



MAÎTRISER LA CROISSANCE EN CHINE DANS UN CONTEXTE DE MOBILITÉ INTERNATIONALE DES CAPITAUX

GUONAN MA *
ROBERT N. MCCAULEY **

Le ralentissement progressif de l'économie chinoise représente un enjeu important pour l'Asie de l'Est. L'intégration internationale croissante des processus de production en Chine, de même que la hausse rapide de la demande intérieure ont l'une et l'autre intensifié la demande de biens en provenance d'Asie et d'ailleurs. Ce second facteur ne doit pas être négligé, car la délocalisation des activités de production mondiales en Chine ne peut, à elle seule, expliquer la hausse de la demande nette de ce pays en un large éventail de biens d'équipement, de sources d'énergie et autres produits de base.

L'économie chinoise a, de fait, fortement contribué au redressement récent de l'Asie ainsi qu'à la croissance mondiale en 2003 et au premier semestre 2004. En 2003, les importations chinoises en provenance de l'Inde, de la Corée, de la Malaisie et des Philippines ont enregistré une hausse comprise entre 50 et 100 %, celles émanant du Japon et de Singapour, entre 30 et 50 % (cf. tableau n° 1 et graphique n° 1). Les exportations de l'Asie de l'Est vers la Chine ont ainsi augmenté de 40 % en moyenne, soit 10 % de la croissance globale des exportations pour la Malaisie et plus de 100 % pour les Philippines. Les flux commerciaux et touristiques en provenance de la Chine ont, en outre, permis à Hong-Kong de sortir de la déflation.

* Économiste principal, Banque des règlements internationaux.

** Chef adjoint de la représentation du Bureau de la Banque des règlements internationaux pour l'Asie.
Les opinions formulées dans la présente étude sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la BRI.

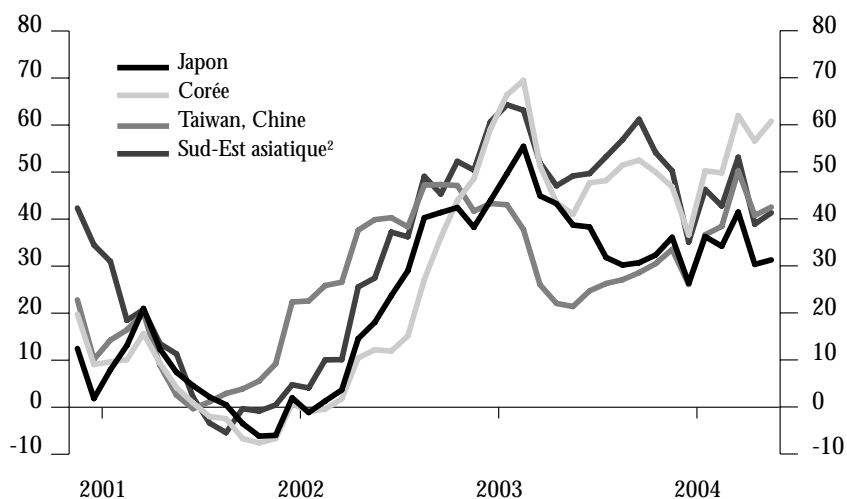
Tableau n° 1
Importations chinoises en provenance de l'Asie

	Variation annuelle en %			En % des exportations totales du pays partenaire		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Japon	3,1	24,9	38,7	10,6	12,9	15,8
Hong-Kong RAS	1,7	13,6	19,0	37,1	40,0	42,6
Inde	26,0	33,8	87,0	3,9	4,6	7,7
Autres pays asiatiques :						
Indonésie	-11,7	15,8	27,8	6,9	7,9	9,4
Corée	0,8	22,2	51,0	15,6	17,6	22,2
Malaisie	13,2	49,8	50,6	7,1	9,9	13,9
Philippines	16,0	65,3	96,2	6,1	9,2	17,8
Singapour	1,6	37,2	48,7	4,2	5,6	7,3
Thaïlande	7,6	18,8	57,7	7,2	8,2	11,3
<i>Pour mémoire</i>						
Zone euro	15,5	8,2	37,8	3,8	3,8	4,5
États-Unis	18,5	15,4	28,4	1,9	2,3	2,8

Sources : CEIC ; FMI ; statistiques nationales.

2

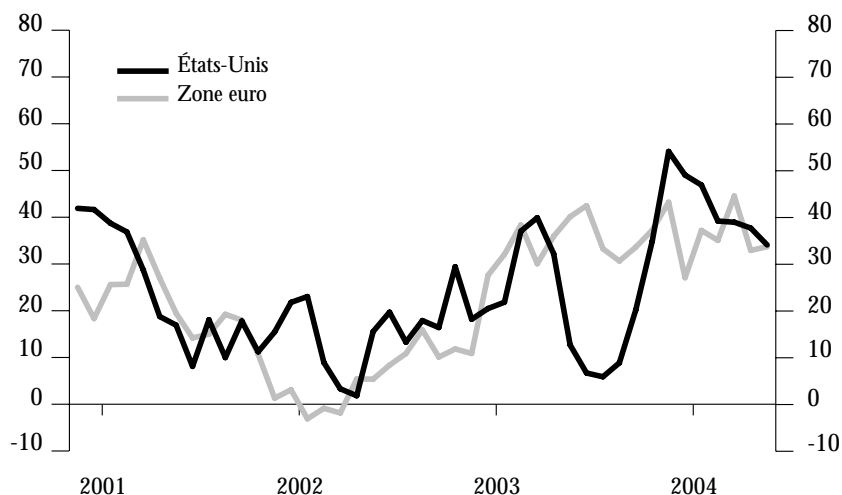
Graphique n° 1
Chine : demande d'importations
 (variation annuelle, en %¹)



1. Moyenne mobile sur trois mois.

2. Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

Sources : CEIC ; statistiques nationales.

