

MACRO RESEARCH: THE RECORD

ECONOMIC RESEARCH

7 octobre 2015

Chine et contrainte Extérieure

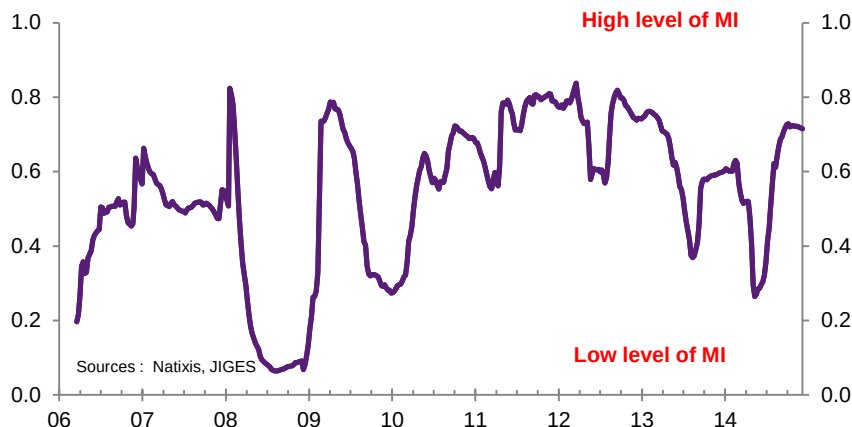
L'économie présente l'avantage de ne pas dépendre uniquement d'hypothèses comportementales, et d'obéir également à des règles macro-comptables moins tangibles. Actuellement, la politique de taux de change de la Chine illustre bien la nature de ces dernières contraintes. La contrainte extérieure d'un pays se résume simplement en ceci : la somme des soldes du compte courant ($\approx$ flux commerciaux) et du compte de capital (entrées/sorties de capitaux) est égale à la variation des réserves de change $CA_t + K_t = \Delta IR_t$. Dans un régime de taux de change flexible, $CA + K = 0$. Les entrées de capitaux (sorties) compensent le déficit (l'excédent) du compte courant, l'ajustement se faisant par le taux de change.

Dans le cas précis de la Chine, le compte de capital K est placé sous contrôle strict, et ce même si l'économie s'est progressivement ouverte au fil des ans, notamment concernant les entrées de capitaux. Le taux de change étant contraint par un régime de parité souple, l'ajustement porte sur les variations des réserves de change ΔIR_t .

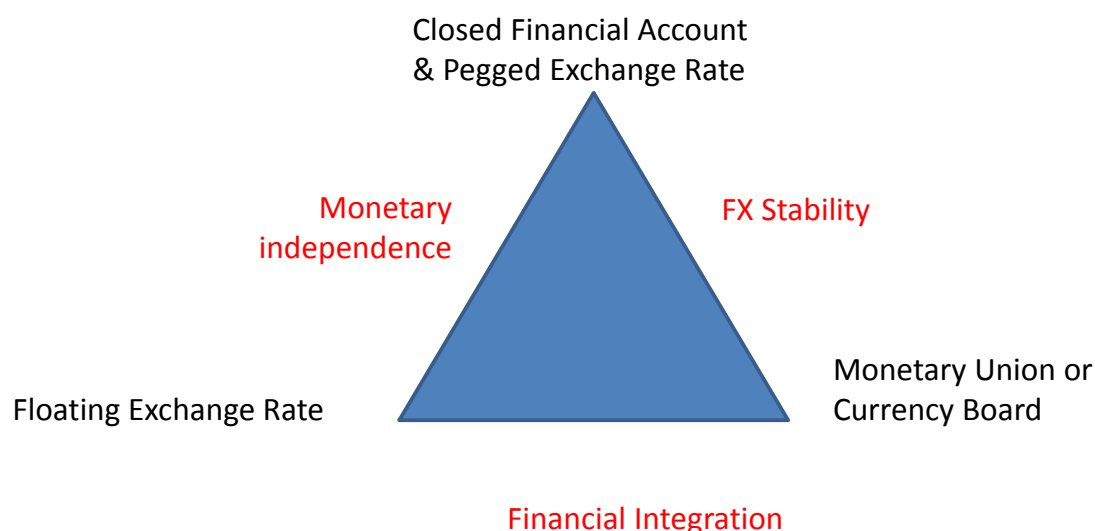
Alors que le solde du compte courant dépend du commerce mondial et du taux de change, les flux de capitaux sont surtout déterminés par l'écart entre les taux d'intérêt en vigueur dans le pays et ceux de l'étranger. Lorsque le compte de capital est placé sous contrôle strict, le taux d'intérêt domestique ne dicte plus - ou alors nettement moins - les mouvements de capitaux.

