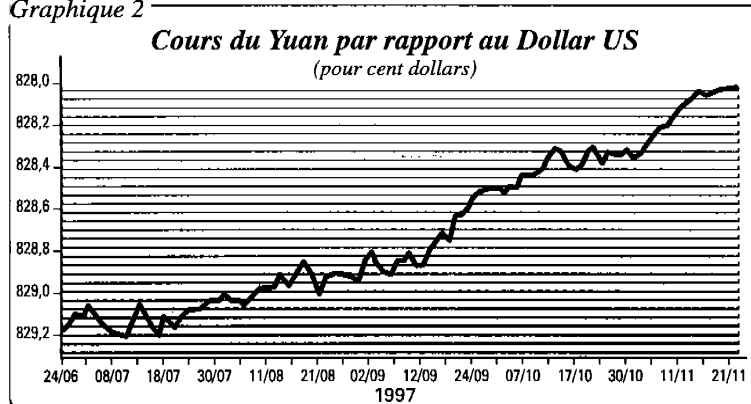
*Dans la réalité, le yuan s'apprécie actuellement et la Banque Centrale cherche à freiner cette appréciation*

*Les pressions à l'appréciation du yuan se sont fait plus fortes en 1997*

A la fin de 1996, le cours de change avec le dollar s'établissait à 8,3 yuans pour un dollar. La Banque Centrale s'est efforcée durant tout le premier semestre d'empêcher, par ses interventions sur le marché (achat de dollars), le franchissement de la barre de 8,29 yuans pour un dollar et

a été obligée de s'y résoudre au milieu du mois d'août. Actuellement le taux est plus proche de 8,28 (8,2802 en clôture le 24 novembre, le niveau de 8,2799 ayant été atteint en cours de séance) que de 8,29.

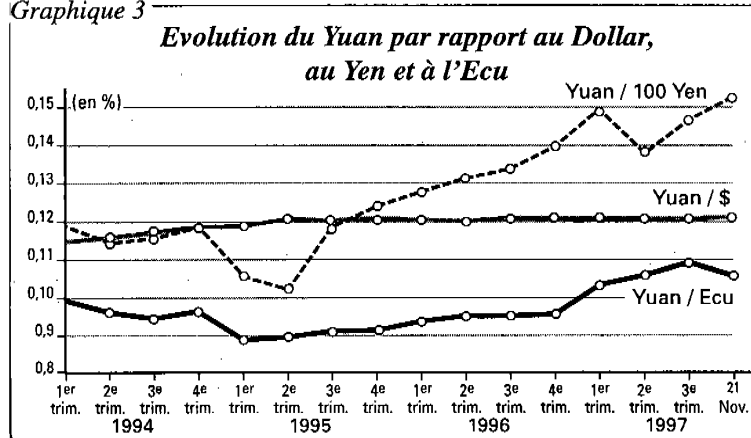
Graphique 2



122

Sur une période plus longue, l'appréciation du yuan, accroché de fait au dollar américain, est surtout sensible par rapport aux monnaies qui n'ont pas suivi la hausse du dollar, les monnaies européennes, représentées dans le graphique ci-dessous par l'Ecu, et surtout le Yen japonais. L'appréciation nominale par rapport au dollar a été limitée à 4 %, contre 9 % vis à vis de l'Ecu et 29 % vis à vis du Yen.

Graphique 3



*La Banque Centrale prend des mesures pour freiner l'appréciation de la monnaie chinoise*

Les autorités monétaires, qui n'ont pu tenir la parité de 8,29 par les interventions directes sur le marché, viennent de prendre des mesures détournées pour freiner le processus d'appréciation. Les sociétés de commerce international ont été autorisées à conserver une partie de leurs recettes en devises à hauteur de 15 % de leur chiffre d'affaires annuel, et les émetteurs d'actions réservées aux investisseurs étrangers (actions B) sur les marchés boursiers chinois ont désormais la faculté de ne pas rétrocéder les fonds collectés à la banque centrale.

La baisse des taux d'intérêt décidée à la fin du mois d'octobre et la réduction générale des tarifs douaniers au 1er octobre (17 % contre 23 % en moyenne) devrait également contribuer à ralentir l'appréciation du yuan.

*En dépit des pressions politiques de certains partenaires commerciaux*

La Chine fortement excédentaire avec la plupart de ses partenaires commerciaux subit des pressions politiques visant à l'appréciation de sa monnaie. Entre 1992 et 1996, le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine a doublé passant de 20 à 40 milliards de dollars.

Le déficit du Japon a presque quadruplé sur la même période passant de 5 milliards de dollars à 18,6, en dépit de la baisse du yen. Les pays européens sont tous déficitaires avec la Chine ; le solde français s'est accru de -2,2 Mds \$ à -3,5 Mds \$.

