

La modification de la politique de change chinoise

Logique, portée et développements récents

Michael Goujon et Samuel Guérineau



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/942>
ISSN : 1996-4609

Éditeur

Centre d'étude français sur la Chine contemporaine

Édition imprimée

Date de publication : 1 février 2006
ISSN : 1021-9013

Référence électronique

Michael Goujon et Samuel Guérineau, « La modification de la politique de change chinoise », *Perspectives chinoises* [En ligne], 93 | janvier-fevrier 2006, mis en ligne le 01 février 2009, consulté le 02 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/942>

Ce document a été généré automatiquement le 2 mai 2019.

© Tous droits réservés

La modification de la politique de change chinoise

Logique, portée et développements récents

Michael Goujon et Samuel Guérineau

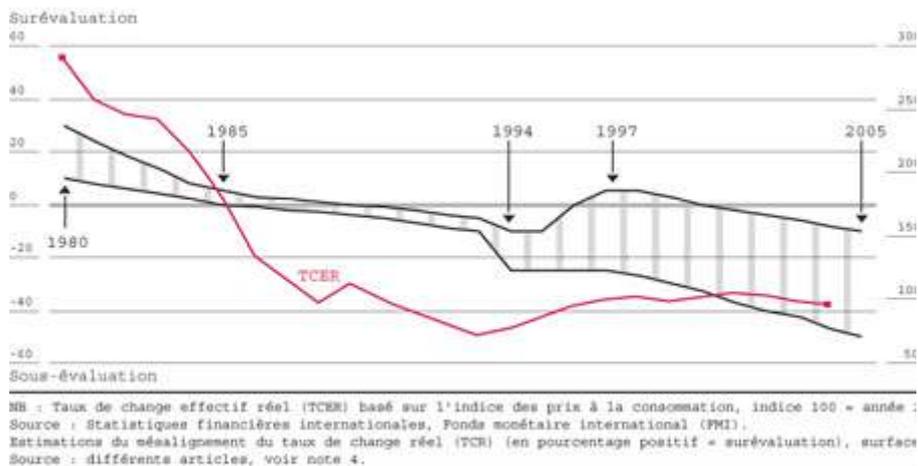
- 1 Le 21 juillet 2005 la Banque populaire de Chine a réévalué le *renminbi*, qui est passé de 8,27 *renminbi* à 8,11 *renminbi* pour 1 dollar américain. Cette réévaluation de faible ampleur (2,1 %) a été accompagnée d'une modification officielle du système de change chinois. Les autorités chinoises ont annoncé que « le *renminbi* ne sera plus indexé au dollar américain » et que « la Chine va réformer son régime de change avec l'instauration d'un système de flottement contrôlé, basé sur l'offre et la demande du marché avec pour référence un panier de devises »², sans toutefois préciser la composition de ce panier.
- 2 Cette réévaluation est intervenue au beau milieu du débat sur la politique de change chinoise qui agite les experts et les dirigeants politiques étrangers depuis 2003. Pour les responsables politiques américains, le *renminbi* est largement sous-évalué et la Chine bénéficie ainsi d'un avantage concurrentiel déloyal. La Chine est désignée comme le principal responsable d'une « manipulation monétaire » accélérant les destructions d'emplois aux Etats-Unis, au Japon, en Europe et dans d'autres pays asiatiques, et menaçant l'équilibre économique mondial. Par cette décision de réévaluer le *renminbi* la Chine semblerait avoir cédé aux pressions internationales (et par là aurait reconnu sa responsabilité dans les déséquilibres commerciaux mondiaux).
- 3 Dans cette étude, nous suggérons que cette interprétation est simpliste et trompeuse. En effet, il a été démontré que, depuis vingt-cinq ans, la politique de change chinoise a été guidée par des objectifs externes et internes – et pas uniquement à un objectif de compétitivité des exportations³. Il faut donc prendre en compte aussi bien les aspects internes qu'externes pour interpréter toute modification de la politique de change chinoise. Nous analyserons ainsi la logique de la décision du 21 juillet en étudiant la double nécessité de la réévaluation du *renminbi* et d'une plus grande flexibilité du régime de change. La dernière partie sera consacrée à l'impact à très court terme de cette décision.

renminbi

- 4 Afin d'éclairer avec des données précises la question de la sous-évaluation du *renminbi*, un grand nombre d'études ont été réalisées pour analyser son mésalignement. Ces études, depuis 2003, avaient elles-mêmes été précédées d'autres études, à la fin des années 1990, sur la possibilité du maintien de la politique d'ancrage au dollar après la crise financière asiatique ; à l'époque, on évoquait une surévaluation du *renminbi*.
- 5 Comme cela est prévisible s'agissant d'une économie en période de développement rapide, l'ampleur de ce mésalignement diffère sensiblement suivant les études et certaines estimations montrent même des évolutions complètement contradictoires⁴. Le graphique 1 où sont reportées ces estimations apporte les informations suivantes : (1) la surévaluation initiale a progressivement disparu au cours des années 1980 ; (2) le taux de change s'est trouvé proche du niveau d'équilibre, ou légèrement sous-évalué, au début des années 1990 ; (3) la dévaluation nominale de 1994 a entraîné une sous-évaluation réelle de 10 à 30 % ; (4) la sous-évaluation a été partiellement ou complètement effacée entre 1995 et 1997 ; (5) depuis 1998, la déflation et la croissance économique rapide ont entraîné un nouveau glissement vers la sous-évaluation. Si les experts s'accordent sur la sous-évaluation actuelle du *renminbi*, en revanche leurs estimations sur l'ampleur du mésalignement varient notablement, de 10 à 60 %. C'est le diagnostic sur la période 1997-1998 qui constitue le principal point d'achoppement : la sous-évaluation actuelle est importante (ou faible) si l'on considère que le taux de change était déjà sous-évalué (ou proche de l'équilibre) en 1997-1998.
- 6 Quel est le diagnostic le plus convaincant ? Examinons dans un premier temps les principaux arguments en faveur d'une importante sous-évaluation. Le dynamisme commercial est le premier argument. La croissance des exportations chinoises est impressionnante (ainsi par exemple, les exportations de marchandises ont augmenté de 33 % dans la première moitié de l'année 2005) et les excédents commerciaux vis-à-vis des Etats-Unis et de l'Europe sont colossaux (respectivement de 162 et 100 milliards de dollars en 2004). Dans le débat sur la sous-évaluation, les experts internationaux s'appuient systématiquement sur ces données. Mais on peut soutenir que les chiffres des balances commerciales sont plus significatifs que ceux des exportations seules et que, dans la période récente, les importations chinoises ont également beaucoup augmenté. De plus, on peut considérer que les chiffres de la balance commerciale globale sont plus pertinents que ceux des balances commerciales bilatérales, et observer que les excédents commerciaux de la Chine avec les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sont compensés par ses déficits commerciaux avec les pays asiatiques.
- 7 La Chine enregistre cependant des excédents de la balance courante depuis bientôt dix ans (équivalant à 3 % du PIB en 2002 et 2003), ce qui représente un argument à l'appui de la thèse de la sous-évaluation. C'est un phénomène inhabituel pour une économie émergente, surtout quand elle présente régulièrement des signes de surchauffe (qui augmente la demande d'importations). Morris Goldstein considère que l'excédent « sous-jacent » est beaucoup plus important que l'excédent réel, en raison de l'effet de surchauffe et de l'effet décalé de la dépréciation réelle précédente⁵. Puisque la Chine enregistre des surplus au compte de capital (phénomène normal dans une économie émergente), la balance courante d'« équilibre » devrait présenter un déficit. Par conséquent, le fossé important qui sépare la balance courante sous-jacente et la balance courante d'équilibre suggère une importante sous-évaluation réelle.

