
La Chine, créancier du monde et les États-Unis, débiteurs du monde

Conséquences sur les relations sino-américaines

Shalendra D. Sharma



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/5701>
ISSN : 1996-4609

Éditeur

Centre d'étude français sur la Chine contemporaine

Édition imprimée

Date de publication : 1 décembre 2010
ISSN : 1021-9013

Référence électronique

Shalendra D. Sharma, « La Chine, créancier du monde et les États-Unis, débiteurs du monde », *Perspectives chinoises* [En ligne], 2010/4 | 2010, mis en ligne le 01 décembre 2013, consulté le 14 novembre 2019. URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/5701>

La Chine, créancier du monde et les États-Unis, débiteurs du monde

Conséquences sur les relations sino-américaines

SHALENDRA D. SHARMA

RÉSUMÉ : La Chine est aujourd'hui le premier créancier au monde, les États-Unis sont les premiers débiteurs. Pékin est le principal détenteur étranger de la dette gouvernementale américaine. Supplantant le Japon en 2008, la Chine est devenue le premier créancier étranger du gouvernement américain. Certains affirment que cette situation donne à Pékin un pouvoir sans précédent sur les États-Unis ; d'autres considèrent que le pouvoir de la Chine est en fait très restreint. Cet article montre que les caractéristiques actuelles de l'interdépendance économique entre les deux pays les poussent inévitablement à la coopération, mais que la Chine est préoccupée par l'évolution de l'économie américaine. Elle a déjà commencé à desserrer les liens de l'interdépendance, influençant fortement les relations entre la Chine et les États-Unis, et l'économie globale.

Le 3 avril 2010, l'administration Obama annonçait le report de la présentation au Congrès de son rapport semestriel sur les taux de change (initialement prévue le 15 avril). Ce texte détaille les politiques économiques internationales et les stratégies de taux de change des principaux partenaires commerciaux des États-Unis. Il était très attendu car il devait exprimer la position officielle de l'administration Obama sur la politique de taux de change de la Chine, et surtout révéler si le secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, dénoncerait ou non la Chine comme un « manipulateur de devise ». Adoptant un ton plus mesuré, Geithner s'est finalement contenté de signaler diplomatiquement que : *Le taux de change fixe de la Chine a rendu difficile pour les autres économies émergentes de laisser leur monnaie s'apprécier. Une évolution de la Chine vers un taux de change davantage déterminé par le marché apportera une contribution essentielle au rééquilibrage mondial.*

Geithner soulignait que « le meilleur moyen de faire valoir les intérêts des États-Unis aujourd'hui » est la discussion dans le cadre de forums multilatéraux ou bilatéraux, comme la réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G20 fin avril ; la rencontre semestrielle du Dialogue stratégique et économique

Chine/États-Unis en mai ; et la réunion des dirigeants et ministres des Finances du G20 en juin ⁽¹⁾. Pour apaiser encore Pékin, Geithner a fait le 7 avril une halte impromptue de 75 minutes au terminal VIP de l'aéroport de Pékin (à l'occasion d'un voyage vers l'Inde). Il y a rencontré le vice-Premier ministre Wang Qishan (le plus haut responsable des finances en Chine), et a « échangé des points de vue sur les relations économiques entre les États-Unis et la Chine et sur l'économie mondiale ⁽²⁾ ».

Le message de conciliation du Trésor cherchait sans aucun doute à calmer les tensions sensibles depuis plusieurs mois entre Pékin et Washington. En fait, le dernier épisode de la guerre des mots avait commencé en janvier 2009, lors de l'audition de confirmation de Geithner au poste de secrétaire au Trésor : il avait alors affirmé sans ambages que lui-même et « le président Obama – appuyés en cela par les

1. « Statement of Treasury Secretary Geithner on the Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies », 3 avril 2010, Département du Trésor des États-Unis, n° TG-627, <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg627.htm>
2. Bill Powell, « Why Geithner Made A Surprise Stop in Beijing », *Time*, 8 avril 2010, <http://www.time.com/time/world/article/0,8599,1978666,00.html?xid=rss-fullworld-yahoo> ; et Keith Bradsher, « China Seems Set to Loosen Hold on Its Currency », *The New York Times*, 8 avril 2010, <http://www.nytimes.com/2010/04/09/business/global/09yuan.html?ref=business&src=me&pagewanted=print>.

conclusions d'un grand nombre d'économistes – pensent que la Chine manipule sa devise⁽³⁾. La rhétorique ferme de Geithner a suscité l'approbation des membres de la Commission des finances du Sénat dont la plupart étaient, depuis longtemps, remontés contre les mauvaises pratiques présumées de Pékin, et espéraient que l'administration Obama adopterait une position ferme contre la Chine. Mais pour les marchés, le ton grossier et accusateur de Geithner signalait la possibilité d'une confrontation entre la première et la troisième économie mondiale. Les marchés, déjà nerveux, ont réagi presque instantanément, les investisseurs craignant que la Chine diminue ses achats de dette américaine si la nouvelle administration poussait Pékin à réévaluer sa monnaie. Le dollar a rapidement chuté, le prix de l'or a augmenté de 40 dollars, et le prix de la dette du Trésor a été tiré vers le bas⁽⁴⁾. Bien que Geithner ait essayé d'atténuer ses remarques en affirmant qu'il souhaitait seulement que la Chine adopte « le taux de change du marché », ces déclarations n'ont apporté qu'un répit de courte durée.

Visiblement offensé, le Premier ministre chinois Wen Jiabao, d'ordinaire imperturbable, a riposté en accusant le système financier mené par les États-Unis d'être responsable de la crise économique mondiale. Wen, le premier Premier ministre chinois invité à la rencontre annuelle des puissants de ce monde à Davos (en Suisse), a mis l'Occident en accusation dans un discours d'une violence étonnante. La cible de ses remarques était évidente. Bien qu'il ne les ait pas nommés directement, il visait en particulier les États-Unis. Wen a accusé « l'expansion excessive des institutions financières dans la poursuite aveugle du profit », l'échec de la supervision du secteur financier par les gouvernements, et un « modèle de développement intenable caractérisé par une faible épargne sur une longue période et une forte consommation » d'être responsables de la crise financière mondiale⁽⁵⁾. Une fois encore, le 14 mars 2009, lors d'une conférence de presse clôturant la session annuelle du Parlement chinois, Wen affirme qu'il « s'inquiète » pour la sécurité des 1 000 milliards de dollars d'investissements de la Chine dans la dette du gouvernement américain. Pékin surveille attentivement, a-t-il précisé, les évolutions économiques aux États-Unis. Wen s'est également dit préoccupé par les dépenses massives du plan de relance américain, qui pourraient entraîner une explosion des déficits, et donc une chute du dollar qui provoquerait ensuite une baisse de la valeur des investissements chinois. L'enjeu était tel que Wen a enfreint le protocole en donnant à Washington une leçon de gestion financière, en pressant l'administration Obama de se concentrer sur les sujets importants et l'enjoignant de garan-

tir la valeur des investissements chinois aux États-Unis. Wen a remarqué crûment :

Nous avons prêté des sommes considérables aux États-Unis. Nous sommes bien sûr attentifs à la sécurité de nos biens. Honnêtement, je suis un peu inquiet [...]. Les États-Unis doivent maintenir la qualité de leur crédit, honorer leurs promesses, et garantir la sécurité des capitaux chinois⁽⁶⁾.

Pour rassurer Pékin, le président Obama (dirigeant de la nation la plus endettée au monde) a répondu rapidement : « non seulement le gouvernement chinois, mais aussi chaque investisseur peut avoir une confiance absolue dans la solidité des investissements aux États-Unis ». Obama a également promis de soutenir la réévaluation du droit de vote chinois au FMI (Fond monétaire international), réclamée depuis longtemps par Pékin⁽⁷⁾.

Mais ces promesses n'ont pas apaisé les inquiétudes de la Chine. Le 24 mars 2009, Zhou Xiaochuan, l'infatigable gouverneur de la Banque centrale de Chine, a rappelé sans ambiguïté que Pékin redoutait que l'augmentation rapide des déficits budgétaires américains n'entraîne la chute du dollar et par conséquent celle de la valeur des investissements chinois (en particulier des titres du Trésor américain). Il a demandé la création d'une nouvelle monnaie de réserve

3. Dans sa déclaration écrite présentée devant le Sénat, Geithner notait le soutien à l'époque du sénateur Obama pour une « législation ferme pour réviser les processus américains de détermination d'une manipulation de devise et permettre de nouvelles sanctions afin que des pays comme la Chine ne puissent continuer à violer en toute impunité les principes du libre-échange ». Mais l'administration Obama a rapidement fait marche arrière par rapport aux déclarations de Geithner, et a refusé de donner à la Chine l'étiquette de « manipulateur de devise ». L'administration a plutôt souligné qu'elle considérait toujours que le yuan était surévalué, mais qu'elle reconnaissait également que la Chine avait pris des mesures pour rééquilibrer son économie et renforcer la flexibilité de son taux de change. Voir Lori Montgomery et Anthony Faiola, « Geithner Says China Manipulates Its Currency », *The Washington Post*, 23 janvier 2009, p. A08, http://www.washingtonpost.com/wp_dyn/content/article/2009/01/22/AR2009012203796.html. Voir également « Statement by Treasury Secretary Timothy Geithner on Release of Semi-Annual Report to U.S. Congress on International Economic and Exchange Rate Policies », 15 avril 2009, <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg90.htm>.
4. Les titres du Trésor sont les instruments de financement de la dette du gouvernement fédéral américain. On les regroupe souvent sous le terme générique de titres du Trésor. Mais il existe en fait quatre types de titres du Trésor sur les marchés : les titres de créance à court terme, les titres de créance à moyen terme (de un à dix ans), les titres de créance à long terme (supérieur à dix ans), et les obligations du Trésor indexées sur l'inflation (TIPS).
5. Julian Glover, « Wen the Premier speaks », *The Guardian*, mercredi 28 janvier 2009, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/jan/28/wen-jiabao-china-davos/print>.
6. Michael Wines, « China's Leader Says He Is "Worried" Over U.S. Treasuries », *New York Times*, 14 mars 2009, http://www.nytimes.com/2009/03/14/business/worldbusiness/14china.html?_r=1&pagewanted=print.
7. Le président chinois Hu Jintao demande depuis longtemps l'augmentation du droit de vote de la Chine au FMI. À l'heure actuelle, les membres de l'Union européenne ont des droits de vote cumulés de 32 %, les États-Unis ont 17 %, la Chine 3,7 % et l'Inde 1,9 %.

