

Chapitre 2

Poursuivre la réforme de la politique monétaire

Grâce aux réformes et au développement du secteur financier, la Banque populaire de Chine (PBoC) a maintenant une bonne maîtrise des taux d'intérêt du marché monétaire. Comme ceux-ci déterminent de plus en plus les taux de prêt des banques, la banque centrale est aussi en mesure d'influer sur le coût du crédit sans recourir à ses taux de référence applicables aux banques commerciales. En outre, les taux d'intérêt sont un déterminant important de l'investissement en Chine, par l'intermédiaire du coût d'usage du capital, et l'activité économique globale a une incidence sur l'inflation. Dès lors, une politique monétaire reposant davantage sur les taux d'intérêt favoriserait la stabilisation macroéconomique, tout en évitant nombre des inconvénients de l'actuelle méthode quantitative. En outre, une plus grande flexibilité du taux de change permettrait de mieux amortir les chocs macroéconomiques et donnerait à la banque centrale plus de marge pour adapter la politique monétaire à la situation économique du moment. Parallèlement, les réorientations de la politique menée par la PBoC devraient s'appuyer sur des informations tirées du suivi d'un ensemble d'indicateurs et sur un objectif d'inflation souple.

La politique monétaire a beaucoup progressé

La Banque populaire de Chine (PBoC) a commencé en 1984 à exercer exclusivement les fonctions d'une banque centrale. Depuis cette date, la conduite de la politique monétaire a été beaucoup perfectionnée. Cette politique est passée progressivement d'un système administratif planifié, basé sur le rationnement du crédit, à un régime davantage inspiré du marché, qui fait de la croissance monétaire le principal objectif intermédiaire. Dans le cadre de cette transition, les taux d'intérêt ont été libéralisés, ce qui les a rendus plus réactifs aux signaux du marché, et les outils de la politique monétaire ont été modernisés. Le système bancaire a aussi été largement réformé (chapitre 3) et l'économie est devenue beaucoup plus sensible aux mesures utilisant les mécanismes du marché.

Officiellement, l'objectif de la politique monétaire chinoise est « de stabiliser la valeur de la monnaie et de promouvoir ainsi la croissance économique »¹. On ne perçoit pas clairement s'il s'agit de maintenir le pouvoir d'achat interne de la monnaie – c'est-à-dire de stabiliser les prix – ou le taux de change. En pratique, le Conseil des affaires d'État a aussi chargé la banque centrale de réaliser la stabilité des prix, la progression de l'emploi, l'équilibre extérieur et la stabilité financière². Enfin, elle est responsable de la libéralisation du secteur financier. La PBoC, qui n'est pas indépendante, doit obtenir l'autorisation du Conseil des affaires d'État pour modifier sa politique.

Le 11^e plan a appelé à la libéralisation des taux d'intérêt et à l'amélioration du mécanisme de transmission de la politique monétaire. C'est dans cette perspective que le présent chapitre évalue le dispositif de politique monétaire et suggère des moyens éventuels de le renforcer. On commence par examiner les objectifs et les instruments utilisés par la banque centrale pour influencer sur les conditions monétaires. Sous l'effet de plusieurs facteurs, dont la réforme en cours des taux d'intérêt et le rétablissement du système bancaire, le marché monétaire s'est davantage intégré aux différents compartiments des marchés de capitaux, de plus en plus liés par des opérations d'arbitrage. La banque centrale a une très grande maîtrise des taux d'intérêt à court terme du marché interbancaire et une influence croissante sur les taux à long terme, par le biais de la courbe des rendements. À l'avenir, la politique monétaire devra réduire la place des contrôles quantitatifs de la liquidité et augmenter celle des modifications de taux d'intérêt. Il conviendrait de supprimer progressivement les taux débiteurs et créditeurs commerciaux de référence imposés par la banque centrale, qui n'ont pas d'incidence sur l'activité économique et sont de plus en plus déconnectés de la gestion monétaire.

