

## Le retour d'une politique de réévaluation du yuan est le bienvenu, mais n'est pas la panacée

Les autorités monétaires chinoises ont annoncé le 19 juin dernier le retour d'une politique de change plus flexible. Il s'agit en fait d'un retour au même régime de change administré qui a permis la réévaluation progressive du yuan entre juillet 2005 et juillet 2008. Les quelques institutions financières autorisées à échanger directement des yuans contre des dollars américains pourront le faire à l'intérieur d'une fourchette de +/- 0,5 % autour du taux affiché à la banque centrale de Chine. Ce taux sera régulièrement réévalué. Les crises économiques et financières qui ont secoué la planète ces deux dernières années avaient incité la Chine à stabiliser sa monnaie à environ 6,83 yuans/\$ US pour protéger ses exportateurs. Depuis la récente annonce, la devise a gagné près de 0,5 % par rapport au billet vert.

Ce changement de politique était souhaité par plusieurs pays, notamment par les États-Unis qui accusent un important déficit commercial avec la Chine. Il faut cependant éviter de tomber dans l'excès d'optimisme relativement à la réévaluation du yuan. D'une part, les ajustements de change se feront progressivement, et les bénéfices attendus sur le rééquilibrage des balances commerciales prendront du temps avant d'être significatifs. D'autre part, la valeur du taux de change n'est pas l'unique déterminant des balances commerciales.

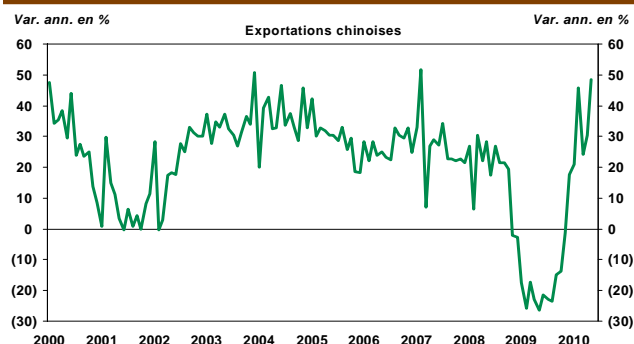
Il ne faut pas non plus s'attendre à voir des effets notables sur la croissance économique mondiale à la suite de cette nouvelle. À long terme, la réévaluation du yuan sera avant tout la source d'un partage mieux équilibré de la croissance.

### LA RÉÉVALUATION DU YUAN ÉTAIT SOUHAITÉE

Les pressions internationales pour que la Chine réévalue sa monnaie étaient croissantes depuis quelques mois. La reprise économique s'accompagne d'une nette amélioration du commerce international, dont la Chine profite grandement. Entre mai 2009 et mai 2010, la croissance des exportations chinoises s'est établie à 48,5 % (graphique 1). L'argument selon lequel le gouvernement chinois devait protéger ses exportateurs était de moins en moins défendable, d'autant plus que l'économie chinoise a retrouvé un rythme de croissance appréciable (graphique 2 à la page 2).

L'énorme surplus commercial que parvient à générer la Chine aux dépens des pays industrialisés (graphique 3 à la page 2), et plus particulièrement vis-à-vis des États-Unis, ne peut pas croître éternellement. Dans les pays industrialisés aux prises avec des difficultés d'endettement, une progression plus modérée de la consommation et des dépenses gouvernemen-

Graphique 1 – Retour à une croissance élevée des exportations chinoises



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

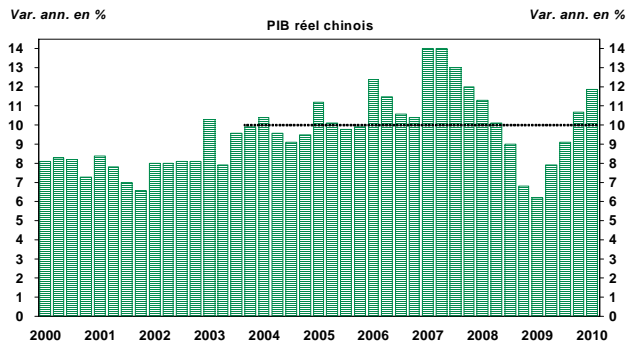
tales devra nécessairement être contrebalancée par d'autres leviers de croissance, dont les exportations. Le recul de l'euro

