

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 avril 2010 – N° 186

Chine : inflation, croissance économique et politique de change

Suite à des déclarations successives des autorités chinoises (le peg USD/RMB est une mesure « non conventionnelle » liée à la crise économique mondiale, la politique de change du RMB doit dépendre uniquement de la situation économique du pays...), nous savons qu'à un moment ou un autre la PBoC remplacera le peg actuel par un autre régime de change et que la solidité de la reprise économique sera une condition nécessaire.

Aujourd'hui, le taux de croissance à 11,9% au premier trimestre 2010 et la montée des prix laissent penser certains qu'il serait temps de réévaluer le RMB et/ou le rendre plus flexible. Mais nous montrons qu'il est difficile dans de trouver une solution permettant à la fois davantage de flexibilité et l'autonomie de la politique monétaire (maîtrise du risque inflationniste). Il faut aussi distinguer entre flexibilité et appréciation administrée du RMB.

D'autre part, nous pensons que l'investissement devrait ralentir (il atteint déjà un niveau jugé trop élevé à presque 50% du PIB et certaines mesures restrictives ont été mises en place), et que la consommation n'arrivera pas à assurer le même dynamisme. Il est donc encore important pour la Chine de compter sur les exportations afin d'avoir un taux de croissance suffisamment élevé.

Compte tenu de la complexité de la manœuvre et du déséquilibre macroéconomique de l'économie chinoise, nous ne pensons pas que le changement du régime de change intervienne aussi vite que le pensent les marchés (+1,4% dans 3 mois selon le consensus).

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Bei XU

A un moment ou un autre la PBoC remplacera le peg USD/RMB par un autre régime de change

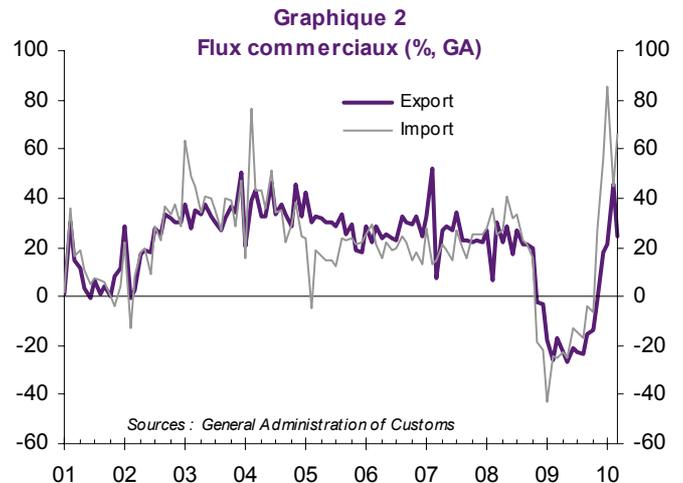
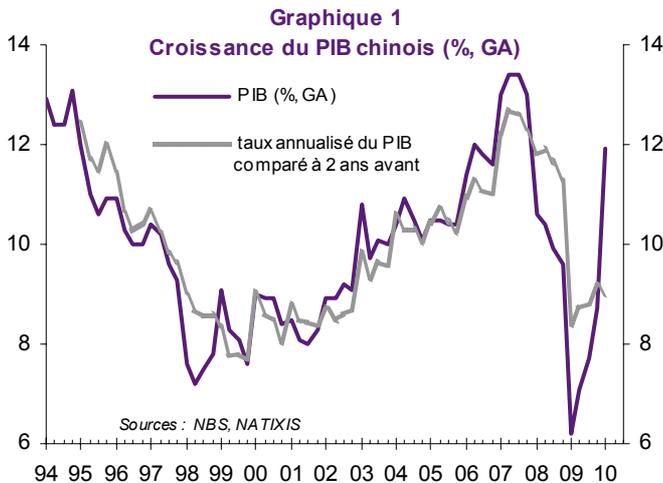
Les autorités chinoises ont déclaré à plusieurs reprises que la politique de change du RMB doit être décidée seulement en fonction de la situation économique propre du pays. Le peg USD/RMB constaté à partir de l'été 2008 étant considéré « non conventionnel » par le Gouverneur de la PBoC (*People's Bank of China* – la banque centrale chinoise). Autrement dit, **la PBoC retirera à un moment ou un autre cette mesure non conventionnelle et remplacera le peg USD/RMB par un autre régime de change.**

