NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 avril 2010 – N°. 184

Quelques rappels sur les mécanismes de politique monétaire utiles pour comprendre la situation de la Chine

Nous voulons préciser le contenu des notions de flexibilité des changes, de taux de change administrés, de mobilité internationale des capitaux, d'indépendance monétaire, afin de permettre une évaluation rigoureuse des choix auxquels les autorités chinoises sont confrontées.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteurs :
Patrick ARTUS
Bei XU

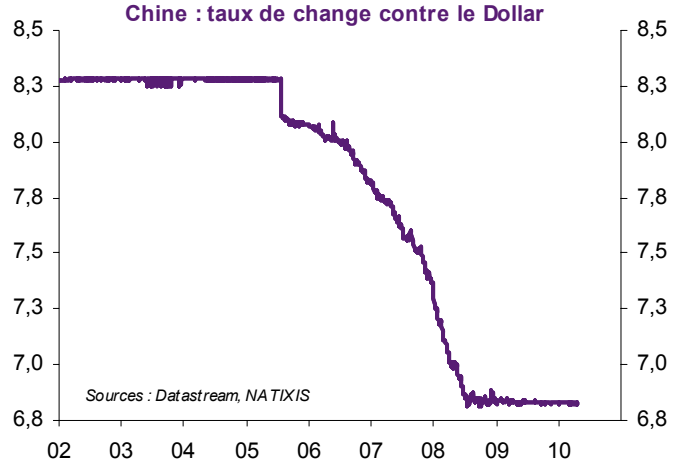
GROUPE BPCE

Changes flexibles et taux de change administrés

Il ne faut pas confondre **flexibilité des changes et taux de change variables mais administrés.**

Ce qu'ont fait les autorités chinoises de 2005 à 2008 **(graphique 1)** n'est pas de passer à des taux de change flexibles mais d'apprécier le taux de change du RMB tout en continuant à le contrôler (à l'administrer).

Graphique 1
Chine : taux de change contre le Dollar

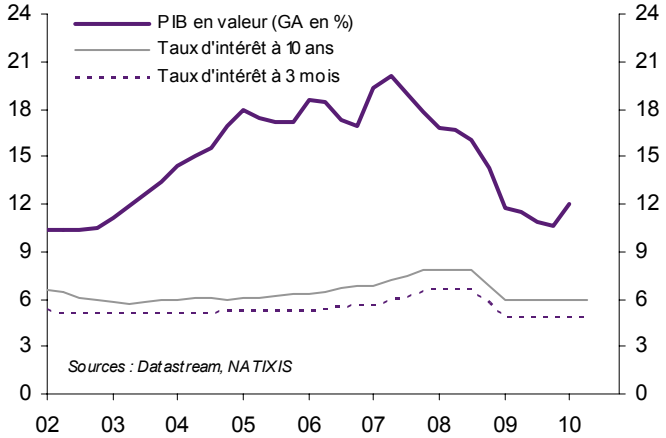


Lorsque les taux de change sont flexibles, ce sont les marchés financiers qui déterminent le taux de change ; la Banque Centrale du pays choisit la politique monétaire domestique, en particulier les taux d'intérêt.

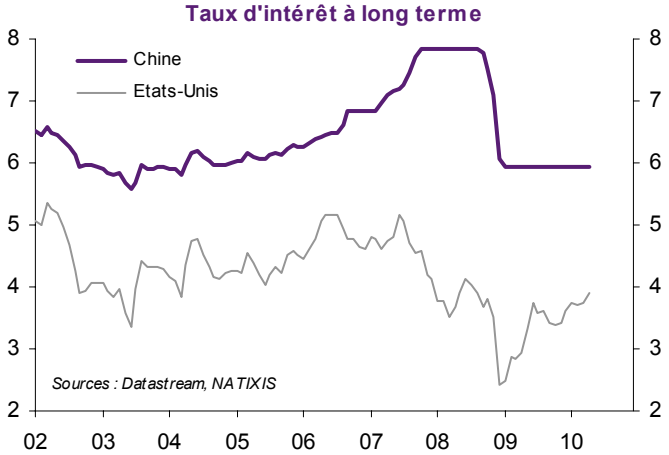
Lorsque les taux de change sont administrés, le taux de change, même s'il varie, est choisi par la Banque Centrale, qui ne peut donc pas choisir les taux d'intérêt. Les taux d'intérêt sont déterminés par l'arbitrage entre actifs du pays et actifs étrangers, compte tenu du niveau de taux de change choisi par la Banque Centrale.