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef  
**Hendrix Vachon**  
Économiste

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint

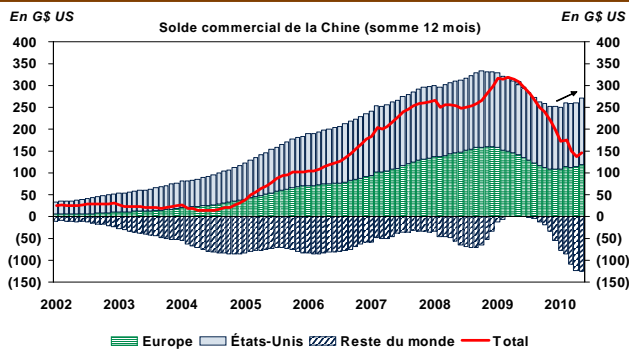
514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Graphique 2 – La croissance économique chinoise est repassée au-dessus de 10 %**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – Le surplus commercial de la Chine avec les États-Unis et l'Europe croît de nouveau**



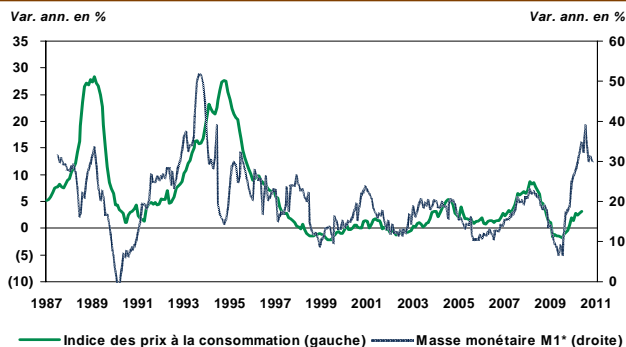
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

et du dollar américain par rapport aux devises des pays émergents, notamment celle de la Chine, facilitera ces ajustements.

### LA CHINE RETIRERA ÉGALEMENT DES AVANTAGES

La réévaluation du yuan ne sera pas en tout point défavorable à la Chine. Le pays, qui montre des signes de surchauffe, pourra plus facilement contrôler sa croissance et éviter une accélération de l'inflation (graphique 4).

**Graphique 4 – La vigueur de l'économie chinoise et la croissance monétaire menacent de faire accélérer l'inflation**



\* Décalé de six mois.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Au-delà de la conjoncture, l'augmentation de la valeur du yuan se traduira par une amélioration du pouvoir d'achat des Chinois, laquelle devrait contribuer à accélérer la croissance de la demande intérieure par le biais de la consommation. L'investissement dans le secteur des services pourrait également bénéficier de la réévaluation du yuan alors que l'attrait du secteur manufacturier, qui est davantage orienté vers les marchés d'exportations, pourrait diminuer. Qui plus est, l'effet net sur les entreprises exportatrices devrait être amoindri par une réduction du coût des intrants importés.

### LA RÉÉVALUATION DU YUAN NE RÉGLERA PAS TOUT

Même si la Chine révalue sa monnaie, plusieurs pays restent affligés par de graves problèmes d'endettement qui, s'ils ne sont pas résorbés, pourraient nuire aux ajustements anticipés du côté des balances commerciales. Il est possible de relier entre eux les déséquilibres commerciaux, l'endettement des ménages et l'endettement des gouvernements. Toutes choses étant égales par ailleurs, un pays où les ménages et les gouvernements s'endettent à outrance sera plus susceptible de voir son solde commercial se dégrader. En fait, selon la théorie économique, les échanges commerciaux peuvent être interprétés comme l'équivalent de flux de capitaux entre les pays. Lorsque l'épargne locale ne parvient pas à financer les excès d'endettement des gouvernements et des ménages, une entrée nette de capitaux étrangers doit s'opérer pour équilibrer le tout (voir encadré 1 à la page 3).