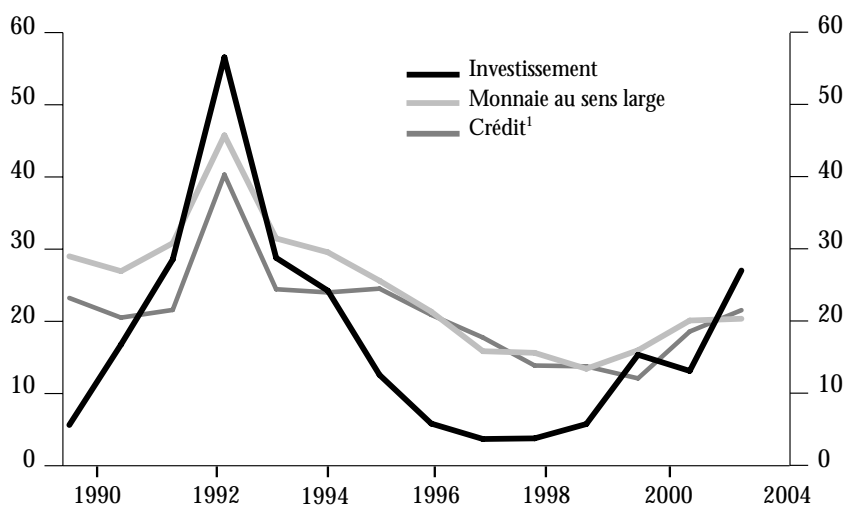


DÉBAT AUTOUR DU CYCLE ÉCONOMIQUE EN CHINE

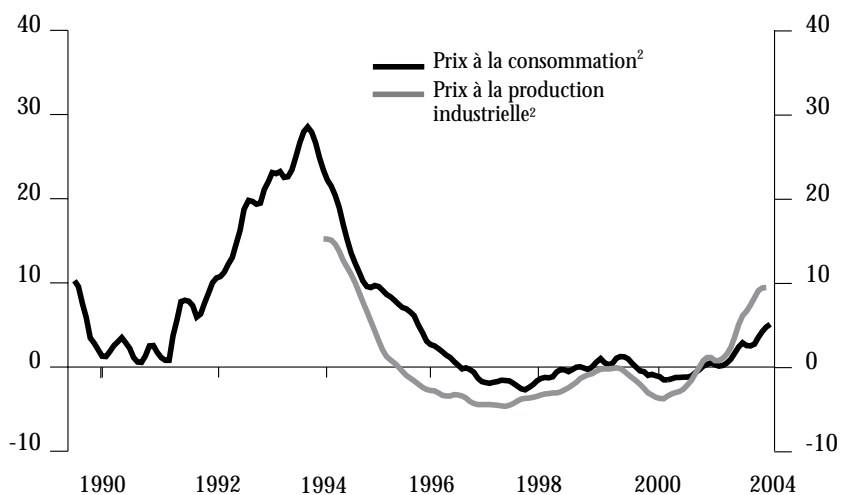
La croissance de l'économie chinoise s'accélère depuis 2002, et certains signes dénotent une intensification des pressions inflationnistes. La conjugaison de facteurs tels que la politique dynamique d'investissement des autorités locales, la volonté des banques de réduire le poids des créances improductives et la bonne santé affichée par les promoteurs immobiliers a commencé à se traduire par une rapide expansion du crédit, fin 2002. Depuis lors, le taux de croissance des prêts a doublé pour s'établir à 20 %, ce qui, associé aux solides bénéfices des entreprises et au dynamisme des investissements directs étrangers, a permis de financer des dépenses d'investissement en hausse : + 43 % en glissement annuel au premier trimestre 2004, contre + 27 % l'an dernier (cf. graphique n° 2). La croissance du PIB a été supérieure à 9 % au cours des 4 trimestres clos le 30 juin 2004. Les importations de biens d'équipement et de produits de base se sont accrues et leurs prix ont augmenté de près de 10 %. Durant les 4 premiers mois de l'année 2004, la balance commerciale de la Chine est devenue déficitaire pour la 1^{ère} fois en 10 ans. Après un épisode déflationniste, en 2002, les prix à la consommation ont progressé, affichant une hausse de 5,3 % en glissement annuel en juillet, supérieure à celle des taux d'intérêt de référence sur les prêts et les dépôts à 1 an. Certains indicateurs suivis par la Banque populaire de Chine (BPC) faisaient d'ailleurs apparaître une inflation encore plus forte. Les statistiques pour mai-juillet 2004 laissent entrevoir un ralentissement économique en Chine, notamment dans les domaines du

crédit bancaire et de l'investissement, même si les dépenses de consommation se sont un peu redressées.

Graphique n° 2
Chine : investissement, masse monétaire, crédit et prix
 (variation annuelle, en %)



4



1. Crédit intérieur au secteur privé.
 2. Moyenne mobile sur trois mois.
 Sources : FMI ; CEIC ; statistiques nationales.



Malgré des signes de renforcement de l'activité économique et des pressions inflationnistes, un débat animé s'est ouvert en Chine sur le fait de savoir si la hausse de l'inflation constitue le plus grand risque pour l'économie. Premièrement, le SRAS a porté un coup sévère, non anticipé, à la demande au printemps 2003, mobilisant les efforts de l'État et brouillant l'analyse du cycle conjoncturel. Deuxièmement, en dépit du rythme actuel intenable de croissance de l'investissement, le chômage continuerait à augmenter en Chine. Troisièmement, les pressions sur les coûts ont, jusqu'à présent, eu un impact limité sur les prix à la consommation, en raison de l'augmentation modérée des dépenses des ménages l'an dernier, de la concurrence acharnée sur les marchés des produits finis manufacturés et de l'accroissement des importations. En 2003, la consommation privée a progressé de moins de 7 % en termes réels. Cependant, le renchérissement de l'énergie et des matières premières devrait se traduire, soit par une hausse des prix à la consommation, soit par une contraction des marges sur les produits finis manufacturés. Enfin, la dynamique du surinvestissement pourrait représenter un risque plus grand encore, du fait des baisses de prix qui en résulteraient et de l'accumulation de nouvelles créances improductives dans des secteurs saturés tels que l'acier, le ciment, l'aluminium et l'immobilier. Cela étant, en avril 2004, les autorités sont parvenues à un consensus sur la nécessité de s'appliquer plus énergiquement à résoudre les déséquilibres économiques avec mesure et de façon ciblée.

Instruments de politique économique

Dans le contexte de ce débat sur la phase actuelle du cycle économique marquée par l'accélération de l'activité, la hausse de l'inflation et l'accroissement des risques financiers, le gouvernement a réagi en adoptant trois types de mesures : les premières sont un mélange de dispositions administratives, de mesures de crédit et d'orientations prudentielles ; les deuxièmes portent sur une diminution de la liquidité du système bancaire et font du niveau de réserves excédentaires l'objectif opérationnel de la BPC ; les troisièmes, qui n'ont pas encore été mises en œuvre, consistent en un relèvement des taux d'intérêt qui s'inscrit dans la volonté affichée par le gouvernement de préserver la stabilité fondamentale du taux de change.

Il est difficile de dire quelle a été l'incidence de la première série de mesures sur le ralentissement des dépenses et du crédit et sans doute la diminution de la liquidité prépare-t-elle davantage le terrain à un durcissement de la politique monétaire qu'elle n'est un resserrement en soi. On peut toutefois faire valoir que, dans une économie de transition, le panachage des instruments (mesures administratives, prudentielles, de gestion de la liquidité et des prix) n'est qu'un pis-aller.



Même si la suite de l'étude est essentiellement consacrée à la politique de la BPC, il convient de rappeler que celle-ci ajuste ses instruments de politique monétaire dans le respect des limites fixées par le Conseil des affaires d'État. Ce dernier a annulé certaines mesures de relance budgétaire au profit du renforcement des politiques examinées ci-dessous. En outre, en fixant ses objectifs, le Conseil des affaires d'État charge la BPC de favoriser la stabilité des prix, la croissance économique et l'emploi, l'équilibre extérieur et la stabilité financière, contrairement à de nombreuses banques centrales, qui font porter tous leurs efforts sur l'adoption d'objectifs d'inflation.

Instruments administratifs, de crédit et prudentiels

Les autorités chinoises ont, tout d'abord, réagi par des mesures de crédit et des actions sectorielles afin de ralentir les dépenses globales d'investissement et d'influer sur la distribution du crédit bancaire. Ces mesures combinent des politiques traditionnelles d'intervention directe, des normes plus strictes en matière d'octroi de prêts (comme cela se fait à Hong-Kong et ailleurs) ainsi que certains instruments nouveaux.

Depuis la mi-2003, la BPC mise davantage sur la persuasion (pratique dite de *window guidance* ou « persuasion morale ») dans sa relation avec les banques. Des directives prudentielles ont, en particulier, plafonné la part du financement bancaire dans les projets immobiliers et réduit les ratios prêt/valeur pour les prêts hypothécaires résidentiels. De nouvelles règles imposant la mise aux enchères des terrains contraindront, en outre, les promoteurs à disposer de davantage de liquidités à l'avance. Par ailleurs, la Commission chinoise de régulation bancaire (CCRB) a enjoint aux 4 grandes banques publiques de recentraliser les décisions de prêts octroyés aux secteurs saturés et réduit la part maximale du financement bancaire pour les nouveaux investissements dans ces mêmes secteurs. En avril 2004, la CCRB serait allée jusqu'à imposer aux banques commerciales de second rang un moratoire d'une semaine sur les prêts. La BPC, la CCRB et plusieurs ministères ont élaboré une directive conjointe relative aux prêts bancaires par secteur en mai 2004.