Le creusement de ces déficits explique que les partenaires de la Chine, au premier rang desquels les Etats-Unis ne voient pas d'un mauvais oeil l'appréciation de la monnaie chinoise, et encouragent parallèlement une plus grande ouverture du marché et l'orientation actuelle de la parité. Une dépréciation du yuan serait, en conséquence, très mal perçue et est considérée, dans les circonstances actuelles, comme exclue par ces partenaires commerciaux. La négociation pour l'accession de la Chine à l'OMC souffrirait elle aussi d'une éventuelle dévaluation de la monnaie chinoise.

**La pérennité des conditions qui prévalent actuellement à l'appréciation du Yuan peut être mise en question par la crise asiatique. Le développement des difficultés internes à la Chine pourrait entraîner un retournement brutal**

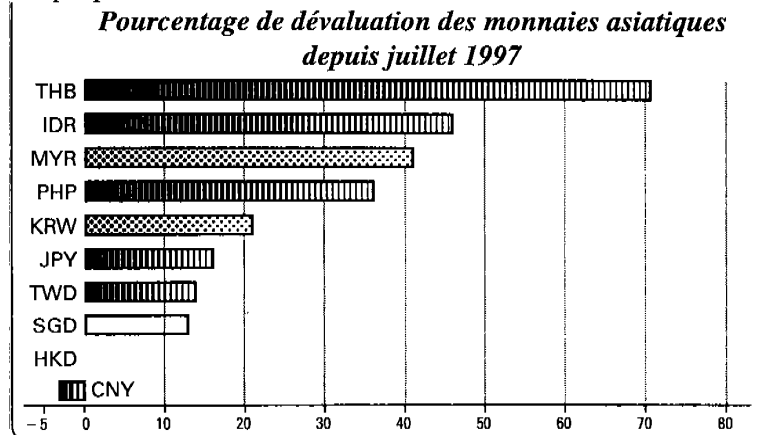
*L'influence de la crise asiatique sera peut-être moins forte que la montée des problèmes internes*

*L'influence de la crise asiatique sera progressive et vraisemblablement modérée*

Les dévaluations des principales monnaies du sud-est asiatique, l'entrée dans le jeu récemment de la Corée du Sud, sont-elles susceptibles de remettre en cause l'orientation présente du yuan en infléchissant les deux facteurs qui poussent à l'appréciation à savoir l'excédent commercial et les investissements étrangers ?

Le graphique ci-dessous montre bien l'importance des décalages qui viennent de se créer.

Graphique 4



Les dirigeants chinois sont préoccupés par l'évolution des monnaies des pays voisins mais maintiennent un optimisme prudent : les dévaluations des monnaies asiatiques réduisent mais n'éliminent pas l'avantage comparatif de la Chine.

Les exportations devraient, selon les prévisions officielles continuer à croître au rythme de 10 % l'an au cours des années à venir (contre 23 % sur les dix premiers mois de 1997). La Chine conserve, en effet, malgré les dévaluations des monnaies des pays voisins, un avantage relatif encore très important sur le coût de la main d'oeuvre qui reste la moins chère de toute l'Asie : en équivalent dollar, le salaire mensuel moyen

chinois est de 70 contre 500 pour la Malaisie et 200 pour les Philippines et la Thaïlande.

Par ailleurs les produits exportés par la Chine couvrent une gamme beaucoup plus diversifiée que ceux des pays qui ont dévalué leur monnaie. La Chine est moins spécialisée. Elle est absente par exemple de l'électronique et de l'informatique, points forts des exportations des pays voisins. Sur des produits tels que la confection, la maroquinerie, les jouets et les machines, son avantage compétitif, qui ne s'analyse pas seulement en terme de prix, est certain. La réduction de l'inflation et la disponibilité de capacités de production sous-utilisées devraient soutenir les exportations chinoises. Enfin, la baisse de la demande des pays de l'Asean influera peu sur le commerce extérieur chinois, les exportations sur la zone ne représentant que 6,4 % du total des exportations de la Chine. Avec la Corée du Sud et Taiwan, la Chine est plus importatrice qu'exportatrice et devrait tirer au contraire avantage de la dépréciation du Won et du Nouveau Dollar de Taiwan.

Ces considérations doivent être tempérées par une analyse plus fine : la compétitivité du coût de la main d'œuvre chinoise est une réalité, exprimée en moyenne, mais la disparité de développement des provinces fait que les entreprises les plus exportatrices, et notamment les sociétés mixtes, sont localisées dans les provinces où le coût de la main d'œuvre est le plus élevé. Ainsi, dans le Guangdong, le coût du travail se situe à parité avec l'Inde, mais est devenu plus élevé qu'en Indonésie, après la dévaluation de la roupie.

