

## DÉVALUATION DU YUAN :

“UNE PETITE IMPATIENCE PEUT RUINER UN GRAND PROJET” (CONFUCIUS)

*La Chine est l'un des rares pays émergents d'Asie à avoir échappé à la tourmente financière. Mais la stabilité du yuan face au dollar a entraîné son appréciation vis-à-vis des monnaies asiatiques, ce qui alimente aujourd'hui les craintes d'une dévaluation de la monnaie chinoise. Certes, le maintien de la parité actuelle se traduirait à terme par une dégradation sensible de la position extérieure de la Chine, mais il n'y a pas d'urgence à une dévaluation. En 1998, le commerce extérieur a bien résisté à la crise asiatique, grâce notamment aux opérations d'assemblage et de sous-traitance. En outre, une dévaluation précipitée n'aurait vraisemblablement pas les effets favorables attendus et serait porteuse de risques importants. La stratégie optimale serait plutôt un réajustement graduel du taux de change étalé sur un an ou deux.*

### ■ L'appréciation du yuan

La crise financière qui a secoué l'Asie a, jusqu'ici, épargné la Chine, alors que les faiblesses du système financier chinois sont au moins aussi graves que celles des autres pays de la région. Le système bancaire est en situation d'insolvabilité mais reste dominé par des banques d'Etat, qui bénéficient de la garantie du gouvernement<sup>1</sup>. Par ailleurs, l'inconvertibilité interne de la monnaie limite les sorties de capitaux<sup>2</sup>. Avec une balance courante excédentaire, une dette extérieure de faible ampleur, des réserves de change massives<sup>3</sup> et un contrôle des mouvements de capitaux, la Chine a pu éviter la contagion des dévaluations asiatiques. Le yuan est, avec le dollar de Hongkong, la seule monnaie de la région à n'avoir pas connu de dévaluation.

Cela met cependant l'économie chinoise dans une position difficile. La forte appréciation réelle du yuan par rapport aux monnaies des pays asiatiques affecte la compétitivité-prix des produits chinois, d'autant plus qu'elle intervient après l'important mouvement d'appréciation qui a eu lieu entre 1993 et 1997 (graphique 1).

Cette situation alimente les rumeurs récurrentes de dévaluation du yuan, parfois entretenues par la presse chinoise elle-même. Les autorités du pays réaffirment périodiquement que la Chine ne dévaluera pas. Mais, au sein même de l'équipe dirigeante, se manifestent des divergences

qui reflètent les intérêts contradictoires en jeu. D'un point de vue sectoriel, par exemple, une dévaluation aurait des conséquences néfastes pour certaines industries (secteurs à consommation intermédiaire importée) alors qu'elle en aiderait d'autres, comme la sidérurgie ou les chantiers navals en concurrence avec leurs rivaux japonais et coréens. Les écarts croissants entre le taux de change au comptant (8,3 yuans par dollar) et les taux à terme (8,6 à 6 mois et 9,17 à 12 mois) montrent que les marchés ne sont pas convaincus par les déclarations officielles et qu'ils anticipent une dévaluation prochaine.

### ■ Commerce extérieur et crise asiatique

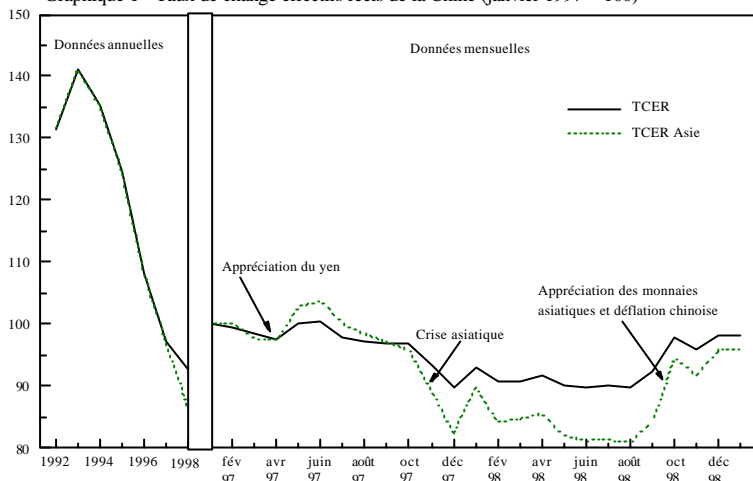
Pour apprécier l'opportunité d'une dévaluation dans le contexte actuel, il est important d'évaluer l'impact de la crise asiatique sur le commerce extérieur chinois. Cet impact est double : la récession dans les économies en crise provoque une baisse de la demande extérieure adressée à la Chine ; les dévaluations des monnaies asiatiques entraînent une érosion de la compétitivité des produits chinois sur les marchés extérieurs et sur leur propre marché. Faute de données précises sur les évolutions de prix et de volumes du