La BPC s'est également dotée d'un outil macro-prudentiel en adoptant un système différencié de réserves obligatoires en avril 2004. Les banques commerciales de second rang dont la solvabilité ou la qualité des actifs est inférieure à certains seuils sont désormais soumises à un *ratio de réserves obligatoires* de 8 % (contre une moyenne générale de 7,5 %). L'objectif de cette politique est de limiter l'octroi de prêts par les banques qui sont fortement exposées au risque moral et qui ont accru rapidement leurs crédits. Au premier trimestre 2004, les banques



commerciales de second rang les auraient ainsi augmentés de quelque 35 % en glissement annuel (contre seulement 13 % pour les 4 grandes banques publiques). Actuellement, 38 d'entre elles seraient soumises au ratio de 8 %, ce qui concerne environ 10 % des dépôts bancaires totaux dans le système¹.

Qu'en est-il de l'efficacité des différentes orientations adoptées jusqu'à présent en vue d'atteindre l'objectif économique du gouvernement chinois : un ralentissement mesuré et ciblé ? Les résultats semblent pour le moment mitigés. L'expansion du crédit, de la production industrielle et de l'investissement est plus tempérée. Si, au premier trimestre, la progression des prêts bancaires atteignait déjà plus du tiers de l'objectif fixé par la BPC pour l'ensemble de l'année 2004, elle a été plus modérée au deuxième. Par ailleurs, ces derniers mois, l'investissement a visiblement ralenti et les prix locaux de plusieurs catégories importantes de produits sidérurgiques auraient diminué. La hausse des prix à la consommation pourrait ne pas encore avoir atteint son maximum, mais une bonne récolte de céréales au troisième trimestre 2004 pourrait l'atténuer avant la fin de l'année si l'augmentation des superficies et des facteurs de production produisent les effets escomptés.

Diminution de la liquidité

7

Il est tentant de considérer la gestion par la BPC de la liquidité du système bancaire chinois comme un instrument de politique monétaire distinct. Tout comme l'accroissement des soldes des comptes courants détenus par les établissements financiers auprès de la Banque du Japon était assimilé à un assouplissement, la réduction des réserves excédentaires dans le système bancaire chinois peut être considérée comme un resserrement. Ces deux cas sont assez similaires : la détention de réserves excédentaires représente un faible coût d'opportunité pour les banques ; au Japon parce que les taux d'intérêt du marché sont à zéro et en Chine du fait que la BPC rémunère ces réserves à des taux proches des taux interbancaires (fixant ainsi un plancher pour ces taux). Il existe néanmoins une différence : au Japon, les taux d'intérêt ne peuvent descendre au-dessous de zéro, tandis qu'ils peuvent augmenter en Chine.

Conditions initiales

À la fin de l'année 2002, la nouvelle direction de la BPC a hérité d'un système bancaire caractérisé par une liquidité excessive. Courant 2002, des réserves excédentaires supérieures à 10 % du PIB, soit bien au-delà des niveaux frictionnels, semblaient appropriées, compte tenu de la croissance anémique du crédit et des appels répétés de la BPC en 2000



et 2001 pour que les banques prêtent davantage. Comme l'expansion du crédit bancaire a commencé à s'accélérer fin 2002 et que la tendance s'est poursuivie en 2003, apparemment en réponse à l'augmentation de la demande de prêts émanant de l'économie réelle mais aussi du fait que les banques se montraient plus disposées à octroyer des crédits, la nécessité de contenir et même de réduire ces excès est devenue un enjeu politique. Anticipant ce phénomène, la BPC a élaboré, fin 2002, un nouvel instrument destiné à drainer la liquidité, en convertissant certains de ses contrats de prise en pension en bons de Banque centrale².

Toute tentative de réduction de la liquidité se heurtait, non seulement à la situation initiale d'excès, mais aussi aux injections dues à l'afflux massif de dollars, imputable au taux de change fixe du renminbi par rapport à la monnaie américaine et à un compte de capital partiellement libéralisé (point abordé dans le paragraphe consacré aux entrées de capitaux). Deux éléments expliquent l'accélération de ces entrées en 2003 : la supériorité des taux d'intérêt chinois aux taux rémunérant les instruments en dollar en Chine et sur les places franches et les anticipations d'appréciation du renminbi.

Vente de bons de la BPC et réserves obligatoires

8

En 2003, après avoir liquidé ses avoirs, relativement limités, en valeurs du Trésor, la BPC a utilisé son nouvel instrument pour drainer l'excès de liquidité. Suite à son rapport de politique monétaire de 2002 qui avait explicitement mis en garde les banques contre l'accélération du crédit, la BPC a procédé à l'adjudication de ses premiers bons, en avril 2003. Au deuxième trimestre, les ventes nettes ont dépassé en valeur absolue les variations de la liquidité résultant de l'augmentation des actifs étrangers nets ou de la ponction apparemment saisonnière venant de l'accroissement des engagements envers le gouvernement. Elles sont restées soutenues au troisième trimestre (cf. tableau n° 2).

La BPC a intensifié ses opérations d'*open market* en relevant le ratio de réserves obligatoires d'un point de pourcentage, à 7 %, à compter de septembre 2003. Même si les effets conjugués des ventes nettes de bons de la BPC et du relèvement du ratio de réserves ont été, en grande partie, compensés par une augmentation des autres actifs domestiques nets au troisième trimestre 2003 (présentée comme une diminution des autres engagements domestiques nets dans le tableau n° 2), la BPC est parvenue à réduire les réserves excédentaires de plus d'un tiers par rapport à leur niveau de fin 2002 (en renminbi) et encore davantage en pourcentage des dépôts (cf. la rubrique *Pour mémoire* dans le tableau).

Tableau n° 2
Injection et ponction de réserves bancaires excédentaires
en Chine¹

	T4 2002	T1 2003	T2 2003	T3 2003	T4 2003 ²	T1 2004
Réserves excédentaires, début de période ³	682	983	791	634	606	984
Plus injection de réserves excédentaires (origines) : variation des actifs étrangers nets ⁴	151	210	187	271	468	335
Moins ponction de réserves excédentaires (emplois) :	-150	402	344	299	90	537
Émission de monnaie	88	9	-19	150	125	-26
Engagements nets envers le gouvernement	-233	141	117	14	-88	136
Réserves obligatoires dues à la croissance de M2 ³	81	15	54	53	64	-1
Réserves obligatoires dues à l'évolution du ratio réglementaire	0	0	0	138	9	-0
Émission nette de bons de la BPC	-45	-104	193	202	-137	293
Autres engagements domestiques nets, variation ⁵	-41	341	-0	-258	117	135
Variation des réserves excédentaires (injection moins ponction)	301	-192	-157	-28	378	-202
Réserves excédentaires, fin de période ³	983	791	634	606	984	782
<i>Pour mémoire</i>						
<i>Ratio de réserves excédentaires³</i>	<i>6,47 %</i>	<i>5,12 %</i>	<i>3,88 %</i>	<i>3,52 %</i>	<i>5,38 %</i>	<i>4,28 %</i>
<i>Réserves excédentaires, en % du PIB 2003³</i>	<i>8,41 %</i>	<i>6,76 %</i>	<i>5,42 %</i>	<i>5,18 %</i>	<i>8,42 %</i>	<i>6,69 %</i>
<i>Croissance des prêts bancaires (12 mois, fin de trimestre) 15,8 %</i>	<i>19,9 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>23,5 %</i>	<i>21,1 %</i>	<i>19,1 %</i>	
<i>Croissance de M2 (12 mois, fin de trimestre)</i>	<i>16,8 %</i>	<i>18,5 %</i>	<i>20,8 %</i>	<i>20,7 %</i>	<i>19,6 %</i>	<i>19,1 %</i>

1. En milliards de renminbi.

2. Corrigé des effets de la recapitalisation à hauteur de 45 Md\$ US de deux banques publiques au 4^{ème} trimestre 2003.

