



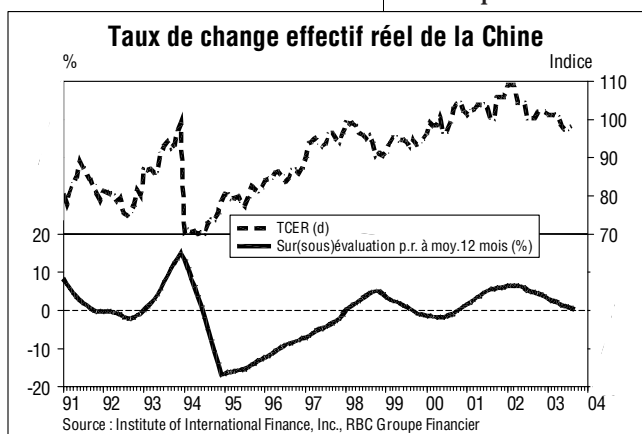
Conjonctures

Conjonctures est une publication consacrée aux aspects de l'actualité économique intéressant RBC Groupe Financier et ses clients.

Grandes manœuvres sur les marchés des changes

Les marchés des devises résonnent toujours des appels répétés pour un nouveau régime de changes, car il ne se passe pratiquement pas de jour sans qu'un représentant américain, européen, japonais - et même canadien maintenant - n'évoque le trop faible taux de change du renminbi, la devise chinoise. Les responsables politiques occidentaux semblent s'accorder pour dire que de solides pressions sur la Chine suffiraient à l'amener à le réévaluer bientôt, mais la plupart des économistes et prévisionnistes n'y croient pas dans un proche avenir. On aimerait certes savoir quand la Chine modifiera sa politique de change, mais il est tout aussi crucial de s'interroger sur ce qui adviendrait alors des autres monnaies. La question n'est pas théorique. La Chine ayant affirmé sa volonté de soumettre sa devise à la loi du

marché, l'abandon de l'indexation du renminbi sur le dollar US est inévitable, et déjà des représentants chinois et américains ont convenu de créer un groupe chargé de planifier la transformation du renminbi en monnaie flottante. La Chine peut résister aux pressions jusqu'en 2005, voire au-delà, mais les événements pourraient se précipiter.



LE G7 FAIT MONTER LES ENCHÈRES AUTOUR DU BILLET VERT

Lors de sa réunion à Dubai les 20-21 septembre, le G7 a émis un communiqué énonçant que les monnaies du globe devraient pouvoir fluctuer en fonction de la conjoncture économique.

Innocent en apparence, le message visait de façon à peine voilée la Chine, le Japon et les autres pays qui gèrent leur taux de change pour être plus compétitifs. L'euro, la livre sterling et les autres devises libres de flotter ne doivent plus rester les seules à aider le dollar US à renflouer les déficits croissants de la balance des opérations courantes et du budget des États-Unis. Lisant plus loin entre les lignes, les marchés y ont vu aussi le premier véritable aveu des représentants américains de l'abandon de la politique du dollar fort. Beaucoup ont alors fait le rapprochement avec l'Accord du Plaza de 1985, qui avait été suivi en 1986 par un recul de 30 % du billet vert pondéré des échanges commerciaux.

Le ton du communiqué était loin d'être aussi ferme que celui de l'Accord du Plaza et a été mis au compte des gesticulations politiques après que les marchés l'eurent digéré, mais il peut néanmoins avoir de vastes et profondes conséquences, en particulier s'il a effectivement sonné le glas de la politique du dollar fort et de l'interventionnisme sur les marchés des changes. Ces derniers ont bougé depuis la

Allan Seychuk

Économiste

(416) 974-0579

allan.seychuk@rbc.com

Disponible sur Internet :

www.rbc.com/economie

réunion : mesuré par son indice pondéré des échanges commerciaux (PEC) avec un panier restreint de pays, le dollar US a perdu près de 7 % depuis le début septembre ; malgré des interventions réduites mais renouvelées, le yen a gagné plus de 6 % et est à son point culminant en près de trois ans ; l'euro a atteint un record de quatre mois à 1,18, en hausse de 9 % environ ; et il y a tout lieu de croire que le billet vert poursuivra son repli. Depuis le communiqué du G7, certaines banques centrales d'Asie ont limité leurs interventions sur les marchés des changes. Celles qui ne le font pas finiront par trouver coûteux de contrer la tendance lourde qui affaiblit le dollar.

LA RÉÉVALUATION ATTENDUE DU RENMINBI

L'effet voulu du communiqué du G7 - obtenir une réévaluation de la devise chinoise - ne se fera pas sentir avant un an, mais nous croyons que d'intenses pressions d'ici la fin 2004 aboutiront à décrocher le renminbi (CNY) de sa parité fixe de 8,28 par dollar US et à l'arrimer à un nouveau panier de devises dont la

valeur PEC fluctuera dans une fourchette contrôlée, en le réévaluant au passage de 12 % par rapport au dollar, à 7,40. Voilà qui poserait le premier jalon d'un futur flottement libre, une fois que le marché des capitaux se sera plus libéralisé en Chine.