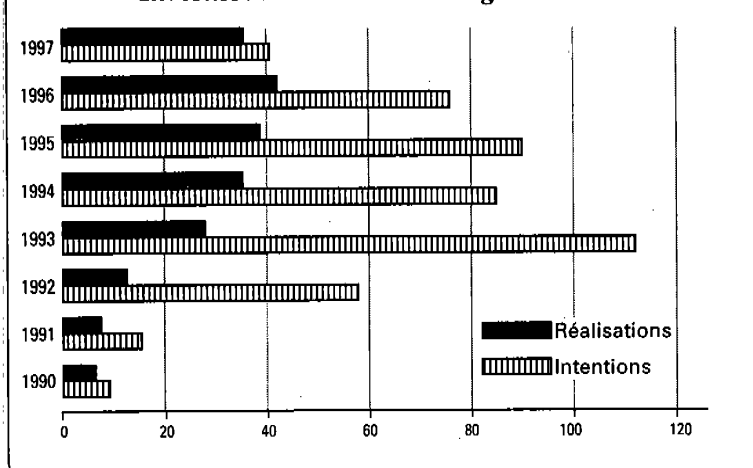
La diminution du taux de croissance des exportations chinoises pourrait donc être plus sévère que ne le prévoient les statistiques officielles, mais elle sera ne se produira qu'avec un certain décalage dans le temps et devrait apparaître surtout dans le deuxième semestre de 1998.

La réduction attendue de l'excédent commercial au cours des prochains mois proviendra également de la hausse des importations, favorisée par la diminution des droits de douanes, qui viennent de passer d'une moyenne de 23 % à 17 % et devraient atteindre 15 % dans la perspective de l'accession à l'OMC, et des taux d'intérêt.

L'impact sur le taux de change du yuan de l'évolution des exportations chinoises ne devrait pas être très marqué sauf si l'apparition d'un déficit du commerce extérieur incitait les autorités chinoises à opérer une dévaluation pour rétablir la compétitivité des industries exportatrices. On est actuellement encore très loin de cette situation.

Une forte diminution du flux des investissements directs étrangers serait plus gênante pour le maintien d'une croissance forte et pour l'équilibre de la balance des paiements, compte tenu des charges appelées à s'accroître : service de la dette externe (14 milliards US\$) et rapatriement des bénéfices des sociétés étrangères (17 milliards US\$ pour les années à venir).

Graphique 5

*Investissements directs étrangers en Chine*

126

La chute de 39 % des intentions d'investissement sur les 9 premiers mois de l'année (35 milliards au lieu de 49) est certes significative mais doit être relativisée : la statistique est peu fiable (les intentions ont toujours été considérablement supérieures aux réalisations) et la réduction est due en partie à la sévérité plus rigoureuse des autorités chinoises en matière de sélection de projets. Même si les investissements effectivement réalisés se sont maintenus par rapport à 1996, la baisse des intentions, provoquée très largement par la suppression en avril 1996 des avantages fiscaux qui étaient consentis aux investissements étrangers, a conduit les autorités chinoises à réagir. Elles ont annoncé à Hong Kong, lors des assemblées du FMI, que les avantages seraient rétablis en 1998 pour les investissements dans la haute technologie. Il n'empêche que la zone asiatique est de plus en plus considérée comme un tout par les investisseurs étrangers et que la méfiance vis à vis de l'ensemble de la zone risque d'affecter la Chine.

Il faut donc s'attendre à une diminution sensible des réalisations d'investissements en 1998. Il faudrait cependant que celle-ci soit de plus de 25 % pour compromettre l'équilibre de la balance des capitaux chinoise (écart entre les flux d'entrée en 1996 — 42 milliards d'IDE — et les flux de sortie attendus pour les prochaines années — 31 milliards US\$ —).

*Sauf décrochage du « peg » de Hong-Kong*

La rupture de l'ancrage de la monnaie de Hong Kong vis à vis du dollar américain ouvrirait une période d'incertitudes fortes pour le



yuan. L'impact sur les flux d'investissements en provenance de Hong Kong pourrait être conséquent et inciter les autorités chinoises à aligner la parité du yuan sur la nouvelle parité du dollar de Hong Kong. Tout dépendrait, dans cette hypothèse qui est rejetée avec vigueur tant par les responsables chinois que hong kongais, de l'ampleur du glissement du HK dollar. Si celui-ci ne baissait que de 7 %, il s'alignerait de fait sur le yuan, et les autorités chinoises pourraient trouver alors avantage à maintenir le statu quo pour le yuan ; si la chute était plus profonde, comme toutes les analyses peuvent le laisser supposer, l'appréciation du HK dollar en termes réels étant de l'ordre de 50 % depuis 1986, les responsables monétaires chinois pourraient prendre prétexte de cette glissade pour dévaluer parallèlement, après une période d'observation plus ou moins longue.