- 8 Une sous-évaluation substantielle serait aussi à l'origine de l'impressionnante accumulation de réserves de change (de 150 milliards de dollars en 2001 à 750 milliards de dollars à la mi-2005). La Banque populaire de Chine a effectivement acheté d'énormes quantités de dollars qui, dans un système de change flottant, auraient dû conduire à l'appréciation du taux de change.

1. Taux de change effectif réel et mésalignement du *renminbi*



- 9 Quelles sont les raisons qui amènent à douter de la réalité d'une importante sous-évaluation? L'argument le moins convaincant en faveur de la sous-évaluation est celui de l'existence d'un excédent commercial bilatéral avec les Etats-Unis puisque, comme nous l'avons noté précédemment, la Chine enregistre de larges déficits avec les pays asiatiques. En fait cette structure particulière des balances commerciales résulte principalement des changements structurels dans la division du travail en Asie du Sud-Est, et notamment la délocalisation en Chine d'une partie de la production des économies émergentes qui ont connu une croissance rapide dans les années 1970 et 1980. Ce phénomène de délocalisation a simultanément augmenté, en Chine, les importations en provenance des pays asiatiques et les exportations vers les pays de l'OCDE⁶.
- 10 Un autre facteur structurel de la compétitivité chinoise est la réserve apparemment illimitée de main-d'œuvre (les ouvriers sous-employés des campagnes et ceux licenciés des entreprises d'Etat), qui explique des coûts salariaux peu élevés et flexibles à la baisse.
- 11 Un exemple permettant d'illustrer l'avantage comparatif de la Chine par rapport à d'autres économies émergentes sur les marchés internationaux est celui du textile et de l'habillement, notamment depuis la fin des Accords multifibres au 1er janvier 2005⁷. Le tableau 2 sur les statistiques commerciales de l'Union européenne pour les cinq premiers mois de l'année 2005 montre que les exportations chinoises se substituent à celles d'autres pays émergents.

2. Les importations de textile et habillement de l'Union Européenne

	TOTAL		CHINE		
	valeur (en millions d'euros)	volume (milliards de tonnes)	valeur (en millions d'euros)	volume (milliards de tonnes)	part dans la valeur
Janvier-mai 2004	30 651	4 272	5 416	748	18 %
Janvier-mai 2005	27 678	4 117	7 389	1 050	26 %
Variation	-10 %	-4 %	+36 %	+40 %	+8 points de

Source : Statistiques commerciales de l'Union européenne sur <http://europa.eu.int/>

- 12 Troisièmement, la sous-évaluation actuelle ne pourrait provenir que d'une récente appréciation du taux de change réel d'équilibre parce que le taux de change effectif réel (TCER) est quasi-stable depuis 1998 (comme le montre le graphique 1) et l'année 1998 a été marquée par des pressions à la dépréciation, ce qui indique que le taux de change cette année-là n'était pas sous-évalué. Une telle appréciation du taux de change réel (TCR) d'équilibre devrait provenir, selon le modèle Balassa-Samuelson, des gains de productivité relative de la Chine, notamment induits par les réformes. Cependant, la libéralisation des importations consécutive à l'accession de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, inversement, appelle une dépréciation du TCR d'équilibre (puisque'elle dégraderait la balance commerciale chinoise pour n'importe quel niveau du taux de change) même si la fin des Accords multifibres réduit l'effet net de cette libéralisation. On peut raisonnablement estimer que l'effet des gains de productivité est plus important que l'effet net de la politique commerciale, mais n'entraînerait pas, sous des hypothèses raisonnables, une rapide et large appréciation du TCR d'équilibre⁸.
- 13 Quatrièmement, le TCR d'équilibre est censé assurer simultanément l'équilibre externe et interne, mais la plupart des études ne prennent pas en compte cette seconde condition. Or, le taux élevé du sous-emploi en Chine suggère plutôt une surévaluation du TCR, d'après la condition d'équilibre interne. Dès lors, les études qui ne s'intéressent qu'à la condition de l'équilibre externe surestiment la sous-évaluation⁹. Le taux de change n'est pas un instrument à privilégier dans la lutte contre le sous-emploi, mais un pays qui connaît un sous-emploi élevé ne peut se permettre une réévaluation massive.
- 14 Enfin, l'existence d'une importante sous-évaluation est incompatible avec les tendances sur les marchés des changes à terme non-livrables du *renminbi* (marchés des changes de Hong Kong et de Singapour) : d'abord parce que les prévisions en faveur de l'appréciation ne sont devenues dominantes qu'à partir de novembre 2002¹⁰; et qu'ensuite la décote observée du cours à terme du *renminbi* est restée très faible depuis lors (1,5 % pour les contrats à terme de douze mois) et jusqu'à la récente réévaluation. Même en prenant en compte les distorsions dues au régime d'ancrage au dollar, il est difficile d'imaginer que la sous-évaluation réelle puisse être, par exemple, vingt à trente fois supérieure à la décote du cours à terme.
- 15 En gardant à l'esprit qu'il est difficile de conclure sur l'ampleur du mésalignement et à la lumière des arguments cités plus haut, l'hypothèse d'une « sous-évaluation modérée » (de l'ordre de 10 à 15 %) semble être en fin de compte la plus convaincante. La Chine est un pays en voie de développement et il est normal qu'elle conserve une marge de manœuvre afin d'absorber les chocs extérieurs éventuels. Ainsi une réévaluation de moindre ampleur que la fourchette de 10-15 % devrait pouvoir être acceptable pour la Chine et ses partenaires commerciaux. Mais que peut-on attendre d'une telle réévaluation ?