3. Niveaux de réserves obligatoires et excédentaires calculés à partir des ratios de réserves excédentaires indiqués dans les rapports de politique monétaire de la BPC.

4. Les actifs étrangers nets ont été corrigés des effets des valorisations, dans l'hypothèse de pondérations du portefeuille : 70 % en dollar, 20 % en euro et 10 % en yen.

5. Ce terme recouvre également les écarts de *stock-flow*.

Sources : BPC ; CEIC ; estimations de la BRI.

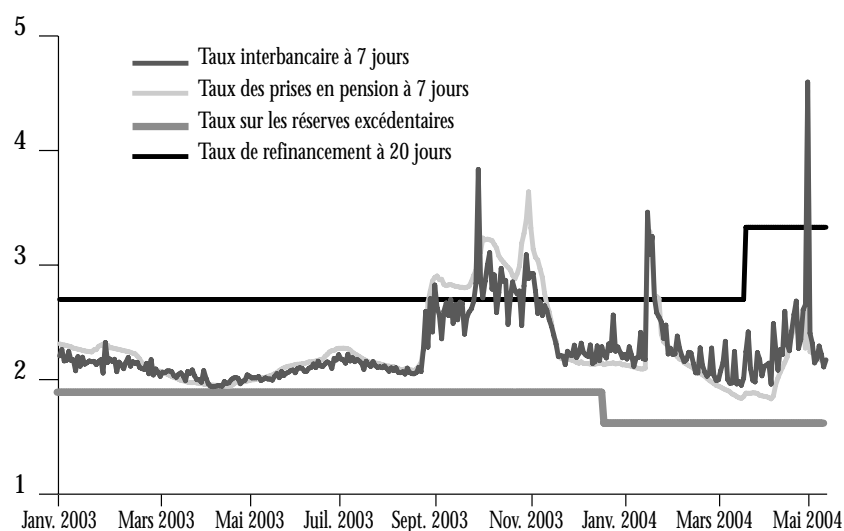
Que s'est-il passé au quatrième trimestre 2003 ?

Le quatrième trimestre 2003 montre que le parallèle avec le Japon a ses limites. Dans l'archipel, il est possible d'intervenir sur la liquidité mais pas sur les taux. En Chine, les autorités peuvent aller au-delà d'un simple resserrement de la liquidité. Après le relèvement des niveaux de réserves obligatoires, l'an dernier, les taux du marché monétaire se sont inscrits en hausse, ce qui a entraîné une augmentation des rendements obligataires, incitant le gouvernement à annuler certaines nouvelles émissions au quatrième trimestre 2003. Sur cette période, la BPC a toutefois semblé faire marche arrière en ne renouvelant pas les bons arrivant à échéance et en injectant de la liquidité par le biais d'opérations d'*open market*, mettant ainsi un terme à trois trimestres de progrès sur le front de la réduction des réserves excédentaires.

Cet épisode de hausse et de plus grande volatilité des taux peut donner lieu à au moins quatre interprétations : les trois premières faisant intervenir des facteurs techniques et la quatrième, la conduite de la politique en général. Premièrement, le rapport de politique monétaire de la BPC attire l'attention sur les sources de distorsion des introductions en Bourse, qui créent des hausses temporaires de la demande de liquidité, tirant les taux d'intérêt vers le haut (cf. graphique n° 3).

10

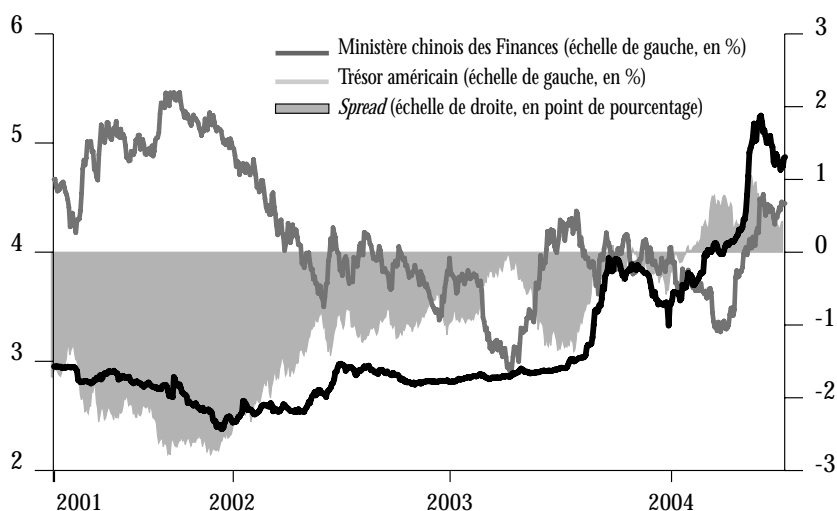
Graphique n° 3
Chine : taux du marché, taux de refinancement
et taux sur les réserves excédentaires en 2003-2004
 (en %)



Sources : PBOC ; CEIC ; estimations de la BRI.

Deuxièmement, la montée des taux serait une conséquence fortuite de l'augmentation des réserves obligatoires, qui a conduit les banques à pratiquer une gestion plus prudente de leur trésorerie, réduisant ainsi l'offre de fonds au marché monétaire. Troisièmement, la hausse des taux longs a été provoquée par l'allongement du terme des bons de la BPC à 3 et 6 mois que le marché a dû absorber. Comme l'augmentation des actifs étrangers nets a contribué à rendre nécessaires un relèvement des réserves obligatoires et la vente de bons, ces poussées des taux d'intérêt pourraient être imputées à des difficultés de stérilisation (ainsi qu'à la capacité limitée du marché monétaire à répartir l'excédent de liquidité persistant au sein du système bancaire).

Graphique n° 4
Rendements des emprunts d'État américains et chinois



Note : sur la base des emprunts d'État arrivant à échéance en août ou septembre 2011.
Sources : Bloomberg ; estimations de la BRI.

Quatrièmement, les marchés auraient estimé que, par son comportement, la BPC indiquait qu'une hausse des taux d'intérêt, peut-être causée par ces facteurs techniques, était plutôt bienvenue. Une telle interprétation était de nature à rendre les rendements obligataires plus sensibles à l'évolution du marché monétaire et, de fait, ils ont augmenté de manière significative en septembre et début octobre 2003 (cf. graphique n° 4). Le repli des taux du marché monétaire qui a suivi aurait donc traduit l'absence d'un consensus politique plus large autour d'un relèvement des taux d'intérêt, en raison des divergences d'opinions sur la configuration des risques dans l'économie chinoise. Tandis qu'en



novembre les taux du marché monétaire avaient pratiquement renoué avec les niveaux de juillet-août, les rendements obligataires n'avaient que partiellement suivi en novembre-décembre, ce qui donne à penser qu'une hausse des taux d'intérêt était encore attendue dans une certaine mesure.

Retour aux mesures restrictives en 2004

Quelle que soit la façon dont on interprète les événements du quatrième trimestre 2003, il apparaît clairement que la BPC a recommencé à comprimer l'excédent de liquidité au premier trimestre 2004. Un drainage apparemment saisonnier consécutif à une hausse des engagements envers le gouvernement, couplé à des ventes massives de bons et à un accroissement des autres dettes, a permis de réduire les réserves excédentaires en dépit d'une forte progression des réserves de change. En avril, le ratio de réserves obligatoires a de nouveau été relevé, à 7,5 %. En mai, en plus de ses habituelles adjudications hebdomadaires, la BPC a émis pour 50 milliards de renminbi supplémentaires de bons à l'intention de banques ciblées ayant enregistré une croissance rapide de leur activité de prêts et une augmentation de leurs niveaux de réserves excédentaires au cours des 4 premiers mois de l'année. La BPC a également repris ses opérations hebdomadaires de prise en pension basées sur les obligations du Trésor, qui avaient été suspendues en avril 2003.

