

# Document

## Que vaut vraiment le yuan ?

<http://toutsurlachine.blogspot.com/2010/04/dossier-que-vaut-vraiment-le-yuan.html>

**Le Monde - Samedi, 17 avril 2010**

Où s'arrêtera la croissance chinoise ? Avec un taux de plus de 8 % en 2008 et 2009 quand l'Occident s'enfonçait dans la récession, la Chine faisait déjà preuve d'une vigueur étonnante. Au premier trimestre, elle a fait mieux encore. Comparée au premier trimestre 2009, la croissance s'élève à 11,9 %. Un taux en partie dû au plan de relance adopté en 2009 mais aussi à la faiblesse du yuan. Pour éviter toute relance de l'inflation, celle-ci pourrait être réévaluée mais les effets d'une telle mesure resteraient limités.

### **Que vaut vraiment le yuan ? - Marie de Vergès**

Une réévaluation de la monnaie chinoise modifierait-elle les équilibres économiques ? Pourquoi les Etats-Unis ont-ils mené la fronde ?

C'est notre monnaie et votre problème. » La formule avait été utilisée par John Connally, secrétaire américain au Trésor sous la présidence Nixon, pour parler du dollar. Pékin pourrait sans peine la reprendre à son compte à propos du yuan tant la sous-valorisation manifeste de la devise chinoise est aujourd'hui vilipendée de toutes parts.

Dans cette fronde, les Etats-Unis sont en première ligne. Élus, industriels et économistes américains exhortent la Chine à laisser s'apprécier le renminbi (littéralement « monnaie du peuple », le yuan donc). Washington a tenté ces derniers jours d'adopter un ton plus diplomatique.

Mais le président Barack Obama a encore prié son homologue chinois Hu Jintao, lors d'un entretien bilatéral le 12 avril, de faire en sorte que le taux de change soit « plus respectueux du marché ».

Pour contrer la crise et soutenir sa croissance, Pékin a réarrimé sa monnaie au dollar à l'été 2008. Depuis, sa valeur est gelée autour de 6,83 yuans pour 1 dollar. Le Trésor américain et des experts s'entendent pour juger le renminbi sous-évalué de 30 % à 40 % par rapport au billet vert, même si ce chiffre est jugé par d'autres exagéré.

Ce niveau, selon les Etats-Unis, fausse les règles de la concurrence, précipite les délocalisations, fabrique du chômage et hypothèque lourdement la reprise. Bien que plus discrète, l'Europe n'en pense pas moins. Là comme ailleurs, on s'agace et s'inquiète d'une Chine qui affiche des excédents colossaux tandis que les déficits s'accumulent chez ses partenaires commerciaux.

Des relocalisations peu vraisemblables De part et d'autre de l'Atlantique, la cause est entendue : si Pékin laisse sa monnaie s'apprécier, les produits américains et européens redeviendront plus compétitifs. L'« atelier du monde » exportera moins. Mécaniquement, les Chinois importeront plus.

Pour autant, avertissent nombre d'économistes, gare aux fantasmes ! Même avec une réévaluation du yuan, peut-on raisonnablement espérer une relocalisation de la production aux Etats-Unis, une réindustrialisation de l'Europe ?

Un tel scénario n'est guère crédible tant les écarts de coûts de production sont élevés entre la Chine et les pays du G7. Ils ne dépendent pas seulement du taux de change mais aussi d'une abondante main-d'oeuvre très bon marché. Pékin est d'ailleurs attentif à ménager ses exportateurs, qui représentent des dizaines de millions d'emplois.

En cas de réévaluation, le gouvernement craint certes de les voir se délocaliser... mais vers des pays où les coûts salariaux sont plus faibles encore. En Inde, au Vietnam ou au Bangladesh, par exemple.

« Soyons honnêtes : on ne va pas refaire chez nous de la production de masse et reconstruire nos usines parties en Chine », fait remarquer le directeur de la recherche chez Natixis, Patrick Artus. Comme le souligne l'économiste, les entreprises étrangères sont les premières à bénéficier de la faiblesse du yuan et des salaires : elles ont réalisé 55 % des exportations chinoises en 2009, selon Natixis. Apple, par exemple, fait faire en Chine tous ses iPod et ses iPhone.