1. B. Naughton, "China Financial Reform : Achievements and Challenges", *BRIE Working Paper*, 112/1998.

2. J.G. Fernald et O.D. Babson, "Why Has China Survived the Asian Crisis So Well? What Risks Remain?", Boards of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, No 633, Février 1999.

3. En 1998, le montant de la dette extérieure se situe entre 139 milliards de dollars (chiffres officiels chinois) et 180 milliards (selon des estimations d'experts), soit entre 14% et 18% du PIB ; les réserves de change sont de 145 milliards de dollars.

Graphique 1 - Taux de change effectifs réels de la Chine (janvier 1997 = 100)



Note : Une baisse signifie une appréciation. Le taux de change effectif réel de la Chine (TCER) est calculé comme la moyenne des taux de change réels bilatéraux des 15 principaux partenaires commerciaux pondérés par leur importance dans les exportations de la Chine. Le taux de change effectif réel de la Chine vis-à-vis des monnaies asiatiques (TCER Asie) est calculé comme la moyenne des taux de change réels bilatéraux des 8 principaux partenaires commerciaux asiatiques pondérés par leur importance dans les exportations de la Chine (y compris Hongkong et le Japon).

Sources : CHELEM-CEPII et Statistiques financières internationales du FMI, calculs des auteurs. Il est à noter que dans la base CHELEM, les données commerciales entre la Chine et Hongkong sont corrigées des échanges destinés à la réexportation.

commerce extérieur, ces deux types d'effets sont difficiles à distinguer. Cependant l'analyse des données statistiques en valeur livre des enseignements utiles.

2

Les exportations chinoises en valeur (dollars) ont, en moyenne, stagné sur l'ensemble de l'année dernière et sont en repli depuis l'automne 1998<sup>4</sup>. Cette stagnation est le résultat de deux évolutions contraires : la chute des ventes à l'Asie (-10%) a été compensée par une progression des exportations vers l'Union européenne (+18%) et les Etats-Unis (+16%). Jusqu'à l'automne au moins, seul l'effet-demande aurait donc joué. L'effet-compétitivité, susceptible d'affecter les exportations vers la région comme sur les marchés tiers, semble avoir été très limité. Cela est souvent expliqué par les contraintes financières qui n'ont pas permis à l'offre des pays ayant dévalué de profiter pleinement des bénéfices de la dévaluation. Une autre explication tient à la nature des exportations chinoises : si les exportations "ordinaires" ont été affectées à la fois par l'évolution de la demande et par celle des prix relatifs, les exportations liées à l'assemblage et à la sous-traitance ont été moins sensibles aux mouvements du change et ont, longtemps, bien résisté.

#### LE COMMERCE "ORDINAIRE"

Le commerce "ordinaire", soumis au régime douanier général, représente 36% des échanges extérieurs totaux de la Chine. Il exclut les échanges qui relèvent de régimes tarifaires particuliers, principalement les opérations d'assemblage et sous-traitance et les importations correspondant à des investissements directs étrangers. En

1998, les exportations "ordinaires" ont, en moyenne, baissé de près de 5%, et affichent une tendance continue à la décélération (graphique 2). En janvier-février 1999, elles étaient inférieures de 15% à leur niveau de janvier-février 1998. Ce segment des exportations chinoises subit de plein fouet les effets de la crise pour plusieurs raisons : il est plus dépendant des matières premières dont les cours s'effondrent et il est naturellement vulnérable à la perte de compétitivité sur les produits manufacturés. En dépit du ralentissement des exportations, ce segment du commerce extérieur a conservé des excédents élevés tant que les importations "ordinaires" ont elles-mêmes été déprimées par le ralentissement de la croissance chinoise. Ces excédents se sont effondrés à la fin de l'année 1998, lorsque le programme de relance mis en place par les autorités en milieu d'année a fait redémarrer la croissance industrielle et les importations. Au cours des deux premiers mois de 1999, les importations en