Il importe donc à un pays aux prises avec un important déficit public récurrent de le réduire. Certains excès du secteur privé sont également à proscrire. Par exemple, lors du précédent cycle économique, les ménages américains se sont fortement endettés pour soutenir la construction résidentielle, mais cela s'est traduit également par des besoins accrus de capitaux étrangers. En fait, pour certains pays, c'est toute la dynamique de la croissance économique qui doit être révisée pour permettre une nouvelle phase d'expansion soutenable à plus long terme, parallèlement au rééquilibrage des flux commerciaux.

### LES DÉLAIS D'AJUSTEMENT ET LA THÉORIE DE LA COURBE EN J

Contrairement à la réévaluation du yuan survenue en juillet 2005, la récente annonce n'a pas été accompagnée d'un mouvement marqué du taux de change (graphique 5 à la page 4). Les ajustements seront étalés sur une longue période et, par conséquent, des effets notables pourront difficilement être observés à court terme. Les contrats à terme sur le yuan tablent sur une appréciation de seulement 2 % au cours des 12 prochains mois (graphique 6 à la page 4), mais, si le rythme des ajustements rejoint celui enregistré entre 2005 et 2008, le yuan pourrait gagner environ 10 % contre le billet vert d'ici la fin de 2011.

### Encadré 1 – Les fluctuations du solde commercial analysées autrement que par le taux de change

De façon analytique, on peut montrer que, pour un pays donné, le solde commercial fluctue selon l'épargne privée, l'investissement et le déficit public.

Il s'agit d'abord de définir l'épargne d'un pays (épargne nationale) qui provient à la fois des individus et des entreprises (épargne privée) et du gouvernement (épargne publique). L'épargne privée correspond à la part du revenu qui n'est ni consommée ni utilisée pour payer des taxes. L'épargne publique correspond à la différence entre les dépenses et les revenus du gouvernement. Lorsque le gouvernement fait un déficit, l'épargne publique est négative, et vice versa. L'équation ci-dessous résume le tout :

$$S = S_p + S_g \Leftrightarrow S = (RNBD - C - T) + (T - G) = RNBD - C - G$$

Où «  $S$  » désigne l'épargne totale d'un pays;

«  $S_p$  » désigne l'épargne privée;

«  $S_g$  » désigne l'épargne publique;

«  $RNBD$  » désigne le revenu national brut disponible;

«  $C$  » désigne la consommation;

«  $T$  » désigne les taxes;

«  $G$  » désigne les dépenses gouvernementales.

Pour faire le lien avec le solde commercial, il faut d'abord partir de l'équation fondamentale illustrant l'égalité entre les revenus et les dépenses d'une économie, soit  $RNBD = C + I + G + CC$ , où «  $I$  » désigne l'investissement et «  $CC$  » le solde du compte courant (une définition plus large du solde commercial incluant le paiement des intérêts et des dividendes entre pays ainsi que les transferts nets unilatéraux).

En réallouant les termes de cette dernière équation, le solde du compte courant devient égal au revenu moins la consommation, moins l'investissement, moins les dépenses gouvernementales.

$$CC = RNBD - C - I - G$$

À partir de l'équation de l'épargne, on peut remplacer  $RNBD - C - G$  par l'épargne nationale «  $S$  ». Le solde du compte courant d'un pays dépend donc de la différence entre l'épargne nationale et l'investissement.

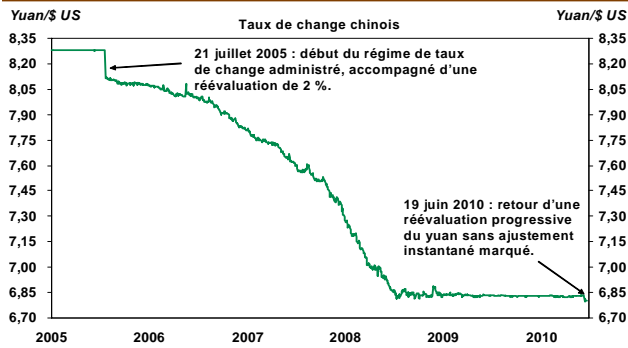
$$CC = S - I$$

En d'autres mots, si l'investissement est supérieur à l'épargne, le pays doit emprunter à l'étranger pour financer le déficit du compte courant. Inversement, si l'investissement d'un pays est plus faible que l'épargne, le pays prêtera son surplus d'épargne à l'étranger. En distinguant l'épargne nationale en deux catégories, soit l'épargne privée et l'épargne publique, la relation suivante entre le compte courant, l'épargne privée, le déficit public et l'investissement est obtenue :