internationale (qu'il a baptisée « monnaie de réserve super-souveraine ») pour remplacer le dollar. En effet, selon lui, « une monnaie de réserve internationale déconnectée des nations est capable de rester stable sur le long terme, éliminant ainsi les déficiences résultant de l'usage de monnaies nationales basées sur le crédit ⁽⁸⁾ ». Le 26 juin 2009, la Banque centrale a renouvelé son appel en faveur d'une nouvelle monnaie globale, soulignant que le FMI devrait gérer davantage les réserves de change de ses membres. Les pays acquièrent des portefeuilles de devises quand ils limitent l'appréciation des monnaies face aux excédents de la balance des paiements. La Chine, qui détient un imposant portefeuille de changes (essentiellement libellés en dollars), affirme désormais que les monnaies de réserve nationales basées sur le crédit (comme le dollar) contribuent non seulement aux déséquilibres mondiaux, mais aussi aux crises financières. Pour Zhou, un nouveau système de monnaie de réserve contrôlé par le FMI serait plus stable et plus viable économiquement, car il serait utilisé pour le commerce international, les transactions financières et l'évaluation des matières premières. Zhou suggère en fait un remplacement « progressif » du dollar par des Droits de tirage spéciaux (DTS), droits introduits par le FMI en 1969 comme réserve internationale pour soutenir le régime de taux de changes fixes de Bretton Woods ⁽⁹⁾. La proposition de Zhou élargirait à toutes les grandes économies (dont la Russie) le panier de référence des DTS, et mettrait en place un système d'accords entre les DTS et les autres monnaies afin qu'ils puissent être utilisés dans le commerce international et les transactions financières. Pour cela, les pays devraient d'abord confier une partie de leurs réserves de DTS au FMI afin qu'il les gère de façon collective. Les DTS remplaceraient ensuite progressivement les monnaies de réserve existantes. Si l'obsession de la Chine pour la sécurité de ses importantes réserves de dollars visait à éluder la question de sa monnaie, la stratégie a visiblement échoué. L'enjeu omniprésent de la monnaie chinoise, le renminbi (également appelé yuan), et de sa prétendue sous-évaluation artificielle, n'a pas disparu ⁽¹⁰⁾. En autorisant une modeste appréciation du yuan entre 2005 et 2008, la Chine a réussi à apaiser ses détracteurs ⁽¹¹⁾. Mais sous l'intense pression de la crise financière liée aux subprimes, Pékin a été obligé de renouer avec l'indexation du renminbi sur un taux presque fixe afin de revivifier son économie chancelante car dépendante des exportations. Grâce à la Banque du peuple de Chine (la banque centrale du pays), qui intervient sur les marchés pour contrôler strictement les mouvements du renminbi, Pékin a pu maintenir sa monnaie autour de 6,83 pour un

dollar depuis le milieu de l'année 2008. La Chine contribue ainsi à la compétitivité de ses entreprises confrontées à une faible demande mondiale ⁽¹²⁾. Pour les critiques, cette pratique n'était que la dernière des actions peu scrupuleuses de Pékin. En gardant délibérément le yuan sous-évalué, Pékin obtient des avantages déloyaux pour ses exportateurs : un yuan flottant librement éroderait cet avantage compétitif, et avec lui une grande partie du « déséquilibre » du commerce mondial.

La décision de la Chine n'a fait que galvaniser ses critiques et a provoqué un torrent de sévères condamnations. En mars 2010, près de 130 membres du Congrès (démocrates et républicains) ont envoyé à Geithner une lettre virulente : ils demandaient des actions immédiates, dont la dénonciation de la Chine comme « manipulateur de devise » et la mise en place de droits de douane et autres mesures punitives pour contraindre Pékin à arrêter de manipuler la valeur de sa monnaie. Plusieurs élus influents, dont les très zélés et puissants sénateurs Charles Schumer (démocrate) et Charles Grassley (le républicain le plus haut placé au sein de la Commission aux finances du Sénat), ont même proposé une loi menaçant concrètement la Chine de sanctions commerciales pour avoir délibérément fragilisé le commerce mondial avec sa monnaie sous-évaluée. De fait, un yuan sous-évalué

8. La déclaration de Zhou est publiée en anglais et en chinois sur le site internet de la banque centrale de Chine. Zhou Xiaochuan, « Reform the International Monetary System », 23 mars 2009, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>.
9. Mais à la fin des années 1960, lorsque les dettes américaines en dollars envers les nations étrangères ont dépassé les réserves d'or des États-Unis, le principe même du système de Bretton Woods a été remis en cause – la promesse des États-Unis de convertir en or, et à taux fixe (à 35 dollars l'once d'or), tous les dollars détenus à l'étranger. Le régime de Bretton Woods s'est effondré en 1973, mais la valeur des DTS est toujours fondée sur un panier de quatre monnaies : le dollar américain, le yen, l'euro et la livre sterling. Initialement, le FMI a défini les DTS en fonction d'un montant fixe d'or et, entre 1970 et 1972, il a alloué aux pays membres, en proportion de leurs quotas, 9,3 milliards de DTS. Après l'adoption de taux de changes flottants au milieu des années 1970, le FMI a redéfini les DTS comme une moyenne pondérée du dollar américain, de la livre anglaise, du yen japonais, et des monnaies qui ont ensuite composé l'euro. Cependant, les DTS n'ont jamais remplacé le dollar comme monnaie de réserve. Ils se sont plutôt transformés en unité de compte, et malgré la frustration liée au rôle du dollar comme monnaie de réserve (en particulier dans les périodes où le dollar est largement déprécié), le dollar américain reste la monnaie internationale incontournable dans le monde.
10. Le renminbi est le nom de la monnaie chinoise, alors que le yuan désigne une unité de la monnaie.
11. Entre juillet 2005 et 2008, un taux de change flottant contrôlé a permis au yuan de s'apprécier progressivement de 21% par rapport au dollar.
12. Selon la Banque des règlements internationaux, de juillet 2005 à février 2009, le yuan a augmenté de 28 % en valeur pondérée par rapport aux échanges commerciaux. Cependant, la forte contraction des exportations a obligé la Chine à redonner une parité fixe au yuan par rapport au dollar. Depuis février 2009, la valeur du yuan, pondérée par rapport aux échanges commerciaux, a perdu environ 8 %. Bien entendu, les désaccords persistent quant à l'ampleur de la sous-évaluation du yuan, il serait sous-évalué de 10 à 30 % selon les sources. Pour une analyse récente, voir Arvind Subramanian, « New PPP-Based Estimates of Renminbi Undervaluation and Policy Implications », *Policy Brief*, n° PB 10-8, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, avril 2010.

d'environ 40 % donne aux exportateurs chinois un avantage de prix déloyal⁽¹³⁾.

La réponse de Pékin a été tout aussi prompte et étonnamment acerbe, jetant de l'huile sur le feu d'un sujet déjà explosif. Le ministre du Commerce, Chen Deming, a accusé les États-Unis de politiser et d'exagérer le problème. Dans une déclaration publique cinglante, il a précisé que la Chine ne prendrait pas à la légère de telles actions : « si la réponse [du Département du Trésor] est accompagnée de sanctions et de mesures commerciales, nous ne resterons pas les bras croisés ». Chen a prévenu que :

Si certains membres du Congrès insistent pour qualifier la Chine de « manipulateur de devise » et imposer des droits de douane punitifs sur les produits chinois, alors le gouvernement [chinois] ne pourra pas ne pas réagir [...]. Si les États-Unis utilisent le taux de change pour initier une nouvelle guerre commerciale, la Chine sera touchée. Mais le peuple américain et les entreprises américaines le seront encore plus.

Chen a également balayé avec colère les critiques américaines, réitérant la déclaration du Premier ministre Wen Jiabao qui niait la sous-évaluation du yuan et la responsabilité des politiques de change chinoises dans les déficits américains et le déséquilibre de la balance commerciale. Chen a au contraire accusé les politiques d'exportation restrictives des États-Unis, en particulier sur les produits de haute technologie à usage civil et militaire (comme les super-ordinateurs et les satellites), d'être responsables du déficit commercial des États-Unis⁽¹⁴⁾. De même, le vice-Premier ministre Wang Qishan a affirmé à plusieurs reprises que le déficit commercial américain reflétait le faible taux d'épargne et les dépenses prodigieuses des États-Unis, un problème que même une hausse modérée du taux de change du yuan ne résoudrait pas. Il a conseillé à l'administration Obama de « prendre toutes les mesures nécessaires pour stabiliser son économie et ses marchés financiers afin de garantir la sécurité des capitaux et investissements chinois aux États-Unis ». Wang a notamment fait la leçon en public à Geithner et d'autres hauts fonctionnaires américains, les enjoignant de prendre des « mesures crédibles » pour protéger la valeur du dollar, et leur indiquant qu'une « grande attention devait être apportée aux déficits fiscaux⁽¹⁵⁾ ». La Chine, premier créancier des États-Unis, a toutes les raisons de s'inquiéter de l'impact potentiellement inflationniste des politiques monétaires et fiscales de Washington. Que penser de ces échanges enflammés ? S'agit-il seulement de fanfaronnades rhétoriques, ou laissent-ils présager

une aggravation des lignes de faille dans les relations entre la Chine et les États-Unis ? Si cette dernière hypothèse est la bonne, quelles sont les conséquences potentielles sur les relations sino-américaines ? De nombreux scénarios, plus ou moins plausibles, ont été avancés. L'historien Niall Ferguson a par exemple affirmé sans ambiguïté que les relations entre la Chine et les États-Unis étaient condamnées à devenir de plus en plus conflictuelles, très similaires en fait à la rivalité géopolitique entre la Grande-Bretagne et l'Allemagne qui a conduit à la Première Guerre mondiale⁽¹⁶⁾. De même, le prix Nobel Paul Krugman considère que :

La Chine est devenue une importante puissance financière et commerciale. Mais elle n'agit pas comme les autres grandes économies. Elle poursuit au contraire une « politique mercantiliste », en conservant un excédent commercial artificiellement élevé. Et dans le monde déprimé d'aujourd'hui, cette politique est, pour le dire crûment, prédatrice⁽¹⁷⁾.

Krugman affirme, de façon assez provocante, « qu'il est temps de prendre position » et « d'employer la manière

13. Schumer a clairement annoncé qu'il soutiendrait un projet de loi visant à imposer des taxes anti-dumping sur certains produits chinois, et des droits compensatoires sur tous les produits si la Chine ne laissait pas sa monnaie s'apprécier.
14. John Pomfret, « China's commerce minister: U.S. has the most to lose in a trade war », *Washington Post*, lundi 22 mars 2010, A06 et Gillian Wong, « China warns U.S. against sanctions over currency », *Associated Press*, dimanche 21 mars 2010, http://news.yahoo.com/s/ap/20100321/ap_on_bi_ge/as_china_trade/print. Utilisant un ton plus conciliant, Zhong Shan, le vice-ministre chinois du Commerce, dans une tribune libre du *Wall Street Journal* soutenait qu'il « existe peu de liens entre la balance commerciale et la valeur du renminbi ». Au contraire, « le commerce et la coopération économique entre la Chine et les États-Unis ont généré des bénéfices importants et réels pour les États-Unis... Depuis le début de la crise financière internationale, la Chine a soutenu les efforts du peuple américain face à la crise. D'une part, la Chine a augmenté ses importations en provenance des États-Unis. Alors que les exportations américaines dans leur ensemble ont chuté de 17,9 % en 2009, les exportations vers la Chine n'ont presque pas baissé. De nombreuses entreprises manufacturières américaines ont trouvé dans le marché chinois un abri contre la tempête financière mondiale. D'autre part, les biens importés de Chine, d'un bon rapport qualité-prix et demandant une main-d'œuvre intensive, ont permis de maintenir le coût de la vie à un niveau raisonnable pour les Américains, même lorsqu'ils ont été à court de liquidités. Sans les biens de consommation venus de Chine, les indices de prix américains auraient augmenté de deux points supplémentaires chaque année... Wen Jiabao, le Premier ministre chinois, l'a récemment répété : il vaut toujours mieux un dialogue qu'une confrontation, la coopération que l'endiguement, le partenariat que la confrontation. Tant que nous considérerons la relation commerciale entre la Chine et les États-Unis de façon responsable, nous serons capables de la rendre plus stable et plus solide ». Voir Zhong Shan, « U.S.-China Trade Is Win-Win Game », *The Wall Street Journal*, 26 mars 2010.
15. Kathy Wang, « Protect China's Assets, U.S. told », *The Standard: China's Business Newspaper*, vendredi 5 décembre 2008, http://www.thestandard.com.hk/news_print.asp?art_id=75364&sid=21758213.
16. Niall Ferguson, « What "Chimerica" Hath Wrought », *The American Interest Online*, janvier-février 2009, <http://www.the-american-interest.com/article.cfm?piece=533>.
17. Paul Krugman, « Chinese New Year », *The New York Times*, 1er janvier 2010; voir également « America's Fear of China », *The Economist*, 19 mai 2007 et « Mercantilism with Chinese Characteristics: China's Cheap Currency », *The Economist*, 12 août 2003.

forte » avec la Chine⁽¹⁸⁾. Morici conclut également que « la diplomatie a échoué, et le président Obama devrait imposer des taxes sur les conversions dollar/yuan, à hauteur de la somme des interventions de la Chine sur le marché des monnaies divisée par ses exportations, ce qui équivaldrait aujourd'hui à 28 %. Pour les importations, au moins, cela permettrait de compenser les aides chinoises qui nuisent aux entreprises et aux travailleurs américains. Finalement, le montant de la taxe dépendrait des choix de la Chine. Si Pékin réduisait ses interventions sur le marché des changes et laissait le yuan s'apprécier, le taux de la taxe diminuerait. Si Pékin arrêtait d'intervenir, la taxe disparaîtrait... Dans le cas où les États-Unis n'interviendraient pas, il ne s'agirait alors que d'une politique de conciliation, et cela signifierait que le président Obama néglige son devoir de protéger la sécurité et la souveraineté économiques des États-Unis⁽¹⁹⁾ ».