Au moins au vu des niveaux de réserves excédentaires, la liquidité du système bancaire chinois a été fortement réduite, quoique avec une interruption, au cours des 15 mois clos le 31 mars 2004. Faut-il y voir le prélude à un durcissement monétaire officiel plutôt que sa mise en œuvre effective³ ? Des effets en termes de quantités et de prix sont envisageables. Concernant les quantités, étant donné l'ampleur des réserves excédentaires dans le système, il n'y avait guère de raisons de penser qu'une croissance nettement inférieure de la base monétaire consécutive à la diminution de la liquidité entraînerait un ralentissement *parallèle* de l'expansion du crédit ou de la monnaie au sens large⁴. Il n'en demeure pas moins que la baisse du ratio de réserves excédentaires, fin mars 2004, s'est accompagnée d'un fléchissement marginal de la croissance de la monnaie et des prêts. Concernant les prix, la hausse des rendements des obligations d'État signifie que les prêts bancaires risqués aux entreprises sont moins attrayants à la marge. Par ailleurs, le resserrement de la liquidité aurait pu conduire les banques à proposer moins souvent des prêts à un taux égal à 90 % des taux de référence, même si la notification systématique des conditions de prêt reste une disposition en cours d'élaboration. Outre ces effets, la diminution de la liquidité aurait eu un impact maximal seulement si elle avait permis de



réduire les réserves excédentaires à un niveau plus contraignant et ainsi de relever les taux d'intérêt. Fin 2003, le consensus nécessaire n'avait pas été obtenu.

Hausse des taux d'intérêt ?

Jusqu'à présent, les autorités chinoises n'ont pas eu recours à deux instruments stratégiques : le taux de change et les taux d'intérêt de référence. Le taux de change a fait l'objet d'âpres débats, mais rares sont les économistes qui pensent qu'il jouera un rôle, à court terme, dans le durcissement de la politique monétaire. De fait, l'évolution du dollar américain depuis mars 2004 a atténué les pressions telles que mesurées sur le marché des contrats NDF (*non-deliverable forward*). Les responsables chinois ont récemment examiné l'appréciation effective en termes réels du renminbi ces derniers mois, attribuable à la hausse de l'inflation interne et au raffermissement du dollar américain. Le gouvernement chinois pourrait douter de l'intérêt de recourir à une réévaluation unique pour durcir les conditions monétaires, compte tenu de la volatilité sur le marché des changes international, et craindre qu'elle favorise de nouvelles entrées de capitaux. On estime, en outre, que toute flexibilité significative du change nécessiterait d'abord que les taux d'intérêt jouent un rôle plus important dans l'économie⁵.

Les taux du marché monétaire se sont généralement inscrits en hausse depuis la mi-2003. Les taux interbancaires et des prises en pension évoluent dans une fourchette fixée par la BPC. Depuis septembre, ces derniers se sont hissés à des niveaux moyens plus élevés, en partie sous l'impulsion de facteurs techniques décrits ci-dessus. En mars 2004, la BPC a relevé ses propres taux de prêt et de réescompte de 63 et 27 points de base respectivement, élargissant d'autant la fourchette de fluctuation.

Les rendements obligataires, qui sont déterminés sur un marché dominé par les banques, se sont inscrits en nette hausse depuis la mi-2003, passant d'environ 3 % à quelque 5 % pour les titres arrivant à échéance en 2011 (cf. graphique n° 4). Cette progression semble être une conséquence de la diminution de la liquidité ou le résultat de l'anticipation d'un nouveau cycle des taux d'intérêt. S'il peut être tentant d'imputer la poussée des rendements à l'évolution des marchés internationaux, les variations hebdomadaires du marché chinois montrent l'absence de corrélation avec son homologue américain⁶. Enfin, les taux d'intérêt sur le gré à gré, qui ont un rapport plus direct avec un grand nombre de PME chinoises, auraient doublé au troisième trimestre 2004, pour se situer dans la fourchette de 15-20 %.

Ce qui pourrait faire une réelle différence serait, toutefois, une modification des taux de référence officiels administrés sur les dépôts et les prêts (qui pourraient être considérés comme les taux directeurs). Si



les banques disposent désormais d'une marge de manœuvre importante pour négocier des taux de prêt supérieurs à ces derniers et d'une certaine latitude pour consentir des taux inférieurs, ces taux officiels continuent à servir de référence dans les contrats de prêt. En outre, le gouvernement exerce toujours un contrôle strict sur la rémunération de la plupart des dépôts bancaires en renminbi, même si des taux négociés sur les gros dépôts en monnaie locale ont été autorisés dernièrement. Par conséquent, une modification des taux de référence constituerait une véritable réorientation de la politique monétaire officielle. Dans un contexte de taux de référence au plus bas et de révision des anticipations en matière d'inflation, le marché est à l'affût d'un tel signal. On peut faire valoir qu'une stabilité des taux nominaux en dépit de la montée de l'inflation s'apparente à une détente passive des taux d'intérêt réels. La BPC semble actuellement opter pour une position attentiste et indique qu'une hausse de 5 % de l'IPC en glissement annuel, qui ramènerait le taux de prêt réel à zéro, pourrait être un seuil stratégique.

Pour quelles raisons les autorités chinoises ont-elles maintenu les taux de référence inchangés ? Cela peut tenir en partie à l'absence de consensus sur la configuration des risques dans l'économie. Même en cas d'accord sur le diagnostic, une question demeure : la hausse des taux d'intérêt peut-elle freiner la dynamique d'investissement présente au plan local, où la contrainte budgétaire est faible, car l'économie n'est réformée qu'en partie ? En janvier et février 2004, les dépenses liées aux projets d'investissement financés par le gouvernement ont augmenté de 12 % seulement en glissement annuel. En revanche, les dépenses liées aux projets d'investissement financés à l'échelon local ont progressé de quelque 60 %, les administrations s'étant empressées d'agir par crainte d'un resserrement du crédit. Dans le pire des cas, la hausse des taux inciterait simplement les ménages à accroître leur taux d'épargne déjà élevé (40 % actuellement), ce qui pèserait sur la demande des consommateurs et risquerait d'aggraver le chômage.

D'autres préoccupations conditionnent également l'orientation politique. L'une d'elles est la possibilité que le cycle d'investissement actuel atteigne bientôt son plus haut. C'est pourquoi, la BPC pourrait ne durcir sa politique monétaire que progressivement, afin de ne pas accentuer un ralentissement peut-être imminent. Par ailleurs, en Chine, les banques détiennent de grandes quantités d'obligations d'État émises il y a 2 ans à des rendements très bas. Les hausses de taux d'intérêt pourraient pénaliser des banques déjà fragiles et favoriser de nouvelles entrées de capitaux (cf. le paragraphe sur les entrées de capitaux).

L'impact de tout relèvement des taux d'intérêt est difficile à anticiper. Des comparaisons réalisées entre les pays du G 10 laissent penser que la politique monétaire a des répercussions particulièrement significatives



dans les économies caractérisées par un endettement privé élevé par rapport au PIB et par une prédominance du financement à taux variable. Auparavant, la plupart des contrats de prêt en Chine permettaient des ajustements de taux d'intérêt seulement une fois par an. Depuis début 2004, la BPC a toutefois autorisé les parties contractantes à négocier le rythme d'ajustement de la majorité des taux de prêt par rapport aux taux de référence. À ce stade, la moitié, voire plus, des modifications des taux de référence a pu se répercuter sur les taux de prêt dans un délai de 6 mois. Contrairement à l'hypothèse de forte incidence de la politique monétaire sur une économie caractérisée par un endettement élevé et des prêts à taux variable, les hausses des taux d'intérêt ont des effets incertains sur les dépenses liées aux projets soutenus par les provinces. Un exercice de modélisation suggère que, sur 12 mois, une augmentation de 1 % des taux pourrait amputer la croissance de l'investissement de 0,9 % et celle du PIB de 0,3 %, ce qui implique qu'il faudrait peut-être porter les seuls taux de prêt de référence à 20 % pour que l'investissement renoue avec un rythme de croissance, plus viable, de 20 % (Huang, 2004) !