Le chapitre traite ensuite les effets de la politique monétaire sur l'économie réelle en présentant des données tangibles sur les rapports entre les variations de taux d'intérêt et l'activité économique. On montre notamment que la formation de capital au stade des entreprises est sensible à ces variations, via le coût d'usage du capital. On constate également que l'évolution de la demande globale influe sur l'inflation. Ces résultats démontrent que le mécanisme de transmission est efficace en Chine et que la politique monétaire peut jouer un plus grand rôle pour absorber les chocs macroéconomique et

améliorer la stabilité. Mais l'actuel régime de change limite les options dont dispose la banque centrale, et plus généralement l'efficacité de la politique monétaire, en empêchant les variations du taux de change de compenser les chocs macroéconomiques. Une plus grande flexibilité en la matière et l'adoption d'un objectif d'inflation souple permettraient à la politique monétaire de contribuer davantage à la stabilité macroéconomique; cela réduirait aussi les coûts et les risques de la stérilisation des entrées de capitaux.

Les modalités d'action de la banque centrale

La politique monétaire a énormément évolué depuis le milieu des années 80. De 1984 à 1997, la banque centrale émettait de la base monétaire et appliquait sa politique dans le cadre d'un système de prêts consentis par elle-même et de contrôle du crédit. Elle alimentait en liquidités les banques appartenant à l'État, qui accordaient ensuite des crédits aux entreprises d'État, souvent à des taux d'intérêt réels négatifs. Depuis la création en 1994 des banques de développement, les concours directs de la banque centrale servent surtout à subventionner les coopératives de crédit rural ou à secourir des institutions financières insolubles, mais elles ne constituent plus un moyen d'influencer les conditions monétaires.

Dans la période récente, la croissance monétaire a remplacé le rationnement du crédit en tant que principal objectif intermédiaire de la politique monétaire. La banque centrale fixe les taux annuels de progression de la masse monétaire et du crédit bancaire qu'elle estime correspondre à ses objectifs d'action. En cours d'année, elle procède à des ajustements selon l'évolution des objectifs intermédiaires et d'autres variables macroéconomiques. En pratique, malgré l'instabilité du multiplicateur monétaire et l'imprévisibilité de la liquidité due au régime de change en vigueur, la banque centrale est assez bien parvenue à réguler la masse monétaire et le crédit bancaire (tableau 2.1). En 2009, toutefois, l'objectif de hausse de M2 pour l'ensemble de l'année a été atteint à la fin du mois de mars, du fait de très larges injections de liquidités en réaction à la récession économique mondiale. Les objectifs assignés à l'augmentation du PIB ont souvent été dépassés, en particulier ces dernières années, alors que les objectifs d'inflation ont été transgressés dans les deux sens.

Tableau 2.1. Objectifs de la PBoC et résultats

	M1		M2		Inflation IPC		PIB	
	Objectif	Résultat	Objectif	Résultat	Objectif	Résultat	Objectif	Résultat
1998	17	12.0	16-18	15.8	5	-0.8	8	7.8
1999	14	14.5	14-15	16.0	2	-1.4	8	7.6
2000	15-17	19.7	14-15	16.1	1	0.4	8	8.4
2001	13-14	14.0	15-16	14.1	1-2	0.7	7	8.3
2002	13	16.0	13	15.1	1-2	-0.8	7	9.1
2003	16	19.1	16	20.0	1	1.2	7	10.0
2004	17	16.4	17	16.2	3	3.9	7	10.1
2005	15	11.7	15	14.8	4	1.8	8	10.4
2006	14	14.5	16	18.1	3	1.5	8	11.6
2007	Pas d'objectif	21.0	16	17.5	3	4.8	8	13.0
2008	Pas d'objectif	13.6	16	16.6	4.8	5.9	8	9.0
2009	Pas d'objectif		17		3-4.8		8	

Source : PBoC et CEIC.

La banque centrale dispose de plusieurs moyens pour atteindre ses objectifs de croissance de la masse monétaire et du crédit. Les opérations de marché et les modifications des coefficients de réserves obligatoires imposés aux banques commerciales sont devenues les principaux instruments d'action sur la base monétaire, et plus généralement sur la situation du marché monétaire. Dans ses opérations de marché, la banque centrale utilise les accords de rachat et les bons qu'elle émet. Les ajustements périodiques des réserves obligatoires sont aussi devenus un outil important, surtout employé ces dernières années pour stériliser les entrées de fonds étrangers.

