NATIXIS

Special Report

26 janvier 2009 – N° 22

Patrick ARTUS

L'administration Obama commence à protester contre la sous-évaluation du RMB chinois : elle a vraiment tort.

A peine installés, B. Obama et son administration (par la voix de T. Geithner) ont protesté contre la « manipulation du taux de change » par la Chine, c'est-à-dire contre la sous-évaluation du RMB chinois.

Cette attitude nous parait très erronée, et même incompréhensible, du point de vue des Etats-Unis, pour plusieurs raisons :

- les productions américaines et chinoises sont très peu substituables, avec les délocalisations irréversibles vers la Chine ; ceci implique que la sous-évaluation du RMB a surtout comme effet de réduire le prix des importations des Etats-Unis, ce qui est favorable ;

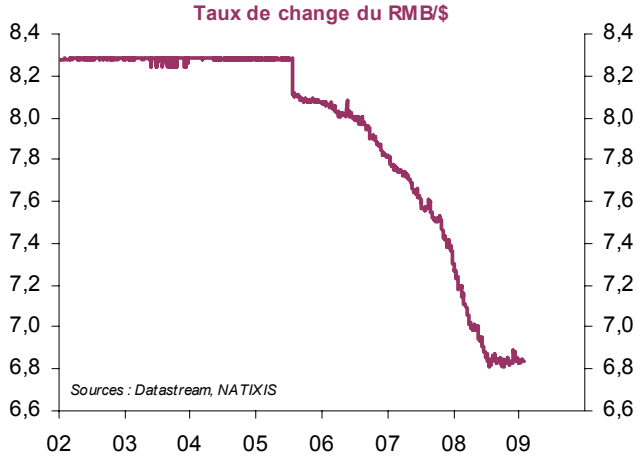
- le maintien d'un RMB faible impose aux autorités chinoises (à la Banque Centrale) d'acheter tous les actifs en dollars émis qui ne trouvent pas d'autre acheteur, faute de quoi le dollar se déprécierait. Les Etats-Unis peuvent donc avoir des déficits budgétaire et extérieur considérables, ils seront financés à des taux d'intérêt même très faibles par la Chine.

On ne comprend donc pas la cause des protestations américaines contre la politique de change de la Chine.

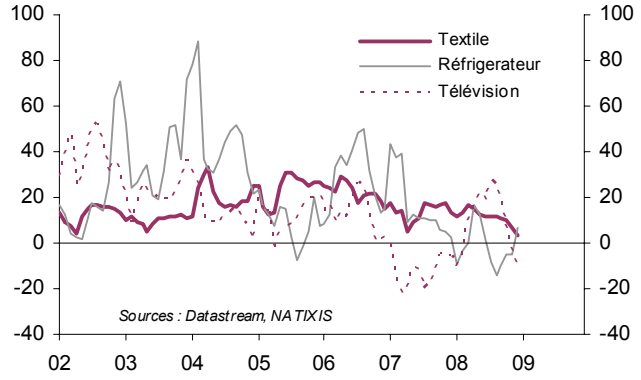
1- Le RMB est effectivement maintenu à une parité de change sous-évaluée.

Après avoir mis en place une forte appréciation du RMB de 2005 au printemps 2008, les autorités chinoises ont décidé de stabiliser le taux de change du RMB vis-à-vis du dollar **(graphique 1)** ; elles essaient ainsi de soutenir l'activité des industries bas de gamme exportatrices **(graphiques 2a-b)**.

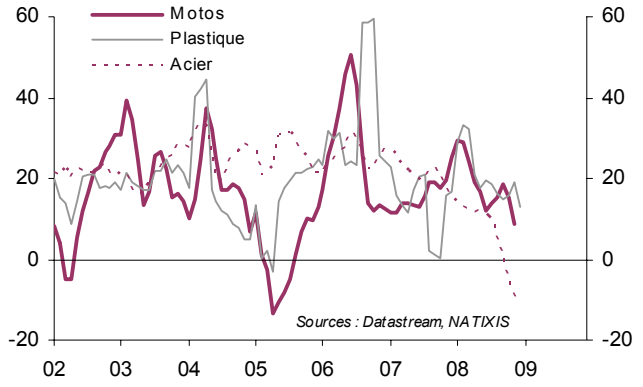
Graphique 1
Taux de change du RMB/$



Graphique 2a
Chine : production industrielle
(volume, GA en %)