COMPOSER AVEC LES FLUX DE CAPITAUX

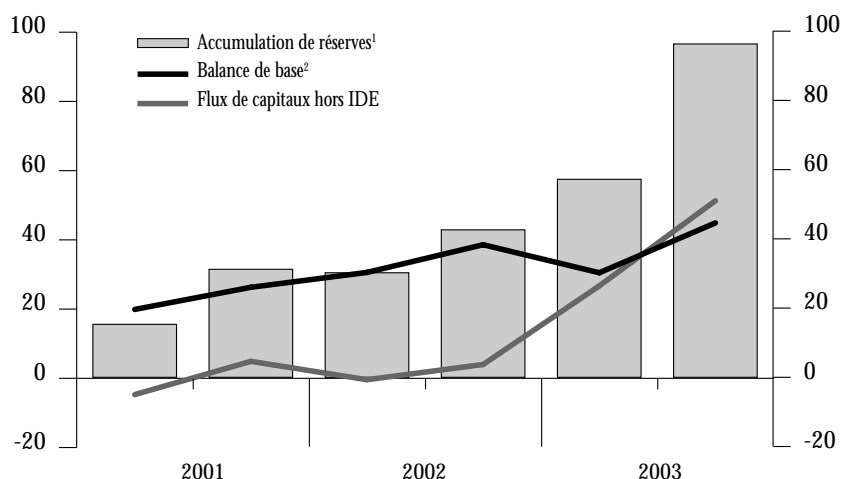
Dans quelle mesure la perspective d'un accroissement des entrées de capitaux dissuade-t-elle les autorités chinoises de relever les taux de référence ? Il ne fait aucun doute que cette éventualité les préoccupe. De même, il est clair que ces flux sont sensibles aux écarts de taux d'intérêt. Ainsi, le moment où la Réserve fédérale intervient peut avoir son importance : la hausse des taux aux États-Unis au deuxième trimestre 2004, en anticipation d'un durcissement monétaire, a permis d'atténuer les pressions exercées par les entrées de capitaux. Considérer qu'un relèvement des taux chinois est exclu en raison de la réaction potentielle des flux de capitaux internationaux reviendrait toutefois à faire fi de l'histoire récente. Rappelons que, malgré le problème des sorties de capitaux, les taux chinois ont été ramenés nettement en dessous des taux américains en 1999-2000. En outre, le gouvernement chinois dispose d'importants contrôles sur les mouvements de capitaux⁷.

Le compte de capital

Au départ, il est important d'admettre qu'un afflux de capitaux est probablement à l'origine de la vive progression des réserves de change de la Chine, dont le volume s'est accru de quelque 170 Md\$ sur les douze mois clos le 30 juin 2004, soit plus de 10 % du PIB (après correction des effets de l'injection de 45 Md\$ dans deux grandes banques publiques, fin 2003). Cette rapide accumulation de réserves

de change a tenu beaucoup moins à l'excédent de la balance de base (somme de la balance courante et du solde des investissements directs étrangers - IDE - nets) qu'aux autres entrées de capitaux hors IDE, qui ont été supérieures à la balance de base pour la première fois ces dernières années (cf. graphique n° 5).

Graphique n° 5
Chine : balance de base, flux de capitaux hors IDE
et accumulation de réserves
(en Md\$)



1. Corrigée des effets des valorisations et de la recapitalisation bancaire à hauteur de 45 Md\$ américains fin 2003.

2. Somme de la balance courante (corrigée des transferts nets courants) et du solde net des IDE.

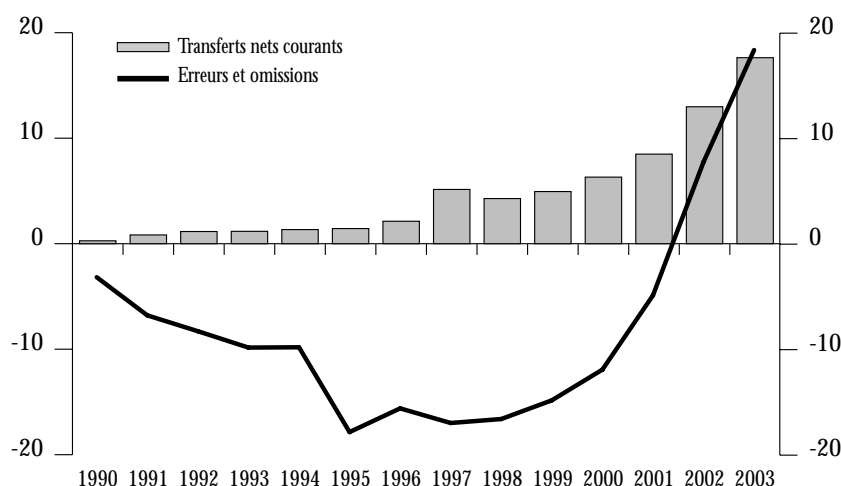
3. Transferts nets courants inclus ainsi qu'erreurs et omissions.

Sources : CEIC ; estimations de la BRI.

Plusieurs rapports témoignent de la pression des entrées de capitaux (cf. graphique n° 6). Les erreurs et omissions, qui se chiffraient à 18 Md\$ américains en 2003, marquent une inversion de la tendance précédente qui dénotait des sorties massives de capitaux d'ampleur équivalente. En outre, les rapatriements de fonds se sont accrus de plus de 40 % l'an en 2002 et 2003, faisant ressortir les entrées de capitaux privés dans ce poste des comptes courants. Au cours des trois dernières années, les transferts nets courants ont, en moyenne, représenté quelque 40 % des excédents totaux de la balance courante chinoise. Le gouvernement, qui a toujours encouragé les entrées de dollars, est récemment intervenu pour demander aux banques de signaler tout rapatriement de fonds exceptionnellement important.

Nous avons donc exclu les rapatriements nets de la balance courante pour les inclure, ainsi que les erreurs et omissions, dans les entrées de capitaux hors IDE.

Graphique n° 6
Balance des paiements de la Chine :
transferts nets courants et erreurs et omissions
(en Md\$)



Source : CEIC.

La sensibilité des flux bancaires aux écarts de taux d'intérêt

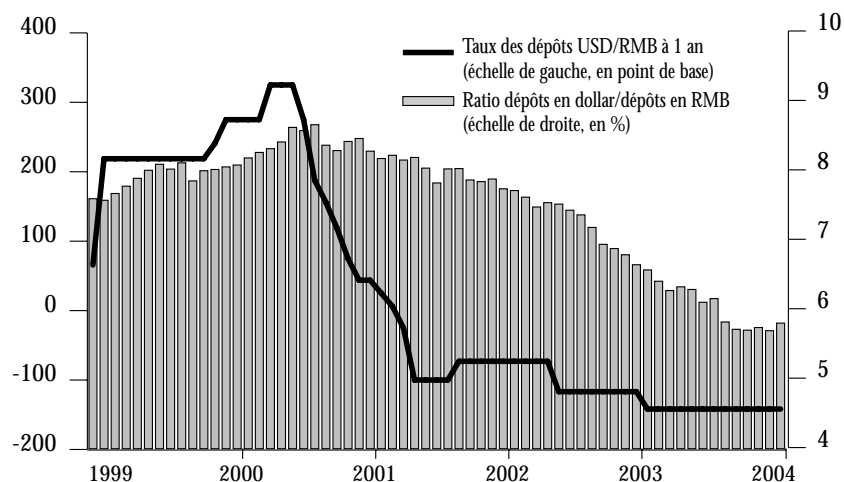
Dans une large mesure, cette croissance plus rapide des réserves officielles et l'accélération des entrées de dollars hors IDE témoignent du changement de position de la Chine, qui, après avoir accru ses créances sur le système bancaire international, a décidé de les réduire. Les entrées de fonds des banques internationales en Chine ont repris, pour répondre à un raffermissement de la demande locale (prêts en devises) et à une diminution de l'offre (dépôts en devises), au moment où les taux du dollar américain sont tombés en dessous de ceux du renminbi et où les anticipations du marché, quant à une possible appréciation de la monnaie chinoise, se sont intensifiées. Ces entrées de devises ont, à leur tour, incité le secteur privé à vendre des dollars aux autorités, ce qui a contribué à accentuer l'expansion des réserves de change officielles (Ma et McCauley, 2002, 2003 et 2004).