Des incertitudes et des risques à court terme « De toute façon, nous ne fabriquons souvent plus les produits que nous importons de Chine, les réfrigérateurs, les fers à repasser, les baskets..., détaille M. Artus. Une réévaluation du renminbi aurait comme première conséquence de renchérir le coût de ces biens, donc de faire baisser le pouvoir d'achat aux Etats-Unis et en Europe. »

A court terme, les bienfaits d'une hausse de la devise chinoise sur les économies occidentales sont donc discutables. Et l'on peut difficilement mesurer son impact potentiel sur le déficit commercial des Etats-Unis. Gigantesque, celui-ci atteignait 227 milliards de dollars (166 milliards d'euros) en 2009 avec la Chine.

« Une réévaluation du yuan, si elle est très progressive comme on peut s'y attendre, ne résoudra pas le problème », estime Véronique Riches-Flores, chef économiste à la Société générale. Entre 2005 et 2008, Pékin a laissé sa monnaie s'apprécier graduellement de 21 %, sans que cela ait un effet notable sur la balance commerciale américaine.

Une reprise de ce mouvement comporte aussi des risques. Pour maintenir un yuan faible, la banque centrale chinoise achète massivement des titres libellés en dollars. Qu'elle cesse et le billet vert risque de chuter. Les taux d'intérêt américains à long terme se mettraient alors à grimper. « Ce serait un risque pour la reprise puisque cela renchérirait les coûts de l'immobilier et des investissements », décrypte Mme Riches-Flores. L'autre victime collatérale serait l'euro, qu'une nouvelle baisse du dollar mettrait sous pression. Au grand dam des exportateurs européens comme Airbus.

Un mouvement positif à long terme Mais le lien de dépendance yuan/dollar est à bout de souffle. Numéro un mondial des exportations, la Chine est un colosse financier, riche de 2 400 milliards de dollars (1 800 milliards d'euros) de réserves de change.

Grâce à ses formidables surplus, elle finance la croissance à crédit et les déficits américains. Un modèle générateur de crise. « En pratiquant un tel excédent, un pays aussi important que la Chine dans le PIB mondial déstabilise durablement les équilibres globaux », résume l'économiste Antoine Brunet, président d'AB Marchés. Avec un ajustement de son taux de change, la Chine perdrait en compétitivité, mais gagnerait en influence internationale.

Le Fonds monétaire international (FMI) comme la Banque mondiale font valoir que la Chine y trouverait elle-même son compte. Une monnaie revalorisée permettrait de juguler le risque d'inflation dans une économie menacée de surchauffe. Elle ferait baisser le prix des matières premières. A plus long terme, elle stimulerait la demande intérieure et encouragerait le rééquilibrage d'une croissance trop dépendante des exportations.

Une réévaluation, outil insuffisant Pour autant, une appréciation de la monnaie chinoise ne serait qu'une première étape. « La Chine doit absolument réorienter son modèle de développement vers plus de consommation, confirme Agnès Bénassy-Quéré, directrice du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cepii). Mais le régime de change n'est pas la solution miracle. Il faut surtout une hausse des salaires, une meilleure protection sociale, une réforme fiscale... »

Reste aussi à savoir de combien et à quel rythme la Chine sera prête à réévaluer sa monnaie. Soucieux de rester maître de ses intérêts, le régime ne laisse rien filtrer. Les analystes s'attendent tout de même à voir Pékin lâcher du lest dans le courant de l'année. « Mais une appréciation forte et rapide est exclue », affirme l'économiste Michel Aglietta.