Mais d'autres préviennent que si l'administration Obama adoptait une politique belliqueuse et sans compromis envers Pékin, les conséquences économiques seraient douloureuses. Car le paysage économique mondial a fondamentalement changé, et les États-Unis ne sont plus en position de prendre des décisions unilatérales. La Chine est maintenant officiellement le premier créancier étranger du gouvernement américain, alors que les États-Unis sont devenus le premier débiteur au monde⁽²⁰⁾. L'histoire a montré que les créanciers n'aiment pas recevoir de leçons de leurs débiteurs et qu'ils peuvent utiliser leurs muscles économiques pour leur imposer des coûts significatifs⁽²¹⁾. Certains ont même prévenu qu'il valait mieux ne pas être mal vu de Pékin. Et afin d'obtenir la coopération de la Chine sur un certain nombre de dossiers urgents tels que l'Iran, la Corée du Nord et les problèmes de commerce et de monnaie, l'administration Obama devrait éviter de se livrer à des critiques irréfléchies⁽²²⁾. Mais d'autres analystes, et notamment Drezner, restent plus sceptiques. Ils affirment que le pouvoir et le poids de la Chine ont été exagérés, et que la capacité de Pékin à exercer des pressions financières et à contraindre les États-Unis est très restreinte⁽²³⁾. Cet article adopte une voie moyenne entre ces points de vue concurrents. Il démontre que, d'un côté, le pouvoir économique croissant de la Chine lui confère une autonomie politique sans précédent, assez semblable aux pouvoirs contestés des États-Unis juste après la guerre : à la fois la capacité de résister à la pression des autres et la possibilité d'influencer les débiteurs souverains « rétifs ». De l'autre, la Chine est profondément et étroitement intégrée dans le système économique mondial, et ses relations commerciales ainsi que ses investissements croissants avec les États-Unis contribuent à une interdépendance et une convergence économiques toujours

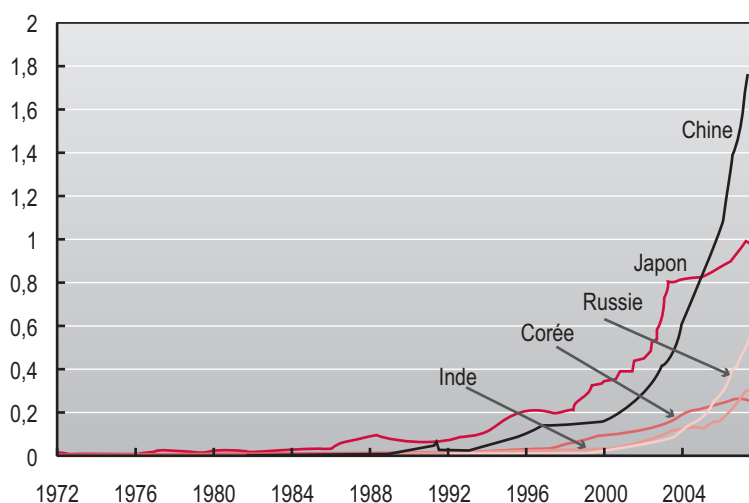
plus grandes. Ces liens limitent fortement la possibilité pour Pékin, malgré une très forte tentation, de faire pression, de contraindre ou de sanctionner les États-Unis. Ceux-ci sont le premier marché de la Chine et, paradoxalement, la Chine détient environ 2 300 milliards de dollars de capitaux aux États-Unis : l'avenir économique de la Chine est donc inextricablement lié au destin économique de son plus grand débiteur. Malgré les frictions (ponctuées de périodes d'intense acrimonie) dans leurs relations, aucune des deux parties n'est prête à pousser l'autre au-delà des limites tacitement autorisées, car pour les deux pays, les gains économiques seraient peu susceptibles de compenser le coût très élevé d'un conflit. Ainsi, bien que la discorde des relations économiques entre la Chine et les États-Unis ne soit pas prête de disparaître, cette guerre des mots récurrente doit être mise en perspective. Cet article suggère en particulier que les différends économiques sino-américains sont en fait une forme de conflit politique intense, caractérisé par d'âpres négociations. Ils ne devraient pas être exagérés (comme ils le sont souvent) par l'utilisation de termes rhétoriques de sinistre connotation, tels que « confrontation » et « rivalité géoéconomique », dont les implications économiques et sécuritaires sont dangereuses. Cependant, les relations actuelles, relativement inoffensives, ne doivent pas être considérées comme acquises. Au contraire, la crise financière liée aux subprimes a exacerbé les tensions dans les relations économiques entre la Chine et les États-Unis, et l'interdépendance a également ses limites, surtout au moment où l'économie globale se dirige vers une période prolongée de « temps difficiles ». La suite de cet article démontrera que Pékin s'inquiète et a travaillé assidûment à réduire sa dépendance systémique envers son plus grand partenaire commercial et principal débiteur.

Les questions qui divisent

Avant la crise des subprimes, la Chine détenait environ 2 000 milliards de dollars de réserves de devises, les premières au monde.

18. Paul Krugman, « Taking on China », *The New York Times*, 15 mars 2010.
19. Peter Morici, « Trade Deficit, China's Currency Require U.S. Action Now », 13 avril 2010, <http://www.rhsmith.umd.edu/opinion/morici/2010/041310.aspx>.
20. Pour une bonne description de la façon dont les États-Unis sont devenus les premiers débiteurs au monde, voir William Cline, *The United States as a Debtor Nation*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 2005.
21. Brad Setser, *Sovereign Wealth and Sovereign Power: The Strategic Consequences of American Indebtedness*, New York, Council on Foreign Relations Press, 2008.
22. Gary Clyde Hufbauer, « Courting China », *The National Interest*, n° 106, mars-avril 2010, p. 10-15.
23. Daniel Drezner, « Bad Debts : Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics », *International Security*, vol. 34, n° 2, automne 2009, p. 7-45.

Graphique 1. Réserves de change (en milliards de dollars)



Source : International Monetary Fund, International Financial Statistics.

En fait, la Chine était devenue la première nation créancière (elle a remplacé le Japon en 2003) alors que les États-Unis sont les plus grands débiteurs du monde⁽²⁴⁾. Comment expliquer que le pays autrefois le plus prospère, et toujours la première économie mondiale, soit devenu aussi dépendant structurellement de financements extérieurs ou, pour le dire plus abruptement, comment expliquer le déclin des États-Unis jusqu'à ce statut de débiteur ? Depuis le milieu des années 1990, le Trésor américain a répondu à ses besoins d'emprunt en s'endettant à l'étranger. Fin 1998, les valeurs du Trésor détenues à l'étranger atteignaient environ 1 200 milliards de dollars (soit 37 % de l'ensemble de la dette détenue par le public). En 2008, la valeur de la dette détenue à l'étranger avait dépassé les 2 900 milliards de dollars, soit près de 50 % de l'énorme dette publique. Les principaux acquéreurs étrangers de la dette américaine sont des pays enregistrant un excédent commercial régulier avec les États-Unis. Jusqu'en septembre 2008, le Japon était le premier détenteur de la dette du Trésor, avant d'être dépassé par la Chine, dont les avoirs sont montés en flèche, de 46 milliards de dollars en 1998 à 587 milliards en 2008 (Tableau 1)⁽²⁵⁾. Cependant, les avoirs réels de la Chine sont estimés à plus de 800 milliards de dollars puisque la Chine achète également de la dette américaine en passant par des pays tiers, et ces titres ne sont pas enregistrés par le Trésor comme étant acquis par la Chine⁽²⁶⁾. Pékin est non seulement le premier détenteur de la dette du gouvernement américain (sur 10 dollars de dette publique américaine, la Chine en possède un), il est aussi, en pratique, le premier créancier du gouvernement américain. En effet, Washington

dépend de plus en plus de Pékin pour lever l'argent nécessaire à sa liste toujours croissante de dépenses, y compris pour financer les programmes actuels de relance et de sauvetage économiques⁽²⁷⁾.

Pour de nombreux décideurs politiques américains, il s'agit là d'un signe inquiétant, car la dépendance accrue des États-Unis et le pouvoir financier croissant de Pékin en tant que créancier donnent à la Chine une influence extraordinaire sur l'économie américaine. Si, pour des raisons économiques ou stratégiques, Pékin décidait de se retirer des obligations du gouvernement américain, les autres investisseurs seraient contraints d'en faire autant, ce qui entraînerait pour les États-Unis une hausse du coût de l'emprunt et limiterait la capacité de Washington à gérer son économie nationale⁽²⁸⁾. De même, si la Chine arrêta d'acheter ou, pire,

24. Nouriel Roubini, « The Almighty Renminbi », *The New York Times*, 14 mai 2009 ; Xin Wang, « China as a Net Creditor: An Indication of Strength or Weakness? », *China and World Economy*, vol. 15, n° 6, décembre 2007, p. 22-36 et Brad Setser, « China: Creditor to the Rich », *China Security*, vol. 14, n° 4, automne 2008.

25. Office of Management and Budget, « Rapport de mi-session - Budget du Gouvernement des États-Unis - Année fiscale 2009 », juillet 2008. Voir www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2009/pdf/09msr.pdf.

26. Brad Setser, « Impact of China Investment Corporation on the Management of China's Foreign Assets », in Morris Goldstein et Nicholas Lardy (éd.), *Debating China's Exchange Rate Policy*, Washington, D.C., The Peterson Institute, 2008, p. 201-18.

27. Voir également Brad Setser et Arpana Pandey, « China's \$1,5 Trillion Bet : Understanding China's External Portfolio », document de travail, New York, Center for Geoeconomic Studies, Council on Foreign Relations, mai 2009.

28. Brad Setser, *Sovereign Wealth and Sovereign Power : The Strategic Consequences of American Indebtedness*, New York, Council on Foreign Relations Press, 2008 ; voir également Matthew Burrows et Jennifer Harris, « Revisiting the Future : Geopolitical Effects of the Financial Crises », *Washington Quarterly*, vol. 32, n° 2, avril 2009, p. 27-38.