Si le taux de change est fixe, et si ces arbitrages sont très actifs (parfaite mobilité internationale des capitaux, voir plus loin), **les taux d'intérêt doivent être identiques** dans le pays et à l'étranger. Ceci explique le faible niveau des taux d'intérêt en Chine **(graphiques 2 a/b)**, car ils ne peuvent pas beaucoup s'éloigner des taux sur le dollar.

Graphique 2 a
Chine : PIB en valeur et taux d'intérêt



Graphique 2 b
Taux d'intérêt à long terme



Si le taux de change est modifié par la Banque Centrale, et si ces modifications sont anticipées, le taux d'intérêt s'ajuste en conséquence. S'il y a forte mobilité des capitaux, on a :

Taux d'intérêt du pays (Chine)	=	Taux d'intérêt sur la monnaie de référence (USD)	+ Dépréciation anticipée (- appréciation anticipée) de la monnaie du pays

Ce qui lie les taux d'intérêt.

Degré de mobilité internationale du capital

Si la mobilité internationale du capital est forte, les arbitrages entre titres du pays et titres étrangers sont très actifs : **les rendements de ces deux groupes de titres doivent être très voisins**.

Plus la mobilité internationale des capitaux est forte, moins un pays qui administre son taux de change a la liberté de choisir son taux d'intérêt.

Le **graphique 3** montre les flux de capitaux vers la Chine.

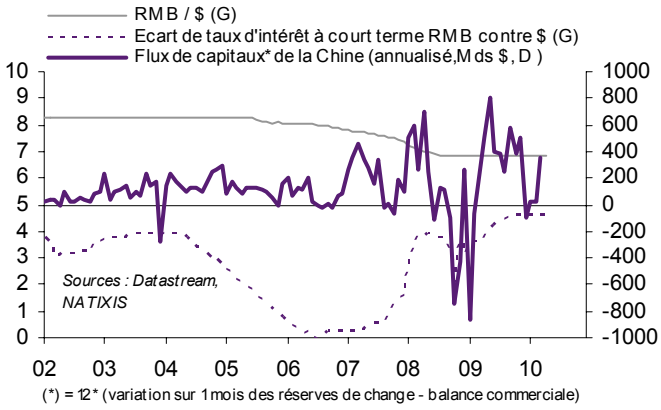
On voit que l'appréciation (effective ou attendue) du RMB et les niveaux plus élevés de taux d'intérêt en Chine **attirent des capitaux importants**.

Une manière de réduire la mobilité des capitaux est de mettre en place des contrôles des capitaux. Si ces contrôles sont efficaces (ce qui est douteux comme on le voit en Chine), même avec des changes administrés, la Banque Centrale retrouve une certaine liberté de fixation des taux d'intérêt. **Si ces contrôles sont inefficaces**, et **si la mobilité internationale du capital est forte, alors les changes administrés interdisent radicalement la libre disposition des taux d'intérêt**. La taille des flux de capitaux en Chine (**graphique 3** ci-dessus) montre d'une part qu'une partie des contrôles des capitaux a été levée, d'autre part qu'ils sont probablement contournés[1].

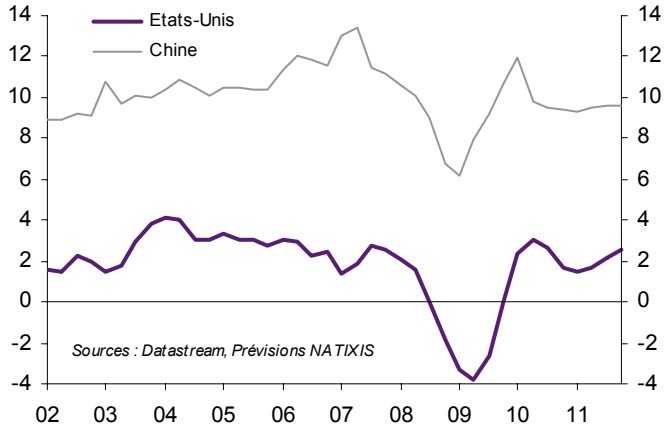
Indépendance monétaire et choix de la Chine

Un pays comme la Chine qui a une croissance si différente de celle des autres pays (graphique 4) doit avoir son indépendance monétaire.