- 16 On reproche à la Chine la sous-évaluation du *renminbi*, qui serait responsable de l'aggravation des déséquilibres commerciaux internationaux (et en particulier du déficit commercial américain). Le principal bénéfice d'une réévaluation serait donc la réduction de ces déséquilibres. Pourtant un tel résultat dépend de la véritable nature des déséquilibres commerciaux et de la valeur des élasticités des échanges aux variations de prix.
- 17 Commençons par la Chine. Le dynamisme des exportations chinoises s'explique aussi bien par des facteurs structurels (flexibilité des salaires) que par la politique de change. De plus, en raison de l'importance du secteur de transformation et d'assemblage pour l'exportation, les exportations chinoises ont un fort contenu en importation¹¹ et il est donc peu probable que l'excédent commercial chinois soit sensible aux fluctuations du taux de change¹².
- 18 Les études empiriques confirment-elles l'hypothèse d'une faible élasticité-prix ? Malheureusement les estimations d'élasticité-prix des exportations utilisant des données récentes sont rares et hétérogènes¹³. Dans la mesure où ces estimations ne peuvent pas prendre en compte la compétitivité structurelle de la Chine, on peut penser que les élasticités sont en réalité plus basses qu'estimées, voire même non linéaires (une baisse des exportations provoquée par une appréciation serait moins importante qu'une augmentation des exportations provoquée par une dépréciation).
- 19 Quel serait l'impact d'une réévaluation sur les pays de l'OCDE? La Chine représente 6% du total des importations des pays de l'OCDE et, en supposant une élasticité-prix unitaire des importations de produits chinois, une réévaluation du *renminbi* de 10 % ne réduirait les importations de l'OCDE que d'environ 0,6 %. De plus, une réduction du volume des importations serait totalement compensée par l'augmentation des prix sans que cela n'ait le moindre effet sur l'équilibre commercial. En réalité, seule une augmentation des exportations de l'OCDE vers la Chine pourrait conduire à une correction du déficit commercial. Les exportations vers la Chine représentent 4 % du montant total des exportations américaines et, supposant une élasticité-prix unitaire, une réévaluation du *renminbi* de 10 % accroîtrait les exportations américaines de 0,4 %, soit environ 4,6 milliards de dollars, à comparer au déficit du compte courant américain de 618 milliards de dollars en 2004. Selon Jonathan Anderson, une réévaluation même importante du *renminbi* aurait un impact limité sur le solde commercial américain, lequel est plus sensible à la concurrence commerciale avec l'Union européenne et le Japon¹⁴. De même, selon Ronald MacKinnon et Joseph Stiglitz, les Etats-Unis conserveront un important déficit du compte courant tant que l'épargne publique et privée américaine sera basse, quelle que soit la politique de change chinoise¹⁵.
- 20 Reconnaissant que l'impact direct d'une réévaluation du *renminbi* serait minime, certains évoquent plutôt la possibilité de contagion¹⁶. Si les autres pays asiatiques (eux aussi accusés de sous-évaluation) suivaient la décision chinoise de réévaluer, l'impact global de la réévaluation du *renminbi* sur les balances commerciales des pays de l'OCDE serait plus important. Morris Goldstein estime qu'une réévaluation du *renminbi* de 20 % conduirait les autres économies émergentes asiatiques ainsi que le Japon à réévaluer de 15 % leurs monnaies¹⁷. Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrèche-Revil étudient le cas où la plupart des pays du Sud-Est asiatique suivraient une réévaluation de 10 % du *renminbi*¹⁸. Cependant, ces auteurs notent que ces pays seraient certainement moins prêts à suivre un *renminbi* qui s'apprécie (comme cela est le cas actuellement) qu'un *renminbi* qui se déprécie (en référence à la peur de « l'effet domino » à l'époque de la crise asiatique).

- 21 Enfin l'impact attendu d'une réévaluation de 10 % du *renminbi* sur le commerce régional asiatique serait encore plus faible en raison de l'importance de l'intégration verticale intra-industries¹⁹. Il ne faudrait cependant pas minimiser l'effet d'une réévaluation sur d'autres marchés extérieurs (Union européenne et Etats-Unis) où les produits chinois deviendraient moins compétitifs.
- 22 En conclusion, la responsabilité de la Chine dans les déséquilibres des échanges commerciaux internationaux, et donc la capacité d'un *renminbi* réévalué à résorber significativement ces déséquilibres, semblent tout à fait exagérées. La Chine serait donc l'économie la plus sensible à une large réévaluation, ce qui justifie pour les autorités chinoises de déterminer la politique de change suivant leurs propres objectifs, plutôt qu'en fonction d'un hypothétique impact sur les déséquilibres commerciaux mondiaux. Par conséquent, la question se pose de savoir si une réévaluation aurait, ou non, en Chine, un impact positif.
- 23 Certains auteurs pensent que la réévaluation servirait les intérêts nationaux de la Chine²⁰. Le principal avantage d'une limitation de la sous-évaluation du *renminbi* serait de diminuer les entrées de capitaux spéculatifs (probablement quelque 50 milliards de dollars en 2003). Ces flux ont entraîné une accumulation rapide et massive des réserves de change, accumulation qui a des effets macro-économiques pervers²¹. D'une part, la part de l'augmentation des réserves de change qui n'a pas été stérilisée accroît l'offre de monnaie (+ 20 % en 2003), avec deux effets négatifs : cela peut d'abord accroître les pressions inflationnistes via l'augmentation des prêts bancaires et de l'investissement ; cela peut ensuite rendre la réforme du système bancaire plus difficile en procurant aux banques un excès de liquidités, qui réduit les incitations à améliorer l'allocation des prêts et conduit à une nouvelle hausse des prêts non-performants. D'autre part, la part de l'augmentation des réserves qui est stérilisée (environ la moitié du total en 2003) a un coût élevé (les intérêts payés sur les instruments financiers servant à la stérilisation, comme les obligations d'Etat).
- 24 La réévaluation du *renminbi* pourrait avoir un avantage indirect, celui de modérer les tendances protectionnistes dans les pays enregistrant des déficits commerciaux bilatéraux avec la Chine (plus particulièrement les Etats-Unis, l'Europe et le Japon). Mais elle serait néanmoins potentiellement coûteuse pour la Chine. Une des préoccupations des responsables politiques chinois sont d'éventuelles pressions déflationnistes, bien qu'elles soient atténuées par une actuelle accélération de l'inflation (près de 4 % en 2004). Cependant, on ne peut exclure qu'une réévaluation significative du *renminbi* puisse entraîner des pressions à la baisse sur les salaires, ce qui conduirait à une réduction de la demande intérieure (déjà faible) et de la production.
- 25 La stabilité financière est également une inquiétude. Une réévaluation réduit automatiquement la valeur des actifs en dollars détenus par les banques commerciales et la Banque populaire de Chine, celle-ci étant la principale perdante puisque ses actifs nets de devises représentaient 750 milliards de dollars au milieu de l'année 2005. Si la réévaluation se fait par la voie de la flexibilisation du taux de change, bien que ce point soit lié au régime de change et non à la réévaluation elle-même, on peut en attendre d'autres effets déstabilisateurs pour le secteur financier (voir plus bas).
- 26 Un autre effet indésirable proviendrait de l'augmentation des investissements dans le secteur des biens non-échangeables, et notamment dans celui de l'immobilier, déjà très spéculatif. La réticence des autorités chinoises à réévaluer s'explique aussi par leur

volonté politique de favoriser le développement des entreprises nationales, dont la productivité est inférieure à celle des sociétés à capitaux étrangers et des entreprises conjointes.