Tableau 1. Les principaux détenteurs étrangers des titres du Trésor américain

Septembre 2008	Milliards de dollars	Pourcentage de la dette détenue par le public
Chine	587,0	10,1
Japon	573,2	9,8
Grande-Bretagne	338,3	5,8
Centres bancaires des Caraïbes [1]	185,3	3,2
Pays exportateurs de pétrole [2]	182,1	3,1
Brésil	141,9	2,4
Autres	852,9	14,6
Total	2 860,7	49,0

Notes : 1. Les centres bancaires des Caraïbes regroupent les Bahamas, les Bermudes, les Îles Caïman, les Antilles néerlandaises, le Panama, et les Îles Vierges britanniques. 2. Les pays exportateurs de pétrole regroupent l'Équateur, le Venezuela, l'Indonésie, le Bahreïn, l'Iran, l'Iraq, le Koweït, l'Oman, le Qatar, l'Arabie Saoudite, les Émirats Arabes Unis, l'Algérie, le Gabon, la Lybie et le Nigéria.

Source : Trésor américain, 2009, *Treasury Bulletin*, Tableau OFS-1.

commençait à vendre de la dette américaine, les taux d'intérêt de toute une gamme d'emprunts aux États-Unis augmenteraient brusquement.

Pour les États-Unis, les origines et la constance de son déficit commercial massif avec la Chine sont dues aux politiques économiques mercantilistes de la Chine (voir les tableaux 2 et 3). Les récriminations des États-Unis contre le comportement mercantile de la Chine sont assez directes : Pékin se livre à des pratiques commerciales déloyales en recourant à un protectionnisme direct et, de façon plus pernicieuse, en manipulant délibérément sa monnaie. En maintenant un taux de change sous-évalué, Pékin a pu accélérer la croissance de ses exportations, et accumuler d'importants excédents de ses comptes courants en intervenant agressivement sur les marchés des changes pour empêcher sa monnaie de s'apprécier. Cette pratique a entraîné la constitution de réserves de change massives⁽²⁹⁾. Mais si Pékin permettait aux forces du marché de déterminer la valeur de sa monnaie, les excédents de ses comptes courants seraient bien moindres, et la balance commerciale américaine bien plus saine⁽³⁰⁾.

Les fabricants américains, soutenus par des législateurs du Congrès, affirment depuis longtemps que le yuan artificiellement bas représente pour les entreprises américaines un fort désavantage compétitif. Cette situation contribuerait à la faillite des entreprises américaines et à la perte de dizaines de milliers d'emplois aux États-Unis⁽³¹⁾. L'argument est le suivant : le yuan serait tellement sous-évalué (selon certaines estimations, jusqu'à 40 %) que cela équivaldrait à une subvention commerciale déloyale. Cet avantage permet une marée de produits chinois bon marché aux États-Unis, mais

rend les produits américains très chers en Chine⁽³²⁾. On considère ainsi que si le yuan était échangé à sa vraie valeur de marché, le déséquilibre bilatéral entre les deux pays serait nettement réduit, voire totalement éliminé. Les exportations chinoises vers les États-Unis deviendraient en effet plus chères en dollars, ce qui ferait baisser leur volume, alors que les importations chinoises en provenance des États-Unis seraient moins chères en yuans, et augmenteraient en volume. De plus, la Chine refusant de laisser le yuan s'apprécier, les

29. Morris Goldstein et Nicholas Lardy, « China's Role in the Revived Bretton Woods System : a Case of Mistaken Identity », document de travail 05-2, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, 2005.

30. Wayne M. Morrison et Marc Labonte, *China's Currency: a Summary of the Economic Issues*, Congressional Research Service, N° RS21625, Washington, D.C., 13 avril 2009.

31. Depuis le pic du début de l'année 1998, les États-Unis ont perdu plus de 3,3 millions d'emplois industriels. Toutes les pertes d'emplois ne peuvent être imputées à la Chine, mais le secteur industriel américain, malgré des hausses de productivité importantes, ne pouvait compenser le fort avantage commercial obtenu par la Chine grâce à sa monnaie sous-évaluée. Le déclin de l'emploi industriel a conduit les sénateurs démocrates et républicains à menacer la Chine de taxes substantielles sur les importations chinoises, afin de compenser l'avantage lié à la monnaie. Pour plus de détails, voir Gary Clyde Hufbauer et Yee Wong, « China Bashing », *International Economics Policy Briefs*, n° PB04-5, Washington, D.C., Institute for International Economics, 2004.

32. Certains économistes considèrent que le yuan est sous-évalué de 15 à 40 % par rapport au dollar, ce qui fait baisser le prix des exportations chinoises aux États-Unis et contribue à l'excédent de la balance commerciale chinoise avec les États-Unis. Bien entendu, personne ne connaît vraiment l'ampleur exacte de cette sous-évaluation. Quand le marché ne décide pas de la valeur d'une monnaie, son taux de change nominal – littéralement, le nombre d'unités d'une monnaie que l'on peut obtenir avec une unité d'une autre monnaie – est par définition fabriqué. Il est imposé par le gouvernement, aussi longtemps que le régime peut être maintenu. Sur ce sujet, voir Nicholas Lardy, « China : The Great New Economic Challenge », in C. Fred Bergsten (éd.), *The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade*, 2005, Washington, D.C., Institute for International Economics ; Arvind Subramanian, « New PPP-Based Estimates of Renminbi Undervaluation and Policy Implications », *Policy Brief*, n° PB10-8, Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, avril 2010 ; et Anthony J. Makin, « Does China's Huge External Surplus Imply an Undervalued Renminbi », *China and the World Economy*, vol. 15, n° 3, 2007, p. 89-102.

Tableau 2. Les échanges marchands des États-Unis avec la Chine : 1980-2007 (en milliards de dollars)

Année	Exportations américaines	Importations américaines	Balance commerciale américaine
1980	3,8	1,1	2,7
1985	3,9	3,9	0
1990	4,8	15,2	-10,4
1995	11,7	45,6	-33,8
2000	16,3	100,1	-83,8
2001	19,2	102,3	-83,1
2002	22,1	125,2	-103,1
2003	28,4	152,4	-124,0
2004	34,7	196,7	-162,0
2005	41,8	243,5	-201,6
2006	55,2	287,8	-232,5
2007	65,2	321,5	-256,3

Tableau 3. Balance des échanges marchands américains avec ses principaux partenaires commerciaux, 2007 (en milliards de dollars)

Pays/Groupe	Balance commerciale américaine
Monde	-791,0
Chine	-256,3
Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP)	-127,4
Union européenne (UE27)	-107,4
Japon	-82,8
Mexique	-74,3
Canada	-64,7
Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN)	-50,6

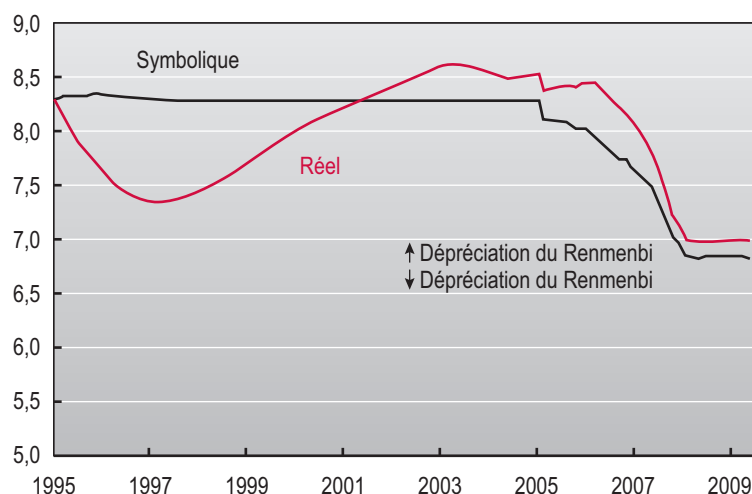
Source : Centre de recherche du Congrès américain (2008, p. 2)⁽³³⁾

autres pays d'Asie-Pacifique hésitent à laisser monter leurs propres monnaies, de peur de perdre des exportations vers la Chine⁽³⁴⁾. Au premier trimestre 2005, le déficit commercial des États-Unis avec la Chine atteignait des records, et l'administration Bush était soumise à des pressions lui enjoignant d'adopter des mesures unilatérales pour résoudre les problèmes liés à la sous-évaluation artificielle du yuan. Le secrétaire au Trésor John Snow a demandé à la Chine de réajuster immédiatement son taux de change, et de nombreux autres élus ont exigé la mise en place de droits de douane punitifs sur les importations chinoises bon marché, jusqu'à ce que la Chine réévalue radicalement sa monnaie.

En mai 2005, le Sénat américain a voté par 67 voix contre 33 en faveur d'une proposition de loi visant à imposer des taxes douanières de 27,5 % sur toutes les importations chinoises tant que Pékin n'arrêterait pas de manipuler sa monnaie. En mai 2005, les États-Unis ont décidé de rétablir des quotas sur sept catégories de vêtements importés de Chine, limitant leur crois-

33. Source complète: Wayne M. Morrison, *CRS Report for Congress: China-U.S. Trade Issues*, code de commande 33536, Washington, D.C., Congressional Research Service, 7 mars 2008.

34. En effet, suite à la réévaluation chinoise, la Malaisie a modifié son régime de change, passant d'une indexation sur le dollar à une indexation sur un panier de monnaies. Cependant, la valeur du yuan n'ayant évolué que très marginalement, la plupart des pays de la région semblent attendre une réévaluation plus substantielle du yuan avant d'agir.

Graphique 2. Le taux de change renminbi-dollar⁽³⁹⁾

Source : International Monetary Fund, International Financial Statistics.

sance à 7,5 % sur une période de 12 mois. L'administration Bush a longtemps maintenu que la diplomatie parviendrait à convaincre la Chine de laisser la valeur du yuan être déterminée par le marché des changes et non plus contrôlée par le gouvernement. Mais le 23 juin 2005, les États-Unis ont finalement averti la Chine qu'elle serait considérée comme « manipulateur de devise » et devrait faire face à des sanctions économiques si elle n'adoptait pas un régime de change flexible. Qualifiant les politiques monétaires chinoises de « fortement distortionnaires », l'administration Bush a prévenu qu'elle allait suivre de près les progrès de la Chine vers l'adoption d'un système de change flexible.

