

Flash Economie

18 septembre 2018 - 1040

Y a-t-il des pays qui manipulent leur taux de change ?

D. Trump a annoncé en septembre 2018 que, pour juger de la présence ou non d'une politique de manipulation des taux de change, les Etats-Unis allaient regarder, pour les différents pays :

- leur balance courante globale,
- leur politique monétaire, leurs interventions de change ;
- leur balance commerciale avec les Etats-Unis.

La balance courante ou la balance commerciale avec les Etats-Unis sont critiquables comme indicateurs de la manipulation des taux de change : elles résultent des niveaux de taux d'épargne, de la spécialisation productive des pays, de leur localisation dans les chaînes de valeur ; une dépréciation du change peut aussi résulter d'une crise financière. Si on se concentre sur la politique monétaire et les interventions de change, on voit qu'on peut considérer que :

- la zone euro, le Royaume-Uni, le Canada et le Japon manipulent leur taux de change avec des taux d'intérêt anormalement bas si l'on considère leur position cyclique ;
- la Chine manipule son taux de change avec des taux d'intérêt anormalement bas et une faible perte de réserves de change.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Quels critères pour savoir si un pays manipule son taux de change ?

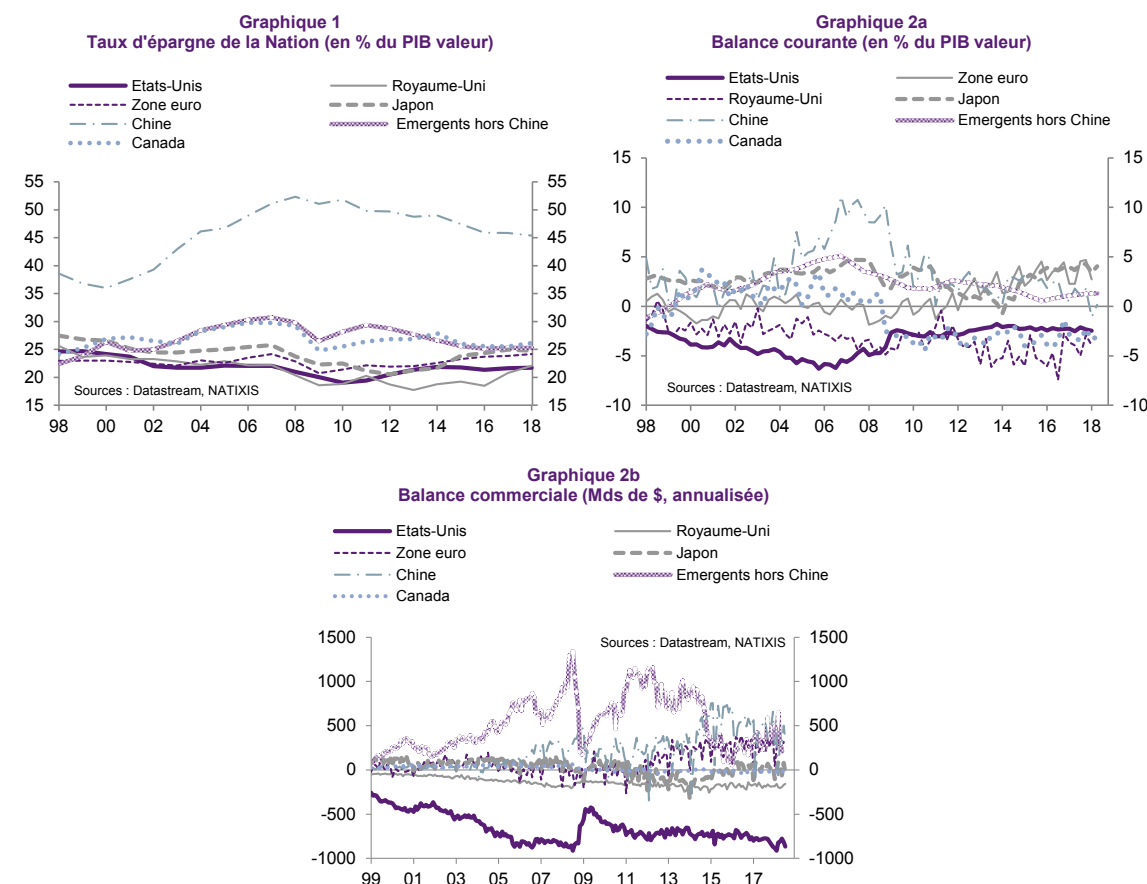
D. Trump veut utiliser **trois critères** pour savoir si un pays manipule ou non son taux de change :

- la balance courante globale du pays ;
- son excédent commercial vis-à-vis des Etats-Unis ;
- sa politique monétaire, sa politique de change.