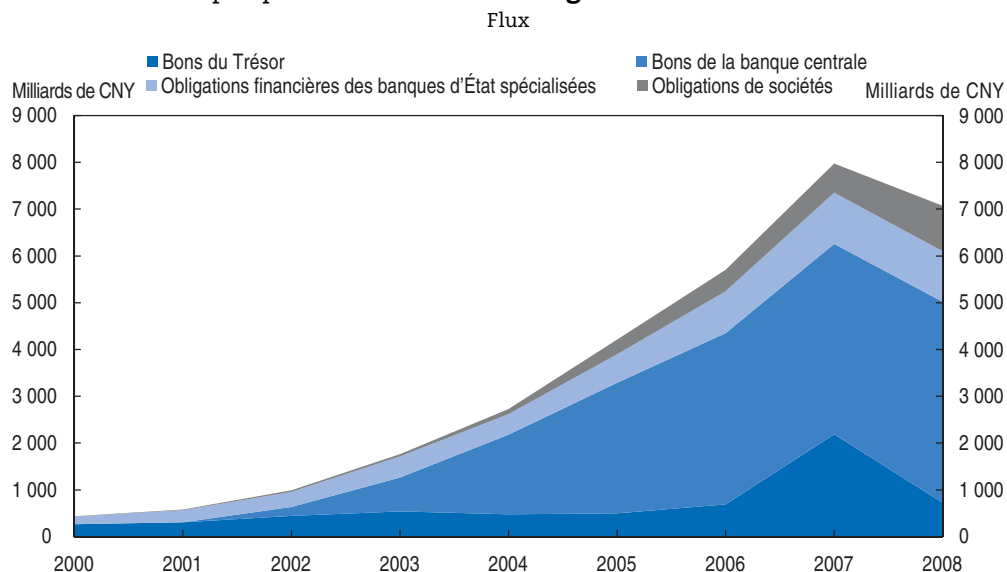
En sus des moyens de contrôle quantitatif de la liquidité, la banque centrale maîtrise, à des degrés divers, toute une gamme de taux d'intérêt. Elle assigne des taux de référence aux crédits et aux dépôts des banques commerciales pour une série d'échéances. Elle fixe aussi les taux des crédits de refinancement du système bancaire, le taux de réescompte ainsi que les taux de rémunération des réserves obligatoires et excédentaires que les banques commerciales déposent auprès d'elle. Enfin, elle maîtrise les taux de rendement de ses bons, qui sont le support des opérations de marché visant à stériliser les entrées de capitaux étrangers. Comparativement aux interventions sur le marché et aux réserves obligatoires, les taux d'intérêt officiels jouent un rôle secondaire dans la conduite de la politique monétaire; la banque centrale les modifie moins souvent et généralement moins fortement que ses homologues des autres pays (Anderson, 2007).

Outre les instruments quantitatifs et, dans une moindre mesure, les instruments basés sur les prix, la banque centrale recourt beaucoup à une forme de dirigisme administratif pour agir sur le crédit bancaire. Depuis la suppression, en 1998, des plafonds de crédit spécifiques, elle organise des réunions mensuelles avec les banques commerciales pour faire connaître ses préoccupations à propos de la situation du crédit dans les différents secteurs. Cette pratique a pris un caractère institutionnel avec la publication de notifications de la banque centrale, qui ont pour but de freiner périodiquement la distribution du crédit dans certaines branches. La banque centrale donne régulièrement des informations sur ce mode de direction du crédit dans ses *Rapports trimestriels de politique monétaire*. Le guidage administratif est parvenu à ralentir la progression du crédit pendant les périodes d'expansion rapide, par exemple au début de la décennie actuelle et, plus récemment, à l'accélérer en réaction à la récession mondiale. Selon Geiger (2006), ces instructions peuvent être efficaces, car, dans la hiérarchie politique chinoise, le gouverneur de la banque centrale se situe au-dessus des responsables des banques commerciales.