- 27 Enfin, il est difficile d'anticiper clairement la réaction des marchés financiers à une réévaluation du *renminbi* (et ainsi des flux de capitaux spéculatifs futurs). L'ampleur de la réévaluation nécessaire pour décourager les spéculateurs serait probablement trop importante pour être économiquement acceptable.
- 28 En résumé, l'analyse ci-dessus suggère que la Chine pourrait supporter une réévaluation modérée, de 10 % par exemple, sans pour autant encourir des coûts externes et internes inacceptables. Cependant une telle réévaluation ne peut être un effort unilatéral demandé à la Chine pour réduire les déséquilibres commerciaux internationaux. Dans la mesure où la Chine ne fait partie d'aucune organisation monétaire internationale, toute action de coopération doit être négociée entre partenaires souverains (comme ce fut le cas entre le Japon et les Etats-Unis dans les années 1980) et non pas exigée unilatéralement de l'un d'entre eux. Le gouvernement de la Chine, comme le rappelait le Premier ministre Wen Jiabao²², détermine librement sa politique de change. De plus, la responsabilité des déséquilibres internationaux étant collective, pourquoi la Chine (pays en voie de développement dont le revenu annuel par habitant est d'environ 1 000 dollars américain) devrait-elle supporter une part proportionnellement plus importante des coûts d'ajustement que les économies à hauts revenus (supérieurs à 25 000 dollars par habitant) ?
- 29 Beaucoup d'auteurs pensent que le régime de change du *renminbi* gagnerait à plus de flexibilité. Aujourd'hui le principal inconvénient de son ancrage au dollar est l'entrée de capitaux spéculatifs. Dans un contexte d'anticipation d'une appréciation du *renminbi*, et bien que le compte de capital ne soit pas officiellement libéralisé, ces entrées ne sont pas négligeables. Pour conserver la croissance monétaire sous contrôle, les autorités financières chinoises doivent stériliser une grande partie de ces capitaux spéculatifs. Cette stérilisation s'effectue par la vente d'obligations d'Etat (ou des bons de la Banque centrale) avec un coût certain, celui de la différence entre le rendement moyen sur les réserves internationales et les intérêts payés sur les obligations d'Etat²³. Avec l'ouverture de la Chine à l'économie mondiale, l'intégration financière s'accélère (même si les contrôles de capitaux ralentissent cette intégration) ce qui, dans un système de taux de change fixe, n'est pas compatible avec une politique monétaire indépendante. Il est inévitable que la Chine avance vers une plus grande flexibilité puisqu'elle se doit d'avoir, pour l'objectif de stabilité économique, une politique monétaire indépendante²⁴. Cette thèse est dominante chez les universitaires et dans les journaux économiques des pays de l'OCDE²⁵. De plus, si la Chine libéralisait le compte de capital, la flexibilité deviendrait d'autant plus indispensable.
- 30 Certains auteurs pensent pourtant que l'ancrage au dollar reste pour la Chine et les autres pays asiatiques la meilleure option possible, pour des raisons commerciales et financières²⁶. L'intensité du commerce est un argument basique pour l'ancrage : les Etats-Unis sont encore un partenaire commercial majeur des pays asiatiques (même si sa part a légèrement diminué au cours de ces vingt dernières années) et de la Chine (en 2004, les Etats-Unis représentent 15,2 % du commerce total de la Chine, avec respectivement 22,8 % de ses exportations et 7,7 % de ses importations).
- 31 Il existe cependant des arguments plus convaincants en faveur de l'ancrage. En premier lieu le dollar n'est pas utilisé que pour les échanges avec les Etats-Unis, il sert aussi de

monnaie de référence dans les échanges commerciaux en Asie (à l'exception du commerce direct avec le Japon, qui s'effectue en yen). Les avantages de l'ancrage au dollar sont aussi renforcés par l'absence d'instruments de couverture du risque de change (le seul moyen de se couvrir contre les risques de change avec le *renminbi* est de recourir aux marchés à terme non-livrables sur les places financières est-asiatiques, principalement Hong Kong et Singapour)²⁷. Comme pour le commerce et dans la mesure où les marchés financiers en Asie du Sud-Est sont encore sous-développés, le dollar américain reste la principale monnaie de libellé des flux de capitaux. En particulier, la plupart des économies asiatiques ne sont pas capables d'emprunter dans leur monnaie nationale sur les marchés internationaux. Pourtant, la majorité des pays émergents est-asiatiques, et la Chine en particulier, ont enregistré des excédents courants et sont devenus des créanciers nets, en amassant des montants considérables d'avoirs en dollars. Ronald McKinnon parle ici du syndrome de « vertu conflictuelle » qui conduit à l'augmentation des pressions à l'appréciation des monnaies nationales, induisant le risque de diminution de la valeur des créances en dollars, et qui pousse les gouvernements à conserver l'ancrage au dollar. Puisqu'un régime d'ancrage rigide est trop risqué et la coopération régionale loin d'être efficace, le régime de flottement dirigé reste l'option la plus attractive²⁸.