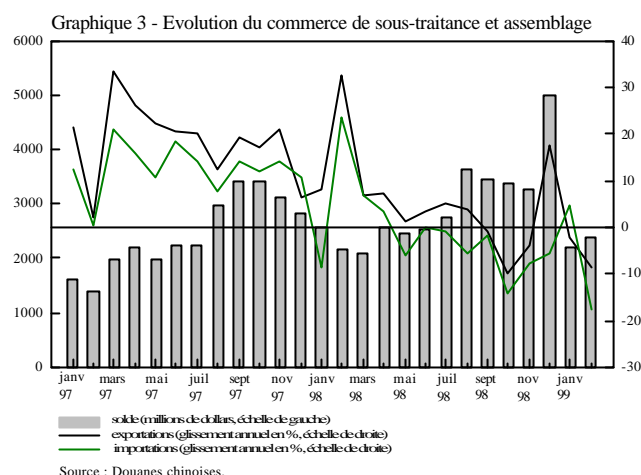
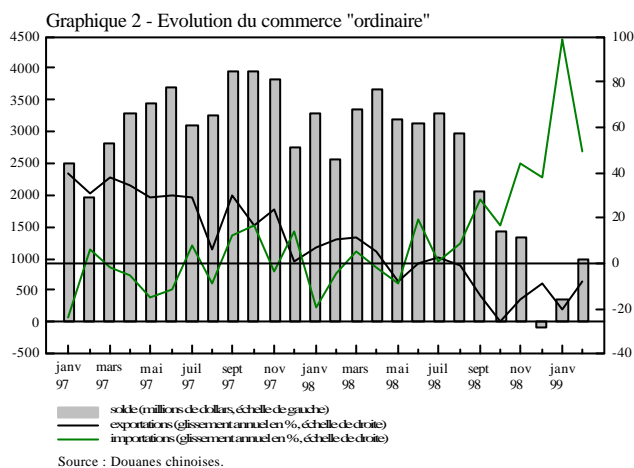
provenance d'Europe, par exemple, ont augmenté de 25%. La hausse des importations est aussi vraisemblablement due à la compétitivité accrue des produits provenant des autres pays d'Asie, mais cette intensification de la concurrence sur le marché intérieur est difficile à apprécier, faute de données sur les prix.

#### ASSEMBLAGE ET SOUS-TRAITANCE

L'autre segment du commerce extérieur chinois, celui constitué par les opérations de sous-traitance et d'assemblage, a contribué à amortir les effets de la crise asiatique. Favorisées par la politique commerciale chinoise depuis la fin des années 1980, ces opérations se sont développées de manière accélérée à partir de 1992, sous l'effet de l'expansion rapide des investissements étrangers et, notamment, des délocalisations des industries asiatiques sur le continent<sup>5</sup>. Les entreprises à capitaux étrangers réalisent les deux-tiers de ces opérations qui, en 1998, ont représenté 56% des exportations et 49% des importations chinoises (contre respectivement 48% et 35% en 1993). Sur ce segment "assemblage et sous-traitance", le contenu en importations des exportations est particulièrement élevé : il représente 70% de la valeur des exportations (chiffre moyen pour 1998). Ce commerce est, de ce fait, assez peu sensible aux évolutions du change dont les effets sur les coûts d'importation et sur les prix d'exportation se compensent partiellement. Ainsi, le développement spectaculaire de ces opérations depuis 1993 s'est-il produit en dépit de l'appréciation du yuan. Depuis le début de la crise asiatique, l'évolution de ces exportations montre

4. Cette stagnation en valeur masque une progression en volume de l'ordre de 6%, d'après les estimations de J.P. Morgan.

5. F. Lemoine, "Quand le marché chinois s'ouvrira...", *La Lettre du CEPII*, n°153, janvier 1997.



qu'elles ont été moins affectées que les exportations "ordinaires". Elles ont continué à croître jusqu'en août 1998 (graphique 3).