L'influence de la banque centrale sur le marché interbancaire

Le marché interbancaire des obligations, qui a commencé à fonctionner en 1997, se développe rapidement depuis (graphique 2.1). Comme on l'a dit au chapitre 3, la libéralisation du secteur financier a facilité la croissance du marché obligataire, tandis que l'organisation des transactions sur réserves bancaires est maintenant bien en place. Bien que les obligations soient généralement à court terme, l'offre s'accroît sur les échéances plus longues, dans un contexte de vive progression du montant des opérations et de la liquidité. En janvier 2007, un étalon de référence du marché monétaire interne, généré par le marché, a commencé à opérer officiellement : le taux interbancaire offert entre banques à Shanghai (SHIBOR). À l'exception notable des titres émis par les sociétés, les taux d'intérêt de marché – taux interbancaires, taux d'escompte des effets et rendements obligataires – sont intégralement libérés et évoluent avec souplesse pour équilibrer les marchés d'emprunts et de prêts de

Graphique 2.1. Émission d'obligations sur le marché



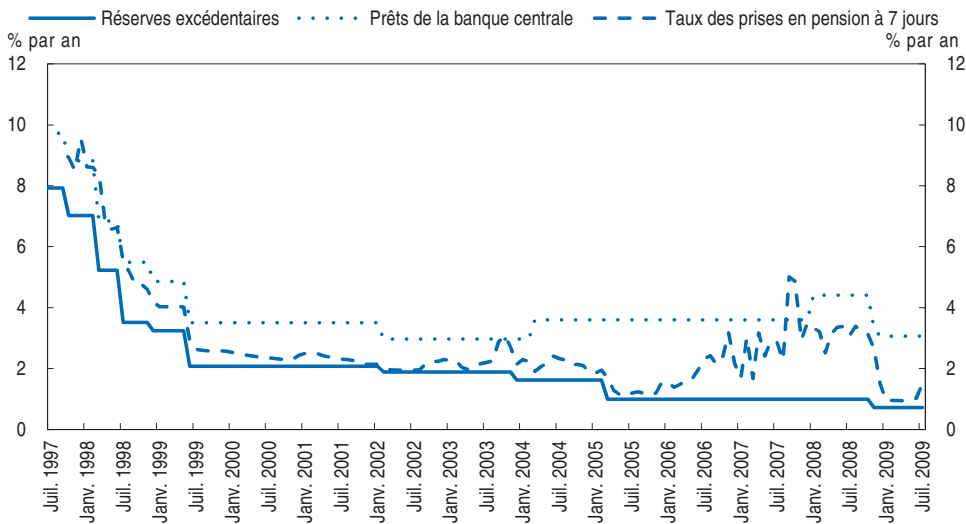
Source : Chinabond.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777461771810>


réserves. Mais, malgré les progrès accomplis récemment, le marché obligataire chinois reste assez étroit, tant relativement aux autres pays que par rapport à l'importance du crédit bancaire en Chine.

Depuis 2002, date des premières émissions de bons de la PBoC, un marché relativement profond et liquide est apparu, et c'est maintenant la catégorie de titres la plus répandue. La banque centrale utilise des bons d'échéances diverses pour exécuter les opérations de marché visant à atteindre ses objectifs de liquidité. En 2004, elle a lancé une série d'innovations pour améliorer l'efficacité des opérations, avec l'introduction de transactions à terme sur les bons à trois ans et à un an. En outre, la banque centrale a effectué plus fréquemment des adjudications, prolongé la période de transactions et relié la négociation des bons au système de paiement, afin que le règlement s'opère au moment de la livraison. Conformément à la méthode quantitative d'application de la politique monétaire, on procède généralement à des adjudications à taux variable pour un volume fixe, bien que l'on pratique aussi, de temps à autre, des adjudications à taux fixe. Enfin, il existe un marché actif des accords de rachat auquel la banque centrale peut recourir pour gérer l'offre de réserves bancaires, mais elle l'a peu fait en pratique.