- 32 De plus, une plus grande flexibilité du taux de change peut produire de sérieuses perturbations dans le système financier chinois qui n'est pas préparé à gérer les risques de change. Il est clair que les restrictions sur les transactions au compte de capital peuvent limiter ces risques dans le court-terme, et donner du temps pour améliorer les compétences bancaires dans ce domaine. Néanmoins, le gouvernement chinois n'en demeure pas moins réticent à accroître significativement la flexibilité du taux de change, tant son attention sur la stabilité économique et la vulnérabilité du secteur financier est grande.
- 33 Quatre options seraient envisageables pour développer la flexibilité du taux de change chinois, de la plus flexible à la moins flexible : flottement libre, ancrage au dollar dans une bande de fluctuation élargie, ancrage à un panier de monnaies et ancrage ajustable au dollar. En raison de la fragilité du secteur financier chinois, le flottement libre est une option à écarter dans le court terme (bien qu'elle ait été suggérée en 2003 par le Ministre des finances américain John Snow).
- 34 Morris Goldstein et Nicholas Lardy ont proposé une réforme en deux étapes: d'abord un élargissement de la bande de fluctuation (de moins de 1 % à 5-7 %) qui serait accompagné simultanément d'une réévaluation de 15 à 25 %²⁹ ; dans un second temps, une fois le système bancaire assez puissant pour absorber les effets de la libéralisation, l'adoption d'un régime de taux de change flottant. L'élargissement de la bande de fluctuation est aussi préconisé par Lu³⁰, tandis que Williamson pense que l'ancrage à un panier de monnaies devrait être la première étape de la réforme du régime de change³¹.
- 35 Parmi les trois options « envisageables » à court terme, les autorités chinoises ont choisi le panier de monnaies, sans pour autant en révéler la composition. Une composition logique devrait intégrer les trois plus importantes monnaies internationales, avec une part du dollar américain plus importante. En étudiant la structure du commerce chinois, Williamson propose un panier « optimal » de cinq monnaies³² : le dollar américain (à hauteur de 20,9 %), l'euro (22,9 %), le yen japonais (25,1 %), le dollar de Hong Kong (19,3 %) et le won coréen (11,8 %). Au niveau régional asiatique, il préconise également – en utilisant la même méthode – une indexation à un panier commun, le panier optimal

comportant le dollar américain (à hauteur de 40 %), l'euro (30 %) et le yen japonais (30 %). Les autorités chinoises ont révélé récemment que le panier évoqué dans la décision du 21 juillet était composé de plus de trois monnaies, c'est-à-dire pas seulement les trois grandes monnaies internationales, mais vraisemblablement aussi le won coréen, le dollar singapourien et quelques autres monnaies asiatiques de moindre poids.

- 36 L'objectif premier de la décision du 21 juillet, ralentir l'entrée des capitaux spéculatifs, semble avoir été atteint. A-t-elle permis à la Banque centrale d'accroître de manière significative la flexibilité ? Nous avons déjà noté les ambiguïtés calculées de la déclaration sur le nouveau régime de change du 21 juillet³³. Tolérer des ajustements de faible ampleur et discrétionnaires ne signifie pas pour autant perdre le contrôle sur les fluctuations du taux de change.
- 37 La modification du régime de change aura probablement peu d'effets si les ajustements ne sont pas fréquents. L'utilisation du mécanisme de la bande de fluctuation (de 0,3 % par jour) sera déterminante, puisqu'il permet théoriquement une appréciation significative, même à court terme. Quelques jours après la réévaluation, le Financial Times calculait qu'une appréciation de 15 % pourrait être obtenue en deux mois et demi, et les marchés financiers ont paru donner crédit à ce scénario d'une appréciation graduelle. A Singapour, le taux à terme (à douze mois) du *renminbi* passait alors à 7,64 *renminbi* pour un dollar (ce qui correspondait à une appréciation de 6 %). Certaines institutions financières (Merrill Lynch ou BNP-Paribas) prévoyaient une appréciation importante d'ici la fin de l'année (respectivement à 7,5 *renminbi* et 7,9 *renminbi* pour un dollar)³⁴. Après avoir pourtant déclaré que cette réévaluation n'était qu'une première étape, quelques jours plus tard la Banque centrale chinoise démentait planifier des réévaluations supplémentaires.
- 38 En réalité, depuis le 21 juillet, le taux de change chinois connaît une très légère tendance à l'appréciation (de 8,11 *renminbi* pour un dollar, il atteignait 8,10 *renminbi* début août et 8,08 *renminbi* début septembre). Le taux s'est stabilisé à 8,07 *renminbi* fin octobre et ce jusqu'en décembre, ce qui correspondait à une réévaluation de 0,5 % depuis la décision du 21 juillet. Bref, la perspective d'une appréciation graduelle s'efface, ou du moins est repoussée de plusieurs mois. Le 30 septembre – quelques jours après une réunion du G7 où les Etats-Unis et l'Europe avaient recommandé avec insistance à la Chine de libérer encore plus le *renminbi* –, la Banque centrale annonçait un élargissement de la bande de fluctuation du *renminbi* contre les monnaies autres que le dollar. La bande de fluctuation du *renminbi* vis-à-vis des monnaies telles que l'euro et le yen est quasiment doublée, à près de 3 %. Comme cela s'était produit après la déclaration du 21 juillet, la plupart des responsables politiques étrangers ont salué cette nouvelle décision, tout en soulignant qu'elle était encore insuffisante.
- 39 Jusqu'à présent, la progression vers la flexibilité est trop modeste pour que le régime de change de facto ne soit plus classé en ancrage au dollar même s'il est moins strict qu'auparavant³⁵. Cependant cette « pseudo flexibilisation » a les mêmes avantages que la « mini réévaluation », à savoir qu'il devient difficile de critiquer la Chine pour son manque d'implication dans la résorption des déséquilibres commerciaux internationaux. Ce geste des autorités chinoises n'est pourtant probablement pas seulement diplomatique : il indique également que la voie vers un système de change plus flexible a été officiellement ouverte.
- 40 Le tableau 2 indique les variations, sur une très courte période, des taux de change de dix monnaies asiatiques, en réponse à la réévaluation du *renminbi* depuis le 21 juillet. Les

réponses varient en fonction des régimes de change, et des circonstances³⁶. Ainsi dans le cadre de son régime de caisse d'émission (currency board) la Région administrative spéciale de Hong Kong n'a pas vu de changement notable dans le taux de change du dollar de Hong Kong, à 7,77 pour un dollar américain (dans la fourchette de 7,75/7,85 mise en place depuis le mois de mai 2005). Le yen japonais et le baht thaïlandais ont suivi à peu près complètement la réévaluation du *renminbi*; en l'espace de deux semaines, le won coréen et le dollar singapourien (et dans une moindre mesure le ringgit malaisien) ont quasiment absorbé la réévaluation, mais tendent depuis à retrouver leurs niveaux passés; la roupie indienne, le rupiah indonésien, le peso philippin et le dollar taiwanais ont été affectés par l'annonce de la réévaluation, mais ont fluctué indépendamment rapidement après. Trois mois plus tard seul le baht thaïlandais reste ancré au *renminbi*.