Par ailleurs, sur ce segment, les approvisionnements viennent dans leur grande majorité d'Asie (70%), alors que la moitié des ventes se font sur les marchés américains et européens (tableau). Les dévaluations des monnaies asiatiques ont entraîné une baisse des prix en dollar des produits importés qui a mécaniquement gonflé la valeur ajoutée au cours du processus de transformation en Chine. Cela s'est traduit par l'accroissement de l'excédent de ces échanges, évalué à 35 milliards de dollars en 1998 contre 29 milliards en 1997. Ainsi, en 1998, l'appréciation réelle du yuan a eu encore un effet de valorisation positif sur la balance commerciale de ce segment, qui dépasse les effets de la perte de compétitivité.

Cependant, depuis octobre 1998, le commerce issu de ces activités d'assemblage est en baisse (sauf un bref rebond en décembre), ce qui suggère que les firmes asiatiques qui ont massivement délocalisé leur production en Chine réduisent leur activité car elles voient leurs avantages de coûts diminuer.

Au cours de l'année 1999, les effets négatifs de l'appréciation du yuan sur la balance commerciale chinoise, jusqu'ici atténués en raison du fort contenu en importations des exportations, vont, peu à peu prendre le dessus : une baisse de l'excédent du commerce de transformation se conjuguera avec l'apparition d'un déficit

du commerce ordinaire. Pour autant la dévaluation du yuan est-elle urgente ou peut-elle être différée ? Doit-elle prendre la forme d'une dévaluation importante ou plutôt d'un processus graduel et géré ?

## ■ La dévaluation en question

Plusieurs éléments suggèrent qu'une dévaluation n'est pas urgente. Tout d'abord, la Chine ne peut actuellement justifier une dévaluation par les risques d'une crise de sa balance des paiements. La balance commerciale chinoise est toujours excédentaire et même si, comme le prévoient certains économistes chinois, l'excédent baisse de près de moitié en 1999 (de 43 à 25 milliards de dollars), il restera suffisant pour assurer l'équilibre de la balance courante. L'abondance des réserves de changes et la convertibilité limitée du yuan mettent la monnaie chinoise à l'abri des pressions extérieures. Surtout, depuis la mi-1998, la conjonction de la déflation en Chine et de l'appréciation nominale et réelle des monnaies asiatiques a amorcé un redressement du taux de change effectif réel du yuan et amélioré la compétitivité chinoise (graphique 1). En décembre 1998, le taux de change effectif réel du yuan par rapport aux monnaies asiatiques a pratiquement retrouvé son niveau d'octobre 1997.

En second lieu, si les arguments en faveur d'une dévaluation rapide du yuan ne manquent pas, ses effets pourraient être bien moindres que ce que l'on attend. Le

premier argument concerne le lien entre taux de change et investissements directs. Un yuan fort réduit l'attractivité de la Chine pour les investisseurs étrangers et surtout, à partir du moment où les investisseurs anticipent une dévaluation, la retarder risque de freiner le flux d'investissements étrangers. Cependant, les IDE sont beaucoup moins sensibles aux évolutions de taux de change que les investissements de portefeuille. De plus, des mesures incitatives (avantages fiscaux, simplification des procédures, ouverture de nouveaux secteurs aux IDE) sont mises en place pour soutenir les flux d'investissements.

Tableau - Orientation géographique des échanges extérieurs de la Chine, 1997

	TOTAL DES ECHANGES EXTERIEURS		ASSEMBLAGE ET SOUS-TRAITANCE	
	Exportations	Importations	Exportations	Importations
Etats-Unis - Canada	32,6	13,8	32,9	7,7
CEE 15	18,0	12,5	18,3	5,1
Asie	34,2	57,4	33,5	73,0
dont Japon	21,2	23,0	20,9	25,0
NPI d'Asie 1*	10,4	31,6	10,0	42,5
NPI d'Asie 2**	2,6	2,8	2,6	5,5
Autres	15,2	16,3	15,3	14,2
Monde	100	100	100	100

Sources : CEPPI-Chelem et Douanes chinoises. Calculs des auteurs.

Les exportations chinoises transitant par Hongkong ont été réaffectées à leurs destinations finales.

\* Hongkong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan.

\*\* Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande.

Un autre argument pour une dévaluation immédiate est que celle-ci permettrait de freiner les tendances déflationnistes en Chine, en protégeant le marché intérieur de la concurrence des importations, et soutiendrait les exportations. Toutefois, la Chine, au lieu de dévaluer, peut mettre en œuvre des actions de politique commerciale. Elle a d'ailleurs déjà commencé à le faire, en introduisant des incitations, notamment fiscales, à l'exportation.