La banque centrale a une grande maîtrise des taux d'intérêt à court terme. En fixant le taux auquel elle rémunère les réserves excédentaires, elle impose *de facto* un plancher au marché interbancaire. En principe, son taux de base ou de référence, celui de ses concours aux banques et autres institutions financières, devrait imposer un plafond à ce marché. Mais, dans les faits, la banque centrale ne prête pas à ce taux et le « guichet » des prêts au taux de base n'a pas été utilisé depuis 2001. C'est pourquoi il arrive que les taux du marché monétaire dépassent le taux de base quand il y a pénurie de liquidité. Jusqu'au déclenchement de la crise financière mondiale, la banque centrale augmentait progressivement l'écart entre le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires et le taux de base pour inciter les banques à opérer entre elles sur le marché interbancaire (graphique 2.2).

Graphique 2.2. **Taux d'intérêt à court terme du marché monétaire**

Source : CEIC.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777472716224>

Les taux d'intérêt que maîtrise la banque centrale ont commencé à influencer plus fortement sur les conditions du marché interbancaire. Tant les corrélations glissantes que les coefficients variables dans le temps estimés au moyen d'un modèle économétrique indiquent que, depuis 2006, les variations du rendement des bons de la PBoC à 3 mois et 1 an se répercutent sensiblement plus sur les taux des accords de rachat entre banques d'échéance identique (Conway *et al.*, 2010). Bien que ces corrélations ne soient pas aussi marquées que dans les pays de l'OCDE, où les banques centrales sont toujours disposées à prêter ou à emprunter au taux officiel, le contrôle de la PBoC sur les taux interbancaires devient de plus en plus significatif.

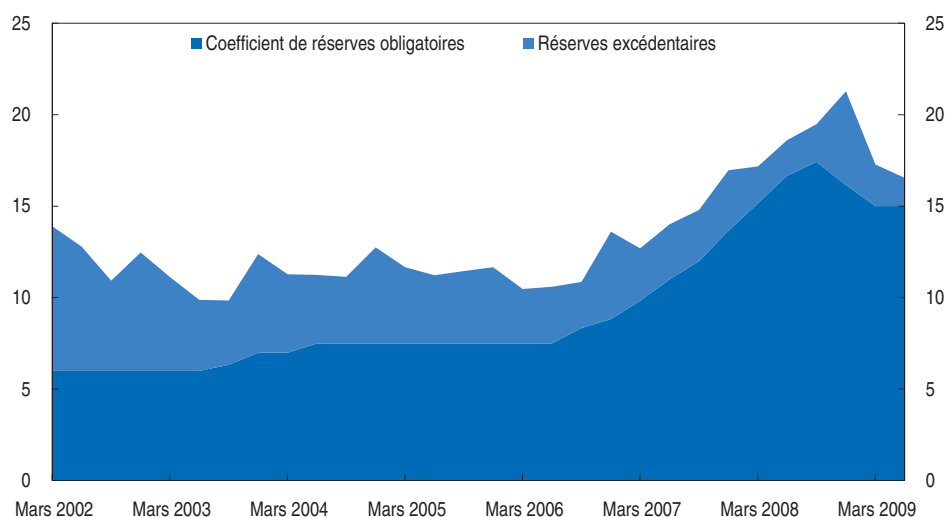
Un autre aspect important d'une transmission efficace de la politique monétaire est le degré auquel les variations des rendements aux échéances courtes de la courbe des rendements déterminent ceux des échéances longues. En général, les autorités exercent une influence sur les taux courts, mais les taux d'intérêt à plus long terme sont liés à la demande globale et, par conséquent, à l'inflation. Plus le rapport entre taux courts et taux longs est étroit, plus l'action de la banque centrale se fait sentir sur l'ensemble de la courbe des rendements, ce qui renforce les possibilités de corrélation entre les modifications de la politique monétaire et l'activité réelle. Dans les pays de l'OCDE, ce rapport a changé au cours des dernières décennies, en raison de l'importance relative des anticipations d'inflation dans la formation des rendements obligataires (Cournède *et al.*, 2008). En Chine, l'incidence des variations trimestrielles des taux d'intérêt à 90 jours sur le rendement des obligations à 10 ans augmente depuis 2005 et est actuellement assez comparable à ce que l'on observe dans un certain nombre de pays de l'OCDE (Conway *et al.*, 2010).