3. Appréciation cumulative de monnaies asiatiques comparée à l'appréciation du *renminbi*

		Yen	Dollar de HK	Roupie	Rupiah	Ringgit	Peso	Dollar de Singapour	Won	Dollar de Taiwan	Baht
Jour J	21 juillet	126	5,6	45	16	-0,3	16	105	33	-6,5	88
1 jour après	22 juillet	97	2,6	7,2	15	24	38	89	101	53	86
2 jours après	23 juillet	80	2,6	0,6	11	62	39	80	138	31	91
1 semaine après	28 juillet	47	2,1	13	-8,8	62	-19	68	70	0	39
4 semaines après	1 ^{er} août	117	4,8	-4,1	-61	38	-0,8	64	87	-31	90
8 semaines après	1 ^{er} septem.	109	9,8	-33	-81	32	-4,4	25	66	-118	113
3 mois après	21 octobre	-89	12,3	-143	-76	27	12,5	-16	-63	-221	114

NB : En pourcentage, 100 % signifie que la monnaie asiatique a connu une appréciation exactement égale à 0 % signifie que la monnaie asiatique a retrouvé son taux de change du 20 juillet face au dollar américain une dépréciation exactement symétrique à l'appréciation du *renminbi*. On constate dans le tableau que seul le baht est resté ancré après le 20 juillet.

Sources : nos propres calculs, en utilisant les données de la Sauder School of Business, University of British Columbia.

- 41 Une plus grande flexibilité ou volatilité des taux de change dans la région du Sud-Est asiatique était attendue après la décision du 21 juillet. Pourtant, la plupart des taux de change ont démontré une volatilité inchangée ou même plus faible après le 21 juillet, à l'exception de la roupie indienne, de la rupiah indonésienne et du dollar taiwanais (voir tableau 4).

4. Variance du taux de change avant et après la réévaluation du *renminbi*

	Renminbi	Yen	Dollar de HK	Roupie	Rupiah	Ringgit	Peso	Dollar de Singapour	Won	Dollar de Taiwan	Baht
Avant	0,00	4,77	0,02	0,05	1,84	0,00	1,87	1,20	2,61	0,76	5,05
Après	0,03	3,06	0,01	1,44	5,71	0,07	0,16	0,79	1,40	4,27	0,28

NB : Variance de l'indice des taux de change par rapport au dollar (1^{er} avril = 100), 66 jours avant et 66 jours après le 21 juillet par rapport à la période avant le 21 juillet. On constate dans le tableau que la variance du taux de change du baht est devenue nulle après le 21 juillet.

Sources : nos propres calculs avec les données de la Sauder School of Business, University of British Columbia.

- 42 Les mouvements à très court terme de certains taux de change ont paru donner du poids au scénario de la contagion (notamment avec la Malaisie abandonnant l'ancrage au dollar et autorisant le ringgit à s'apprécier, juste après la décision chinoise du 21 juillet³⁷). Mais cette interprétation peut paraître simpliste. En effet, aujourd'hui, après la crise asiatique et une année 2001 particulièrement agitée, la plupart de ces pays sont en phase de redressement économique et financier qui soutient le mouvement vers une plus grande flexibilité des taux de change. L'annonce de la réévaluation du *renminbi* a engendré un contexte régional favorable et, par exemple, les autorités malaisiennes en ont profité pour abandonner l'ancrage avec moins de risques de spéculation monétaire. En

conclusion, si un effet à court terme a pu être observé dans les pays du Sud-Est asiatique, l'effet de contagion s'est rapidement dissipé, sauf pour le baht thaïlandais.

- 43 La période de référence est trop courte pour permettre de porter un jugement définitif sur les effets de la réévaluation. Néanmoins il est possible de dégager un certain nombre d'informations des indicateurs à court terme et des prévisions économiques, avant et après la réévaluation.
- 44 Juste après la réévaluation la plupart des commentateurs s'attendaient à des effets négatifs sur les prix et l'activité³⁸. Deux mois plus tard, cette thèse avait moins de partisans. Pour les comptes extérieurs, les performances en termes d'exportations n'ont pas été affectées par la décision du 21 juillet (voir tableaux 5 et 6). Les prévisions à moyen terme sur le compte courant sont plus surprenantes, en montrant une plus grande amélioration par rapport à 2004 (53 milliards de dollars ou 4,2 % du PNB), les estimations du FMI étant les plus optimistes.

5. Echanges commerciaux

	Avant la réévaluation		Après la réévaluation	
	juillet	août	septembre	
Croissance des exportations sur 12 mois (en %)	28,7	32,1	25,9	
Excédent commercial (en milliards de dollars américains)	10,5	10,0*	7,6	

NB : *contre 4,5 milliards de dollars américains en

6. Prévisions du solde du compte courant

(en % du PIB)

		Avant la réévaluation		Après la réévaluation		Ecart
		2005	2006	2005	2006	
Asian Development Bank (avril et octobre)	2005	1,2	4,7			+ 3,5
	2006	0,4	3,6			+ 3,2
Fonds monétaire international (mai et septembre)	2005	4	6,1			+ 2,1
	2006	3,7	5,6			+ 1,9
Banque Dresdner (avril et septembre)	2005	3,5	3,6			+ 0,1
	2006	3,4	3,7			+ 0,3

- 45 Compte tenu de ce faible impact sur le commerce, il était prévisible que l'activité économique ne soit pas affectée par la récente réévaluation (voir tableaux 7 et 8). Il n'y a pas eu d'effet à court terme sur la production industrielle en août (elle a même augmenté de 16 %, soit plus rapidement que les prévisions les plus récentes de 15,7 %). Par ailleurs, quelle que soit la source, les prévisions de croissance ont été révisées à la hausse, depuis la réévaluation, pour toute l'année 2005 (de 0,2 à 1,0 point de pourcentage) et sont inchangées pour 2006³⁹:

7. Production industrielle

	Avant la réévaluation			Après la réévaluation		
	juillet	août	septembre	juillet	août	septembre
Croissance (sur 12 mois) en %	16,1	16,0	16,5			

8. Inflation observée

(en %)

		Avant la réévaluation			Après la réévaluation			Ecart
		2005	2006	2005	2006	2005	2006	
People's Bank of China	2005	9,0		9,2		+ 0,2		
Asian Development Bank (avril et octobre 2005)	2005	8,5		9,2		+ 0,7		
	2006		8,7		8,8		+ 0,1	
Fonds monétaire international (mai et septembre 2005)	2005	8,5		9,0		+ 0,5		
	2006		8,0		8,2		+ 0,2	
Banque Dresdner (avril et septembre 2005)	2005	8,0		9,0		+ 1,0		
	2006		8,0		8,0		0,0	

- 46 Avant la réévaluation, les prévisions sur l'inflation en 2005 se situaient dans une fourchette de 2,5 à 3,6 %, soit une tendance à la baisse après le niveau record de 2004 (3,9 %). Une appréciation du taux de change maintiendrait théoriquement encore davantage la pression à la baisse sur les prix. D'après les tableaux 9 et 10 on remarque que le résultat d'ensemble ne s'écarte pas de la théorie : l'augmentation de l'indice des prix à la consommation sur douze mois était en août de 0,5 point de pourcentage en dessous de celui de juillet. Les prévisions après la réévaluation ont été révisées pour l'année 2005 et sont désormais plus basses⁴⁰. Au cours du dernier trimestre 2005, toutes les prévisions sur l'inflation pour l'année 2005 se situaient dans une fourchette de 2 à 3 %.