Le graphique ci-dessous reprend l'évolution d'un indicateur d'indépendance de la politique monétaire, calculé à partir de la corrélation entre les taux du marché monétaire américains et chinois. S'échelonnant entre 0 et 1, plus il est important et plus le niveau d'indépendance est élevé. Comme nous pouvons l'observer, il s'est certes replié en 2013 et en 2014, mais il reste élevé. La fixation des taux d'intérêt n'est toutefois qu'une des manifestations de l'indépendance de la politique monétaire.

China: Monetary Policy Independence Index

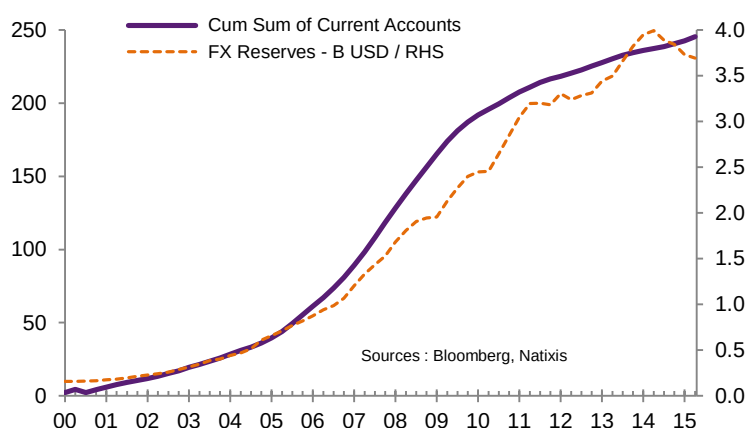


Nous illustrons le lien entre les mouvements de capitaux, les taux d'intérêt et la politique monétaire, à l'aide de la présentation traditionnelle du triangle d'incompatibilité ou de « l'impossible trinité » : il est impossible d'avoir à la fois une politique monétaire indépendante, des taux de change stables et la libre circulation internationale des capitaux. On ne peut atteindre que deux de ces trois objectifs. En particulier, lorsque le taux de change est fixe, les banques centrales ajustent les réserves de change pour éviter une volatilité excessive de leur devise, renonçant ainsi à une politique monétaire indépendante. Nous observons ci-dessous qu'elles peuvent également opter pour un strict contrôle des capitaux (sommet du triangle).



La Chine a depuis longtemps fait le choix d'un taux de change stable et d'un contrôle des capitaux. Cela signifie simplement que $CA_t = \Delta IR_t$ – comme nous pouvons le constater ci-dessous.

China: Cumulative Current Account Balance and FX Reserves



L'accumulation de réserves ne garantit l'indépendance de la politique monétaire que si la banque centrale stérilise ses interventions. Pour comprendre ce dernier concept, il convient de garder à l'esprit que l'évolution de la masse monétaire M d'un pays donné dépend de sa base monétaire (somme des réserves et des obligations souveraines du pays détenues par la banque centrale).

Le multiplicateur monétaire s'écrit $M_1 = \mu(IR + DS)$. Dans une définition restreinte, la masse monétaire ($M1$, à savoir la somme des dépôts à vue et des comptes courants dans les banques) est un multiple de la base monétaire.

Simplified Balance Sheet of a Central Bank

Assets	Liabilities
Foreign Reserves (IR)	Currency in Circulation (CU)
Domestic Securities (DS)	Bank Reserves (BR)

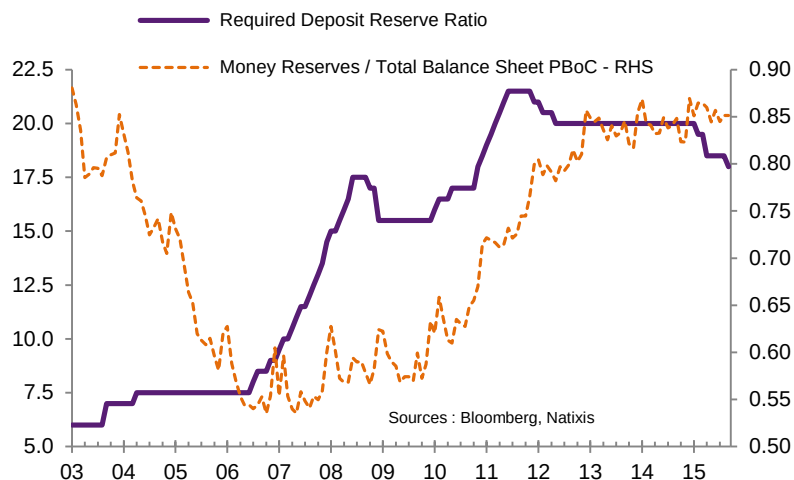
Le taux de change d'un pays dont la balance commerciale est structurellement excédentaire aura tendance à s'apprécier. Pour assurer la stabilité de sa devise, la banque centrale devra accumuler des réserves de change (IR). Si la banque centrale ne stérilise pas (ventes d'un encours correspondant de titres domestiques pour compenser l'impact de l'accumulation de réserves sur la taille du bilan – impliquant que $\Delta IR = \Delta DS$), l'offre de monnaie ne dépend plus de l'action de la banque centrale, mais du solde du compte courant et de l'accumulation, ou de la contraction, des réserves qui en résulte.

Plutôt que de garder la taille du bilan inchangée, la banque centrale peut neutraliser l'évolution de la monnaie en circulation en contraignant le crédit bancaire, c'est-à-dire en augmentant le niveau des réserves obligatoires.

Pour ses opérations de stérilisation, la Chine utilise surtout les réserves obligatoires (au passif du bilan de la banque centrale, signifiant $\Delta BR > 0$). Comme nous pouvons l'observer ci-dessous, le relèvement du RRR par la

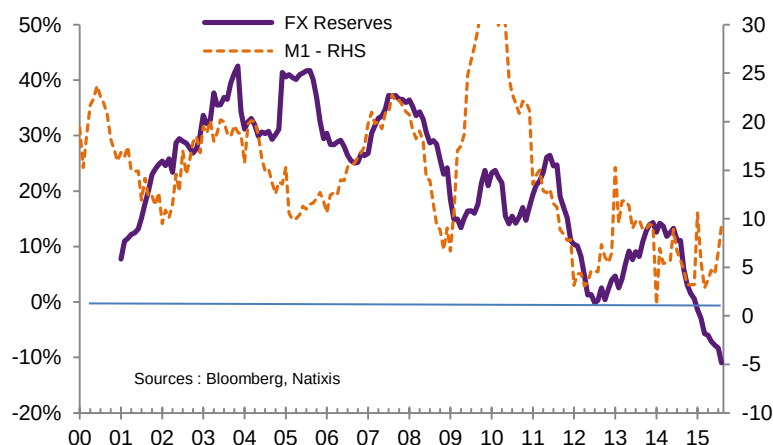
Banque populaire de Chine (PBoC) s'est accompagné d'une progression constante du poids des réserves obligatoires dans le total du bilan de la banque centrale.

PBoC: Balance Sheet Management



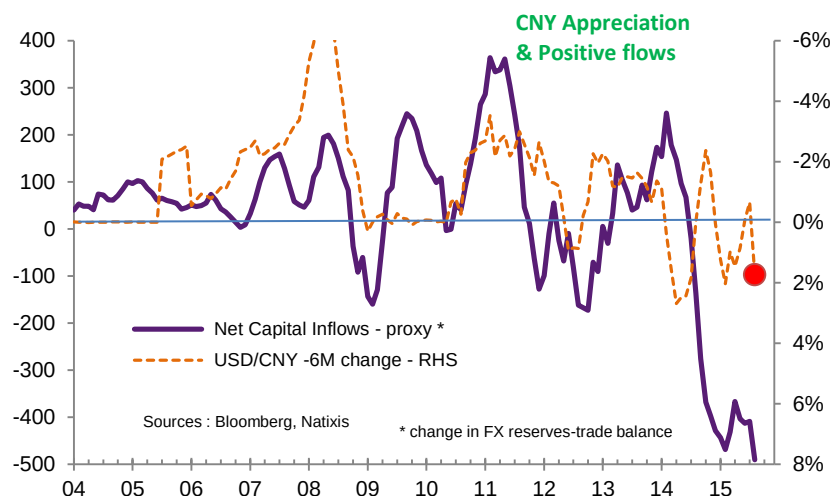
La stérilisation n'étant pas toujours complète, nous percevons ci-dessus la persistance d'un lien entre les évolutions de la monnaie en circulation (M1) et des réserves de change. En dépit des efforts déployés pour stériliser l'accumulation des réserves de change en renforçant les contraintes sur les banques, la masse monétaire (M1) a continué de réagir en progressant.

China: FX Reserves and Money Supply (1-- year Change)



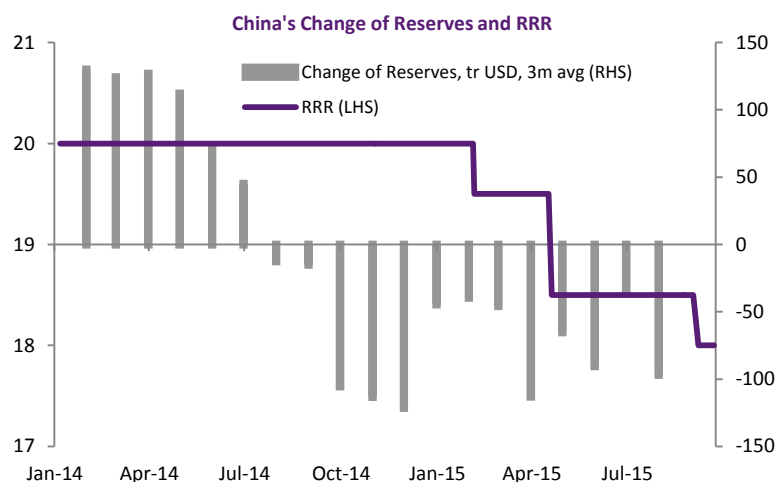
Ainsi, si un contrôle des capitaux peut permettre à un pays de fixer ses taux d'intérêt de manière autonome, il pourrait ne pas suffire à garantir la totale indépendance de la banque centrale en raison des variations de l'offre de monnaie. Dans un régime de parité souple et avec un contrôle de la masse monétaire, une libéralisation maîtrisée du compte de capital serait de fait très difficile à réaliser.

L'expérience récente suggère que le contrôle des capitaux n'est pas si strict que généralement admis en Chine. Sur le graphique ci-dessous, nous faisons clairement le constat d'une certaine porosité. Les entrées nettes de capitaux peuvent être notamment volatiles. Sur les 6 derniers mois, les sorties ont atteint 500 milliards de dollars (à un tel rythme, les réserves seraient épuisées en 3 ans et demi).

China: Capital Flows and the Exchange Rate
(cumulative 6-month changes)

Les autorités chinoises sont donc confrontées à des choix difficiles :

- i. Pour conserver un régime de parité souple, la PBoC sera contrainte d'accepter la poursuite de la contraction de ses réserves de change. L'offre de monnaie (M) dépendant de la base monétaire (IR + DS), une baisse des IR non compensée par des achats de titres domestiques (DS) ou un repli des réserves des banques (BR) conduit à un durcissement de la politique monétaire, alors que la conjoncture se dégrade. Dans ce contexte, l'abaissement récent du RRR se comprend aisément.

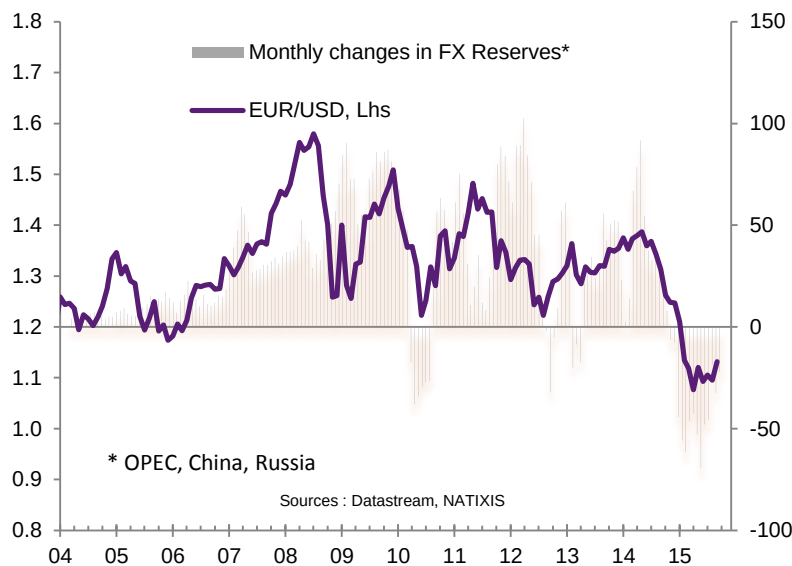


Source: Bloomberg, Natixis

L'épuisement des réserves pourrait présenter de nombreux effets indésirables. Pour certains investisseurs, les ventes auxquelles seraient alors contraintes les autorités chinoises pourraient entraîner des pressions haussières sur le rendement des obligations du Trésor américain (les réserves de change sont généralement constituées d'obligations souveraines). Le taux de change de l'euro pourrait également réagir. Comme nous pouvons le constater sur le graphique ci-dessous, la diversification/accumulation des réserves a pesé sur la parité EUR/USD :

Accumulation => appréciation de l'euro et inversement.

Reserves (China+Opec7+ Russie) & EUR/USD



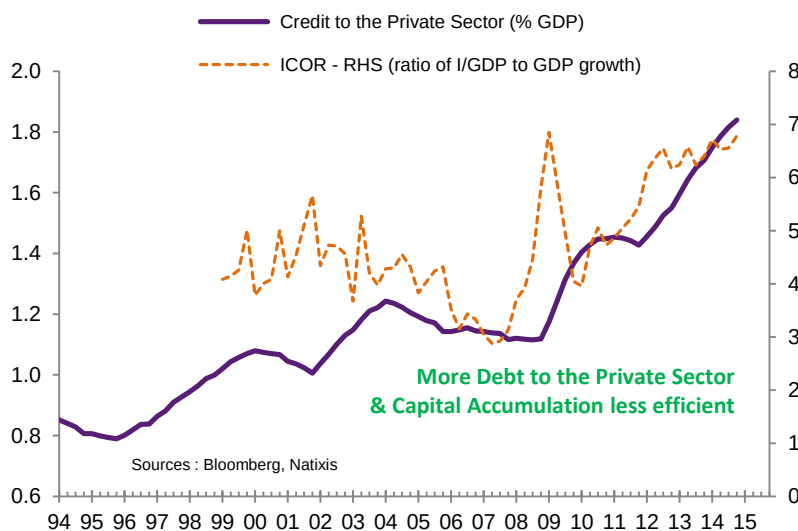
- ii. Pour retrouver des marges de manœuvre en matière de politique monétaire, le pays pourrait renforcer la flexibilité du taux de change du yuan. L'évolution serait conforme à la plus grande ouverture du compte de capital « exigée » par le FMI. Comme nous l'avons vu, un compte de capital ouvert n'est compatible avec une politique monétaire indépendante qu'en régime de change flexible. Plusieurs questions se posent alors :

L'USD/CNY augmenterait (dépréciation du yuan) dans la mesure où les sorties de capitaux resteraient supérieures à l'excédent du compte courant. En proportion du PIB, la masse monétaire chinoise est très importante. De fait, les fuites de capitaux peuvent devenir considérables. Cependant, la devise d'un pays dont le compte courant est structurellement excédentaire a toujours tendance à s'apprécier (cf. l'euro depuis 2010 ou le yen japonais avant la Grande Récession de 2008).

L'autre question qui se pose est de savoir dans quelle mesure une dépréciation du yuan aiderait la Chine à atteindre ses objectifs de moyen terme.

La dégradation de la compétitivité coûts chinoise et la spécialisation encore marquée de son économie dans les produits de milieu et de bas de gamme, ont entraîné une contraction de ses exportations. En outre, le pays est proche de la déflation. En raison de la baisse de rendement du capital, il subit à la fois un recul de l'investissement et des sorties de capitaux. Le graphique ci-dessous montre le repli du rendement du capital (une progression de l'ICOR traduit une baisse de la productivité du capital).

Orient Excess: China's Credit Bubble



En matière de politique économique, la Chine se trouve donc face au dilemme suivant :

Soit elle renforce rapidement sa compétitivité en dévaluant fortement son taux de change. Une telle stratégie serait propre à décourager toute remontée du positionnement de l'industrie dans la chaîne de la valeur ajoutée. Le pays resterait spécialisé dans les produits milieu et bas de gamme ;

Soit elle se contente d'une croissance atone à court terme et renonce à affaiblir son taux de change afin d'encourager les entreprises à se moderniser et à faire monter leur production en gamme.

Nous sommes fermement convaincus que la Chine optera pour la deuxième solution. Si pour mener à bien les réformes, les autorités monétaires devaient se dégager des marges de manœuvre, elles opteraient selon toute vraisemblance pour un contrôle plus strict des mouvements de capitaux (ou au moins pour un report du processus d'ouverture) plutôt que pour un régime de change flottant. En outre, le recours à la politique budgétaire (réductions d'impôts, objectifs en matière de dépenses publiques) serait probablement plus efficace pour relancer l'activité et aider l'industrie à se moderniser plutôt que de laisser la devise autoriser la survie des PME et des entreprises publiques inefficaces.

Evariste.lefeuvre@us.natixis.com / 212 891 6197 / @E_Lefeuvre