La nette diminution des réserves excédentaires du système bancaire explique largement pourquoi le marché monétaire est devenu plus sensible aux actions de la banque centrale et pourquoi les différents compartiments du marché des capitaux sont désormais plus intégrés. En 2002, ces réserves représentaient près de 8 % des dépôts

bancaires, faisant plus que doubler le montant des réserves déposées auprès de la banque centrale (graphique 2.3). Au début de 2009, le ratio est tombé à moins de 2.5 %. Les banques sont donc maintenant plus susceptibles de devoir emprunter sur le marché monétaire pour honorer leurs engagements, et donc d'être dépendantes des taux en vigueur sur ce marché.

Les réserves excédentaires restent néanmoins élevées en comparaison des autres pays, et cela pour plusieurs raisons³. Comme on l'explique plus loin, la liquidité abondante du système bancaire est une conséquence inévitable de la conjonction du régime de change actuel et d'entrées de capitaux généralement importantes. En outre, la dimension assez réduite du marché obligataire chinois limite les possibilités d'investissement de la masse de dépôts dont disposent les banques. Enfin, le taux d'intérêt auquel la PBoC rémunère les réserves excédentaires diminue leur coût d'opportunité.

Graphique 2.3. **Réserves obligatoires et réserves excédentaires**



Source : CEIC.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777486654421>

Comment le crédit bancaire réagit-il aux conditions du marché monétaire?

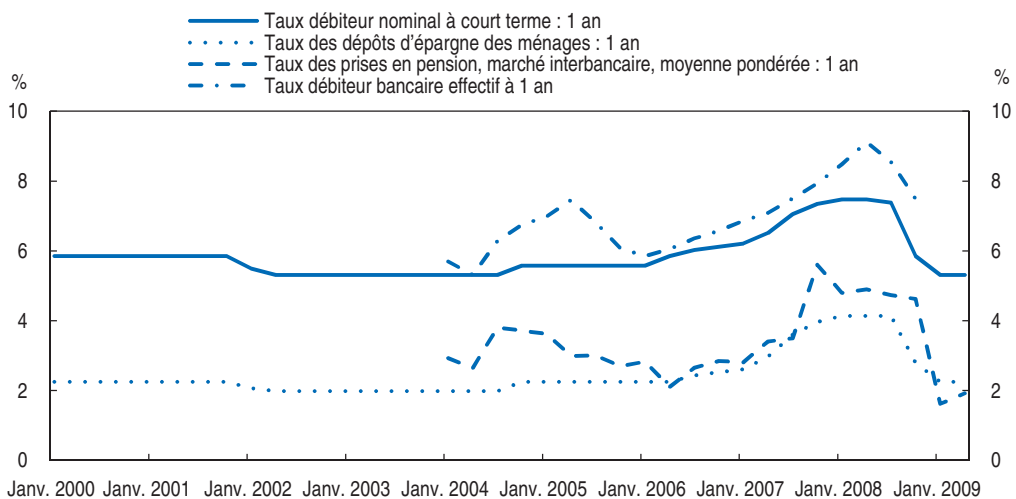
Le marché monétaire constitue l'un des principaux mécanismes qui relie le système financier d'un pays à l'économie réelle. Mais, pour que ce lien fonctionne, les banques doivent être en mesure d'absorber et de répercuter sur leurs clients les variations du coût des fonds levés sur le marché monétaire. Ce point est particulièrement important en Chine, sachant que le crédit bancaire est de loin la principale source de financement externe des investissements. Liu et Zhang (2007) indiquent que l'intermédiation bancaire représente quelque 75 % des financements; cela signifie que les taux débiteurs appliqués par les banques déterminent, dans une large mesure, le coût marginal du capital pour l'ensemble de l'économie.