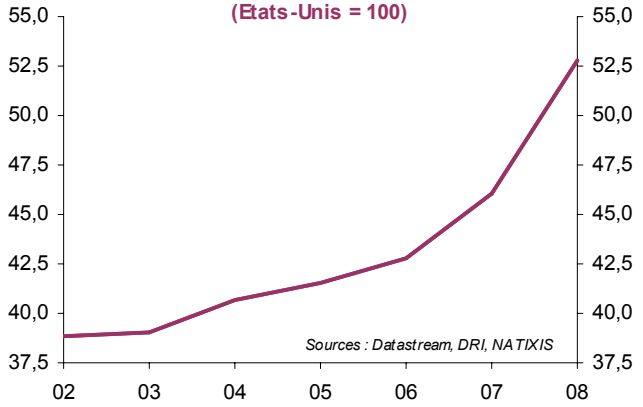


Graphique 2b
Chine : production industrielle
(volume, GA en %)



Cette stabilisation du RMB vis-à-vis du dollar effectivement maintient **une forte sous-évalution réelle du RMB**, visible à l'écart de coût de production entre la Chine et les Etats-Unis **(graphique 3)**.

Graphique 3
Chine : coût salarial unitaire
(Etats-Unis = 100)

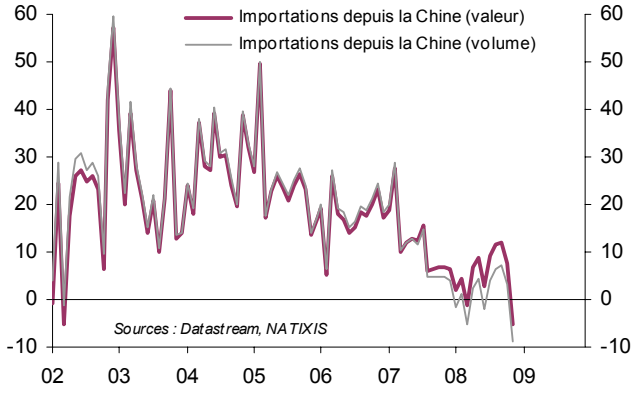


C'est cette sous-évaluation réelle du RMB que condamne la nouvelle administration américaine. Mais nous ne comprenons pas pourquoi.

2- La sous-évaluation du RMB accroît le revenu réel des américains.

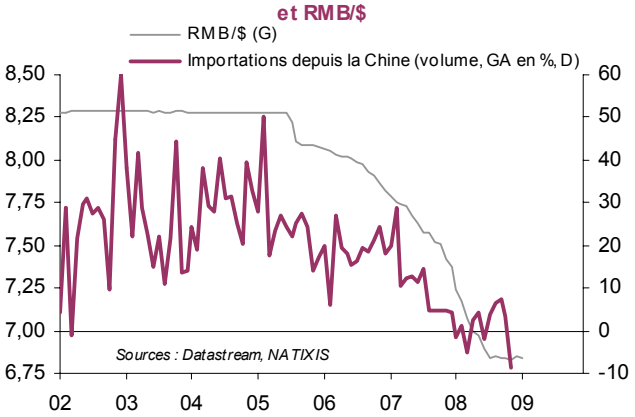
L'idée de départ est ici la suivante : **les productions américaines et chinoises sont très peu substituables**. Les importations des Etats-Unis depuis la Chine **(graphique 4)** sont le résultat de délocalisations irréversibles des Etats-Unis depuis la Chine, d'abandons de productions aux Etats-Unis.

Graphique 4
Etats-Unis : importations depuis la Chine
(GA en %)

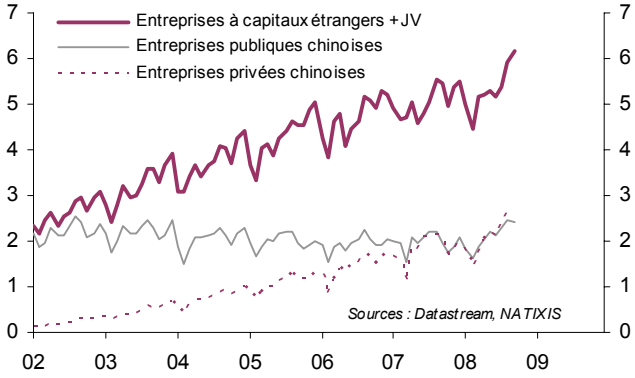


Ceci explique la faible réaction du volume de ces importations aux variations du taux de change **(graphique 5)** ; la part très importante des productions d'entreprises à capitaux étrangers dans les exportations de la Chine **(graphique 6)**.