Il semble que la pression ait été efficace. Le 21 juin 2005, Pékin a opéré un grand changement monétaire, en réévaluant le yuan et en abandonnant l'indexation de sa monnaie sur le dollar. La Chine a annoncé que le taux de change du yuan deviendrait « ajustable, fondé sur l'offre et la demande du marché, et référencé sur les mouvements de change d'un panier de monnaies », comprenant le dollar, le yen, l'euro, entre autres monnaies clés⁽³⁵⁾. Il s'agissait d'un changement modeste, mais important. De 1994 à juillet 2005, la valeur du yuan était indexée sur le dollar américain, à un taux déterminé par la banque centrale chinoise. Le yuan s'échangeait alors entre 8,27 et 8,28 pour un dollar, car la banque centrale maintenait cette parité en achetant avec des yuans des capitaux libellés en dollars, réduisant ainsi la demande excédentaire de yuans. Le taux de change entre le yuan et le dollar est donc resté à peu près le même malgré les évolutions du marché. Lorsque Pékin a abandonné l'indexation pour choisir un système liant le yuan à un panier de monnaies,

la valeur du yuan s'est appréciée de 2,1 %⁽³⁶⁾. Avant la réévaluation, un dollar achetait 8,28 yuans ; après la réévaluation, un dollar pouvait acheter environ 8,11 yuans. Pékin a fait clairement savoir qu'il avait mis en place des paramètres stricts pour limiter la hausse potentielle du yuan. L'objectif était de garantir que le yuan ne flotterait pas beaucoup, mais s'apprécierait⁽³⁷⁾ d'un modeste 2 % avec une étroite marge de fluctuation de 0,3 % par rapport à un groupe de monnaies représentant les principaux partenaires commerciaux de la Chine⁽³⁸⁾. Ainsi, contrairement à un vrai taux de change flottant, le yuan n'a été autorisé à fluctuer que de 0,3 % par jour par rapport au panier

35. La réévaluation est le réajustement de la valeur fixe d'une monnaie à un niveau plus élevé.

36. Les régimes de change flexibles et flottants ont chacun leurs avantages. Aucun régime de change n'est adapté à tous les pays en toutes circonstances. Un taux de change fixe, qui indexe la valeur d'une monnaie sur une monnaie étrangère forte comme le dollar ou l'euro présente des avantages pour les pays en développement qui cherchent à générer la confiance envers leurs politiques économiques. D'un autre côté, les pays ayant un taux de change fixe semblent plus vulnérables aux crises monétaires. Lorsque les économies mûrissent et s'intègrent davantage dans les marchés financiers internationaux, la flexibilité du taux de change semble devenir plus intéressante.

37. Lorsque la valeur d'une monnaie augmente, on parle d'appréciation de la monnaie. Quand sa valeur baisse et qu'elle vaut moins de dollars, elle subit une dépréciation. Ainsi, quand la monnaie d'un pays s'apprécie (sa valeur augmente par rapport aux autres monnaies), les produits de ce pays à l'étranger deviennent plus chers, et les produits étrangers dans le pays sont moins chers. Inversement, lorsque la monnaie d'un pays se déprécie, ses produits à l'étranger deviennent moins chers, et les produits étrangers dans le pays sont plus chers.

38. Le gouverneur de la banque centrale Zhou Xiaochuan et le Premier ministre Wen Jiabao ont tous deux remarqué que la réévaluation devait être considérée comme la première d'une série de mesures destinées à rendre le yuan encore plus flexible au cours des années, au fur et à mesure de l'augmentation du rôle de la Chine dans le système commercial mondial. Voir People's Bank of China, « Public Announcement of the People's Bank of China on Reforming the RMB Exchange Rate Regime », 21 juillet 2005, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=82>.

de monnaies. Cependant, cette appréciation modeste et progressive (appelée « flottement contrôlé ») a permis à la Chine de continuer à accumuler des réserves de change. Si le yuan avait flotté librement, il se serait donc apprécié beaucoup plus rapidement. De juillet 2005 à mai 2008, le yuan s'est apprécié de 14,4 % par rapport au dollar, mais beaucoup moins en termes réels (puisque la plupart des autres grandes monnaies s'étaient aussi appréciées par rapport au dollar) malgré les excédents commerciaux massifs et croissants de la Chine. Mais cette modeste réévaluation n'a pas suffi à apaiser les critiques. Aussi, lorsque Pékin, en 2008, a renoué avec l'indexation du renminbi pour raviver son économie en difficulté, dépendante des exportations (graphique 2), les masques sont tombés.

Les liens qui engagent

L'augmentation spectaculaire de l'influence économique de Pékin sur l'économie américaine est en général considérée comme malsaine. Mais l'interdépendance économique génère aussi des forces compensatoires, qui poussent vers un plus grand équilibre. La Chine achète par exemple des bons américains (libellés en dollars) afin de renforcer le dollar par rapport au yuan, puisqu'un yuan maintenu artificiellement bas favorise les exportations chinoises et les rend comparativement moins chères que les exportations américaines⁽⁴⁰⁾. Mais d'un autre côté, les investissements chinois croissants aux États-Unis ont permis la baisse des taux d'intérêt, ont aidé au financement des 1 000 milliards de dollars de déficits américains annuels et contribuent actuellement au plan de sauvetage massif du système financier américain. Comme Krugman et d'autres aiment à le répéter, la Chine a besoin des États-Unis encore plus que les États-Unis n'ont besoin de la Chine. En effet, quand la dette devient trop importante, les risques sont toujours plus grands pour le créancier. En d'autres termes, conformément au vieil adage « si vous devez 1 000 dollars à la banque, vous vous faites du souci, mais si vous lui devez un million de dollars, c'est la banque qui s'inquiète », l'influence financière croissante de la Chine est aussi profondément limitée par son principal débiteur : les États-Unis. Pékin dépend d'un dollar fort pour maintenir ses exportations, mais la Chine s'est aussi placée dans une position peu enviable : elle doit littéralement défendre la valeur du dollar.

Le Japon, dont l'essentiel des capitaux étrangers était libellé en dollars et non en yens, avait vu la valeur de ses capitaux s'effondrer lorsque le dollar s'était fortement déprécié après les Accords du Plaza en 1985. La Chine se trouve aujourd'hui confrontée aux mêmes risques, et plus encore. La

Chine est souvent considérée comme un « créancier immature » car elle ne prête pas dans sa propre monnaie, mais dans la monnaie émise par l'emprunteur (les prêts accordés par la Chine sont libellés en dollars). Elle s'expose donc à des risques de change, puisque la valeur de la dette varie en fonction des mouvements du dollar. Près de 80 % des réserves chinoises seraient libellées en dollars : même une dépréciation modeste du dollar entraînerait donc des pertes significatives pour Pékin. Martin Feldstein résume cette ironie avec lucidité :

Considérez ce que signifierait pour les Chinois un déclin du dollar par rapport au yuan. Si les Chinois détiennent aujourd'hui 1000 milliards de dollars dans leur portefeuille officiel, une augmentation de 10 % du taux de change yuan-dollar entraînerait une baisse de 10 % de la valeur en yuans de ces avoirs⁽⁴¹⁾.

Par conséquent, la Chine est fortement incitée à défendre le dollar et le moyen le plus rapide et le plus facile de le faire est d'acheter toujours plus de bons du Trésor. Il y a quelques années, Ronald McKinnon avait prédit que Pékin maintiendrait sa parité informelle avec le dollar et continuerait à accumuler des réserves en dollars tant que celui-ci resterait un ancrage monétaire utile ce qui, prétend-il, sera toujours le cas⁽⁴²⁾.

Le scénario selon lequel Pékin pourrait punir les États-Unis en vendant ses avoirs de la dette du Trésor (le déséquilibre du marché entraînerait alors une hausse des taux d'intérêts américains et un effondrement du dollar sur les marchés des taux de change), n'est donc pas convaincant. Le Centre de recherche du Congrès a démontré de façon convaincante qu'une telle stratégie, soudaine et très perturbatrice, n'était pas envisageable car elle avait peu de chances d'être efficace⁽⁴³⁾. En effet, aucun pays étranger ne détient une part de dette américaine suffisamment importante pour pouvoir influencer les échanges quotidiens sur le marché des titres du Trésor. Si les Chinois utilisaient une telle stratégie, le déclin

39. Le Graphique 2 provient de Owen F. Humpage et Caroline Herrell, « Renminbi-Dollar Peg Once Again », *Economic Trends*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 25 novembre 2009.

40. Geoff Dyer, « China's Dollar Dilemma », *Financial Times*, 22 février 2009 ; Paul Krugman, « China's Dollar Trap », *New York Times*, 3 avril 2009 ; David Leonhardt, « The China Puzzle », *New York Times Magazine*, 17 mai 2009.

41. Martin Feldstein, « How Safe Are Your Dollars? », *Project Syndicate*, 25 février 2010, <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein20/English>.

42. Ronald McKinnon, *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, Cambridge, MA, The MIT Press, 2005.

43. Wayne M. Morrison et Marc Labonte, « China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy », Centre de Recherche du Congrès, référence RL34314, 19 mai 2008, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf>.

de la valeur des titres du Trésor américain causerait des pertes substantielles pour tous les détenteurs de la dette, y compris pour ceux qui essaieraient d'utiliser leurs parts de dette comme instrument d'influence. De même, les appels répétés de Pékin (voire les « menaces » subtiles) en faveur de la création d'une nouvelle monnaie de réserve internationale, de l'utilisation des DTS du FMI et de la transformation du renminbi en alternative internationale au dollar américain, ne sont pas crédibles. Il est en effet peu probable que le dollar soit un jour supplanté dans son rôle de monnaie de réserve dominante. Pour que le yuan puisse concurrencer le dollar en tant qu'outil du commerce international, il faudrait tout d'abord qu'il devienne une monnaie convertible, dont la valeur serait déterminée par le marché. Pékin ne peut tout simplement pas le permettre, car cela signifierait non seulement une perte de contrôle du Parti-État, mais cela impliquerait aussi que la Chine diminue ou supprime toutes les barrières financières et commerciales ce qu'elle n'est pas prête à faire. En ce qui concerne les DTS : bien qu'un pays puisse convertir ses réserves en DTS, cela ne signifie pas que les DTS puissent automatiquement fonctionner comme une monnaie internationale. En particulier, tant que le secteur privé n'aura pas adopté les DTS, les pays qui les utilisent devront toujours acquérir des dollars ou des euros ou d'autres monnaies nationales pour dépenser leurs réserves. Or, le secteur privé ne choisira les DTS que s'ils procurent des bénéfices tangibles, ce qui n'est pas le cas pour le moment.

Malgré ses déclarations audacieuses, Pékin est très conscient de tout cela. Bien que la faiblesse du dollar nuise à la valeur des réserves de la Chine, Pékin n'a vraiment aucun intérêt à aggraver ou précipiter une crise en se détournant des titres libellés en dollars. En d'autres termes, même si rien ne peut empêcher la Chine de diversifier ses réserves, une telle action présente des risques. Puisque la Chine détient aujourd'hui une grande quantité de dollars, une vente massive entraînerait une chute du dollar avec de grandes pertes sur les capitaux de la Chine libellés dans cette monnaie. Sans surprise, et comme pour apaiser la nervosité des marchés monétaires, le gouverneur Zhou de la Banque centrale a dû revenir rapidement sur ses propos, et annoncer que la Chine continuerait à acheter des titres du Trésor. En fait, le lendemain de la déclaration de Zhou en faveur d'une nouvelle monnaie de réserve, l'influente Administration d'État des devises étrangères a diffusé un communiqué exprimant son soutien envers le dollar et affirmant que la Chine continuerait à acheter des titres du Trésor américain.

De plus, la part des États-Unis dans l'économie mondiale (27,5 % en 2006), et l'appétit apparemment insatiable du

monde pour les capitaux en dollars signifient que les lois de la gravité économique ne s'appliquent pas nécessairement aux États-Unis. Après tout, le dollar américain est la monnaie de réserve mondiale. Une grande partie des paiements internationaux se fait en dollars et une portion substantielle du commerce international (y compris le commerce n'impliquant pas directement les États-Unis) est libellée en dollars américains. Les matières premières échangées à l'échelle mondiale (comme le pétrole et les céréales) sont aussi évaluées en dollars. Ainsi, les banques étrangères détiennent des portefeuilles d'actifs et de passifs en dollars. Près des deux tiers des 6 700 milliards de dollars de réserves de change officielles dans le monde sont détenus en dollars. Les banques centrales dans le monde possèdent donc davantage de dollars et de titres en dollars qu'elles n'ont de capitaux libellés en une autre monnaie étrangère. Elles savent surtout que ces réserves en dollars sont essentielles pour stabiliser la valeur de leurs propres monnaies nationales. L'hypothèse selon laquelle les banques centrales étrangères hésiteraient à investir leur épargne nationale dans le dollar si l'économie américaine subissait une baisse sévère, a jusqu'ici toujours été démentie. Au contraire, le dollar a une fois encore été confirmé comme monnaie de réserve mondiale. Après la faillite de Lehman Brothers, les investisseurs paniqués ont massivement « fui vers la sécurité » des titres du Trésor américain : le gouvernement américain reste donc l'investissement le plus sûr au monde, et malgré tous leurs défauts, le dollar et les capitaux libellés en dollars ont aujourd'hui le même rôle que l'or sous le régime de Bretton Woods.