$$CC = S_p + S_g - I$$

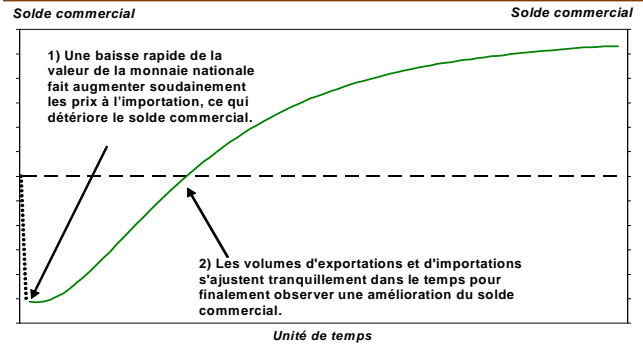
Cette dernière équation montre qu'un gouvernement qui ne contrôle pas bien ses dépenses ( $S_g$  est négatif) influence négativement le solde du compte courant. Parallèlement, un excès d'endettement du consommateur réduira l'épargne privée ( $S_p$ ) et accentuera aussi les besoins de capitaux étrangers. Le niveau d'investissement peut également avoir une incidence sur les flux étrangers. Une hausse de l'investissement augmente les besoins de capitaux, tandis qu'une baisse réduit ces besoins. Il est cependant reconnu que le recours aux capitaux étrangers pour financer des investissements est moins problématique étant donné qu'ils contribuent à augmenter le potentiel de croissance de l'économie.

**Graphique 5 – En 2005, une réévaluation instantanée avait accompagné le début du nouveau régime de change**



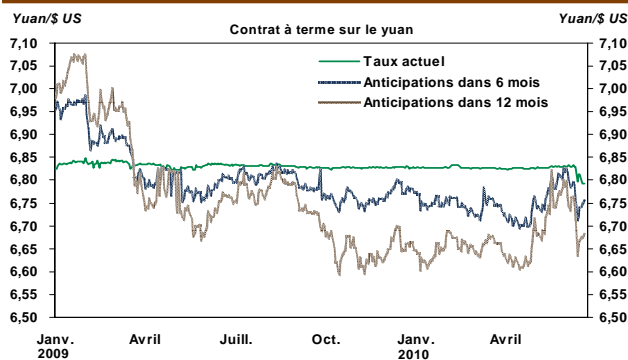
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – Représentation théorique de la courbe en J**



Source : Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – Les contrats à terme sur le yuan suggèrent une réévaluation modérée du taux de change chinois**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Même si la réévaluation de la devise chinoise s'avérait encore plus rapide, il n'est pas acquis que dans les meilleures conditions l'ajustement des flux commerciaux s'accélérait proportionnellement, du moins à court terme. Hormis les problèmes structurels (endettement) qui peuvent nuire à certains pays, l'effet immédiat sur la balance commerciale est rarement positif. Selon la théorie économique, il y a d'abord détérioration du solde commercial avant l'observation d'une amélioration nette. Graphiquement, l'évolution de la balance commerciale dans le temps ressemble normalement à une courbe en forme de « J » (graphique 7), d'où l'expression « courbe en J ».

Le premier effet d'une diminution de la valeur de la monnaie (baisse du dollar contre le yuan) est une hausse du coût des importations : à court terme, les quantités importées ne s'ajustent pas instantanément, et la valeur totale des importations augmente. Du côté des exportations, les autres pays ne se ruent pas du jour au lendemain sur les produits moins coûteux des pays où la valeur relative de la monnaie a diminué. Ce sont ces deux tendances de court terme qui induisent d'abord une détérioration du solde commercial. Une certaine période est nécessaire pour que les importations

s'ajustent à la baisse et que les exportations augmentent significativement. Par ailleurs, une demande accrue à l'égard des produits exportés peut en pousser le prix à la hausse et retarder davantage l'essor des exportations, le temps que les producteurs nationaux s'adaptent à cette nouvelle demande.

