Voilà plusieurs années que les Etats-Unis accusent la Chine d'être un pays manipulateur de monnaie (currency manipulator). Cette question était encore présente lors de la campagne présidentielle l'automne passé.

La Chine manipule-t-ell

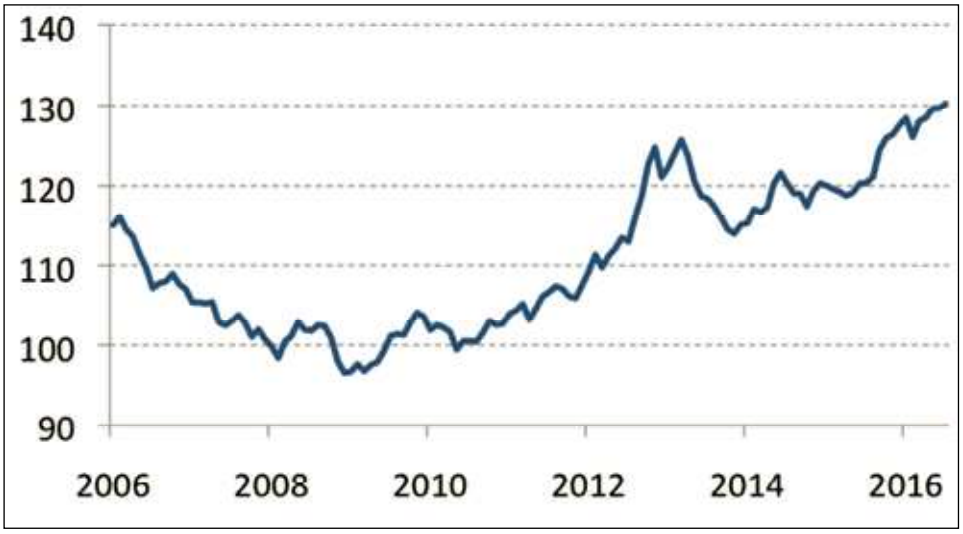
par le professeur Philippe Bacchetta

En particulier, Mitt Romney avait affirmé à de nombreuses reprises que s'il était élu, il traiterait la Chine de manipulateur de monnaie dès le premier jour de son mandat. Cette accusation est basée principalement sur trois éléments: l'excédent commercial de la Chine par rapport aux Etats-Unis, l'accumulation des devises de la Banque populaire de Chine et la perception que le renminbi est sous-évalué. Mais cette accusation de manipulation est-elle justifiée? Il s'agit évidemment d'une question plutôt technique qui a été analysée par de nombreux économistes. Cet article se concentre sur l'évaluation de la valeur du renminbi. De manière générale, en 2013, les économistes concluent qu'il n'y pas de manipulation significative. L'administration Obama va d'ailleurs dans cette direction et refuse de qualifier la Chine de manipulatrice. Il y a deux raisons principales pour cela. Tout d'abord, le renminbi s'est apprécié de manière importante ces dernières années. Les calculs du taux de change effectif réel du renminbi montrent une appréciation de plus de 30 % depuis 2006.

« Les calculs montrent une appréciation de plus de 30 % depuis 2006 »

La deuxième raison est plus fondamentale et demande une analyse plus profonde. Pour déterminer si une monnaie est sur- ou sous-évaluée, il faut comparer sa valeur par rapport à une valeur «normale» ou d'équilibre. Par exemple, si la valeur observée du renminbi est inférieure à cette valeur d'équilibre, on pourra conclure que la monnaie est sous-évaluée. Mais comment déterminer cette valeur d'équilibre? L'approche la plus simple est de considérer la Parité du Pouvoir d'Achat (PPA) et de comparer le taux de change nominal aux prix relatifs entre la Chine et ses principaux partenaires commerciaux. Cette méthode tendait à conclure que le renminbi était sous-évalué jusqu'à récemment. Mais cette approche est simpliste et ignore de nombreux facteurs importants, en particulier la dynamique et les caractéristiques de l'économie chinoise. Lorsque l'on prend en compte les spécificités de l'économie chinoise, on arrive à la conclusion que la valeur d'équilibre avait baissé au début des années 2000, pour remonter par la suite. Cette évolution correspond plus ou moins à la dynamique effective de la devise chinoise. Dans ce contexte, il est donc difficile de parler de manipulation.

Taux de change effectif réel



Comment peut-on expliquer cette dynamique du taux de change d'équilibre ? Il faut se rappeler que la Chine a de très fort contrôles de capitaux et que son système

Bio

Philippe Bacchetta est professeur à HEC Lausanne et au Swiss Finance Institute et président de la Société suisse d'économie et de statistique. De 1998 à 2007, il fut directeur du Centre d'études de Gerzensee, une fondation de la Banque nationale suisse. Il a obtenu un doctorat en économie de l'Université de Harvard et une licence et un master en économie de HEC Lausanne. Sa recherche porte sur la macroéconomie et la finance internationale et sur les crises financières.

Philippe Bacchetta Professor of Economics Faculty of Business and Economics University of Lausanne Extranef 226, CH-1015 Lausanne, Phone: +41 (0) 21 692 3473, www.hec.unil.ch/pbacchetta

e le renminbi ?

financier est sous-développé. Dans une période de forte croissance, les consommateurs chinois devraient augmenter leur consommation. Mais ils ne le font que de manière graduelle, en augmentant leur épargne. Il y a de nombreuses raisons qui peuvent expliquer cette augmentation de l'épargne et qui ne peuvent être décrites dans ce bref article. Par exemple, des couvertures de retraites inadéquates ou la grande difficulté d'obtenir des crédits bancaires poussent les ménages à épargner une grande partie de leurs revenus supplémentaires. Il y a au moins deux conséquences de l'augmentation initiale de l'épargne. Premièrement, il y a un excédent de la balance courante car la Chine produit plus qu'elle ne consomme. Comme il y a des contrôles de capitaux, cet excédent trouve sa contrepartie dans l'accumulation des devises de la banque centrale plutôt que d'une sortie de capitaux privés. Deuxièmement, il y a une dépréciation initiale du taux de change d'équilibre : la demande chinoise croît moins fortement que sa production, ce qui fait baisser le prix relatif des produits chinois. Cela implique une dépréciation. Mais, avec le temps, cet effet diminue et l'épargne se stabilise ou décroît. La demande des consommateurs commence à augmenter plus vite que la production. Cela implique une réduction du surplus de la balance courante et une appréciation de la monnaie.

Nous pouvons donc tirer deux conclusions de l'analyse ci-dessus. Premièrement, la dépréciation réelle du renminbi au début des années 2000 ne représente pas forcément une déviation par rapport à sa valeur d'équilibre et donc pas forcément une sous-évaluation. Deuxièmement, cette valeur initialement faible se corrige naturellement et nous observons une appréciation graduelle qui devrait se poursuivre ces prochaines années. Si l'on veut vraiment s'assurer que cette tendance continue, il suffit de mettre la pression pour que la consommation chinoise s'accroisse graduellement.

Note : *L'analyse ci-contre est développée en détails dans l'article* « Optimal Exchange Rate Policy in a Growing Semi-Open Economy », *Bacchetta Philippe, Kenza Benhima et Yannick Kalantzis (2012), mimeo. Voir aussi* « The appreciating renminbi », *sur http://www.voxeu.org/article/appreciating-renminbi.*