La Chine, « atelier du monde » : cette expression souvent utilisée est à la fois une bénédiction et une malédiction. La Chine est non seulement le premier exportateur mondial de produits manufacturés, elle est aussi un exportateur important de produits agricoles et autres matières premières. L'économie chinoise est donc structurellement dépendante de ses exportations. Le montant des exportations marchandes chinoises est passé de 10 milliards de dollars à la fin des années 1970 à 326 milliards de dollars en 2002. Plus précisément, la part totale de la Chine dans le commerce mondial est passée de 1 % en 1980 à environ 6 % en 2004⁽⁴⁴⁾. Cette année-là, le commerce marchand de la Chine avec le reste du monde atteignait 1 300 milliards de dollars, le résultat de taux de croissance annuels de plus de 30 % certaines années. Fin 2004, la Chine était devenue la

44. Pour plus de détails voir Shalendra D. Sharma, *China and India in the Age of Globalization*, New York, Cambridge University Press, 2009.

troisième nation commerçant en dollars, derrière les États-Unis et l'Allemagne, et juste devant le Japon⁽⁴⁵⁾. En 2008, les exportations nettes (ou l'excédent de la balance commerciale) représentaient à peu près 12 % du PIB (elles n'étaient que de 2 % une décennie plus tôt), et les exportations atteignaient environ 40 % du PIB de la Chine. La somme des exportations et des investissements représentant un total d'environ 80 % du PIB, la demande globale de la Chine dépend de sa capacité à soutenir une croissance économique fondée sur les exportations. Ainsi, l'expansion régulière du commerce international et le maintien de l'ordre économique mondial sont des enjeux très importants pour Pékin.

Enfin, les législateurs chinois sont pragmatiques et ne cherchent pas à précipiter une guerre commerciale potentiellement longue et dangereuse avec leur principal partenaire. Ils savent que l'émergence rapide de leur pays comme créancier mondial, à un stade aussi précoce de son développement, reflète aussi des faiblesses inhérentes à l'économie chinoise. Tout d'abord, la Chine a constamment besoin d'augmenter les excédents de ses comptes. Le Japon était devenu un important créancier après la forte appréciation du yen et l'assouplissement monétaire lié aux Accords du Plaza de 1985 (engendrant un excès de liquidités). Mais le Japon (contrairement à la Chine) est aussi une puissance industrielle incontournable, avec de solides fondamentaux économiques. La Chine, elle, a vu sa position extérieure nette (c'est-à-dire la différence entre ses actifs et passifs extérieurs) passer du statut de débiteur net à celui de créancier net en seulement une décennie. Bien que la position extérieure nette de la Chine dépasse 30 % de son PIB en 2007, son PIB par habitant n'est que de 2 500 dollars, soit moins d'un dixième de la moyenne de l'OCDE. La position extérieure nette de la Chine, en croissance rapide depuis début 2000, est donc essentiellement le résultat de ses excédents courants croissants, et d'un taux d'épargne domestique élevé par rapport au taux d'investissement domestique. Ce fossé entre épargne et investissement pourrait poser de sérieux problèmes si les paiements courants continuaient à diminuer.

La deuxième faiblesse est le fruit d'un paradoxe. La Chine est toujours un pays pauvre en terme de PIB par habitant (le PIB par habitant de la Chine est à peu près le 100^e au monde), et elle souffre d'un relatif manque de capitaux. Comment expliquer alors qu'elle soit devenue un créancier mondial et qu'elle exporte des capitaux vers la nation la plus riche du monde ? En d'autres termes, pourquoi la Chine subventionne-t-elle le pays le plus riche du monde ? Pékin

comprend que ce problème reflète en partie les profondes faiblesses institutionnelles et structurelles du pays. Des marchés de capitaux très sous-développés, un secteur bancaire faible (et fragile), deux bourses fortement spéculatives, un marché des obligations du gouvernement rudimentaire, une piètre allocation des ressources et un système de protection sociale inexistant empêchent l'utilisation et l'investissement efficaces de l'épargne nationale. Afin d'éliminer les barrières domestiques à l'investissement, la Chine doit résoudre ses nombreux problèmes économiques : elle devra, entre autres, restructurer les bilans des banques, renforcer les marchés des capitaux domestiques, créer des instruments de couverture des changes, améliorer la gouvernance des entreprises. Ces processus ont commencé dans certains secteurs, mais ils prendront du temps. La Chine sait qu'elle a, aujourd'hui, peu d'alternatives viables aux avoirs en dollars. Les Chinois savent également qu'ils doivent approfondir leurs réformes économiques et permettre aux forces du marché de jouer un rôle décisif dans l'allocation des ressources, qu'il faut moderniser et ouvrir les marchés financiers domestiques pour mieux répartir les richesses de la nation⁽⁴⁶⁾. D'ici là, Pékin doit suivre le sage précepte de Deng Xiaoping et « attendre le bon moment » pour permettre son « émergence pacifique ».

Desserrer les liens de l'interdépendance

Bien entendu, l'interdépendance et la convergence économiques ne conduisent pas nécessairement à l'absence de conflit. Après tout, les bénéfices de l'interdépendance ne sont pas toujours alignés dans un équilibre parfait. Les relations économiques entre la Chine et les États-Unis devenant de plus en plus déséquilibrées (au moins en termes de commerce et d'excédents), l'acrimonie et la discorde se sont intensifiées. Anticipant une position de confrontation plus dure de la part des États-Unis, Pékin est visiblement en train de reconsidérer ses relations économiques avec les États-Unis,

45. Statistiques tirées de l'OCDE, *OECD Economic Survey : China*, Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, septembre 2005; Fond monétaire international (FMI), *World Economic Outlook 2007*, Washington, D.C., Fond monétaire international, 2007 ; Banque Mondiale, *China Quarterly Update* (différents numéros), lien permanent : <http://go.worldbank.org/NZLENK2LK0>. De plus, selon Lardy, entre 1978 et fin 2003, les entreprises étrangères ont investi environ 500 milliards de dollars en Chine, et représentaient plus d'un quart de la production chinoise de biens manufacturiers. En 2004, la Chine a attiré près de 60,6 milliards de dollars d'investissements directs étrangers. Seuls les États-Unis, avec près de 96 milliards de dollars et la Grande-Bretagne avec 78 milliards de dollars ont reçu davantage. Voir Nicholas R. Lardy, « China: Toward a Consumption-Driven Growth Path », *Policy Brief*, n° PB06-6, Washington, D.C., Institute for International Economics, octobre 2006.

46. Xin Wang, « China as a Net Creditor: An Indication of Strength or Weaknesses? », *China and the World Economy*, vol. 15, n° 6, 2007, p. 22-36.

avec la réduction de sa dépendance en ligne de mire. Plusieurs scénarios sont envisageables. Dans le plus extrême, l'intense pression des États-Unis pourrait conduire une Chine assiégée à répliquer. Si par exemple la Chine était qualifiée de « manipulateur de devise » et confrontée à des mesures punitives, Pékin pourrait être poussé à liquider une partie de ses bons du Trésor américain. Contrairement à ce que l'on pense souvent, ce ne serait pas très difficile. Après tout, les capitaux étrangers de la Chine sont détenus comme réserves de change « officielles », et le Parti-État, grâce à son contrôle du secteur bancaire, maîtrise totalement l'économie. Il peut agir vite et de façon décisive. De plus, contrairement au Japon, la Chine n'a pas besoin d'être déferente (ou plus exactement de faire le *kowtow*) devant les États-Unis. Bien que créancier, le Japon, membre de l'alliance occidentale et bénéficiant du parapluie militaire américain, se trouvait sous tutelle américaine et « avait une dette » envers son principal débiteur. Mais la Chine concurrence le pouvoir et l'influence des États-Unis, et ses relations avec son principal débiteur peuvent, au mieux, être considérées comme « un mariage de convenance » : elle est donc plus libre d'utiliser l'instrument économique au service de sa politique étrangère. Sans aucun doute, les actions de Pékin nuiraient fortement aux détenteurs, à la fois étrangers et domestiques, de la dette du Trésor américain. La Chine serait très largement perdante (cela reviendrait à scier la branche sur laquelle elle est assise), mais les investisseurs douteraient également de la capacité du gouvernement américain à honorer ses obligations face à des déficits structurels, intenable et durables. Puisque la majeure partie des réserves de change chinoises est investie dans les titres du Trésor américain (ce qui a permis de maintenir les taux d'intérêts américains à un faible niveau malgré les déficits budgétaires chroniques et la faible épargne domestique), tout changement significatif dans la gestion par la Chine de ses réserves de change aurait un impact très négatif sur les marchés des titres américains.

Bien entendu, Pékin préférerait réduire sa dépendance de façon plus mesurée et progressive. En fait, Pékin a sérieusement considéré ses options pour contrer le coût du maintien d'un système fondé sur le dollar. La Chine s'inquiète à juste titre de l'explosion des déficits du gouvernement américain, qui pourrait générer de l'inflation et réduire le pouvoir d'achat de ses capitaux financiers libellés en dollars. Pour se protéger contre ce risque, Pékin a envisagé et expérimenté de nombreuses stratégies, y compris des accords de court terme pour diversifier ses portefeuilles d'investissements en dehors du dollar américain. Sur ce sujet, la Chine est loin d'être isolée. La Russie et l'Inde ont également demandé la

fin de la domination du dollar sur le système monétaire international. Le président russe Dmitry Medvedev a signalé à plusieurs occasions que le système du dollar était « défectueux » et qu'une nouvelle monnaie supranationale devrait être créée. De même, un conseiller économique du Premier ministre indien Manmohan Singh a encouragé le gouvernement à diversifier ses 264,6 milliards de dollars de réserves de change (en 2008) et à détenir moins de dollars. Comme la Chine, ces deux pays ont affirmé que les monnaies mondiales devraient être réajustées afin de réduire les déséquilibres commerciaux qui ont contribué à la crise financière mondiale.