Les deux premiers critères sont tout à fait discutables :

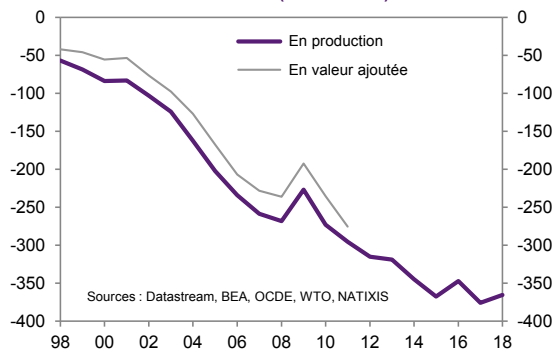
- **les balances courantes et commerciales dépendent des taux d'épargne des pays**, qui eux-mêmes résultent d'habitudes historiques, de la démographie, du niveau de vie. **On ne peut pas considérer que le taux de change est le seul déterminant des balances commerciales ;**

- on sait que le taux d'épargne faible des Etats-Unis et élevé de la Chine (**graphique 1**) est le déterminant essentiel du déficit extérieur des Etats-Unis et de l'excédent extérieur de la Chine (**graphiques 2a/b**) ;



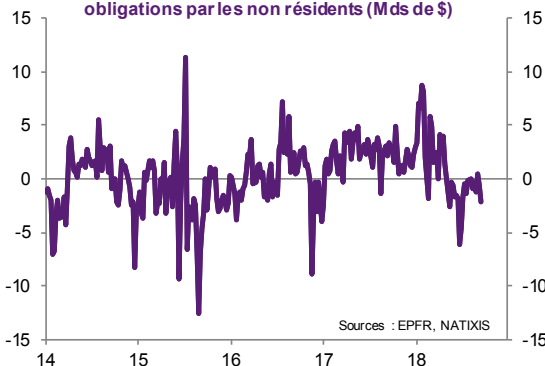
- **les balances commerciales dépendent aussi des localisations des pays dans les chaînes de valeur.** Beaucoup d'activités d'assemblage sont localisées en Chine. Ceci explique que le déficit extérieur des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine en valeur ajoutée (pour les biens et services produits en Chine) est inférieur à celui mesuré habituellement (pour les biens et services exportés de Chine, **graphique 3**) ;

Graphique 3
Etats-Unis : balance commerciale des Etats-Unis avec la Chine (en Mds de \$)

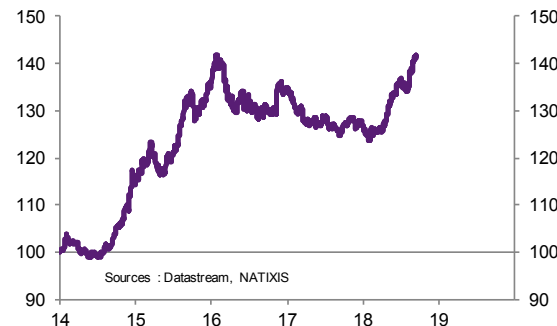


- **la dépréciation du change peut aussi venir d'une crise financière,** pas d'une volonté des Etats, comme on le voit aujourd'hui avec les sorties de capitaux depuis les pays émergents (**graphiques 4a/b**).

Graphique 4a
Ensemble des émergents : achats d'actions + obligations par les non résidents (Mds de \$)



Graphique 4b
Emergents hors Chine : taux de change par rapport au dollar (100 en 2014:1)



Il nous paraît donc plus pertinent de regarder les politiques monétaires et de change, dans la période récente.

Où les politiques monétaires et de change ont-elles aujourd'hui comme un de leurs objectifs d'affaiblir anormalement le taux de change ?

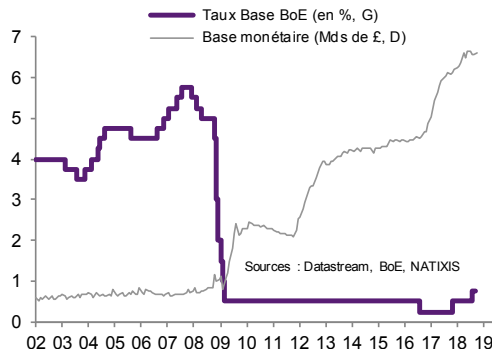
On peut considérer que les politiques monétaires et de change affaiblissent anormalement le taux de change si :

- le taux d'intérêt est anormalement bas, la création monétaire anormalement forte ;
- il y a accumulation de réserves de change ou perte trop faible de réserves de change quand le taux de change se déprécie.

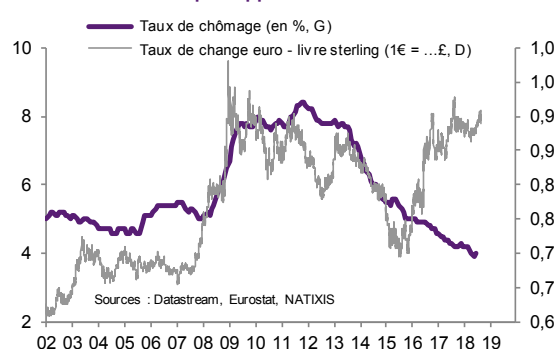
1) Pays de l'OCDE

Les graphiques 5a/b, 6a/b, 7a/b, 8a/b montrent alors qu'on peut accuser aujourd'hui le Royaume-Uni, le Canada, la zone euro et le Japon de manipuler leur taux de change.

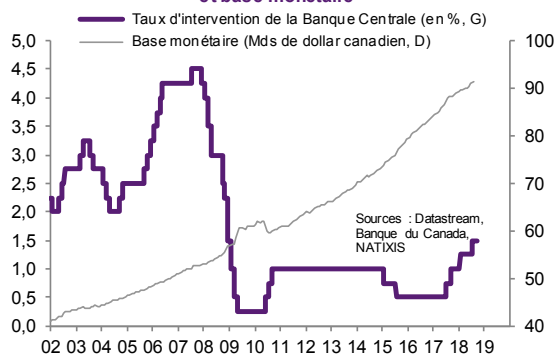
Graphique 5a
Royaume-Uni : taux base BoE et base monétaire



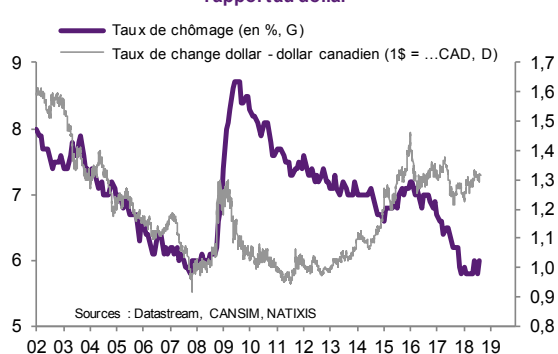
Graphique 5b
Royaume-Uni : taux de chômage et taux de change par rapport à l'euro



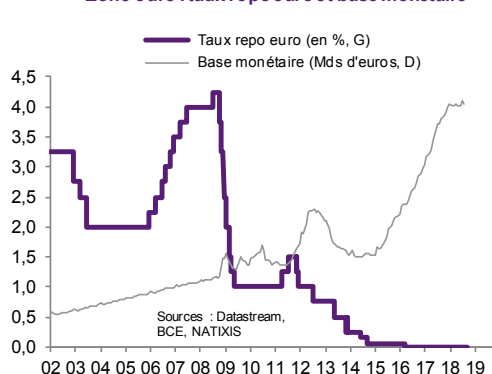
Graphique 6a
Canada : taux d'intervention de la Banque Centrale et base monétaire



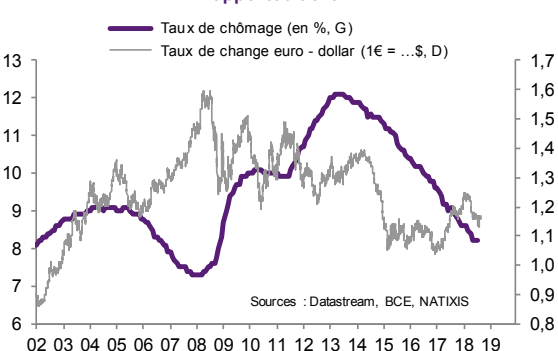
Graphique 6b
Canada : taux de chômage et taux de change par rapport au dollar