Comme on l'a mentionné, la banque centrale fixe des taux d'intérêt de référence aux prêts et aux dépôts des banques commerciales pour toute une série d'échéances. Jusqu'en 2004, les conditions appliquées par les banques commerciales ne pouvaient s'écarter de plus de 10 % de ces taux de référence. Depuis lors, on a progressivement élargi les marges autorisées, de sorte que les conditions débitrices ne doivent désormais


respecter qu'un plancher et les conditions créditrices un plafond (graphique 2.4)⁴. Cela a sensiblement augmenté le degré de liberté laissé aux banques commerciales pour fixer leurs taux d'intérêt et réduit du même coup le rôle des références de la banque centrale dans la régulation macroéconomique. Toutefois, le plafonnement de la rémunération des dépôts s'avère vraiment contraignant, les taux effectifs étant voisins de la référence et les taux réels proches de zéro ou négatifs pendant de longues périodes (Porter et Xu, 2009)⁵.

Les banques commerciales recherchent de plus en plus la rentabilité et recourent davantage au marché monétaire pour se financer, tandis que la banque centrale ajuste les taux réglementés en fonction des conditions du marché; il y a donc une forte relation entre les taux de prêt effectifs des banques commerciales et les taux du marché monétaire. Depuis 2004, par exemple, la corrélation entre le taux débiteur effectif à un an et le taux des accords de rachat d'échéance identique ressort à 0.81, avec une significativité au niveau de confiance de 99 %. Même ainsi, comme on l'indique au chapitre 3, les banques commerciales ne pratiquent généralement pas une tarification efficace du risque de crédit et une préférence demeure en faveur des prêts aux entreprises publiques.

Graphique 2.4. **Taux débiteurs des banques commerciales et taux des prises en pension**



Source : CEIC, PBoC, OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777523571068>

La suite de la réforme des taux d'intérêt

Le dispositif chinois de politique monétaire doit évoluer pour rester adapté à une économie en changement rapide, faute de quoi il risque de perdre son efficacité. Depuis l'ère du rationnement du crédit, le ciblage de la croissance monétaire au moyen d'instruments quantitatifs a représenté une évolution naturelle de la politique monétaire. En outre, les substantielles opérations de stérilisation de la banque centrale – qui, comme on l'expliquera ci-après, sont nécessaires pour absorber d'importantes entrées de capitaux dans un système de change rigide – la prédisposent aussi à une gestion quantitative de la liquidité. Certes, les mécanismes quantitatifs ont un rôle important à jouer dans les pays dont les marchés financiers sont peu profonds et sous-développés, mais les taux d'intérêt constituent un prix macroéconomique essentiel dans les économies plus avancées. Faire en sorte qu'ils opèrent librement et transmettent les changements de la politique monétaire est donc une condition indispensable d'une répartition efficace du capital.

La démarche quantitative suivie par la PBoC comporte un inconvénient majeur : les variations quotidiennes de l'offre et de la demande de monnaie suscitent une volatilité à haute fréquence des taux d'intérêt. Dès lors, l'instabilité des taux du marché interbancaire est généralement plus élevée en Chine que dans les pays où l'exécution de la politique monétaire s'appuie sur un taux d'intérêt officiel au jour le jour (Conway *et al.*, 2010)⁶. Le SHIBOR a été introduit dans le but de diminuer la volatilité des taux à court terme, mais il n'a connu qu'un succès limité jusqu'à présent. Un dispositif reposant sur un taux d'intérêt officiel parviendrait beaucoup mieux à atteindre cet objectif, car il remédierait à sa cause fondamentale. Il permettrait aussi au système de mieux gérer les chocs et de communiquer plus efficacement au public les changements de politique.

Si l'on utilisait davantage les taux d'intérêt officiels, la banque centrale recourrait moins, pour réguler la liquidité, à la modification des réserves obligatoires, dont il est avéré qu'elles gênent le développement des marchés financiers (FMI, 2004). En outre, l'action par les réserves obligatoires et les instruments monétaires quantitatifs risque en général de devenir moins efficace quand des formes d'intermédiation financière extérieures au secteur bancaire prennent de l'importance. Avec l'adoption d'une politique basée sur un taux officiel, la banque centrale s'appuierait moins sur le « guidage » des banques commerciales, qui affaiblit la concurrence et compromet la détermination des taux d'intérêt par le marché. Au demeurant, son effet sur le comportement des banques est imprévisible et asymétrique, celles qui se conforment aux souhaits de la banque centrale en période de resserrement subissant un désavantage commercial.

