

---

# Quelques Réflexions sur la Réévaluation du Yuan

Meixing Dai\*

**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 cet article 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.**

Depuis son adhésion à l'OMC fin 2001, la Chine connaît une hausse rapide de sa réserve de change et de son excédent commercial. La crise financière et économique actuelle 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 cet article, 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.<sup>1</sup> 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**

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. Le taux de change officiel fixe est considéré comme surévalué, 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

---

<sup>1</sup> 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 statistiquement significative.

---

\* Université de Strasbourg, BETA

---

dévaluation compétitive. Le taux de change du yuan fixé à 8,28 pour 1 dollar en août 1994 est gardé jusqu'en juillet 2005.

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 au début des années 2000 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, ayant subi la pénurie de dollars précédemment, sont trop heureuses de les accumuler 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 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 modérée, induisant ainsi une dévaluation réelle du yuan par rapport aux monnaies des pays industrialisés. 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 et pour adopter une politique de change plus orientée vers le marché. La réévaluation du yuan, qui satisfait les décideurs de politique 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 modérée de salaire comparée 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 car 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 future prévisible 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 funds 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. 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.

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. 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. De ce fait, une réévaluation réelle du yuan ne doit pas passer par sa réévaluation nominale brutale.

Par ailleurs, la banque centrale chinoise doit subir une importante dépréciation d'actifs libellés en dollar américain. Cependant, cette dépréciation d'actifs ne doit pas être considérée comme un facteur important empêchant 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 des dépenses publiques, la seule politique qui permet aux Etats-Unis de rester solvable est de créer plus de dollars pour rembourser la dette publique croissante si les 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. Ces mesures visent notamment à modifier la composition de l'offre et de la demande chinoises de sorte à augmenter la demande et l'offre tournées vers le marché intérieur et à 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 celle de productivité des salariés, qui sont sacrifiés durant des 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 elle 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 produire en Chine pour satisfaire une demande chinoise en plus forte croissance. La pression à la hausse des salaires va sans doute 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 permettent à ces familles de se priver moins afin de financer les études de leurs enfants et incite ces derniers à suivre une formation plus poussée, ce qui est bon pour la croissance à long terme.

Une fin rapide de la politique de l'enfant unique mise en œuvre dans les années 1980 pour les citadins ou son remplacement par une limite de deux enfants sera bénéfique pour la croissance aussi bien à court terme qu'à long terme. Cette politique, destinée à accélérer la croissance chinoise en augmentant l'épargne, n'est plus justifiée car la Chine devient un exportateur net des capitaux et connaît des problèmes liés au vieillissement de la population, dont celui de financement de la retraite. La réforme permet d'augmenter la consommation immédiate du fait d'un surcroît d'achat des biens et services nécessaires pour élever les enfants supplémentaires. Elle permet aussi de soulager à l'avenir les problèmes liés au vieillissement de la population. 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. La réforme permet de renouveler plus efficacement la population de professionnels qualifiés, ce qui est bon pour la croissance future.

Des politiques de dépense publique destinées à améliorer les conditions d'offre à long terme pourraient être mise en place. Elles auront aussi pour effet immédiat d'augmenter la demande globale et d'accroître la croissance à court terme. Parmi elles, une mesure importante à mettre immédiatement en place est d'accroître l'offre des produits agroalimentaires en augmentant

---

l'investissement dans l'agriculture pour réduire la pression inflationniste très forte constatée et à venir sur les prix agroalimentaires en Chine. La gestion des prix agroalimentaires est très importante dans la mesure où la hausse des prix alimentaires 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 plus lourdement les familles à revenu modeste, la réévaluation réelle du yuan reposant en partie sur une inflation plus forte, stimulée par 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 d'infrastructure à mettre en place, notamment pour les zones moins développées et les villes moyennes et petites. Parallèlement, il convient de modérer le développement immobilier, qui connaît un degré élevé de fièvre spéculative, afin d'éviter le type de risque qu'a connu l'Espagne dont la croissance et la finance publique, longtemps reposées sur ce secteur, sont actuellement confrontées à une crise sans précédent.

Des fonds supplémentaires destinés à améliorer les enseignements de toute catégorie, à financer la recherche fondamentale et à aider les recherches et développements des entreprises 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 vite les importations, de diminuer les avantages donnés aux entreprises étrangères (tout en les traitant sur un pied d'égalité avec les entreprises nationales), de taxer fortement les plus values réalisées par les entreprises et les institutions financières internationales et de limiter strictement 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 et leur interdire d'accorder des conditions privilégiées aux firmes étrangères. Des exigences renforcées en matières environnementales diminueraient le transfert des industries trop polluantes en Chine.

Ces différentes mesures, en accroissant la demande domestique, le salaire et l'inflation, en réduisant les exportations nettes et les entrées nettes des capitaux, devraient réduire progressivement le déséquilibre externe de la Chine et donc la sous-évaluation du yuan.

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. Une fois la décision d'adopter ce régime de change clairement annoncée, la période de transition doit être assez longue pour permettre aux institutions financières et entreprises chinoises de préparer son arrivée 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, 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.<sup>2</sup> 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 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 », où chaque pays participant essaie de dévaluer sa propre monnaie pour stimuler la croissance nationale au détriment de celle d'autres pays. Dans cet article, 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) 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

<sup>2</sup> voir Frenkel et Wei (2010) pour la question de manipulation du taux de change du yuan.

pour éviter que la Chine accumule sans cesse davantage de réserves de change. L'accumulation de réserves de change, initialement destinée à assurer la stabilité du taux de change nominal, n'est plus justifiée si leur niveau dépasse une certaine limite car cela entraîne alors une perte en termes de bien-être social. Des mesures de politique, visant à augmenter les salaires, à réduire l'excédent commercial et l'entrée des capitaux, à développer l'infrastructure, à soutenir l'éducation nationale et les innovations technologiques, à renforcer la sécurité sociale et à lutter contre le vieillissement de la population, pourraient permettre de minimiser les coûts d'ajustement liés à une réévaluation réelle de la monnaie chinoise tout en stimulant la croissance future.

### **Bibliographie**

- 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.
- 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.