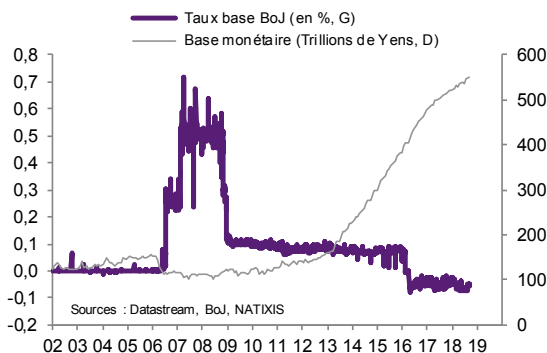
Graphique 7a
Zone euro : taux repo euro et base monétaire



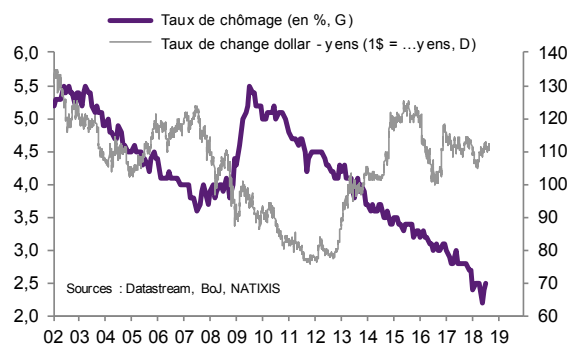
Graphique 7b
Zone euro : taux de chômage et taux de change par rapport au dollar



Graphique 8a
Japon : taux base BoJ et base monétaire



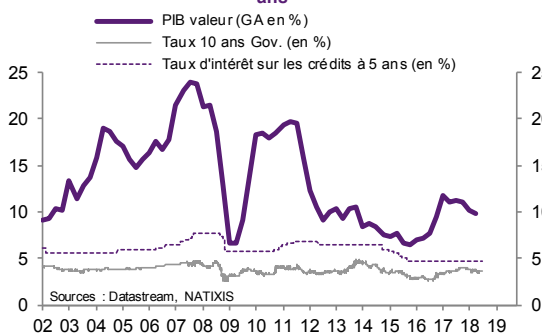
Graphique 8b
Japon : taux de chômage et taux de change par rapport au dollar



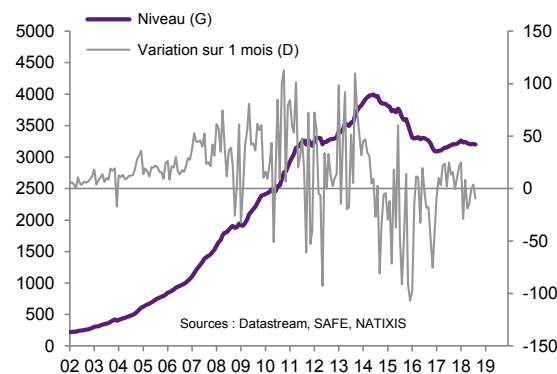
2) Chine

Aujourd'hui, la Chine maintient des taux d'intérêt anormalement bas, ce qui conduit à des sorties de capitaux malgré les contrôles (graphiques 9a/c). Il en résulte une tendance à la dépréciation du change qui n'a pas été entièrement corrigée par la baisse des réserves (graphiques 9b/c). On peut donc considérer que la politique de taux d'intérêt de la Chine est anormale et conduit à la dépréciation du taux de change.

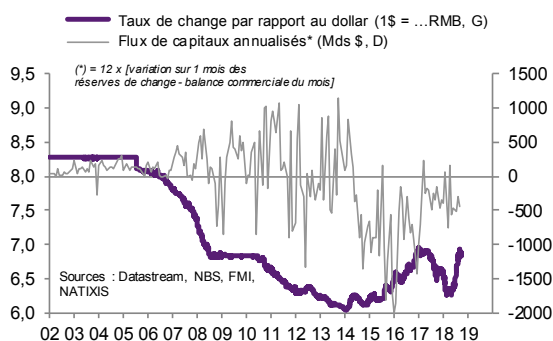
Graphique 9a
Chine : PIB valeur, taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux d'intérêt sur les crédits à 5 ans