### NON-SUBSTITUABILITÉ DES BIENS IMPORTÉS

Le manque de substituts fabriqués dans les pays importateurs de produits chinois pourrait s'avérer un frein important à l'amélioration des balances commerciales. Au cours du dernier cycle économique, le secteur manufacturier s'est atrophié dans la plupart des pays industrialisés alors qu'il a pris une expansion rapide en Chine. Ce pays est actuellement spécialisé dans la production de plusieurs biens de consommation courante alors que les pays industrialisés se sont davantage spécialisés dans la production de services. Pour voir les effets bénéfiques de la réévaluation du yuan, un réinvestissement dans les pays industrialisés sera nécessaire afin d'accroître la capacité de production pour certains biens actuellement importés de Chine.

Il ne faut cependant pas s'attendre à un retour massif des industries qui ont été délocalisées en Chine. Même avec un yuan significativement réévalué (ce qui prendra quelques années), les écarts au niveau de la réglementation et des salaires continueront de favoriser le maintien et l'établissement de bon nombre d'entreprises en Chine. Les industries produisant des biens à valeur ajoutée élevée et peu intensifs en travail seront les plus susceptibles d'accroître leurs investissements dans les pays industrialisés.

### VERS UN PARTAGE MIEUX ÉQUILIBRÉ DE LA CROISSANCE

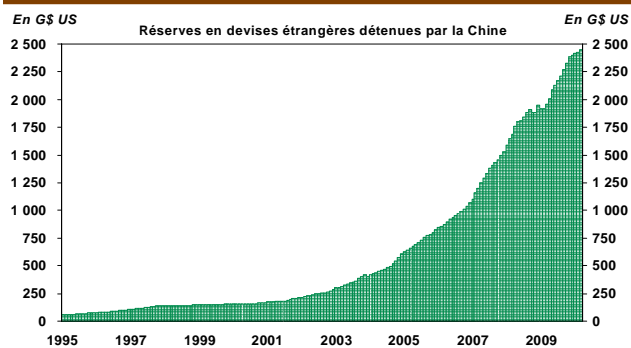
Le retour d'une politique de réévaluation du yuan est le bienvenu, mais il ne constitue pas la panacée. À court terme, le rythme de réévaluation du yuan ne devrait pas être suffisamment élevé pour infliger des changements rapides dans l'évolution des balances commerciales. Ces

changements dépendront aussi de la vitesse avec laquelle les pays industrialisés réduiront leurs besoins en capitaux étrangers. Des délais seront également requis pour laisser le temps aux quantités de biens importés et exportés de s'ajuster au nouveau taux de change.

À plus long terme, la réévaluation du yuan ouvre néanmoins la voie au rééquilibrage de l'économie mondiale avec la possibilité de voir s'installer une nouvelle dynamique. Plutôt que de miser sur l'endettement excessif des ménages ou des gouvernements, les pays industrialisés pourront compter sur une plus forte croissance de leurs exportations. L'investissement des entreprises pourrait également s'accélérer dans les pays industrialisés. En revanche, la Chine mais aussi d'autres pays émergents poursuivront leur développement économique en comptant davantage sur le potentiel qu'offre leur propre bassin de consommateurs.

En termes d'implication pour les marchés financiers, la réévaluation du yuan est un pas vers un système de change flottant, mais plusieurs étapes restent encore à franchir. La politique chinoise de stérilisation des flux de capitaux permettant d'assurer le maintien d'un taux de change sous-évalué tout en évitant une trop forte expansion monétaire demeurera en place. Ces opérations se traduisent par l'accumulation de réserves en devises étrangères, la plupart libellées en dollars américains (graphique 8). La demande chinoise pour les titres américains a contribué au maintien de taux d'intérêt faibles aux États-Unis au cours de la dernière décennie et elle ne devrait pas s'estomper du jour au lendemain. À plus long terme toutefois, elle ira en diminuant au fur et à mesure que le taux de change chinois s'approchera de sa valeur d'équilibre. Toujours difficile à évaluer avec précision, une réévaluation d'environ 20 % devrait s'opérer avant d'atteindre ce niveau.

**Graphique 8 – Les opérations de stérilisation se poursuivront en Chine**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques