NATIXIS

Flash
Économie

26 mai 2009 - N° 243

Pourquoi ne parle-t-on plus de la "manipulation" du yuan chinois (RMB) ?

Immédiatement après l'élection de B. Obama, l'administration américaine a protesté contre la "manipulation" de la monnaie chinoise. Puis ces plaintes ont totalement disparu, alors que le RMB reste lié au dollar ; pourquoi ? On voit d'abord qu'il y a un intérêt commun pour la Chine et les Etats-Unis à former une "union monétaire de fait". Les Etats-Unis peuvent financer leurs déficits extérieurs, qui vont s'accroître avec les déficits publics, à des taux d'intérêt très bas ; la Chine évite d'une part la chute de la demande intérieure aux Etats-Unis qui viendrait du recul du dollar, d'autre part la dégradation de la situation de ses industries exportatrices qui viendrait de l'appréciation du RMB.

Par ailleurs, l'administration américaine, a sans doute réalisé qu'une appréciation du RMB par rapport au dollar n'aiderait pas l'économie américaine : elle impliquerait de moindres achats de dollars par la Chine, point déjà évoqué ci-dessus ; en raison de la très faible substituabilité entre produits fabriqués aux Etats-Unis et produits importés depuis la Chine, elle entraînerait surtout une hausse du prix des importations des Etats-Unis depuis la Chine et une très faible hausse de la production en volume aux Etats-Unis, c'est-à-dire une perte de revenu réel aux Etats-Unis.

Le lien rigide entre yuan chinois (RMB) et dollar est donc probablement durable, ainsi donc que la parité relativement forte du dollar par rapport à l'euro qui en résulte.

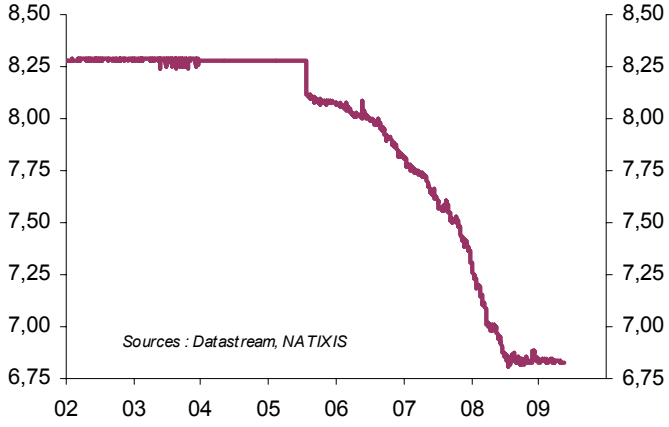
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

La Chine manipule-t-elle le yuan (RMB) ?

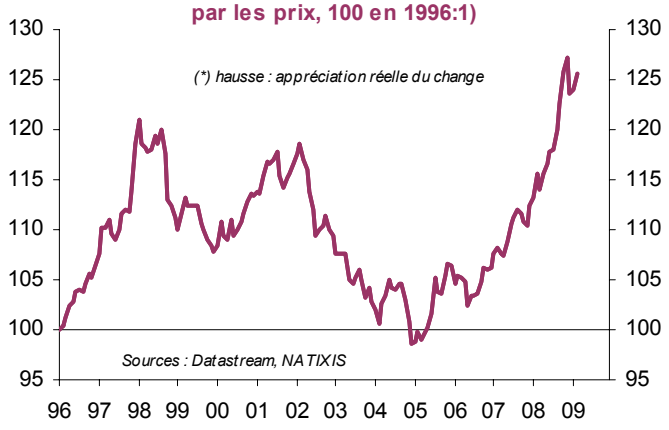
Les autorités chinoises on laissé le RMB s'apprécier fortement par rapport au dollar de la fin de 2005, au printemps de 2008, puis **ont à nouveau lié le RMB au dollar (graphique 1)**.

Ceci conduit à empêcher une appréciation réelle supplémentaire de la devise chinoise **(graphique 2), à figer l'écart de prix entre la Chine et les Etats-Unis**, **(graphique 3),** puisque l'inflation est très faible en Chine **(graphique 4)**.

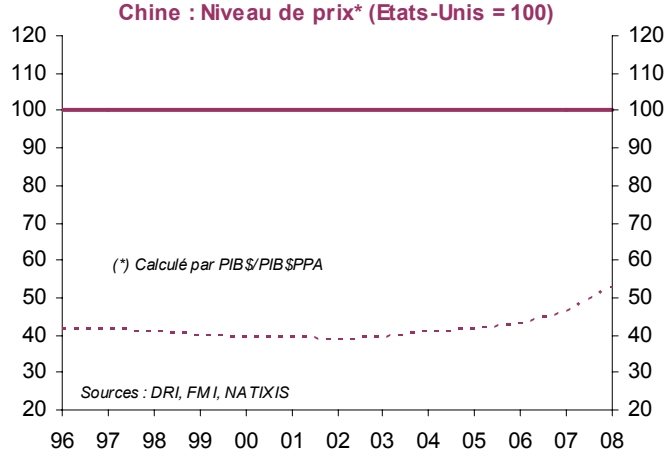
Graphique 1
Chine : Taux de change contre $



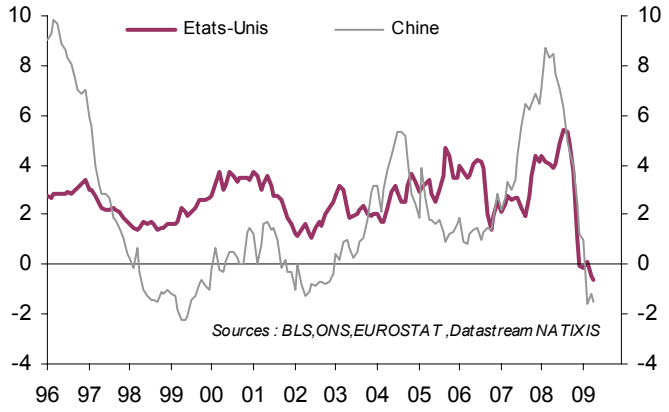
Graphique 2
Chine : Taux de change effectif réel* (déflaté par les prix, 100 en 1996:1)



Graphique 3
Chine : Niveau de prix* (Etats-Unis = 100)



Graphique 4
Inflation (CPI, GA en %)



Après l'élection de B. Obama, **les autorités américaines ont protesté contre ce nouveau régime de change** contre la "manipulation" de leur devise par les chinois. Mais **ces protestations ont vite cessé** ; pourquoi ?

Les caractéristiques de l'Union Monétaire de fait Chine/Etats-Unis

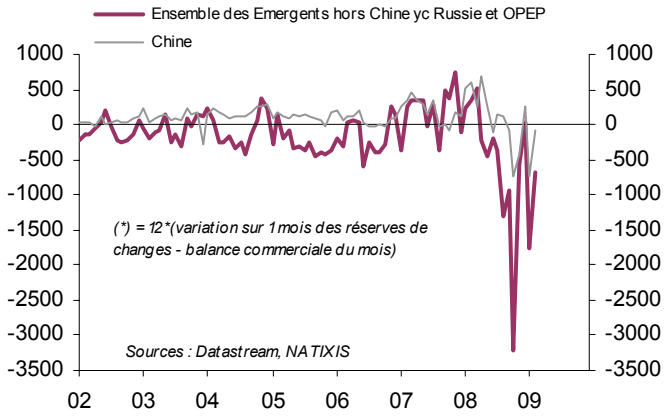
La fixité du taux de change RMB chinois (dollar depuis juin 2008) construit une **"Union monétaire de fait" entre la Chine et les Etats-Unis**. Nous montrons ici que **cette situation est favorable à la fois à la Chine et aux Etats-Unis**.

1. Financement du déficit extérieur des Etats-Unis

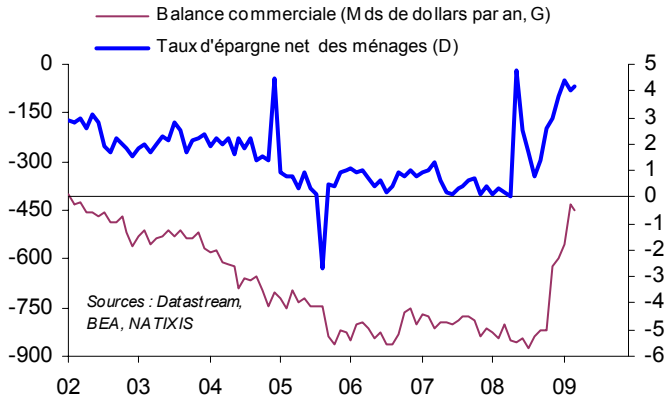
La stabilité du taux de change RMB/$, depuis l'été 2008, a été **obtenue assez simplement en raison des très importants flux de capitaux privés des pays émergents, y compris de la Chine, vers les Etats-Unis (graphique 5)**.

De plus, **le déficit extérieur des Etats-Unis** s'est réduit avec le recul de la demande intérieure (la hausse du taux d'épargne des ménages, **graphique 6**).

Graphique 5
Flux des capitaux* (en Mds de $ par an)



Graphique 6
Etats-Unis : balance commerciale et taux d'épargne des ménages

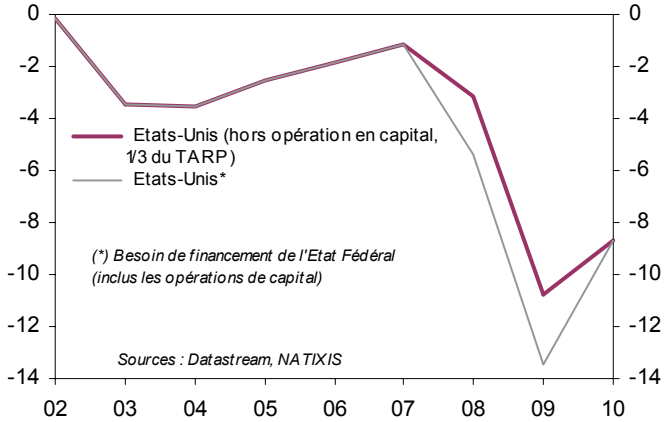


Mais, dans le futur :

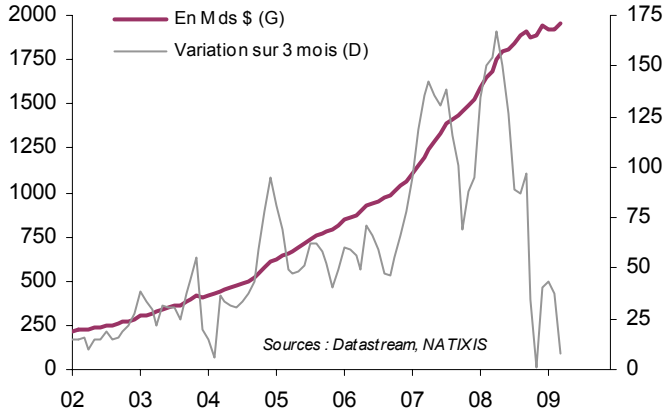
- les flux de capitaux vers les Etats-Unis vont se tarir ;
- **le déficit public très important** des Etats-Unis qui se met en place (**graphique 7)** va réouvrir le déficit commercial.

Le fait que les Etats-Unis et la Chine participent à la même zone monétaire (la zone dollar) implique qu'alors **la Chine devra recommencer à accumuler des réserves de change en dollar (graphique 8) pour stabiliser la parité RMB/$, ce qui assurera aux Etats-Unis un financement automatique à taux d'intérêt faibles (graphique 9) de son déficit extérieur et de son déficit public.**

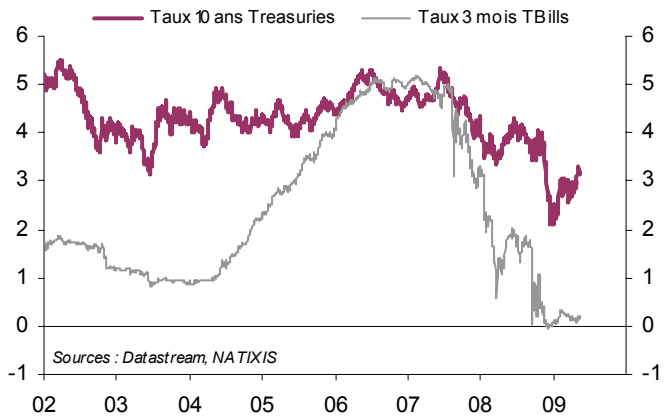
Graphique 7
Etats-Unis : Déficit public (en % du PIB)



Graphique 8
Chine : Réserves de change (Mds de $)



Graphique 9
Etats-Unis : taux d'intérêt (%)

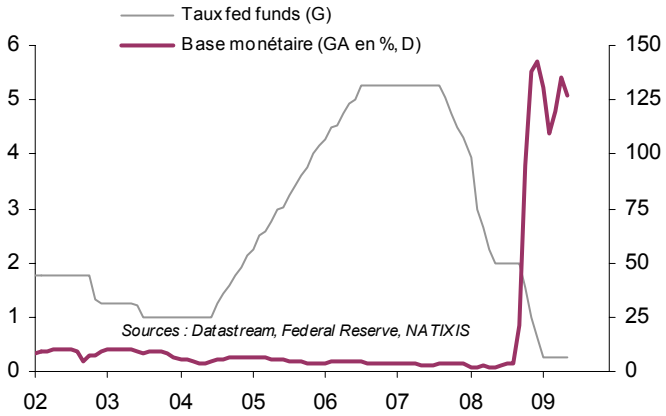


2. Soutien de la demande intérieure aux Etats-Unis

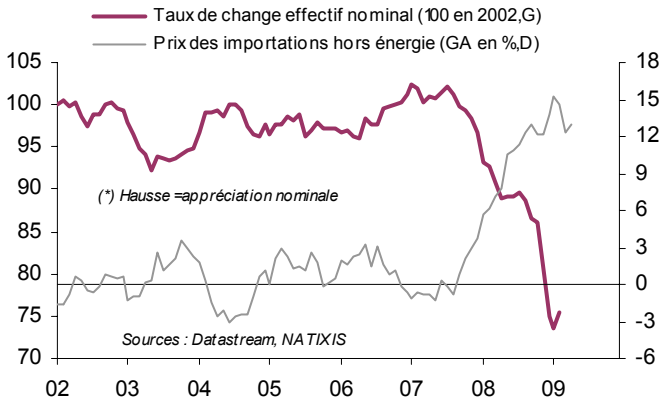
Si le dollar flottait librement par rapport aux autres monnaies (dont le RMB), **la combinaison des déficits publics (graphique 7 plus haut) et de la politique monétaire très expansionniste (graphique 10) conduirait à une forte dépréciation du dollar.**

Il en résulterait, comme c'est le cas par exemple aujourd'hui au **Royaume-Uni (graphique 11), une dégradation des termes de l'échange** (une hausse des prix des importations) **qui déprimerait encore plus la demande intérieure.**

Graphique 10
Etats-Unis : base monétaire et taux fed funds



Graphique 11
Royaume-Uni : Taux de change effectif nominal
*** et prix imports hors énergie**

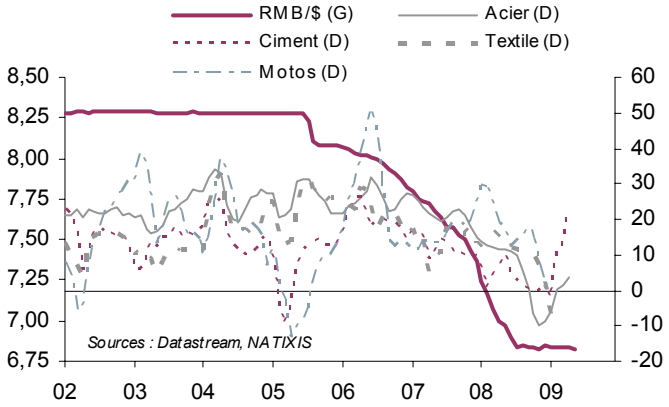


La stabilisation du dollar due à l'arrangement présent de change avec la Chine évite cette dépréciation de la demande aux Etats-Unis.

3. Soutien des industries exportatrices en Chine

Il est intéressant de voir que, **durant la période d'appréciation du RMB (fin 2005 – printemps 2008), les productions des industries exportatrices en Chine se sont continuellement affaiblies (graphique 12).**

Graphique 12
Chine : Taux de change et production industrielle (volume, GA en %)



Ceci explique le changement de stratégie de change de la Chine, ces industries ne résistant pas à l'appréciation du RMB de la période 2005-2008. **La stabilisation du RMB par rapport au dollar permet donc d'améliorer la situation de ces industries en Chine.**

L'Union Monétaire de fait Etats-Unis-Chine est donc favorable aux deux pays.

Une appréciation du RMB par rapport au dollar n'aiderait pas l'économie américaine

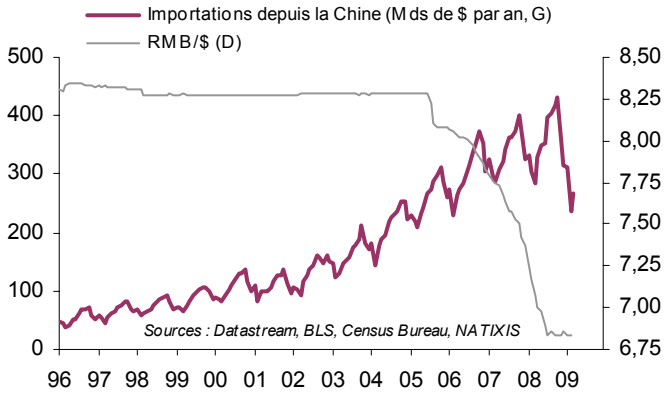
Plaçons-nous maintenant **du point de vue des Etats-Unis : pourquoi réclameraient-ils une appréciation du RMB ?**

Une première série de conséquences a déjà été évoquée ci-dessus : si les autorités chinoises repassaient à une politique d'appréciation du RMB par rapport au dollar, il y aurait moindres achats de titres en dollars par la Chine, donc **hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis**, d'autant plus que, de point de vue de la Chine, les actifs en dollars présenteraient à nouveau du **risque de change**. La dépréciation du dollar détournerait les termes de l'échange au détriment des Etats-Unis.

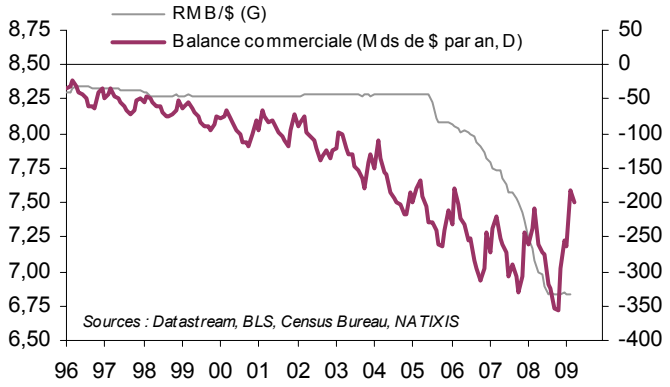
Nous voulons documenter ici un autre argument : **la substituabilité entre les biens produits aux Etats-Unis et les biens produits en Chine étant très faible, une appréciation du RMB par rapport au dollar aurait essentiellement comme effet de faire monter le prix des biens aux Etats-Unis.**

Les graphiques 13 a/b/c montrent que **l'appréciation du RMB vis-à-vis du dollar de la fin de 2005 au printemps de 2008 n'a pas réduit la croissance des importations des Etats-Unis depuis la Chine ou le déficit commercial des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine.**

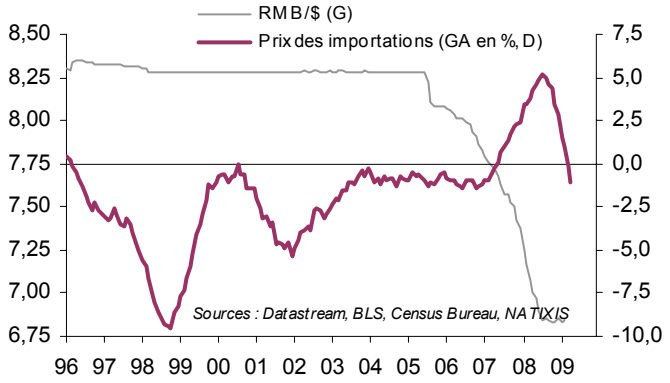
Graphique 13 a
Etats-Unis : importations depuis la Chine et RMB/$



Graphique 13 b
Etats-Unis : balance commerciale avec la Chine et RMB/$



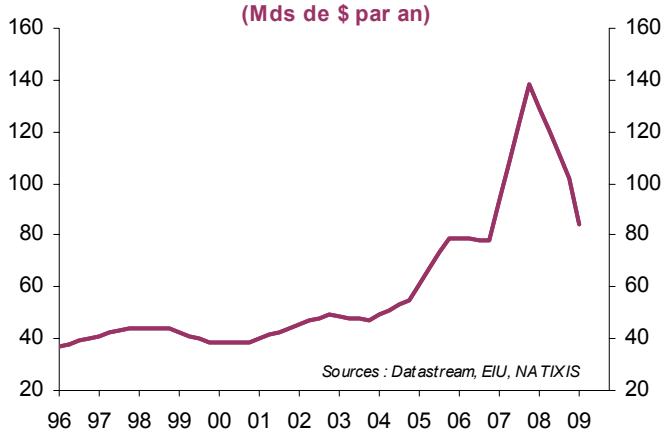
Graphique 13 c
Etats-Unis : prix des importations depuis la Chine et RMB/$



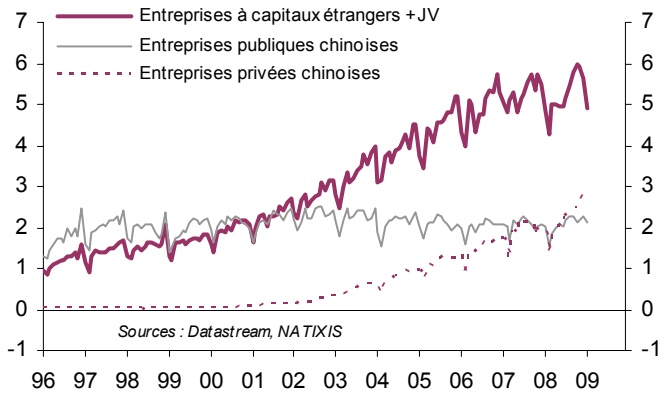
Par contre, **il y a un lien clair entre l'évolution du taux de change RMB/$ et l'évolution du prix des importations des Etats-Unis depuis la Chine**, l'appréciation du RMB a conduit à une hausse de ces prix qui disparaît aujourd'hui. Apprécier le RMB ne soutient donc pas la production et l'emploi aux Etats-Unis mais y réduit le revenu réel.

Cette situation est due à **la nature de la globalisation** : elle consiste en **délocalisations irréversibles des capacités de production vers les pays émergents** (ce que montre, dans le cas de la Chine, la taille des investissements directs, **graphique 14 a**, ou le fait que les exportations sont surtout réalisées par des entreprises étrangères implantées en Chine, **graphique 14 b**), ce qui explique la faible substituabilité entre produits fabriqués en Chine et produits fabriqués aux Etats-Unis.

Graphique 14 a
Chine : Investissements directs reçus (Mds de $ par an)



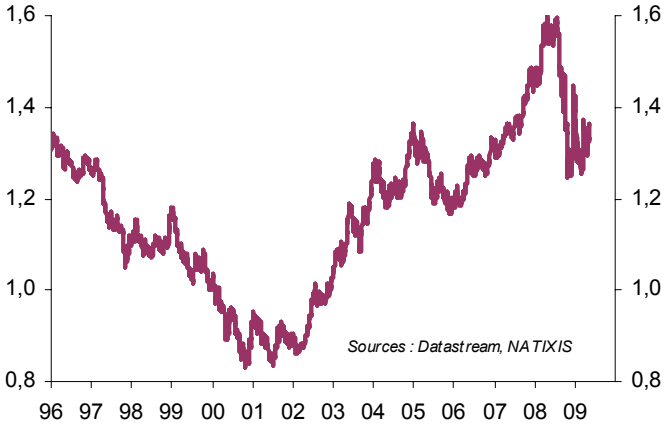
Graphique 14 b
Chine : Exportations par type d'entreprises (en % exportations mondiales)



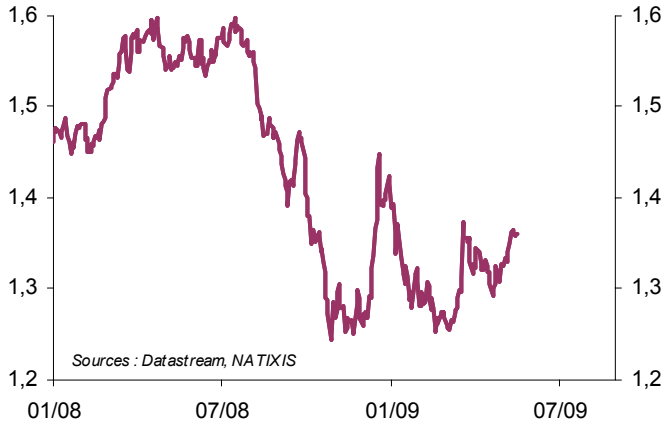
Synthèse : un dollar durablement assez fort vis-à-vis de l'euro

Les politiques économiques très stimulantes menées aux Etats-Unis (graphiques 7 – 10 plus haut) **font penser à beaucoup d'intervenants des marchés financiers que le dollar va à nouveau se déprécier vis-à-vis de l'euro (graphiques 15 a/b).**

Graphique 15 a
Taux de change dollar contre euro



Graphique 15 b
Taux de change dollar contre Euro



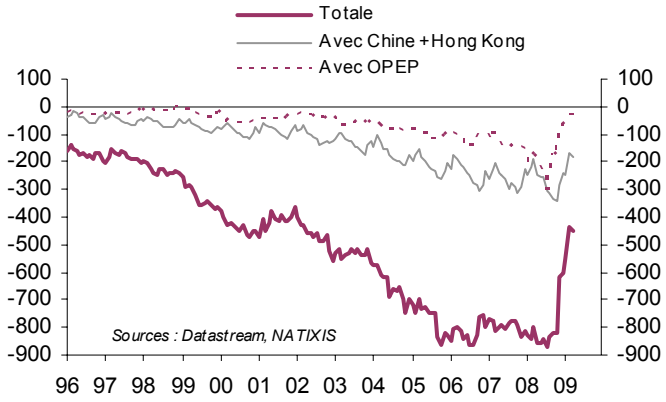
Mais nous avons vu :

- **que les Etats-Unis et la Chine ont un intérêt mutuel à constituer une "zone monétaire de fait" ;**
- qu'une appréciation du RMB par rapport au dollar réduirait le revenu réel des américains en raison de la faible substituabilité entre produits américains et chinois.

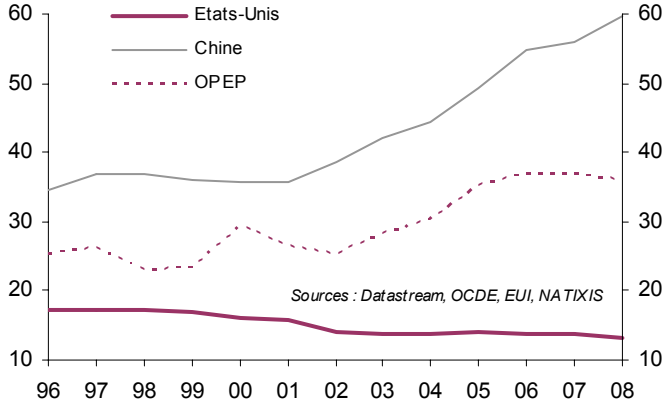
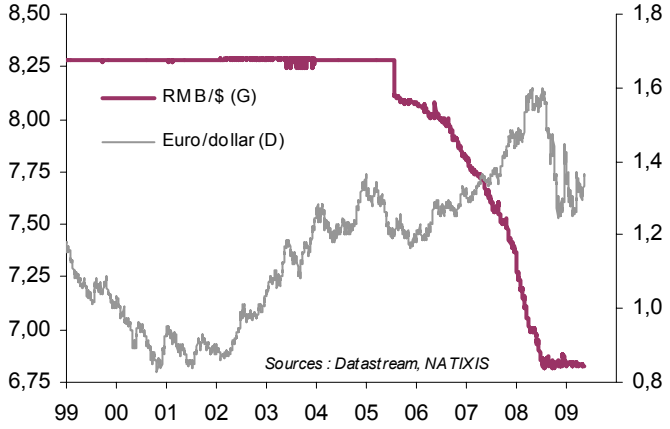
Le lien rigide entre le RMB et le dollar est donc probablement durable. Tant que le dollar est la monnaie non des Etats-Unis, mais des Etats-Unis et de la Chine (et de l'Arabie Saoudite, des Emirats, d'Oman, du Qatar, de Hong-Kong, du Venezuela). **C'est naturellement une monnaie plus forte que le dollar des seuls Etats-Unis** : cette "zone dollar" n'a presque pas de déficit extérieur (le déficit extérieur des Etats-Unis se situe très largement vis-à-vis de pays de la zone dollar, **graphique 16 a**), a un taux d'épargne élevé **(graphique 16 b)**, est productrice de pétrole…

Ceci explique **le lien clair**, à partir de 2002 (de 1999 à 2001, la parité de l'euro est perturbée par la création de l'euro) **entre la parité dollar/euro et la parité RMB/dollar (graphique 17)**, le dollar s'affaiblissant lorsqu'il est détaché du RMB.

Graphique 16 a
Etats-Unis : balance commerciale
(Mds de $ par an)



Graphique 16 b
Taux d'épargne de la nation (en % du PIB)



Graphique 17
Taux de change