La Chine est trop soucieuse de préserver sa croissance. M. Aglietta rappelle que cette grande puissance reste un pays en plein rattrapage, aux fortes inégalités de revenus. « Le yuan est certes sous-évalué en

termes réels, explique-t-il. Mais corrigée du niveau de vie, cette sous-évaluation est bien plus faible qu'on veut bien le dire, de l'ordre de 10 % . »

### **Réévaluer « n'est pas la panacée » - Sylvain Cypel**

Aux Etats-Unis, le soufflé, fortement monté au Congrès, retombe déjà, comme c'est systématiquement le cas après chaque phase de tension dans les relations commerciales sino-américaines. Pour la plupart des analystes américains, le conflit sur la sous-évaluation supposée du yuan, la devise chinoise, est désormais en voie d'apaisement, à défaut de résolution. Mardi soir 13 avril, après sa rencontre avec son homologue Hu Jintao, le président Barack Obama a admis ne « pas avoir de calendrier » mais a affiché son « espoir » d'obtenir la réévaluation du yuan qu'il attend. Pékin a rappelé qu'il « n'agira pas sous la pression ». Aucune de ces deux déclarations n'a fait de gros titres.

Pourquoi ce détachement ? D'abord, le sentiment parmi les analystes est que le yuan va très probablement être réévalué, car cela devient aussi l'intérêt de la Chine. « La seule question est quand », a titré, mardi, le Wall Street Journal. Et de combien ? ajoutent les analystes. Personne n'imagine qu'à brève échéance Pékin réévalue massivement sa devise. Le « glissement » annoncé du yuan devrait être modeste et, dès lors, ne « pas modifier à lui seul » le déséquilibre commercial sino-américain, estime Eswar Prasad, professeur à l'université Cornell et ex-chef de la division Chine au Fonds monétaire international (FMI).

De fait, cette réévaluation apparaît soudainement moins essentielle. Le New York Times a fait un tour des spécialistes de la question. « Ce n'est pas la panacée », jugeait le professeur Prasad. « On a exagéré les bénéfices » qu'on peut en attendre, abondait Yasheng Huang, économiste à l'école de management du MIT à Boston.

Sur ce, s'est greffé le chiffre du commerce extérieur chinois en mars : pour la première fois depuis six ans, il est déficitaire (de 7,24 milliards de dollars) ! Et ce n'est pas Washington qui en bénéficie, mais l'Asie (Japon, Taïwan, Corée du Sud). CQFD : la hausse du yuan n'est pas la clé de la relance de l'emploi aux Etats-Unis. Sa hausse toucherait le consommateur américain dans ses achats de « produits Walmart » (bon marché), mais ne bénéficierait quasiment pas à la relance d'un secteur manufacturier américain qui ne produit presque plus de biens de consommation courante.

Dans cet affrontement, « les deux parties agissent pour contenir d'importantes pressions protectionnistes domestiques : M. Obama comme les dirigeants chinois doivent afficher leur souci de préserver l'emploi dans leur pays », résume Cheng Li, spécialiste des relations sino-américaine à la Brookings Institution. Mais, selon lui, chacun avance partiellement masqué. Et de donner l'exemple suivant : oui, la revalorisation du yuan est aujourd'hui moins importante aux yeux des industriels américains que l'abandon par Pékin des obstacles imposés à la pénétration de son marché. Cependant, ajoute-t-il, les difficultés américaines en Chine ne sont pas dues qu'aux obstacles administratifs, mais aussi au fait « que dans de nombreux domaines, comme les communications, par exemple, les Chinois deviennent de plus en plus compétitifs. Et ça, l'appréciation ou non du yuan n'y changera rien ».

### **Dépenser, toujours plus, à Shanghai - Claire Gatinois**

Chaque mois, Liao Dan, une jeune assistante photographe de 25 ans, originaire de Deyang, une petite ville du Sichuan, « va faire du shopping » à Shanghai. Sur les 6 000 yuans (646 euros) qu'elle gagne par mois, cette fille unique d'un couple de fonctionnaires retraités dépense « à peu près tout ». « Je ne suis pas très inquiète pour l'avenir, dit-elle, peut-être qu'après j'économiserai, mais pour le moment je veux profiter, acheter des vêtements, sortir, voir des amis. » « Nos parents nous conseillent sans arrêt d'épargner, mais nous les jeunes on est un peu comme des fous. Il y a tellement de choses aujourd'hui qu'il n'y avait pas avant, on veut en profiter ! », ajoute Chen Jun, 28 ans.