Graphique 3
Chine : taux de change, taux d'intérêt et flux de capitaux



Graphique 4
Croissance du PIB (volume, GA en %)



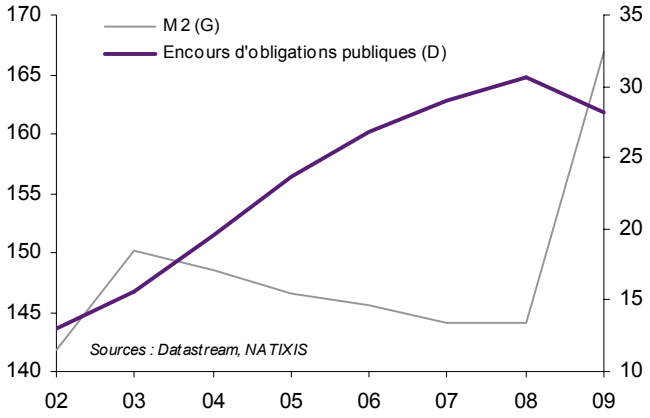
Elle serait assurée si la Chine passait en changes flexibles.

Mais en changes flexibles, il faut qu'il y ait **des flux de capitaux privés** qui équilibrent le marché des changes, donc il faut lever les contrôles des capitaux, donc **il faut qu'il y ait en Chine des marchés financiers domestiques qui puissent stabiliser l'épargne**, ce qui est loin d'être le cas.

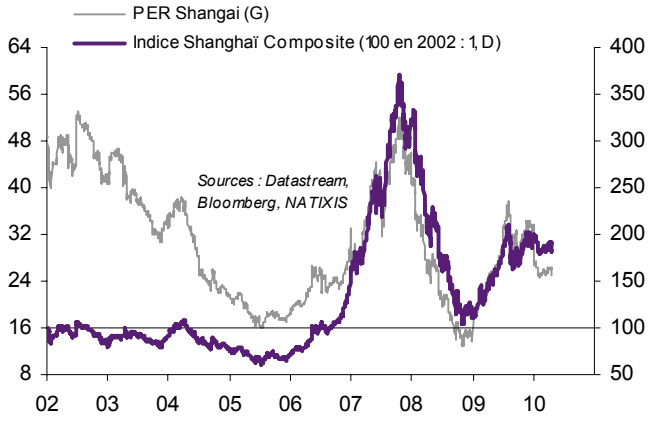
[1] Voir Special Report No.336 du 26 novembre 2009 «La Chine renforce la règlementation sur les mouvements des capitaux ».

Avec des marchés financiers domestiques soit de faible taille (obligataire, **graphique 5 a**) soit très spéculatifs (actions, **graphique 5 b**), l'épargne est conservée sous forme monétaire **(graphique 5 a)**, donc extrêmement instable, ce qui rend impraticable la levée complète des contrôles des capitaux.

Graphique 5 a
Chine : obligations et M2 (en % PIB)



Graphique 5 b
Chine : indice boursier et PER



En changes flexibles, comme on l'a vu :

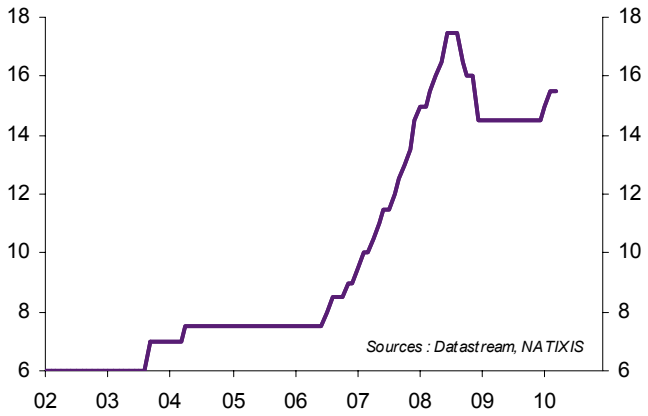
- la Banque Centrale peut choisir les taux d'intérêt ;
- la variabilité du taux de change fait apparaître du risque qui réduit la taille des flux de capitaux internationaux, ce qui accroît l'indépendance monétaire.

Tant que la Chine est en taux de change administrés (même variables), si les contrôles des capitaux sont peu efficaces, elle ne peut pas choisir librement les taux d'intérêt.

Mais elle peut obtenir une forme d'indépendance monétaire en utilisant des instruments autres de la politique monétaire qui n'influencent pas les flux internationaux de capitaux et seulement le marché domestique du crédit :

- taux de réserves obligatoires **(graphique 6)** ;
- **loan to value ratios**[2] (depuis avril 2010, 30 % pour l'acquisition d'un premier logement ; 50 % pour l'acquisition d'un deuxième et encore plus pour un achat d'un troisième.) ;
- **plafonds autorisés de distribution du crédit**

Graphique 6
Chine : taux de réserves obligatoires



Si les contrôles des capitaux étaient efficaces, la Chine pourrait utiliser les taux d'intérêt, mais on a vu plus haut l'ampleur des flux de capitaux malgré les contrôles.

[2] Apport personnel exigé.