Comme l'a dit Mr.Zhou – le gouverneur de la PBoC – début mars¹, **la sortie de cette politique serait conditionnée par une reprise solide de l'économie.** Aujourd'hui, on parle du risque inflationniste et de croissance forte de l'économie chinoise, ce qui alimente des anticipations de la réévaluation du RMB. Mais de l'autre côté, quand nous analysons les moteurs de croissance et notamment les perspectives de croissance économique en Chine, nous nous rendons compte que le rattachement au dollar joue un soutien important.

Forte reprise économique en Chine

Un certain nombre d'indicateurs statistiques montrent que la reprise économique en Chine est forte :

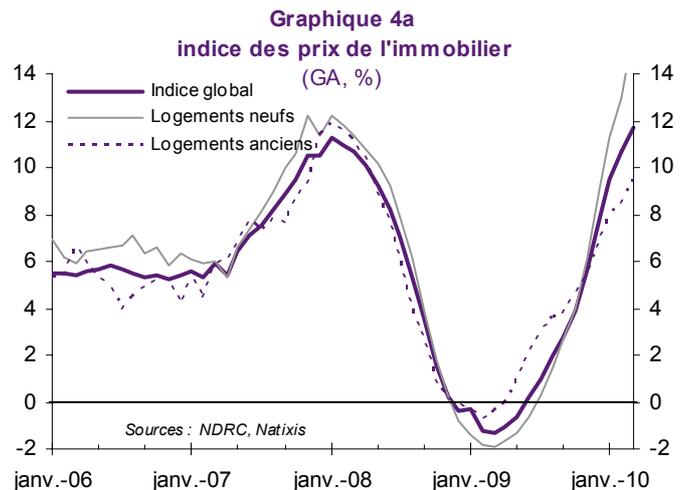
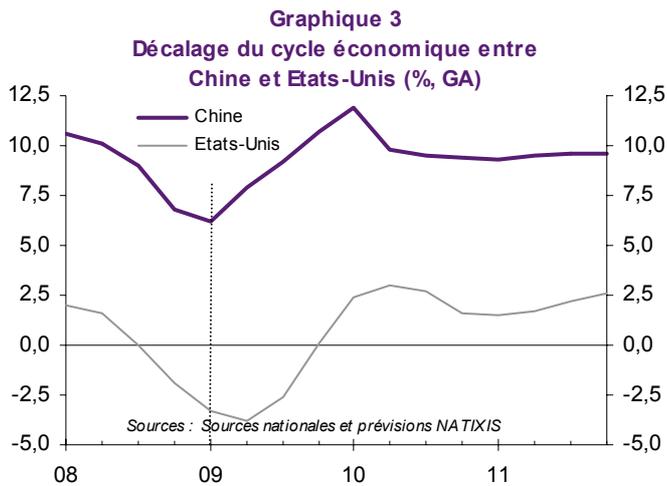
- **Le PIB** du premier trimestre 2010 a augmenté de 11,9% en glissement annuel (**graphique 1**).
- **Les activités du commerce extérieur** ont repris d'une manière considérable. Le rythme de croissance des exportations et des importations est à deux chiffres depuis fin 2009 (**graphique 2**).