Les taux d'intérêt américains ayant commencé à s'inscrire en baisse début 2001, les résidents chinois ont, dans leurs transactions en

devises avec les banques locales, cherché à réduire leur position nette longue en dollar. Avant 2001, les ménages et les entreprises étoffaient leurs dépôts en devises auprès des banques en Chine (cf. graphique n° 7), tandis que les entreprises remboursaient leurs dettes en devises. Par la suite, ils ont ralenti leur accumulation de dépôts en devises, qui se sont même contractés en 2003. En 2002, les entreprises ont recommencé à emprunter en devises à un rythme rapide (cf. graphique n° 8). Ces changements étaient imputables au repli des taux d'intérêt américains à court terme, à des niveaux inférieurs aux taux chinois. Des perspectives de gains de change sur des positions longues en renminbi/courtes en dollar n'ont fait que renforcer l'attrait des taux d'intérêt, incitant les intervenants à effectuer des dépôts en renminbi et/ou à emprunter en dollar.

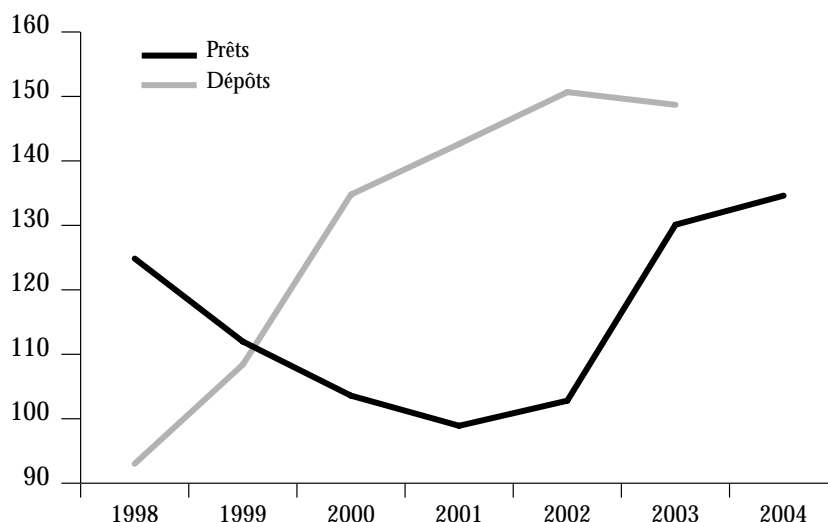
Les banques déclarantes BRI ont facilité ce retournement. Après avoir accueilli les dollars excédentaires en Chine, elles ont fourni les dollars requis pour financer la croissance des prêts locaux en devises, tandis que les dépôts des résidents diminuaient (cf. tableau n° 3). Ainsi, la Chine, qui avait injecté 6 Md\$ dans le système bancaire international en 2002, en a ponctionné 23 milliards sur les trois premiers trimestres 2003 (chiffres corrigés des variations de change). Ces dollars empruntés peuvent accroître les réserves officielles de deux manières : d'une part, le secteur non bancaire peut vendre directement

Graphique n° 7
Dépôts en devises de la Chine et rendements relatifs
des dépôts en dollars



Note : le taux sur les dépôts en dollar concerne les dépôts de faible montant (moins de 3 MS).
Sources : Banque populaire de Chine ; estimations des auteurs.

Graphique n° 8
Chine : prêts et dépôts en devises auprès des banques
(en Md\$; chiffres de fin de période)



Note : les données pour 2004 sont celles du mois de juin.

Sources : Banque populaire de Chine ; estimations des auteurs.

19

les dollars empruntés contre renminbi ; d'autre part, de manière plus indirecte, les entreprises peuvent utiliser les dollars empruntés pour retarder la vente de renminbi afin de s'acquitter du règlement des importations et/ou d'accélérer la vente des dollars reçus des exportations contre renminbi. Ces opérations de termaillage menées sur une moyenne de deux mois pourraient donner lieu à des entrées de capitaux à hauteur de quelque 170 Md\$, soit plus de 80 % des réserves de change accumulées au cours des 12 mois clos le 30 juin 2004.

Face à l'augmentation de la demande de prêts libellés en dollar émanant d'entreprises à capitaux étrangers, il se pourrait également que les banques étrangères opérant en Chine aient emprunté davantage à l'étranger, ce qui contribuerait à expliquer la dernière intervention du gouvernement visant à imposer à ces établissements un quota sur les emprunts à l'étranger, comme il en existe déjà à l'égard des banques chinoises.

L'enseignement des années 1999-2000

Le dernier cycle de durcissement monétaire de la Réserve fédérale américaine, en 1999-2000, a placé les responsables politiques chinois devant un dilemme (Mc Cauley et Mo, 2000). Début 1999, les

banques en Chine pratiquaient le même taux d'intérêt, près de 4 %, sur les dépôts à 1 an en renminbi et en dollar américain. Au printemps, du fait de la hausse du Libor en dollar américain en prévision d'un relèvement des taux directeurs, les taux des dépôts en dollar ont été relevés au-delà de 4 %, s'établissant ainsi, pour la première fois, à un niveau supérieur à ceux des dépôts en renminbi. En milieu d'année, les taux des dépôts à 1 an en renminbi ont été ramenés juste au-dessus de 2 % afin de lutter contre la déflation et stimuler la demande intérieure, faible à l'époque. L'écart maximal entre les taux des dépôts en renminbi et en dollar a dépassé 3 %. Une conclusion s'impose : la fixation des taux d'intérêt en Chine a, non seulement permis le creusement d'un

Tableau n° 3
Chine : flux de liquidités en devises

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹	1999-2003 ¹
	Variation, en milliards de dollars américains					
Origines ²	38,0	45,7	58,8	67,9	71,3	281,7
Réserves de change	9,7	10,9	46,6	74,3	97,5	239,0
Dépôts auprès des banques ³	15,4	26,4	7,9	15,8	-2,6	62,9
Moins prêts des banques ³	12,9	8,4	4,3	-22,2	-23,6	-20,2
Emplois ²	25,7	55,0	45,4	73,5	33,2	232,8
Créances nettes sur les banques déclarantes	10,7	33,6	-4,2	5,8	-22,8	23,1
dont : à Hong-Kong RAS	3,8	14,4	-4,2	2,2	-7,2	9,0
Achats nets de titres de dette des États-Unis ⁴	15,0	20,4	44,1	65,3	56,0	200,8
Obligations du Trésor	8,2	-4,0	19,1	24,1	19,1	66,5
Obligations des agences	8,3	18,8	26,0	29,3	24,3	106,7
Obligations d'entreprises	0,5	0,8	6,7	6,0	3,5	17,5
Instruments du marché monétaire	-2,0	4,8	-7,7	5,9	9,1	10,1
Achats nets de titres allemands ⁵	1,4	2,0	1,8	2,3	0,9	8,4
Achats nets de titres japonais ⁵	-1,4	-1,0	3,7	0,1	-0,9	0,5

1. 2003 : jusqu'en septembre.

2. Origines : non compris entreprises ni secteur financier hors établissements collecteurs de dépôts ; emplois : données incomplètes.