9. Prévisions de croissance annuelle du PIB

	Avant la réévaluation			Après la réévaluation		
	juillet	août	septembre	juillet	août	septembre
Inflation sur 12 mois en %		1,3	0,9			

10. Prévisions d'inflation annuelle

(en %)

		Avant la réévaluation			Après la réévaluation			Ecart
		2005	2006	2005	2006	2005	2006	
People's Bank of China	2005	2,7		2,0		- 0,7		
Asian Development Bank (avril et octobre 2005)	2005	3,6		2,5		- 1,1		
	2006		3,3		2,6		- 0,7	
Fonds monétaire international (mai et septembre 2005)	2005	3,0		3,0		0,0		
	2006		2,5		3,8		+ 1,3	
Banque Dresdner (avril et septembre 2005)	2005	3,5		2,5		- 1,0		
	2006		3,0		2,0		- 1,0	

- 47 Tandis que le ralentissement de l'inflation a été légèrement renforcé, comme on pouvait s'y attendre, les prévisions plus favorables en matière de croissance et de comptes extérieurs après la réévaluation étaient plutôt inattendues. Ces résultats s'expliquent sans doute par la faible ampleur de la réévaluation, qui ne pouvait pas conduire à une modification spectaculaire des grandes tendances macroéconomiques.
- 48 En réévaluant sa monnaie, la Chine n'a pas cédé aux pressions internationales. S'il est indéniable que les autorités chinoises ont aussi soupesé les bénéfices politiques d'un geste qui devrait tempérer les tendances protectionnistes pendant quelques mois, la décision du 21 juillet aura surtout été prise pour décourager l'afflux des capitaux à court terme attirés par les anticipations de réévaluation. On aurait pu penser que la réévaluation était d'une trop faible ampleur pour briser ces anticipations. Cependant, les propos réitérés de la Banque centrale, démentant toute prochaine réévaluation, ont apparemment été suffisants pour freiner l'entrée des capitaux spéculatifs⁴¹.
- 49 Il s'agit là du résultat le plus probant de la décision du 21 juillet, puisque les autres conséquences attendues ont été plus limitées que prévues. Premièrement, la diminution des tensions sur le taux de change n'est ni assez importante ni assez ancienne pour convaincre le gouvernement chinois d'accélérer le mouvement vers une flexibilité de facto. Deuxièmement, l'impact de la réévaluation du *renminbi* sur les monnaies asiatiques a été faible et temporaire. Enfin, la réévaluation n'a pas modifié les grandes tendances macroéconomiques de l'économie chinoise (amplification des excédents courants, croissance soutenue, ralentissement des prix). Rétrospectivement, le principal effet de la décision du 21 juillet a été d'officialiser la transition vers la flexibilité, même si ce processus est plus lent que cela n'avait été anticipé en juillet dernier.

NOTES

1. Les versions précédentes de cet article ont bénéficié des commentaires des participants à la Conférence internationale biannuelle sur la transition et le développement économique chinois, tenue à Shanghai, à l'université Fudan (les 10 et 11 septembre 2005) et à la Cinquième Conférence internationale sur l'économie chinoise, organisée par le Centre d'études et de recherches sur le développement international (Cerdi) à Clermont-Ferrand, France (les 20 et 21 octobre 2005).

2. Banque populaire de Chine, communiqué officiel, www.pbc.gov.cn/english/.

3. Samuel Guérineau et Sylviane Guillaumont Jeanneney, « Politique de change et inflation en Chine », *Revue d'économie politique*, 113(2), 2003, pp. 199-232, et Samuel Guérineau, « Les buts de la politique de change chinoise : estimation de la fonction d'une réaction (1985-1994) », Cerdi, mimeo, 2002.

4. Un tableau analytique de quinze articles sur le mésalignement du *renminbi* a été donné dans une version précédente de cette étude, disponible comme document de travail sur le site web du Cerdi : http://www.cerdi.org/Publi/ED_Detail.asp?Id=739.

5. Morris Goldstein, « Adjusting China's exchange rate policies », Institute for International Economics, Working Paper n° 04-1, 2004.

6. Guillaume Gaulier, Françoise Lemoine et Deniz Unal-Kesenci, « L'intégration de la Chine en Asie de l'Est : division du travail, investissements directs étrangers et échanges de haute technologie », Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cepii), document de travail n° 2005-09, juin 2005.
7. En comparant la compétitivité relative de la Chine et du Vietnam dans l'industrie de l'habillement, Sylvie Démurger et Michael Goujon ont montré que l'avantage concurrentiel de la Chine réside plus dans la structure industrielle et l'environnement économique que dans la productivité et les coûts du travail : les industries chinoises sont plus intégrées (beaucoup de produits intermédiaires y sont fabriqués localement), l'environnement commercial est plus propice au développement de la production grâce à des taux d'épargne et d'investissements élevés, une main-d'œuvre abondante et qualifiée et les politiques de soutien des administrations locales. L'opacité des réglementations et les lourdeurs administratives existent en Chine, mais elles sont compensées par une décentralisation de grande ampleur. Voir Sylvie Démurger et Michael Goujon, « Compétitivité de l'économie vietnamienne comparée à celle de la Chine », rapport du Cerdi dans le *Forum économique et financier franco-vietnamien* ADETEF CD-Rom, 2001, 67 p.
8. Les données officielles semblent indiquer que les gains de productivité ont ralenti dans la seconde moitié des années 1990, voir Samuel Guérineau et Sylviane Guillaumont Jeanneney, « Deflation in China », *China Economic Review*, 16 (4), 2005, pp. 336-363.
9. La méthode du taux de change d'équilibre fondamental intègre la condition de l'équilibre interne. Voir par exemple Virginie Coudert et Cécile Couharde, « Taux de change réel d'équilibre en Chine », Cepii, document de travail n° 2005-01, janvier 2005. Néanmoins l'équilibre interne est déterminé à partir d'une estimation de l'écart de production, qui ignore les déséquilibres du marché du travail.
10. Hung-Gay Fung, Wai K. Leung et Jiang Zhu, « Nondeliverable Forward Market for Chinese RMB: A First Look », *China Economic Review*, 15, 2004, pp. 348-352.
11. Françoise Lemoine et Deniz Unal-Kesenci, « Commerce et transfert de technologie : les cas comparés de la Turquie, de l'Inde et de la Chine », Cepii, document de travail n° 2003-16, novembre 2003.
12. Chen-Yuan Tung et Sam Baker considèrent que « l'impact net sur le commerce chinois même d'une réévaluation forte comme nous le recommandons [de 15 %], serait modeste ». Chen-Yuan Tung et Sam Baker, « Renminbi revaluation will serve China self-interest », *China Economic Review*, 15, 2004, pp.331-335.
13. Un tableau analytique de treize articles sur les estimations élasticité-prix a été présenté dans une version précédente de cet essai, disponible sur le site Internet du Cerdi, <http://www.cerdi.org>.
14. Jonathan Anderson, « Don't Get So Excited About the Yuan », *Wall Street Journal*, 26 juillet 2005.
15. Ronald McKinnon, « The East Asian dollar standard », *China Economic Review*, 15, 2005, pp. 325-330. Joseph Stiglitz, « US has Little to Teach China About Steady Economy », *Financial Times*, 26 juillet 2005.
16. Comme Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrèche-Revil, « si l'on pense que l'impact du yuan sur les déséquilibres commerciaux est minimal, la question principale reste de savoir si les pays voisins suivront une réévaluation de la monnaie chinoise ». Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrèche-Revil, « Trade Linkages and Exchange Rates in Asia: The Role of China », Cepii, document de travail n° 21, décembre 2003.
17. Morris Goldstein, « Adjusting China's exchange rate policies », *op. cit.*
18. Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrèche-Revil, *op. cit.*

19. Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrèche-Revil estiment l'élasticité du commerce intra-asiatique aux taux de change bilatéraux à 0,5. *Ibid.*
20. Chen-Yuan Tung et Sam Baker, « Renminbi revaluation will serve China self-interest », *China Economic Review*, 15, 2004, pp. 331-335.
21. Morris Goldstein, « Adjusting China's exchange rate policies », *op. cit.*
22. Durant la Sixième Rencontre Asie-Union Européenne à Tianjin, 26 juin 2005.
23. La difficulté de faire face aux coûts de stérilisation est directement liée au principe du « triangle d'incompatibilité » établi par Robert A. Mundell, « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates », FMI, Staff paper, 1962, n° 09.
24. Eswar Prasad, Thomas Rumbaugh et Qing Wang, « Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China », FMI, Policy Discussion Paper, PDP/05/01, janvier 2005.
25. Le *renminbi* s'appréciera probablement dans le cadre d'un régime des taux de change plus flexible. D'un point de vue américain, la raison du soutien à une plus grande flexibilité est d'arriver à une appréciation de la monnaie chinoise. Manifestement cet argument confond la question de la réévaluation avec celui de la flexibilité.
26. Michael Dooley, David Folkerts-Landau et Peter Garber, « An Essay on the Revived Bretton-Woods System », document de travail du NBER n° 9971, Cambridge, septembre 2003.
27. Fung *et al.*, *op. cit.*
28. Ronald McKinnon, *op. cit.* Pour résumer la position de McKinnon, le flottement dirigé est la troisième meilleure option, la première (une monnaie régionale commune) étant politiquement impossible à réaliser à court terme, et la seconde (parité rigide) étant trop risquée en l'absence de coordination régionale.
29. Morris Goldstein et Nicholas Lardy, « China's Exchange Rate Regime », *Wall Street Journal*, 12 septembre 2003.
30. Ding Lu, « China's Capability to Control its Exchange Rate », *China Economic Review*, 15, 2004, pp. 343-347.
31. John Williamson, « The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision », Institute for International Economics, 2004.
32. John Williamson, dans « A Currency Basket for East Asia, Not Just China », Institute for International Economics, Policy Briefs, PB5-1, août 2005, utilise les chiffres du commerce total en excluant les pays dont le commerce avec la Chine est inférieur à 5 % du total.
33. D'après le commentaire de Krugman, « La déclaration était sèche et n'apprenait rien », elle était même « insondable », *Wall Street Journal*, 23 juillet 2005.
34. Dickie Mure, « Renminbi's tight rein a damper on US hopes », *Financial Times*, 22 juillet 2005.
35. Eiji Ogawa, « Chinese exchange rate policy », étude présentée à la Première Conférence sur la transition et le développement économique en Chine, Université de Fudan, Shanghai, 10-11 septembre 2005.
36. Au 30 avril 2005, les régimes de change *de facto* dans la région étaient les suivants : régime de caisse d'émission dans la Région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong, ancrage en Chine et en Malaisie, flottement dirigé en Indonésie, en Thaïlande, en Inde et à Singapour, flottement indépendant en Corée, aux Philippines, à Taiwan et au Japon. Rapport annuel du FMI, Tableau II.13.
37. William Jr Pesek, « Unpegging the Ringgit is a Sign of Malaysia's Strength », Bloomberg News, 28 juillet 2005.

38. Ainsi le ministère de l'Information chinois a réduit ses prévisions de croissance du PNB de 0,5 %, de croissance des exportations de 1,5 % et de l'inflation de 0,4 %.

39. Cependant Jim Walker, chef-économiste du Crédit agricole-CLSA, s'attend à un ralentissement de la croissance chinoise en 2006 (de l'ordre de 5 à 7 %) en raison de la baisse de la demande intérieure et de la hausse des prix du pétrole et des matières premières qui continueront d'affecter l'industrie manufacturière.

40. Exception faite du FMI qui maintient sa prévision de 3 % en raison de la hausse surprenante de la masse monétaire M2 en août, une augmentation de 17,3 % sur douze mois, à comparer à l'objectif annuel de + 16,5 %, et une hausse de 16,3 % en juillet.

41. La lutte contre les pressions à la réévaluation repose aussi des interventions sur le système financier national, Huayu Sun et Yue Ma, « Policy strategies to deal with revaluation pressures on the Renminbi », *China Economic Review*, vol. 16 (2), 2005, pp. 103-117.

RÉSUMÉS

Le 21 juillet 2005, la Chine a procédé à une réévaluation modérée de sa monnaie nationale, le *renminbi*, et officiellement modifié son système de change. Il serait néanmoins trompeur d'interpréter cette décision comme résultant des seules pressions de la communauté internationale pour réduire les déséquilibres commerciaux mondiaux. Pour appuyer notre thèse, nous expliquerons la logique qui a présidé à cette décision en étudiant le double aspect du niveau du taux de change et du régime de change. Nous soutiendrons que dans leur politique de change les autorités chinoises sont guidées par des préoccupations externes et internes. Par ailleurs, il est discutable de faire porter l'entière responsabilité des déséquilibres commerciaux mondiaux sur la politique de change chinoise. Les récents développements depuis le 21 juillet 2005 montrent que l'impact de la décision a été limité : même si l'afflux de capitaux spéculatifs a été apparemment maîtrisé, les grandes tendances économiques n'ont pas, à ce jour, été modifiées¹.