Décalage du cycle économique entre la Chine et les Etats-Unis

Il semblerait donc que l'économie chinoise soit bien repartie depuis la crise déclenchée par la faillite de Lehman en septembre 2008. Ce qui crée un **décalage de cycle économique entre la Chine et les Etats-Unis avec un pas d'avance pour la Chine.** (**graphique 3**)

¹ Voir le Special Report No. 75 « Qu'a dit exactement le Gouverneur de la banque centrale de Chine concernant la politique de change du RMB ? »

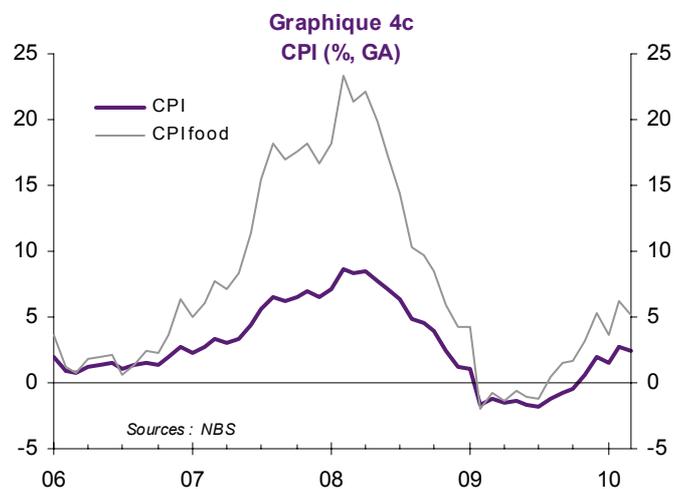
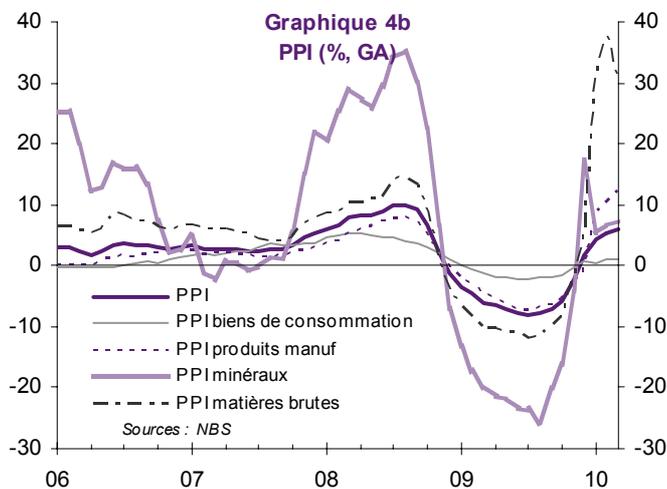


Montée des prix

En plus, cette reprise est accompagnée d'une montée de prix qui risque d'être importante. D'une part, l'augmentation du prix immobilier (graphique 4a) a été tellement forte (surtout dans les villes du premier rang) que les autorités chinoises ont mis en place des mesures importantes¹. D'autre part, les prix à la production (graphique 4b) évoluent fortement avec une possible transmission au prix à la consommation (graphique 4c).

La hausse des salaires prévue cette année pour stimuler la consommation des ménages, l'augmentation des prix de certains utilities annoncée par la NDRC (National Development and Reform Commission), l'augmentation des prix des matières premières déjà amorcée dans un contexte d'abondance de liquidité mondiale et de reprise dans les économies émergentes auront un effet supplémentaire qu'il faudrait prendre en compte dans les anticipations inflationnistes.

Il est certes probable que l'objectif d'évolution du CPI de 3% soit réalisé. Mais il faudrait être conscient que la composition du CPI publié par le National Bureau of Statistics ne reflète pas la vraie structure de la consommation des ménages chinois d'aujourd'hui et donc la vraie pression de l'augmentation des prix à la consommation. Le CPI ne prend pas par exemple en compte le prix de certains services importants comme la restauration, les services à domicile... Or avec la montée du prix de terrain et de la main d'œuvre, l'augmentation du prix de ces services a déjà beaucoup évolué.



¹ Ce sont par exemple : pour l'achat d'un deuxième logement à crédit, l'apport personnel doit être supérieur à 50%; le taux d'intérêt pratiqué ne doit pas être inférieur à 1,1 fois le taux d'intérêt de référence ; l'apport personnel et le taux d'intérêt doivent être encore plus élevés pour l'achat d'un troisième logement.