Graphique 5
Etats-Unis : importations depuis la Chine
et RMB/$



Graphique 6
Chine : exportations par type d'entreprises
(en % exportations mondiales)



Les importations des Etats-Unis depuis la Chine freinent fortement à partir de 2007 (graphique 5). Pour étayer l'argument ci-dessus, il faut partager ce freinage des importations américaines entre un effet de change (de prix) et un effet de demande, avec le recul de l'activité aux Etats-Unis.

L'analyse économétrique donne :

Importations des Etats-Unis depuis la Chine (volume ; GA) = 17,7 + 3,0 demande intérieure + 1,26 RMB/$
(5,4) (3,0) US volume (GA) (5,5) (GA)

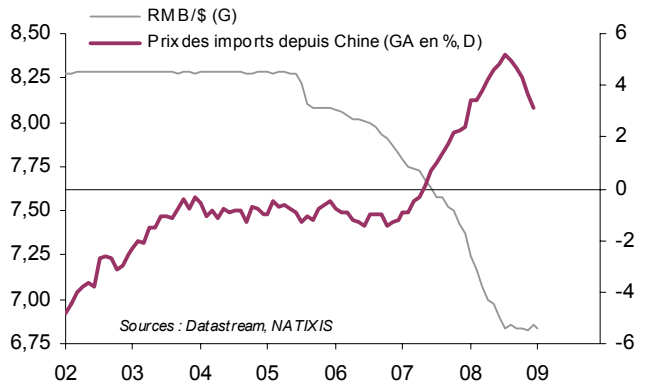
De la mi-2005 à la mi-2008, le RMB s'est en moyenne apprécié de 7 % par an vis-à-vis du dollar : la croissance des importations des Etats-Unis depuis la Chine a baissé de 30 % par an (de 30 % à 0) : **1/3 seulement du ralentissement des importations des Etats-Unis depuis la Chine est imputable à l'appréciation du RMB, 2/3 au freinage de la demande intérieure aux Etats-Unis**.

Il faudrait donc une appréciation de plus de 20 % par an du RMB par rapport au dollar pour arrêter, en période normale, la croissance des importations des Etats-Unis depuis la Chine.

De ce fait, la sous-évaluation du RMB par rapport au dollar a comme effet essentiel de réduire le prix des importations (incompressibles en volume) des Etats-Unis depuis la Chine, ce qui accroit bien le revenu réel des américains.

Le graphique 7 montre bien que l'appréciation du RMB de 2005 à 2008 avait fait apparaître une hausse forte du prix des importations des Etats-Unis depuis la Chine qui est en train de disparaître aujourd'hui avec la stabilisation du RMB.

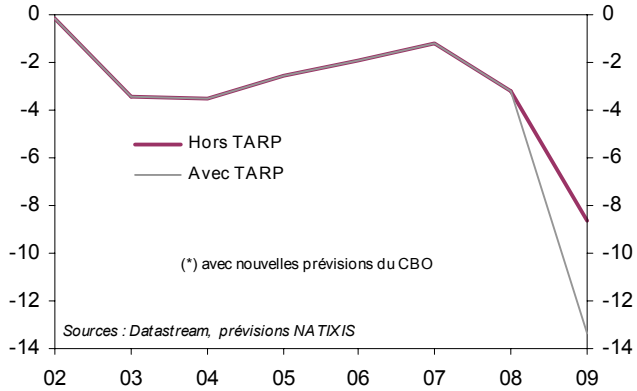
Graphique 7
Etats-Unis : prix des imports depuis la Chine et RMB/$