Liao Dan et Chen Jun expliquent en partie pourquoi les entreprises occidentales ne seront pas ou peu concernées par une potentielle réévaluation du yuan. Si certaines se sont installées dans le pays avec l'objectif de profiter d'une main-d'oeuvre bon marché et de bénéficier d'un avantage compétitif pour leurs exportations, ce n'est plus le cas. « Les entreprises occidentales ont cessé de considérer la Chine comme un atelier », observe Kunal Sinha, directeur de la recherche chez Ogilvy, cabinet de conseil en marketing à Shanghai. M. Sinha travaille pour des entreprises comme Unilever, KFC, Fanta ou Adidas afin de décrypter les goûts des jeunes consommateurs chinois.

Pour ces grands groupes, c'est presque une obsession. Le potentiel est énorme : 200 millions de personnes, trois fois la population française. D'autant que ces jeunes n'ont jamais connu de temps difficiles et cultivent l'optimisme. « La plupart sont persuadés de gagner plus d'argent l'année prochaine », indique M. Sinha. Les jeunes ne sont pas les seuls à s'ouvrir à la dépense : les 320 millions de mères actives, les office ladies, et les 143 millions de seniors sont aussi devenus des cibles.

« Il faut tordre le coup aux idées reçues. Les entreprises françaises, européennes et américaines implantées en Chine s'adressent aujourd'hui essentiellement au marché chinois, indique François Blanc, conseiller économique au consulat français de Shanghai. Elles sont donc peu concernées par une réévaluation du yuan. Au contraire certaines pourraient en tirer profit. »

C'est en 2008, que les choses se sont véritablement accélérées pour ces sociétés. « Depuis 2005, avec l'arrivée au pouvoir de Hu Jintao, le développement de la consommation intérieure est devenu une priorité du gouvernement, cela s'est paradoxalement accentué avec la crise et le plan de relance », indique M. Blanc. En 2008, les multinationales ont vu leurs ventes en Europe et aux Etats-Unis se gripper tandis que leur chiffre d'affaires ralentissait à peine en Asie. En 2009, quand le consommateur occidental restait déprimé, les ventes de détail en Chine bondissaient de 17,5 %.

« Il y a six ans, 4 millions de Chinois étaient équipés de télévisions LCD, contre 26 millions en 2009. A la fin de 2010, ce chiffre devrait passer à 36 millions. C'est spectaculaire », s'enthousiasme Douglas Cairn, responsable de la gestion pour les pays émergents chez Threadneedle. La Chine serait-elle ainsi en train de basculer « De l'ère de Mao à celle du matérialisme », comme le titrait un séminaire organisé à Shanghai en novembre 2009 par la Hanken School of Economics de Finlande ? « La consommation en Chine est ostentatoire mais pas hédoniste », relativise-t-on chez Hanken.

L'explosion de la consommation se heurte à l'obstacle des « trois montagnes » : les ménages doivent faire face aux dépenses de couverture santé, d'éducation et de logement, qui ne sont que peu ou pas prises en charge par les autorités publiques (l'Etat couvre 18 % des dépenses de santé contre 50 % aux Etats-Unis et 80 % en Europe). Si le revenu qu'un ménage consacre à la consommation augmente en valeur absolue - de l'ordre de 10 % par an - sa part relative au produit intérieur brut (PIB) recule légèrement depuis 1998. Autrement dit le rythme de la croissance chinoise dépasse encore celle du consommateur.

### **En Chine, les signes de surchauffe se multiplient - Brice Pedroletti avec Claire Gatinois**

La croissance échevelée ravive les craintes inflationnistes et la formation de bulles spéculatives

Shanghai Correspondant - Avec une croissance de son produit intérieur brut (PIB) de 11,9 % au premier trimestre en glissement annuel, l'économie chinoise a retrouvé son rythme d'expansion d'avant la crise - le trimestre de comparaison, en 2009, avait affiché une croissance de 6,2 %, l'une des plus faibles en vingt ans. Les banques étrangères qui tentent de calculer l'évolution du PIB chinois d'un trimestre à l'autre - statistique qui n'est pas disponible en Chine - arrivent à des taux annualisés de croissance compris entre 10,5 % et 13 %.