L'autonomie de la politique monétaire est insuffisante¹

Comme la monnaie chinoise est de facto liée au dollar américain, et qu'elle est convertible pour les comptes courants ainsi que la moitié des comptes de capitaux², il est évident que l'autonomie de la politique monétaire de la PBoC n'est pas parfaite (voir le triangle d'incompatibilité de Mundell). Pour une grande économie comme celle de la Chine, afin de contrer la montée du risque inflationniste, si la banque centrale procédait une augmentation du taux d'intérêt, cette dernière susciterait des entrées de capitaux (d'une manière légale ou non) venant des emprunts à taux plus bas à l'étranger (en l'occurrence aux Etats-Unis), la banque centrale en maintenant le taux de change fixe accumulerait des réserves de change, ce qui alimenterait ainsi la base et la masse monétaires du pays³, ainsi le risque inflationniste n'est pas réduit et au contraire augmente.

Un régime de change plus flexible permettra l'autonomie de la politique monétaire

Il faut d'abord faire attention à la différence entre régime de change flexible et régime de change administré.

En changes flexibles, la politique monétaire choisit le taux d'intérêt et les marchés financiers déterminent en conséquence le taux de change. Il y a donc autonomie de la politique monétaire.

En régime de taux de change variable mais administré, la politique monétaire choisit le taux de change et n'a pas le choix du taux d'intérêt qui est celui qui résulte de l'équilibre des marchés financiers pour le taux de change choisi. Même si le RMB est apprécié de manière administrée, il n'y a pas de parfaite autonomie monétaire.

Avec la reprise plus marquée et plus avancée de l'économie chinoise par rapport à celle des Etats-Unis, la Chine aurait donc besoin de plus d'autonomie monétaire surtout en présence des risques inflationnistes. D'ailleurs, elle a déjà mis en place toutes les mesures possibles sauf la hausse des taux d'intérêt : il s'agit des opérations d'open-market (**graphique 5**) visant à retirer de la liquidité, des hausses du taux des réserves obligatoires et du contrôle quantitatif du crédit accordé (**graphique 6**). **Rendre le régime de change plus flexible afin de pouvoir utiliser pleinement la politique monétaire devrait être l'objectif principal dans le long terme de la réforme de la politique de change menée par la PBoC, mais ce n'est pas une option ouverte à court terme.**

Apprécier le RMB n'est pas une condition suffisante à l'autonomie de la politique monétaire

Cependant, une grande précaution est à prendre : une appréciation graduelle du RMB n'est pas une condition suffisante à l'autonomie de la politique monétaire. En effet, si les autorités chinoises adoptent un régime de change administré à la hausse et que les marchés arrivent à anticiper l'appréciation du RMB (comme ce qui s'est passé entre 2005 et 2008), un tel régime attirera des entrées de capitaux massives, ce qui revient à contraindre l'autonomie de la politique monétaire. **Il faudrait donc pour la Chine un régime de change plus flexible introduisant une certaine « imprévisibilité » de l'évolution du taux de change du RMB afin de limiter les capitaux spéculatifs⁴.** Ce qui rend la tâche encore plus complexe et cela ne pourra être réalisé qu'à long terme.

Notons aussi qu'un régime de change plus flexible ou la réévaluation du taux de change du RMB permettraient aussi de réduire l'inflation importée dans une certaine mesure⁵ compte tenu des importations importantes de matières premières par la Chine.