Mais, contrairement à la Russie et à l'Inde, la Chine ne se contente pas d'attendre. En 2009, Pékin a signé des accords de swap de devises d'un montant total de 650 milliards de yuans (soit environ 95 milliards de dollars) avec Hong Kong, l'Argentine, l'Indonésie, la Corée du Sud, la Malaisie et la Biélorussie. Ces accords permettront à ces pays de conclure des affaires avec la Chine en utilisant le yuan plutôt que le dollar. En juillet 2009, la banque centrale chinoise a pris une mesure supplémentaire pour internationaliser sa monnaie et réduire sa dépendance envers le dollar : elle a en effet promulgué de nouvelles règles permettant à certaines entreprises choisies de faire des factures et de conclure des transactions commerciales en renminbi en passant par des institutions financières de Shanghai, Hong Kong et Macao. Les importateurs et exportateurs pourront désormais placer et payer en renminbi leurs ordres auprès des entreprises chinoises habilitées. De plus, les banques de Hong Kong sont aujourd'hui autorisées à émettre des bons libellés en yuans, un pas supplémentaire vers la construction d'un marché du yuan *off-shore*, et les banques étrangères seront autorisées à acheter ou emprunter du yuan auprès de bailleurs du continent pour financer ce commerce. La banque centrale assure que cela ne signifie pas une totale convertibilité du yuan, mais que le système a été conçu pour apporter de la stabilité aux exportateurs locaux gênés par la valeur très fluctuante du dollar. Cette décision révèle néanmoins l'inquiétude croissante de Pékin quant à l'avenir du billet vert, et s'inscrit dans la lignée de son ambition de faire du yuan une monnaie échangée à l'international. En même temps, la Chine continue à être un important acquéreur net de bons américains, et notamment d'obligations.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, un héritage historique difficile n'est pas nécessairement une entrave à une profonde coopération économique. Malgré leur récent passé douloureux, la Chine, le Japon et la Corée du Sud (les trois plus grandes économies de la région) ont formé un ambi-

tieux « front uni » pour contrer les effets des tumultes financiers internationaux. Le 13 décembre 2008, les dirigeants de ces trois nations ont tenu leur première réunion au Japon. Le sommet ouvrait une phase inédite de coopération entre les trois pays, le Japon et la Chine élargissant leurs lignes de crédit à des accords monétaires avec la Corée du Sud pour renforcer le won. Le 23 février 2009, alors que la crise financière s'aggravait, les ministres des Finances de Chine, du Japon, de Corée du Sud et de dix nations du Sud-Est asiatique ont décidé de créer un fonds de 120 milliards de dollars de réserves de change, que les nations pourraient utiliser pour défendre leurs monnaies contre des attaques spéculatives. Le plan élargit de façon significative l'accord précédent, dit « Initiative de Chiang Mai » (qui permet seulement des swaps de devises bilatéraux⁽⁴⁷⁾), en fonctionnant de fait comme un système de contrôle et de coopération macroéconomiques à l'échelle régionale⁽⁴⁸⁾. Dans une déclaration commune, le Premier ministre chinois Wen, le Premier ministre japonais Taro Aso et le président sud-coréen Lee Myung-Bak ont également promis de renforcer le commerce et les investissements régionaux. Leur communiqué réaffirmait l'importance d'une étroite coopération régionale pour contrer la crise financière. Le 24 mars 2010, la Multilatéralisation de l'Initiative de Chiang Mai (CMIM) a formellement pris effet. Les responsabilités de l'organisme comprennent le contrôle de la situation économique et financière des pays de l'ASEAN+3 (l'Association des nations du Sud-Est asiatique plus la Chine, le Japon et la Corée du Sud), et l'apport de conseils sur l'utilisation du fonds de réserves de change. Les pays de l'ASEAN+3 ont également décidé de créer une garantie régionale du crédit et un fonds d'investissement d'une dotation initiale de 700 millions de dollars pour promouvoir l'émission de bons en monnaies nationales dans la région. Manifestement, la vision chinoise dépasse de plus en plus l'horizon américain. La Chine mène aussi activement une « expansion économique stratégique »⁽⁴⁹⁾. Pékin est en particulier devenu un participant actif sur les marchés internationaux des fusions et acquisitions.

Pratiquement inexistant il y a 20 ans, [ses capitaux étrangers acquis par ce type d'opérations] ont dépassé 87 milliards de dollars à la fin de l'année 2008 [...]. Les deux principales méthodes d'investissements directs étrangers sont le « greenfield », qui voit une entreprise construire une usine dans un pays, et l'investissement direct par fusion et acquisition : une entreprise achète de nombreuses parts d'une entreprise étrangère existante⁽⁵⁰⁾.

De façon peut-être encore plus significative, Pékin a transféré une part de ses richesses nationales vers des « fonds souverains ». Depuis 2007, Pékin a alloué près de 200 milliards de dollars à un fonds souverain géré par la China Investment Corporation (CIC), contrôlée par le gouvernement, et chargée d'investir à l'étranger. Il s'agit du plus grand fonds d'État au monde. Ce pouvoir financier donne à Pékin une opportunité unique d'élaborer une action à l'échelle mondiale. Il renforce sa capacité à acheter ou obtenir des parts majoritaires dans des entreprises, des institutions financières, des ressources ou des technologies. L'un des premiers investissements annoncés par la CIC était une participation de 10 % dans le groupe d'investissement américain Blackstone. Bien que Wall Street se soit inquiété d'une « influence croissante de la Chine » sur les entreprises américaines par le biais du marché, Washington n'a rien pu faire pour l'empêcher. La Chine, grand investisseur dans les titres américains, a affirmé qu'elle tentait simplement d'obtenir un meilleur retour sur ses investissements étrangers, en répartissant ses capitaux en actions, obligations et matières premières telles que le pétrole et l'or. Cette tendance se poursuivra. Les institutions financières chinoises ont été fortement critiquées en Chine pour leurs mauvais investissements aux États-Unis, et notamment les 5,6 milliards de dollars de parts dans Morgan Stanley, achetées par la CIC, et les grandes pertes potentielles sur les 3 milliards de dollars investis par la CIC dans le Groupe Blackstone en juin 2007. La priorité de Pékin est donc de diversifier ses investissements et de réduire les risques, ce qui signifie essentiellement la diminution de ses achats de titres américains. Sans surprise, la Chine, gros investisseur étranger dans les obligations de Fannie Mae et Freddie Mac, a fortement réduit ses positions dans cette dette. Après avoir réalisé des achats nets directs de 46 milliards de dollars dans la première moitié de 2008, Pékin était un vendeur net de 26,1 milliards de dollars dans la deuxième moitié de l'année. En fait, c'est la faible demande en provenance de Chine et d'autres investisseurs étrangers qui a conduit la Réserve fédérale américaine à annoncer, en

47. L'Initiative de Chiang Mai a été créée pour permettre des swaps de devises bilatéraux au moment de la crise asiatique. L'initiative a en particulier été conçue pour empêcher une forte demande en capitaux financiers, qui avait dévasté les économies asiatiques à la fin des années 1990.

48. Bien entendu, la contribution chinoise, de 38,4 milliards de dollars, a été faite en dollars américains, puisque la monnaie chinoise n'est pas totalement convertible.

49. Huaichuan Rui et George S. Yip, « Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspective », *Journal of World Business*, vol. 44, 2008, p. 213-226.

50. Titan Alon, Galina Hale et Joao Santos, « What is China's Capital Seeking in a Global Environment? », *FRBSF Economic Letter*, 22 mars 2010, San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco.

novembre 2008, qu'elle achèterait jusqu'à 600 milliards de dollars de dette de Fannie, Freddie et d'autres sociétés de crédits immobiliers liées au gouvernement.

Pékin a également réalisé que sa tendance à se présenter en victime sans défense du dollar américain perdait de son efficacité et semblait de plus en plus sournoise. L'attaque de Krugman et d'autres, affirmant que les problèmes de la Chine étaient fondamentalement ancrés dans sa stratégie délibérée de « mercantilisme », a fait mouche. La crise des subprimes a surtout contraint Pékin à repenser les liens étroits de sa monnaie avec le dollar. La croissance exponentielle des impressionnantes réserves de change chinoises est due aux efforts consentis pour stabiliser le taux de change entre le yuan et le dollar, même face à de fortes tensions économiques en faveur de l'appréciation (vue la croissance soutenue de la productivité chinoise, il est naturel que le yuan s'apprécie). Mais ce lien est aujourd'hui de plus en plus encombrant. Pour empêcher une appréciation et éviter la perte de compétitivité des exportations, la banque centrale chinoise a dû acheter des dollars et vendre des renminbis de façon agressive. Mais cette stratégie n'est pas indolore. Elle complique la gestion macroéconomique domestique (les contrôles de la Chine sur les changes privés de renminbis en d'autres monnaies ne sont pas toujours efficaces), et la focalisation sur la stabilisation du taux de change a contraint Pékin à renoncer en partie à la possibilité d'utiliser la politique monétaire à des fins domestiques, comme par exemple pour contrôler l'inflation. Par conséquent, la dépréciation régulière du dollar a non seulement augmenté les incertitudes associées aux mouvements de capitaux, mais le dollar affaibli, en poussant à la hausse les prix des matières premières libellés en dollars, exerce sur la Chine une pression inflationniste importée. La forte hausse des prix des produits alimentaires ces dernières années a déjà érodé les bénéfices du développement économique, en particulier sur la réduction de la pauvreté. De plus, le raidissement général des marchés du crédit, consécutif à la crise des subprimes, et le resserrement du crédit (« *credit crunch* ») qui en a découlé, ont réduit les flux de capitaux vers la Chine. Sur le court terme, cela ne pose pas de problème sérieux à la Chine, qui dispose d'un montant élevé de liquidités dans son économie domestique. Mais si la situation persiste, le resserrement du crédit pourrait avoir un impact négatif. Il pourrait par exemple diminuer la capacité des entreprises à lever des fonds internationaux, ce qui freinerait la croissance de l'investissement : ces entreprises devraient en effet s'appuyer davantage sur des sources de financement domestiques plus onéreuses, comme le crédit

bancaire. La pression inflationniste sur les taux d'intérêts domestiques pourrait alors augmenter.

Pékin sait qu'il serait plus prudent d'adopter un taux de change plus flexible. Après tout, la focalisation de la Chine sur la stabilité du taux de change malgré ses excédents courants actuels, a non seulement engendré d'intenses pressions protectionnistes aux États-Unis et ailleurs, mais elle a également contraint la banque centrale à accumuler des réserves de change massives, ce qui a eu des conséquences domestiques négatives. Pour empêcher le yuan de s'apprécier par rapport au dollar, la banque centrale chinoise doit émettre davantage de monnaie afin de maintenir de faibles taux d'intérêt. Mais une telle stratégie risque d'exacerber le problème de l'inflation si davantage de monnaie sert à acquérir trop peu de biens. Cela signifie également que la Chine est exposée à des pertes de capitaux importantes sur ses réserves en devises (largement libellées en dollars) si le renminbi s'apprécie. De plus, une appréciation du taux de change favoriserait la consommation domestique, ce dont la Chine a besoin. L'adoption d'un taux de change flexible permettrait à la Chine de mener une politique monétaire centrée sur des objectifs domestiques, comme par exemple le contrôle de l'inflation et la maîtrise de la croissance. Bien entendu, cette politique n'implique pas d'ignorer totalement le taux de change : des interventions des autorités sur le marché des changes pourraient être nécessaires pour limiter les fluctuations monétaires à court terme. L'évolution vers un régime de change plus flexible n'est pas non plus un argument en faveur de la libéralisation des comptes de capital. Il existe en effet de nombreux exemples de pays combinant un taux de change à flottement contrôlé et un contrôle des capitaux. L'adoption d'une politique monétaire centrée sur des objectifs domestiques aiderait plutôt la Chine à développer un système financier plus équilibré et plus résistant.