Graphique 9b
Chine : réserves de change (Mds de \$)



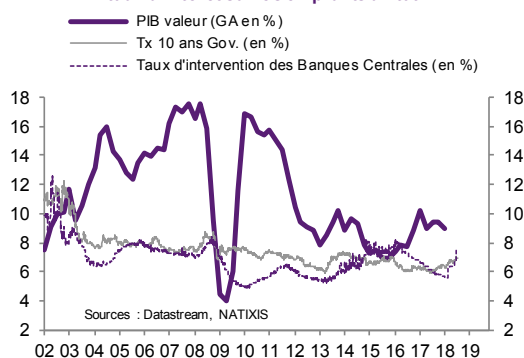
Graphique 9c
Chine : taux de change par rapport au dollar et flux de capitaux annualisés



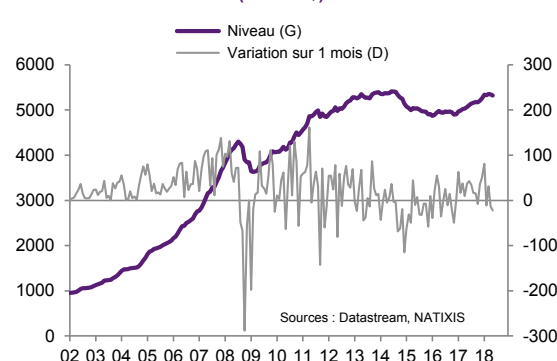
3) Autres pays émergents

Pour les pays émergents autres que la Chine, on voit dans la période récente une nette remontée des taux d'intérêt (graphique 10a) et une perte de réserves de change (graphique 10b) afin de limiter la dépréciation du taux de change malgré les sorties de capitaux (graphiques 10c/d).

Graphique 10a
Emergents hors Chine : PIB valeur, taux directeur et taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



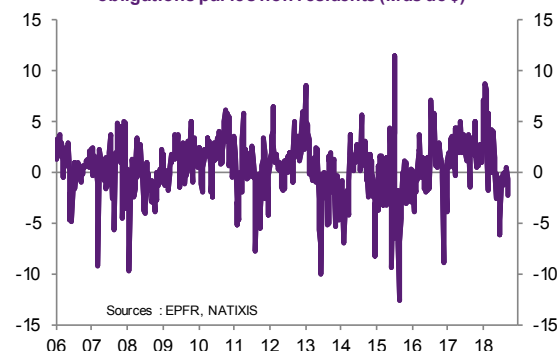
Graphique 10b
Emergents hors Chine : réserves de change (Mds de \$)



Graphique 10c
Ensemble des émergents hors Chine : taux de change contre le dollar (100 en 2002:1)



Graphique 10d
Ensemble des émergents : achats d'actions + obligations par les non résidents (Mds de \$)



Synthèse : qui manipule son taux de change ?

Les Etats-Unis veulent savoir qui manipule son taux de change. L'examen des balances commerciales ne permet pas de le savoir, car elles dépendent de beaucoup d'autres variables (spécialisation productive, taux d'épargne). Quand on regarde les politiques monétaires et de change, **on voit une suspicion de manipulation du taux de change** :

- dans la zone euro, au Royaume-Uni, au Canada et au Japon, avec des taux d'intérêt anormalement bas, compte tenu de la position cyclique ;
- en Chine, avec des taux d'intérêt anormalement bas et une faible perte de réserves de change ;
- pas dans les autres pays émergents.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous receviez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Canada : Natixis n'est pas référencé au titre de courtier en vertu de la législation sur les valeurs mobilières au Canada et ne peut traiter qu'avec des investisseurs désignés comme clients admissibles au sens de l'article 8.18 du Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, les dispenses et les obligations permanentes des personnes inscrites.

Australie : Natixis opère à travers une filiale détenue entièrement, Natixis Australia Pty Ltd (" NAPL "). NAPL est enregistrée auprès de l'Australian Securities & Investments Commission et détient une licence de services financiers australienne (No 317114) qui permet à NAPL d'exercer ses activités en Australie avec des clients "wholesale". Les détails de cette licence sont disponibles sur demande.

Hong Kong : ce document est destiné à être distribué uniquement aux investisseurs professionnels (au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Cap.571) de Hong Kong et de toute règle établie en vertu de cette ordonnance).

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>