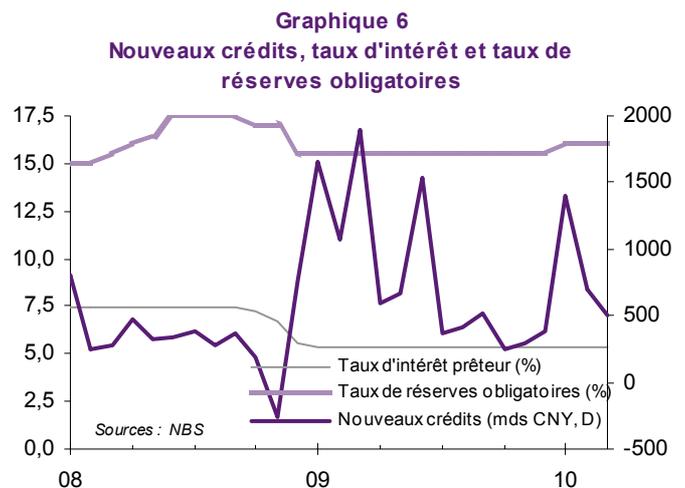
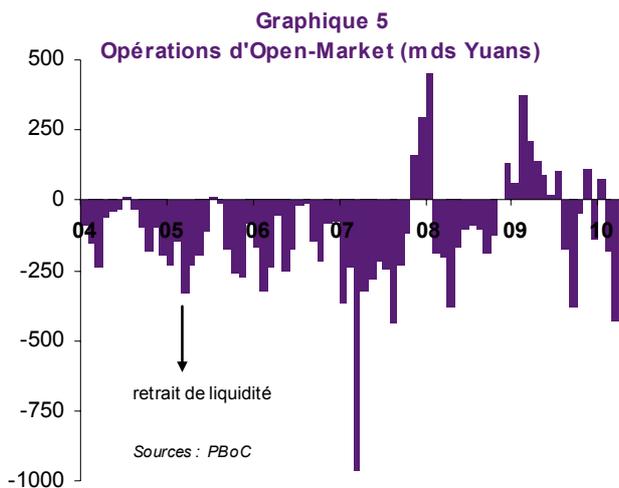
1 Voir le flash No.184 du 22 avril 2010 : « Quelques rappels sur les mécanismes de politique monétaire utiles pour comprendre la situation de la Chine ».

2 Pour plus d'information sur le contrôle des capitaux, voir le Special Report No.336 du 22 novembre 2009 « La Chine renforce la réglementation sur les mouvements des capitaux ».

3 L'opération de stérilisation perd son efficacité en situation d'entrées de capitaux permanentes.

4 Un certain nombre de propositions seraient en cours de discussion : panier de monnaie, élargissement de bande de fluctuation avec des seuils d'intervention de la banque centrale non révélés au public...

5 Nous ne pensons pas que la réduction de l'inflation importée soit très significative cette année, car même en cas de changement du peg, la réévaluation du RMB serait très graduelle.



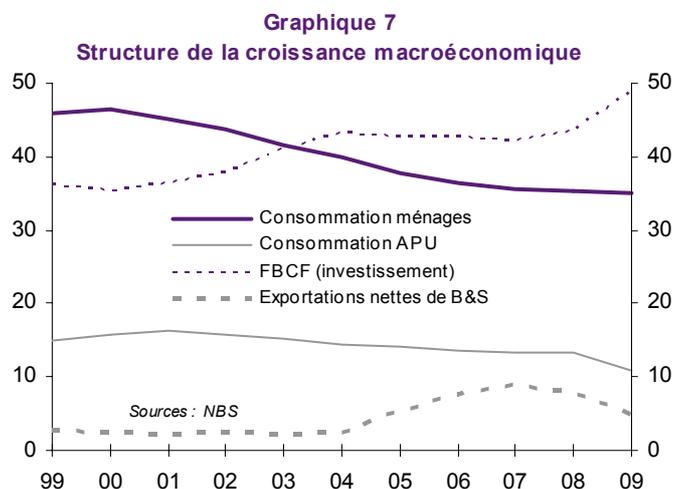
Cependant, la situation macroéconomique est très complexe aujourd'hui, une reprise durable de l'économie chinoise n'est pas encore garantie :

Important effet de base

- La reprise n'est pas encore solide. Même si le PIB chinois a fait un bond considérable au premier trimestre 2010, une partie de ce chiffre est expliquée par **un effet de base** lié à la croissance historiquement faible du premier trimestre 2009. Le **graphique 1** montre que le taux annualisé du PIB au T1 2010 par rapport au T1 2008 est de seulement de 9% (un taux inférieur au rythme de croissance moyen depuis 1994 qui est de 10%) et que la reprise de l'économie chinoise n'est pas si forte quand on fait l'abstraction de l'effet de base.