« Phénomène de spirale »

L'investissement en capital fixe a crû de 25,6 %. Les exportations sont fortement reparties en janvier et février, mais se sont ralenties en mars, provoquant pour la première fois en six ans, un déficit commercial pour ce mois. Le ministère du commerce, l'un des opposants les plus virulents à une réévaluation du yuan, prévoit un excédent de 96,1 milliards de dollars (71 milliards d'euros) pour 2010, soit presque trois fois moins qu'il y a deux ans. L'indice des prix à la consommation n'a crû que de 2,2 % au premier trimestre sur un an.

La hausse des prix, encore sous contrôle, contredit le scénario d'une économie en surchauffe. Toutefois, Selon Xu Weihong, chef économiste chez Guodu Securities à Shanghai, la faiblesse de l'inflation n'a qu'une explication : les surcapacités de production en Chine, toujours d'actualité aussi bien dans les infrastructures, l'immobilier, que l'industrie lourde. « La croissance dépend surtout des investissements faits au cours des derniers mois dans le pays. L'offre est supérieure à la demande. Résultat, les prix ne s'envolent pas mais l'économie est bel et bien en surchauffe », note-t-il.

D'autres signes pointent vers un possible emballement : « Le risque inflationniste ne doit pas être sous-estimé, car la reprise économique s'est doublée d'une pénurie de main-d'oeuvre dans certaines régions, avec un risque d'augmentation de salaire, qui pourrait entraîner un phénomène de spirale », juge un expert occidental.

La contribution de l'investissement à la croissance du PIB serait passée à 57,9 % au premier trimestre, contre 94,6 % pour l'année 2009, signe de l'effet d'entraînement du méga-plan de relance chinois sur le reste de l'économie. « C'est plus que jamais l'investissement qui a alimenté la croissance de 2009, et je pense que l'investissement va encore contribuer en grande partie à la croissance en 2010. Le premier trimestre n'est pas le meilleur indicateur car certains projets sont retardés en raison de l'hiver. Une des nouveautés importantes, toutefois, c'est que l'investissement du secteur privé s'est accéléré, tandis que l'investissement par les sociétés d'Etat s'est ralenti », analyse Joerg Wuttke, président de la Chambre de commerce de l'Union européenne en Chine.

« Il faut garder à l'esprit que les prêts bancaires ont été le carburant de cette croissance. Ils ont dopé l'investissement productif, juge-t-il. Mais Pékin est en train de ramener les encours de crédits à des niveaux presque normaux... pour la Chine. » Quelque 10 000 milliards de yuans de nouveaux crédits ont été alloués en 2009, deux fois plus qu'en 2008. La « cible », pour 2010, a été fixée à 7 500 milliards - mais les banques ont déjà prêté pour 2 600 milliards sur les trois premiers mois.

La hausse continue de la Bourse, mais surtout de l'immobilier, fait craindre la formation de bulles : les prix de l'immobilier ont bondi de 11,7 % en mars par rapport au même mois de 2009. Jeudi, Pékin a annoncé des premières mesures pour calmer le jeu : les acquéreurs d'un deuxième appartement devront fournir un apport de la moitié du prix de la propriété, contre 40 % auparavant. Pour les primo-accédants, l'apport doit être de 30 % si la surface dépasse 90 m<sup>2</sup>. Ces mesures sont toutefois modérément efficaces : le marché gris de l'usure en Chine (via notamment la famille élargie) fausse la donne.

Reste le recours à deux autres leviers de freinage, comme l'augmentation du yuan - en pleine négociation en Chine, aussi bien en interne que vis-à-vis des pays occidentaux qui la réclament -, et une hausse des taux d'intérêts.

La réticence du gouvernement à resserrer sa politique monétaire, pourtant préconisée par de nombreux économistes chinois suite aux « largesses » du plan de relance, tiendrait aux inquiétudes croissantes sur la santé financière de certains acteurs, comme les structures d'investissements des gouvernements locaux ou les plus petites banques.

« Tout porte à croire que certaines petites banques sont très fragilisées, signale un expert du secteur. En outre, on a vu certains établissements sortir de leur bilan de mauvaises créances, et les revendre, «repackagées», en produits de placement pour de riches clients. Tout ça est potentiellement dangereux. »