3. Banques domestiques et étrangères en Chine Continentale. Une baisse (hausse, comme en 2002-2003) des prêts accroît (diminue) les liquidités.

4. Les derniers chiffres du Trésor américain montrent que, sur l'ensemble de 2003, les secteurs officiel et bancaire de Chine ont poursuivi leurs achats nets de titres du Trésor américain (30,5 Md\$), des agences fédérales (29,6 Md\$) et des entreprises (4,6 Md\$).

5. Pour l'ensemble de 2003.

Sources : Banque populaire de Chine ; Deutsche Bundesbank ; Autorité monétaire de Hong-Kong ; Banque du Japon ; Trésor américain ; BRI ; estimations des auteurs.



écart entre les taux du renminbi et du dollar américain, mais y a aussi contribué.

La dollarisation des dépôts et les sorties de capitaux qui l'ont accompagnée pendant cet épisode n'ont nullement été des phénomènes faciles à gérer pour les autorités chinoises. Ces flux, bien qu'assez importants, n'étaient cependant pas suffisants pour éliminer les écarts de taux d'intérêt ou ôter aux autorités la possibilité de fixer les taux à des niveaux nettement inférieurs à ceux des placements en dollar américain. Si un écart défavorable de 300 points de base pour les dépôts en renminbi était supportable en 2000, il paraît difficile de faire valoir qu'un creusement de l'écart, actuellement favorable, de 150 points de base est intenable aujourd'hui. Si le relèvement des taux directeurs américains est de nature à faciliter, jusqu'à un certain point, la conduite de la politique monétaire chinoise, il ne faut pas s'attendre à ce qu'il la dicte. À plus long terme, la poursuite de l'ouverture du secteur bancaire conformément à l'engagement pris devant l'OMC et une libéralisation progressive du compte de capital et des changes poseront toutefois de nouveaux défis aux autorités.

Le gouvernement chinois a réagi aux déséquilibres économiques qui sont apparus au premier trimestre 2004 en prenant un ensemble de mesures d'ordre budgétaire et administratif, de dispositions touchant au crédit, aux orientations prudentielles et à la liquidité dans l'espoir de ralentir l'économie de manière mesurée et ciblée. Au départ, la BPC avait l'intention d'adopter une orientation plus ferme face au récent redressement conjoncturel. Pour le moment, elle n'a pas encore procédé à un relèvement des taux de référence pour de multiples raisons. À l'heure où nous écrivons, les premiers signes de ralentissement économique en Chine sont visibles. Des flux de capitaux transfrontières exceptionnellement importants ces dernières années ont été sensibles aux écarts de taux d'intérêt et aux anticipations de change. Ces entrées, qui ont été essentiellement à l'origine de la croissance des réserves de change de la Chine en 2003 et au premier semestre 2004, semblent déjà avoir diminué, parallèlement à la hausse des taux d'intérêt américains au deuxième trimestre 2004. Elles représentent une contrainte pour la politique monétaire de la Chine, mais elles ne la dictent pas.



NOTES

1. En revanche, les coopératives de crédit fragiles en milieu urbain et rural sont exemptées des deux augmentations des réserves obligatoires et restent soumises au taux réglementaire de 6 %. Ainsi, le système différencié de réserves obligatoires de la Chine comporte désormais trois niveaux.
2. Comme aucune adjudication de nouveaux bons n'a eu lieu avant avril 2003, la quantité de bons en circulation a diminué au quatrième trimestre 2002 et au premier trimestre 2003 (cf. tableau).
3. La première interprétation expliquerait l'initiative par ailleurs insolite prise par la BPC à la fin de l'an dernier. La BPC a, en effet, modifié le taux de rémunération des réserves, qui est passé d'un taux universel de 1,89 % à un taux équivalent pour les réserves obligatoires et à 1,62 % pour les réserves excédentaires. Cette mesure assortit la détention de réserves excédentaires d'un coût d'opportunité plus élevé et devrait peu à peu encourager les opérations interbancaires et, à terme, contribuer à une demande plus prévisible de réserves bancaires.
4. En effet, la différence entre un objectif de 17 % pour l'agrégat M2 et un résultat de 20 % représente simplement 15 % de la variation annuelle de la ligne « Réserves obligatoires dues à la croissance de M2 » dans le tableau n° 2, soit environ 30 milliards de renminbi ou un vingtième des réserves excédentaires même fortement réduites. L'ampleur des réserves excédentaires dans le système implique également qu'un lien étroit entre la croissance des actifs étrangers et la croissance monétaire est peu probable. Liu (2004, p. 16) indique : « Un test de causalité de Granger, qui utilise les chiffres mensuels des réserves de change de la Chine et de l'agrégat M2 entre 2000 et le premier trimestre 2004, montre que les réserves n'entretiennent pas de lien de causalité avec M2 bien que l'inverse soit vrai ».
5. Pour une discussion sur les choix de régime de change et les niveaux adéquats, cf. Anderson (2003), Bosworth (2004), Goldstein (2004), Liu (2004) et Wang (2004).
6. Cf. Mc Cauley et Jiang (2004). Les anticipations de réévaluation du renminbi, comme en témoignent les contrats NDF, ne semblent pas avoir d'incidence, car la hausse des rendements obligataires chinois a été supérieure à celle des rendements américains au premier trimestre 2004, lorsque les contrats NDF montraient clairement une appréciation du renminbi. Pour un panorama des marchés asiatiques des contrats NDF, cf. Ma, Ho et McCauley (2004).
7. Pour une analyse de l'efficacité potentielle des contrôles de capitaux en Chine, cf. Ma, Ho et McCauley (2004).

BIBLIOGRAPHIE

- ANDERSON Jonathan (2003), « The complete RMB handbook », *UBS Investment Research*, octobre.
- BANQUE POPULAIRE DE CHINE, *Quarterly monetary policy reports*, divers numéros.
- BOSWORTH Barry (2004), « Valuing the renminbi », document présenté au Tokyo Club Research Meeting, Institut Brookings.
- GOLDSTEIN Morris (2004), « Adjusting China's exchange rate policies », document de discussion de l'Institut d'Économie Internationale.
- HUANG Yiping (2004), « Greater China insights: Hard landing in China? Not likely », *Citigroup Global Markets Economic and Market Analysis*, 12 mai 2004, p. 9.
- LIU Li-Gang (2004), « China's role in the current global economic imbalances », document présenté au colloque de l'Institut de recherche en économie, commerce et industrie (RIETI) consacré à la résolution des nouveaux déséquilibres internationaux et régionaux dans une ère d'intégration asiatique les 17 et 18 juin 2004 à Tokyo, Japon.

MA Guonan, HO Corinne et MC CAULEY Robert N. (2004), « Contrats à terme non livrables en monnaies d'Asie », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2004, pp. 79-92.

MA Guonan et MC CAULEY Robert N. (2004), « Chine : origines et emplois des liquidités en devises », *Rapport trimestriel BRI*, mars, pp. 26-27.

MA Guonan et MC CAULEY Robert N. (2003), « Opening China's capital account amid ample dollar liquidity », in *China's capital account liberalisation: international perspectives*, BIS Papers, n° 15, avril, pp. 25-34.

MA Guonan et MC CAULEY Robert N. (2002), « Rising foreign currency liquidity of banks in China », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 67-73.

MA Guonan et Robert N. MC CAULEY (2002), « Évolution des liquidités en devises des banques chinoises », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 20-22.

MC CAULEY Robert N. et JIANG Guorong (2004), « Asie - obligations en monnaies locales : une option de diversification », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 53-69.

MC CAULEY Robert N. et Mo Y.K. (2000), « Dépôts en devises des particuliers et entreprises auprès des banques en Chine », *Rapport trimestriel BRI*, août, pp. 34-38.

WANG Tao (2004), « Exchange rate dynamics », in « China's growth and integration into the world economy », *IMF Occasional Paper*, n° 232.