La reprise de la croissance n'est pas équilibrée et reste axée sur l'investissement

- La croissance de l'économie chinoise est encore largement basée sur l'investissement dont le poids dans le PIB chinois atteindrait presque 50% en 2009, ce qui n'est bien sûr pas soutenable à moyen et long terme. Les autorités chinoises souhaitent diriger la croissance économique sur une voie plus saine en développant la consommation privée qui ne représente aujourd'hui qu'environ 35% du PIB. Même si la croissance économique est maintenant basée sur la demande intérieure, **la baisse de la contribution du commerce extérieur est plutôt compensée par l'investissement que par la consommation privée (graphique 7)**. Malgré la volonté des autorités chinoises et des mesures mises en place (même si elles sont efficaces), le rééquilibrage de la croissance économique pourrait prendre du temps à cause du poids trop important de l'investissement dans le PIB¹.



¹ Voir la note mensuelle d'Asie émergente de mars « vers un changement du mode de croissance ? ».

Incertitude sur l'évolution des exportations

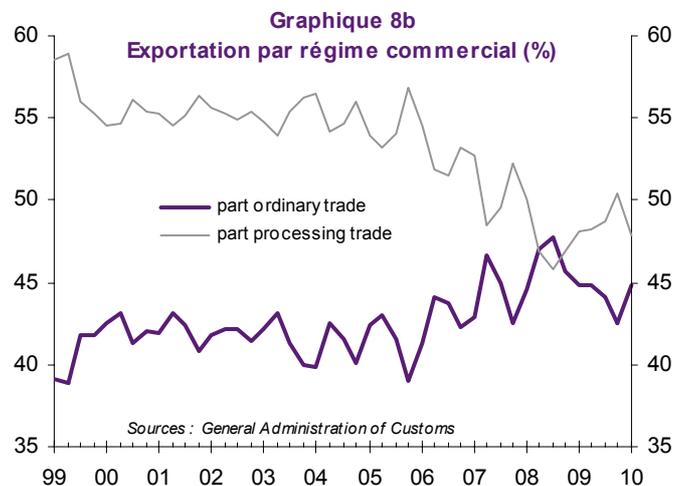
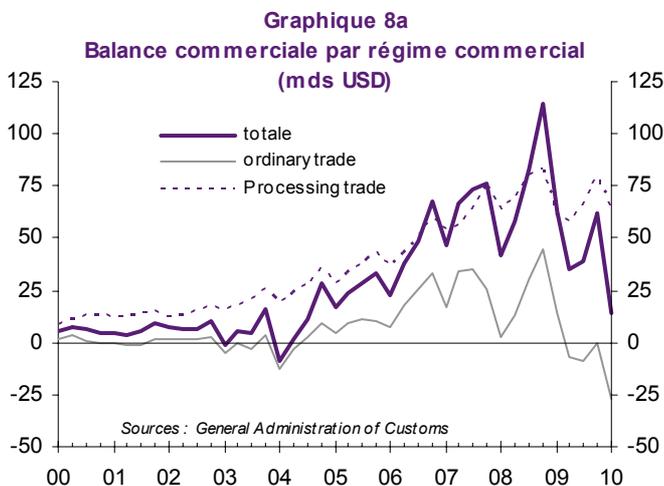
- Au niveau des exportations, il existe toujours **une incertitude concernant une vraie reprise de la demande extérieure** puisque les économies des pays développés ne devraient pas afficher de dynamisme de croissance avec la fin des plans de soutien publics. Dans ce contexte, même s'il y a eu une progression des exportations à deux chiffres, elle peut être expliquée par une reprise modérée de l'économie, un effet de base et des rabais importants sur les taxes à l'exportation¹.