Enfin, une dévaluation permettrait de relâcher la contrainte monétaire. Elle faciliterait une baisse des taux d'intérêt, nominaux et surtout réels, qui favoriserait la demande de crédit et la consommation. Ce canal de relance, habituel dans les économies de marché, est assez discuté dans le cas chinois. Il n'est pas certain que la demande de crédit et la consommation des ménages soient très élastiques aux taux. La stagnation de la consommation des ménages tient davantage à la montée du chômage et de la précarité. De plus, une dévaluation alourdirait la dette externe des sociétés chinoises et celle des **joint-ventures** qui dépasse 40 milliards de dollars.

Une dévaluation brutale aurait des coûts substantiels dans le contexte actuel de fragilité financière internationale. La plus immédiate des conséquences négatives serait la fragilisation du dollar de Hongkong qui se trouverait confronté à une accentuation des attaques extérieures. Une dévaluation pourrait ainsi déclencher une nouvelle série de dévaluations en chaîne en Asie, qui annuleraient rapidement les effets escomptés sur le commerce extérieur chinois. Elle aggraverait aussi les tensions avec les pays industrialisés (notamment les Etats-Unis) qui enregistrent déjà des déficits massifs dans leur commerce bilatéral. L'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce serait rendue encore plus difficile.

A terme, toutefois, la Chine ne pourra sans doute pas éviter de procéder à une dévaluation de sa monnaie, fin 1999 ou début 2000. Elle sera en effet confrontée à

l'apparition d'un déficit de la balance commerciale, d'autant plus important si la croissance économique reste relativement élevée en Chine et faible en Asie, notamment au Japon.

Au delà de ces effets de demande, on peut montrer que le niveau de compétitivité-prix résultant de l'appréciation enregistrée depuis 1993 est de nature à conduire à un déficit courant de l'ordre de 3% du PIB d'ici 2 ans (contre un excédent de 3% du PIB actuellement)<sup>6</sup>. Certes, les excédents courants accumulés au cours des années 1990 ne semblent pas cohérents avec le faible niveau de développement chinois<sup>7</sup>. Mais il est peu vraisemblable, pour des raisons à la fois politiques et économiques, que les autorités chinoises acceptent un déficit de cette ampleur. Cela accroîtrait nécessairement la dépendance de la Chine vis-à-vis des capitaux étrangers à court terme alors qu'aujourd'hui l'essentiel des financements étrangers qu'elle reçoit sont à long terme. Les crises de change dans les pays émergents ont justement montré les risques d'une telle situation.

Le réajustement du taux de change paraît donc, à terme, inévitable. Dès lors, les autorités ont le choix entre une dévaluation compétitive immédiate pour ramener le cours du yuan à un niveau soutenable (entre 9,5 et 10 yuans par dollar)<sup>8</sup>, et un réajustement graduel du taux de change pour ne rejoindre le niveau soutenable que d'ici un an ou deux. Les arguments présentés ici tendent à montrer que la Chine a plutôt intérêt à différer ce réajustement jusqu'à ce qu'une relative stabilisation de la situation en Asie lui permette d'assouplir sa politique de change à moindre risque et de procéder à une dévaluation graduelle et maîtrisée.

**Stéphane Dées**  
**Françoise Lemoine**

4

6. S. Dées, "La politique de change en Chine : une analyse basée sur des estimations de taux de change d'équilibre de moyen terme", mimeo, 1999.

7. J. Williamson et M. Mahar, "Current Account Targets", in S. Wren-Lewis and R. Driver, *Real Exchange Rates for the Year 2000* Institute for International Economics, 1998.

8. Chiffres généralement retenus par les économistes de marchés (voir par exemple Société Générale *Fundamental Asia*, 1/02/99).

## LA LETTRE DU CEPII

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

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Jean-Claude Berthélemy  
REDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier  
Stéphanie Guichard

CONCEPTION GRAPHIQUE :  
Pierre Dusser  
REALISATION :  
Annick Hutteau  
DIFFUSION  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 301,74 FTTC (46 €TTC)  
Europe 311,58 FTTC (47,50 €TTC)  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
308,30 FHT (47 €HT)  
Autres pays (HT, avion éco.)  
311,58 FHT (47,50 €HT)  
Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)  
Adresser votre commande à :  
**La Documentation française**,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
2<sup>ème</sup> trimestre 1999  
Avril 1999  
Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

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