Ce développement ne sera pas induit par les pressions politiques directes des États-Unis, que les Chinois peuvent aisément ignorer pendant une année d'élections, mais par les marchés financiers qui récom-

pensent la stabilité et la prévisibilité. La stabilité politique est un des grands facteurs qui ont permis à l'économie chinoise de ne pas souffrir de la crise asiatique et de la récession américaine et est le principal argument opposé au changement, surtout que l'essor économique engendre d'autres tensions en Chine. Mais l'arrimage au dollar est devenu lui-même source d'instabilité. Comme la spéculation va déjà bon train et que presque tous les observateurs prédisent un taux CNY/USD plus élevé, le gain de change potentiel attire les capitaux spéculatifs : cet afflux mine la stabilité des changes en gonflant l'afflux de capitaux par investissements directs qui battra un record mondial de 60 milliards de dollars US en 2003 et ne devrait pas ralentir de sitôt. Pour satisfaire la demande croissante de CNY et simultanément maintenir la parité, la Banque de Chine doit continuer d'échanger des devises contre sa monnaie locale et ainsi laisser la masse monétaire s'envoler à plus de 20 % par an. Dans une économie en surchauffe et avec une demande intérieure de crédit qui croît à un rythme annuel supérieur à 20%, cette offre monétaire débridée alimente l'inflation, crée de mini-bulles sur des marchés fonciers régionaux et nuit à l'affectation des capitaux d'investissement là où il y a temporairement pénurie d'offre.

Comme cela s'est déjà produit sur presque tous les marchés émergents, faire durer une parité fixe plus longtemps que nécessaire finit par faire éclater les bulles spéculatives qui gonflent sous le couvercle du change forcé. Une telle éventualité

Prévisions de change de RBC Groupe financier

	Comptant 21 Oct. 2003	Devise locale/USD :		Devise locale/yen :	
		fin 2004	variation %	fin 2004	variation %
Renminbi chinois	8.28	7.40	11.9	0.074	2.2
Dollar Hong Kong	7.75	7.40	4.7	0.074	-4.4
Yen japonais	109.51	100.0	9.5	---	---
Won coréen	1181	1040	13.6	10.400	3.7
Dollar Singapour	1.745	1.595	9.4	0.016	-0.1
Dollar Taiwan	33.96	30.5	11.3	0.305	1.7
Baht thaïlandais	40.01	38.0	5.3	0.380	-3.9

aggraverait les déficiences structurelles des secteurs bancaire et financier chinois, et les marchés en concluraient alors que le cours à long terme du renminbi devrait être inférieur à son taux actuel, et non pas supérieur. L'exode soudain de capitaux qui suivrait un effondrement des marchés des actions et des biens immobiliers pourrait être colossal, si déstabilisateur que les autorités chinoises voudront en éviter le risque.

AU-DELÀ DU DOLLAR US

En s'éloignant de l'économie-fiction pour se rapprocher de la réalité des flux commerciaux en Asie, force est de constater que faire une fixation sur la parité CNY/USD relève de la myopie : depuis dix ans, près de 60 % des échanges de la Chine se sont faits avec le reste de l'Asie, contre 17 % avec l'Amérique du Nord, et la tendance s'accroît. Tout en devenant le pivot des exportations de l'Asie vers l'extérieur, la Chine a vu exploser son commerce intra-asiatique, avec le Japon en particulier. En 2002, l'excédent commercial de la Chine a dépassé les 100 milliards de dollars avec les États-Unis, mais était de seulement 44 milliards de dollars avec le monde entier car son commerce est déficitaire avec beaucoup de ses voisins. Et le renminbi en valeur PEC a été très instable : son taux de change réel effectif a gagné 6 % en 2000 puis 4,5 % en 2001, avant de perdre 6,5 % en 2002 puis 4,5 % au premier semestre de 2003. Son arrimage au billet vert lui a valu de baisser de 15 % par rapport à l'euro et de 22 % par rapport au yen depuis le début de 2002. Bref, lier le CNY à un panier de devises reflétant la structure des échanges commerciaux de la Chine réduirait la spéculation et lui redonnerait une certaine stabilité.

QUAND LA POUSSIÈRE RETOMBERA...

Une réévaluation de 12 % du taux CNY/USD aura pour principal effet de soulager les tensions sur l'euro et autres devises flottantes pour exercer plus de pression sur les monnaies asiatiques qui ne se sont pas assez ajustées compte tenu de leur commerce avec les États-Unis. Une réévaluation du renminbi rendra la hausse du yen moins pénalisante pour les exportations japonaises, laissant le champ libre à la devise nipponne pour monter à 100 par USD au quatrième trimestre de 2004 à l'issue d'une appréciation cumulée de 32 % pendant les deux années qui ont débuté en janvier 2002, où le dollar US PEC a culminé. Même chose pour le won sud-coréen, quasiment indexé sur le yen, qui grimperait à 1 040/USD pour une correction totale de 27 %. Le dollar de Hong Kong augmenterait de 6 % environ, sa parité fixe passant de 7,80 à 7,40/USD, et s'alignerait ainsi sur le renminbi afin que tous deux soient soudés par la suite. Le dollar de Singapour se revaloriserait à 1 595 après un gain total de 16 % en deux ans. Le baht thaïlandais a déjà pris 11 % environ depuis janvier 2002 mais, parti de bas, devrait encore gagner 5 %, à 38/USD, ce qui le renchérirait de 16 % en tout. Le nouveau dollar taïwanais, qui n'a pas pu flotter librement, n'a bougé que de 3 % depuis janvier 2002 et devrait donc accélérer sa progression à 30,5/USD, pour une appréciation globale de près de 15 %. Que signifierait cette hausse généralisée des monnaies asiatiques ? Que la réévaluation de 12 % du taux CNY/USD ne ferait monter le taux PEC du renminbi que d'environ 5 %, compensant en partie son recul de 8 % depuis le début 2003. Les exportations chinoises n'en seraient donc pratiquement pas touchées, mais le pouvoir d'achat régional de l'Asie en sortirait renforcé.