L'importance des exportations : l'emploi et la croissance

Or **l'importance des exportations pour l'économie chinoise est de deux ordres : l'emploi et la contribution à la croissance économique**. Plus de 90 millions de personnes (presque 12% de l'emploi total) travaillent directement pour les exportations. Le secteur a encore une importance significative sur l'économie chinoise en termes d'emploi (et de stabilité sociale) et donc de contribution à la demande intérieure. Deuxièmement, dans le contexte actuel où l'Etat tente de refroidir le boom d'investissement (notamment l'investissement immobilier représentant un effet d'entraînement important sur l'économie chinoise), l'investissement (qui atteint déjà un seuil très critique) devrait ralentir. Mais la consommation des ménages ne devrait pas prendre tout de suite le relais en jouant le rôle de moteur de croissance aussi dynamique que l'investissement², **la contribution des exportations nettes n'est donc pas négligeable en tant que moteur de croissance économique**.

Le processing trade est la partie du commerce extérieur qui contribue le plus à l'emploi intensif et à l'excédent commercial...

La partie des activités du commerce extérieur qui contribue le plus à l'emploi intensif et à l'excédent commercial est le **processing trade**³ (graphique 8a).



... mais c'est la partie la plus vulnérable à l'appréciation du taux de change

Or c'est la partie la plus vulnérable à une appréciation du taux de change ! Le **graphique 8b** montre que la part du *processing trade* baissait tendanciellement à partir de fin 2005 (le RMB appréciait graduellement par rapport au dollar à partir de juillet 2005), et que cette part se stabilise et augmente même à partir du moment où le peg est remis en place.

¹ Le gouvernement a augmenté sept fois le rabais sur les taxes à l'exportation depuis août 2008 pour stimuler les exportations.

² Les mesures actuelles de stimulation de la consommation privée sont de caractère temporaire sous forme de subvention publique d'achat d'électroménagers ou d'automobiles. Même si la réforme de santé a permis de libérer une part d'épargne de précaution des ménages chinois, mais ces derniers sont encore confrontés au vieillissement de la société, aux frais d'éducation des enfants (même si l'enseignement est gratuit jusqu'au collège, les parents chinois souhaitant le meilleur pour leur enfant unique engagent des frais d'éducation supplémentaires très importants), aux coûts d'acquisition de propriété dont le prix est trop cher.

³ Il s'agit des exportations de produits issus d'activités de transformation et/ou d'assemblage à faible valeur ajoutée.

Stress tests

A cela s'ajoutent les résultats des stress tests menés par le Ministère du Commerce et le Ministère de l'Industrie et de la Technologie de l'Information fin février afin d'évaluer l'impact d'une éventuelle appréciation du RMB. Les résultats révélés par la presse chinoise montrent qu'une appréciation d'un point de pourcentage du RMB entraînerait une compression d'un point de pourcentage du taux de profit dans des secteurs intensifs en main d'œuvre comme le textile, les chaussures et les jouets ; alors que le taux de profit de ces industries est en moyenne seulement de 3 à 5%.

Conclusion

D'une part, le risque inflationniste réclame plus d'autonomie de la politique monétaire, et donc davantage de flexibilité du taux de change ; mais nous avons vu aussi que la perspective actuelle de croissance macroéconomique est tellement complexe que le peg USD/RMB contribuerait à garantir un taux de croissance élevé. Il est par conséquent extrêmement délicat pour les autorités chinoises de choisir le timing et le mode de la réforme du régime de change. Il est même très probable que ce ne soit pas encore décidé par les autorités chinoises. Compte tenu de la complexité de la manœuvre et du déséquilibre macroéconomique de l'économie chinoise, nous ne pensons pas que le changement du régime de change intervienne dans l'immédiat¹.

¹ Voir le Special Report No. 100 du 9 avril 2010 : « Le point de vue de Natixis sur la parité USD/CNY ».