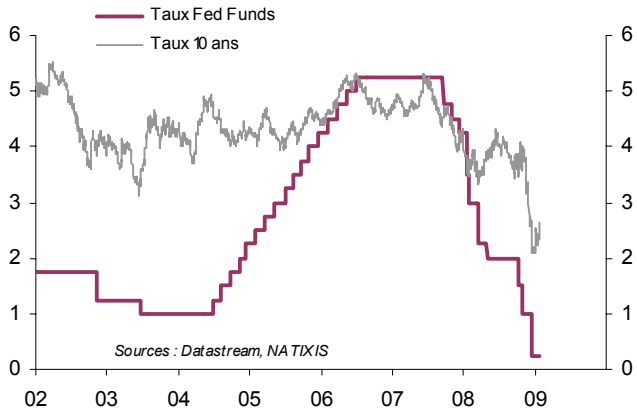
3- La stabilisation du RMB par rapport au dollar garantit aux Etats-Unis le financement de leur dette.

En réponse à la crise, les autorités américaines ont mis en place **un très important déficit public (graphique 8) et une politique de taux d'intérêt à court terme presque nuls (graphique 9)**. La hausse du déficit public étant supérieure à la somme de la hausse de l'épargne privée et de la baisse de l'investissement privé aux Etats-Unis, on doit s'attendre à **une dégradation de la balance commerciale des Etats-Unis** après l'amélioration de la fin de 2008 due à la baisse du prix du pétrole **(graphique 10)**.

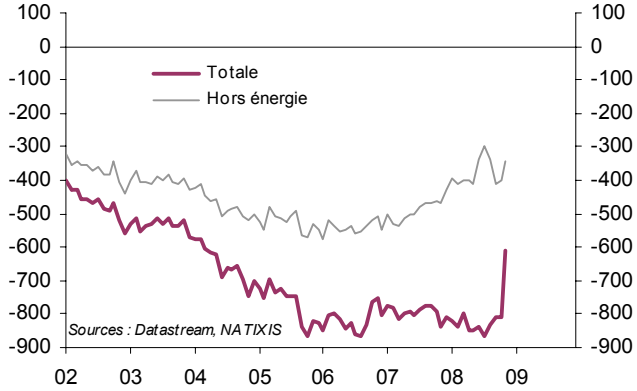
Graphique 8
Etats-Unis : déficit public (en % du PIB) (*)



Graphique 9
Etats-Unis : taux d'intérêt

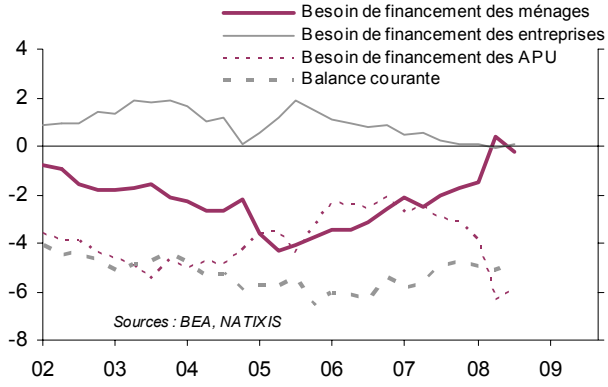


Graphique 10
Etats-Unis : balance commerciale (Mds de $ par an)



Le besoin de financement des administrations publiques des Etats-Unis va donc considérablement augmenter, et le besoin de financement extérieur des Etats-Unis va donc probablement ré-augmenter **(graphique 11)**.

Graphique 11
Etats-Unis : besoin de financement et balance courante (en % du PIB)



Ceci peut poser un problème, avec les taux d'intérêt très bas. En régime de taux de change flexible, une dette extérieure plus importante des Etats-Unis avec des taux d'intérêt court terme très faibles entrainerait une dépréciation forte du dollar et une pentification de la courbe des taux d'intérêt.

Mais le fait que la Chine veuille stabiliser le RMB vis-à-vis du dollar lui impose d'acheter tous les actifs émis en dollar que les autres investisseurs ne voudraient pas acheter (faute de quoi, le dollar se déprécierait). Ceci permettra au Trésor des Etats-Unis de financer n'importe quel déficit en gardant des taux d'intérêt à long terme bas.

Au total, si un RMB sous-évalué :

- réduit les prix d'importation des Etats-Unis ;
- permet de financer une dette publique en très forte croissance en gardant des taux d'intérêt faible ;

on ne voit pas pourquoi il poserait problème à B. Obama et à son administration.