Enfin, face aux pressions protectionnistes croissantes des États-Unis et d'ailleurs, la Chine évalue mieux aujourd'hui les avantages du renforcement de la demande domestique. Celle-ci permet en effet de limiter la dépendance envers les exportations, et de réduire leur rôle de moteur principal de la croissance. Le 11 novembre 2008, Pékin a approuvé un plan de relance massif de 4 000 milliards de yuans (586 milliards de dollars) sur deux ans. Représentant près de 14 % du PIB annuel, il s'agit probablement du plus grand programme de relance en temps de paix de l'histoire⁽⁵¹⁾. Le plan identifie dix postes de dépenses, dont la construction et les infrastructures rurales, et vise une « croissance harmonieuse », grâce à des investissements renforcés dans le système de santé publique, l'éducation, les aides au logement,

l'augmentation des allocations de chômage et autres bénéfices sociaux. La légitimité politique du Parti communiste s'appuie sur le maintien d'une forte croissance économique. La crise des subprimes, et la décision de Pékin de placer une telle partie de l'épargne durement acquise par la nation dans des obligations en dollars à faible rendement (malgré les besoins croissants en Chine), ont donc provoqué une colère publique généralisée. Selon Martin Feldstein, « la valeur du portefeuille en dollars équivaut à environ 1 000 dollars par personne en Chine, soit environ le niveau du revenu total par habitant au taux de change officiel ⁽⁵²⁾ ». Le ressentiment populaire contre le Parti-élite, la corruption des fonctionnaires et les inégalités économiques croissantes explique en partie pourquoi l'un des plus grands succès en librairies dans la République populaire est l'ouvrage de Song Hongbing, *Currency War*. Il s'agit d'un livre virulent, peu étayé, qui accuse les « conspirations des riches élites nationales et des Juifs cherchant à dominer le monde » d'être responsables des crises financières. L'auteur affirme que la Chine devrait être prête à faire face à des « guerres exsangues » lancées par des forces démoniaques telles que la Réserve fédérale américaine, pour détruire l'économie chinoise. Même si Pékin rejette ces élucubrations comme celles d'un fou, il réalise que les fruits du développement économique doivent être mieux répartis et la meilleure façon de le faire est de générer une demande intérieure.

Conclusion

Pékin est évidemment très préoccupé par l'évolution de l'économie américaine. Et la Chine a toutes les raisons de s'inquiéter. Si les tendances actuelles se maintiennent, les énormes réserves de change chinoises, libellées en dollars, pourraient perdre une part significative de leur valeur dans les prochaines années. L'émission presque illimitée de monnaie par les États-Unis a un réel potentiel d'inflation galopante, ce qui décimerait alors la valeur des avoirs en dollars durement acquis par la Chine. Il faut ajouter à cela la crainte que les États-Unis imposent des conditions toujours plus onéreuses. Ces préoccupations ont rendu Pékin de plus en plus sensible aux déclarations « intéressées » de Washington. Ceci explique en grande partie l'assurance croissante de la Chine, et notamment sa volonté de critiquer ouvertement les politiques économiques américaines, en particulier celles qui touchent la Chine. En un sens, le vent a tourné. Pendant des années, Washington a poussé la Chine (et d'autres économies émergentes) à imiter le capitalisme de marché américain. La Chine devait libéraliser ses flux de capitaux, et laisser sa

monnaie s'apprécier en fonction des forces du marché. Il y a peu, un tel « conseil » américain trouvait encore une écoute complaisante auprès des réformistes de Pékin. Alors que le « modèle anglo-américain » du capitalisme est de plus en plus impopulaire, ses détracteurs s'enhardissent ⁽⁵³⁾. La Chine ne sera pas la seule à critiquer – parfois vivement – son débiteur.

Post-scriptum

La crise dans la zone euro est une mauvaise nouvelle pour la Chine. L'euro s'est effondré face au renminbi (dont la valeur est indexée sur celle du dollar) : les exportations chinoises vers l'Europe sont donc devenues moins compétitives, et les entreprises de la zone euro ont bénéficié d'un avantage compétitif sur le marché chinois. La chute de l'euro rend encore plus improbable la fin de l'indexation du renminbi sur le dollar (pour apaiser Washington, les législateurs chinois avaient évoqué la possibilité de mettre fin à l'indexation sur le dollar et de laisser le renminbi s'apprécier modestement). Aujourd'hui, l'augmentation du renminbi par rapport au dollar signifierait également une nouvelle hausse de la valeur du renminbi par rapport à l'euro, ce qui rendrait les exportations chinoises en Europe encore moins compétitives. Sans surprise, le 24 mai 2010, au début de la deuxième session du « Dialogue stratégique et économique Chine-USA », Pékin a une fois de plus réitéré son engagement à réformer sa monnaie – mais selon un « processus de décision indépendant » et à son propre rythme – ce qui signifie que Pékin ne laissera pas le renminbi s'apprécier. Ce problème risque de s'accroître si l'accès au financement du commerce devient plus difficile pour les banques chinoises et étrangères. Les exportateurs chinois dépendent fortement des lettres de crédit des banques pour financer leur fret et une crise de la dette souveraine entraîne en général une réduction des lettres de crédit destinées à financer le commerce ⁽⁵⁴⁾.

Le 10 juin 2010, lors d'une audition animée de la Commission des finances du Sénat sur les relations commerciales entre la Chine et les États-Unis, les représentants démocrates et républicains ont fortement critiqué Geithner et l'administration Obama, leur reprochant l'absence de progrès dans la gestion des politiques économiques et monétaires

51. Yongding Yu, « Asia: China's Policy Response to the Global Financial Crisis », *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, n° 1, 2010, p.1-10.

52. Martin Feldstein, « Resolving the Global Imbalance: Dollar and U.S. Savings Rate », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n° 3, été 2008, p. 113-126.

53. Joseph E. Stiglitz, « China: Towards a New Model of Development », *China Economic Journal*, vol. 1, n° 1, février 2008, p. 33-52.

54. Shalendra D. Sharma, « Dealing with the Contagion: China and India in the aftermath of the Subprime Meltdown », *China and the World Economy*, vol. 17, n° 2, 2009, p. 1-14.

mercantilistes de Pékin. Le sénateur Schumer a remarqué avec colère que « des milliards et des milliards de dollars, des millions et des millions d'emplois partent vers la Chine, simplement parce que sa monnaie est manipulée ». Il a averti que le Congrès travaillait désormais sur une législation prévoyant de sévères sanctions commerciales contre la Chine. Schumer soulignait :

Les politiques mercantilistes de la Chine continuent à nuire à la santé des industries américaines, notre aversissement est donc justifié [...]. Bien que l'administration nous demande de ne pas le faire, nous allons aller de l'avant avec notre législation bipartisane [...]. Je suis confiant, ce projet de loi sera approuvé par le Sénat avec une large majorité. La question ici n'est pas celle du protectionnisme américain, mais le fait que la Chine se moque des règles du libre échange.

Reste à savoir combien de temps l'administration pourra résister à la pression croissante du Congrès⁽⁵⁵⁾.

Le 19 juin 2010 (une semaine avant le sommet du G20), la banque centrale chinoise a diffusé un communiqué annonçant la fin potentielle des 23 mois d'indexation du yuan sur le dollar⁽⁵⁶⁾. Pékin a clairement souligné que ce changement était lié à la situation économique domestique :

La reprise et la relance de l'économie chinoise se sont renforcées grâce au retour de la stabilité économique [...]. Il est donc souhaitable de poursuivre la réforme du régime de taux de change du renminbi, et d'augmenter sa flexibilité⁽⁵⁷⁾.

Mais cette déclaration reste floue sur les délais dans lesquels la banque centrale compte effectuer ce changement. Pékin a clairement exclu une réévaluation brutale, soulignant qu'il n'y avait aucune raison d'effectuer « une appréciation à grande échelle ». Sans aucun doute, cette annonce permettra à la Chine d'éviter les critiques de l'administration Obama et des autres nations du G20 lors du sommet de Toronto les 26 et 27 juin. Bien entendu, ce que Geithner a appelé une « mise en œuvre vigoureuse » ferait taire les critiques. Geithner a qualifié cette décision d'« étape importante », mais il a également ajouté que « la question est maintenant de savoir jusqu'où et à quelle vitesse ils laisseront leur monnaie s'apprécier »⁽⁵⁸⁾. Le sénateur Schumer a fait remarquer cyniquement que :

Cette déclaration d'intensions, vague et limitée, est

une réponse typiquement chinoise pour faire baisser la pression [...]. Tant qu'il n'y aura pas d'informations plus précises sur le calendrier et l'ampleur de cette appréciation de la monnaie, nous ne pourrons avoir le sentiment que les Chinois commencent à accepter les règles du jeu⁽⁵⁹⁾.

Schumer a averti :

Nous espérons que les Chinois donneront davantage de détails dans les prochains jours. Dans le cas contraire, et pour le bien des emplois et de la prospérité des États-Unis, qui sont affectés tous les jours par les pratiques de la Chine, nous n'aurons d'autre choix que de faire avancer notre projet de loi⁽⁶⁰⁾.

• Traduit par Séverine Bardon.

55. Ian Talley et Tom Barkley, « US Lawmakers Press Geithner on China Currency, Trade Policies », *The Wall Street Journal*, 10 juin 2010, http://online.wsj.com/article/BT-CO-20100610-711862.html?mod=WSJ_latestheadlines. Martin Crutsinger, « Geithner pressed by Congress on China currency », *Associated Press*, 10 juin 2010, <http://finance.yahoo.com/news/Geithner-pressed-by-Congress-apf-2170249732>.
56. The People's Bank of China, « Further Reform the RMB Exchange Rate Regime and Enhance the RMB Exchange Rate Flexibility », 19 juin 2010, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail>; voir également William R. Cline, « Renminbi Undervaluation, China's Surplus and the US Trade Deficit », *Policy Brief*, n° PB10-20, août 2010, Washington, D.C., Institute for International Economics.
57. Back et Browne soulignent que « le débat sur la nécessité pour la Chine de laisser sa monnaie s'apprécier a été intense et public : le ministère du Commerce, soutien inflexible des exportateurs chinois, était catégoriquement opposé à un yuan plus fort. La banque centrale, qui est responsable de la santé économique dans son ensemble, avait un point de vue différent : un yuan plus fort pourrait aider la Chine à lutter contre l'inflation en faisant baisser le coût des importations, notamment sur l'énergie et les matières premières... Pékin a toujours insisté sur le fait qu'il ne mènerait une réforme monétaire que lorsque les conditions économiques le permettraient. De nombreuses statistiques économiques, rendues publiques récemment, révèlent une augmentation des exportations et de l'inflation en mai 2010 : cette situation a probablement convaincu les législateurs chinois que les conditions étaient réunies. L'index des prix à la consommation a augmenté de 3,1% en mai par rapport à l'année précédente, dépassant le seuil psychologique des 3 %, qui est l'objectif officiel de Pékin pour l'inflation moyenne sur l'année 2010. Un yuan plus fort peut aider à contenir l'inflation en réduisant le coût des importations. En théorie, un taux de change plus flexible pourrait également renforcer l'indépendance de la politique monétaire chinoise, lui permettant d'augmenter ses taux d'intérêts sans crainte d'un afflux de monnaie étrangère cherchant des retours élevés sur les capitaux libellés en yuans ». Aaron Back et Andrew Browne, « Pragmatism Drove Beijing's Decision to Drop Peg », *The Wall Street Journal*, 20 juin 2010, http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704638504575318671733450594.html?mod=WSJ_hpp_LEFTTopStories.
58. "MarketWatch" et Ronald D. Orol, « China to ease yuan-dollar peg », *MarketWatch*, 20 juin 2010, <http://www.marketwatch.com/story/china-loosens-yuans-peg-to-dollar-reports-2010-06-20>.
59. Cara Anna, « China to allow more exchange rate flexibility », 19 juin 2010, http://news.yahoo.com/s/ap/20100619/ap_on_bi_ge/as_china_currency/print.
60. Rebecca Christie et Ian Katz, « Geithner Calls for Follow-Up to China's Yuan Decision », *Bloomberg News*, 19 juin 2010, <http://www.businessweek.com/news/2010-06-19/geithner-calls-for-follow-up-to-china-s-yuan-decision-update2-.html>.