*Les risques internes peuvent changer radicalement la situation actuelle*

La crise asiatique survient au mauvais moment.

Les problèmes internes de la Chine sont bien connus et un ralentissement de la croissance qui serait induit de la crise asiatique pourrait les exacerber, et entraîner la Chine dans une spirale vicieuse qui éloignerait les investisseurs et disloquerait la mécanique de développement qui a été à l'oeuvre au cours des vingt dernières années. Le recours à une dévaluation compétitive pour relancer les exportations, les investissements et la croissance, pourrait être alors apparaître comme une solution imposée aux dirigeants chinois.

Le ralentissement de la croissance pourrait, en premier lieu, fragiliser encore un peu plus le système bancaire, qui supporte aujourd'hui le poids des mauvaises créances sur le secteur des entreprises étatiques (120 à 200 milliards de dollars selon les estimations) grâce à l'irrigation permanente qu'assurent les flux d'investissements étrangers et l'accroissement de l'épargne des ménages chinois. Une forte diminution des flux de capitaux en provenance de l'étranger et une forte inflexion de l'épargne, voir un mouvement de retrait des déposants, pourraient mettre le secteur bancaire en position difficile et acculer certains établissements, confrontés au non-remboursement de leurs prêts par les entreprises d'état en restructuration, à la faillite, ce qui contribuerait à accélérer les mouvements de défiance tant internes qu'externes et engendrerait une cascade de défaillances.

Les licenciements que provoquera inévitablement la restructuration du secteur des entreprises publiques risquent d'entraîner des mouvements sociaux de protestation qui peuvent dégénérer et entraîner une instabilité politique qui pourrait également décourager les investisseurs. Une réduction de 30 % des effectifs de la sidérurgie vient d'être annoncée qui touchera plus de 700 000 travailleurs. Certaines provinces

du Nord de la Chine sont déjà confrontées à un taux de chômage officiel supérieur à plus de 10 % de la population active, les chiffres officiels étant manifestement minorés.

Les autorités chinoises sont bien conscientes de l'accroissement du risque systémique provoqué par la crise asiatique et viennent de tenir, à huis clos, une conférence qui a réuni, la semaine dernière, les plus hauts dirigeants de l'Etat pour une réflexion sur ces questions.

Force est de constater qu'aucune décision, si ce n'est des déclarations de bonnes intentions, ne ressort de ce conclave. L'engagement a été pris « d'établir un système financier qui réponde aux exigences du développement d'une économie socialiste de marchés dans les trois ans à venir ». Les moyens à mettre en oeuvre pour réaliser cette ambition n'ont pas été indiqués officiellement. Les réformes envisagées pourraient inclure, selon certaines sources, la transformation des quatre banques commerciales d'Etat en sociétés par actions, dont une partie du capital serait introduit sur les marchés financiers chinois, et une refonte de la banque centrale sur le modèle de la Réserve Fédérale américaine. Il est vraisemblable que le dispositif ne sera que progressivement dévoilé. L'inconstance du communiqué final peut laisser penser également qu'il existe encore des divergences au sein des instances dirigeantes sur la gravité du problème et sur la meilleure manière de le traiter.

128

*Les autorités chinoises adopteront une attitude pragmatique : le Yuan s'appréciera ou sera dévalué en fonction de ce qu'exigeront les circonstances. Une lente appréciation, scénario le plus probable à court terme, n'exclut pas, si nécessaire un ajustement ultérieur à la baisse.*

Le cours du yuan est actuellement orienté à la hausse et les autorités chinoises ne s'opposent pas au mouvement mais s'efforcent seulement de le ralentir.

Pour les mois à venir, elles adopteront une attitude pragmatique en fonction des circonstances et des objectifs visés par la politique économique, à savoir le maintien d'une croissance relativement forte et d'une stricte maîtrise de l'inflation, ce dernier objectif étant prioritaire. Le soutien de la croissance, actuellement tirée par les exportations, grâce à une relance de la demande interne sera effectué avec beaucoup de précautions.

Sauf accidents à Hong Kong ou sur le continent (crise financière interne), le cours du yuan devrait donc, à horizon de quelques mois, continuer à s'apprécier lentement, puis, à partir du second semestre 1998, les pressions à la hausse se relâchant, il pourrait rester stable puis se déprécier d'environ 10 %. La marge de fluctuation pourrait être comprise entre 8 et 8,80 pour un dollar, à partir de la parité actuelle de 8,28.

Une forte dégradation des exportations, qui n'est pas retenue par les prévisions officielles, pourrait conduire à encore plus de souplesse dans la gestion du taux de change.

La convertibilité totale du yuan ne sera mise, quant à elle, en chantier qu'une fois que le secteur financier aura été assaini, ce qui devrait prendre plus longtemps que les trois années annoncées par les responsables.