Cela souligne une autre difficulté importante de l'utilisation d'instruments quantitatifs pour appliquer la politique monétaire. Comme les entreprises publiques continuent à jouir d'un accès préférentiel au financement bancaire, un freinage de l'expansion du crédit, par exemple, est ressenti de façon disproportionnée par les entreprises privées, qui, dans leur ensemble, sont les plus productives en Chine (chapitre 4). En revanche, avec un dispositif basé sur les prix, une hausse des taux d'intérêt est plus susceptible d'inciter les entreprises à suspendre les projets d'investissement pour lesquels le flux anticipé de bénéfices futurs est marginal ou très incertain, sans que les autorités bancaires doivent porter des jugements de ce type. À l'inverse, une baisse des taux d'intérêt aura tendance à stimuler les projets d'investissement dont le rendement anticipé est supérieur, alors que l'augmentation autoritaire du crédit, qui a joué un grand rôle dans la réaction de la PBoC à la récession mondiale, présente un plus grand risque pour la qualité future des bilans bancaires.

Outre le passage à un dispositif de régulation monétaire fondé sur les prix, une réforme des taux d'intérêt est nécessaire dans d'autres compartiments des marchés financiers chinois. Pour continuer à réduire les réserves excédentaires du système bancaire et à renforcer le contrôle de la banque centrale sur le marché monétaire, le taux de rémunération de ces réserves excédentaires déposées à la banque centrale devrait être fixé à zéro, comme dans beaucoup d'autres pays, ou être au moins sensiblement inférieur aux autres taux de la banque centrale. Cela éliminerait aussi le plancher *de facto* des taux du marché monétaire et leur donnerait plus de souplesse pour réagir aux conditions du marché, tout en diminuant le risque que celui-ci cesse de fonctionner⁷. En revanche, la rémunération des réserves obligatoires devrait suivre davantage l'évolution des taux du marché. Comme on l'explique ci-après, cela réduirait la part du coût de stérilisation des entrées de capitaux qui est actuellement supportée par les banques commerciales.

Certains aspects du mécanisme actuel des taux d'intérêt en Chine gênent aussi la concurrence dans le système bancaire. Les taux pratiqués par les banques commerciales étant de plus en plus liés aux conditions du marché monétaire, la principale finalité du plancher des taux débiteurs et du plafond des taux créditeurs imposés par la banque centrale est de protéger la rentabilité des banques, dont la plupart appartiennent à l'État. En élargissant progressivement la marge entre les taux débiteurs et créditeurs de référence, la PBoC a en fait transféré une partie du coût de la restructuration bancaire sur les emprunteurs et les épargnants, bien qu'elle ait diminué cette marge en 2008-09. Mais, du fait de l'existence de taux de référence, les banques commerciales sont moins incitées à pratiquer une tarification appropriée du risque et la concurrence entre elles est affaiblie. Ces taux limitent aussi la répercussion des changements de la politique monétaire sur les taux d'intérêt effectifs des banques (Feyzioglu *et al.*, 2009). Enfin, le plafonnement des taux servis sur les dépôts empêche de rémunérer suffisamment les épargnants, de sorte que la composante financière du revenu total des ménages est l'une des plus faibles du monde (Feyzioglu *et al.*, 2009). Comme le marché monétaire donne désormais aux banques une référence de taux, il n'est plus nécessaire que la banque centrale le fasse. Il conviendrait donc de supprimer progressivement les taux de référence régissant les prêts et les dépôts. Les préoccupations relatives à la rentabilité bancaire doivent être davantage du ressort de la politique budgétaire et prudentielle que de la régulation des taux d'intérêt.

Comme le souligne le chapitre 3, il est également urgent de revoir la réglementation du marché des obligations de sociétés. Les restrictions qui s'y appliquent protègent l'activité de prêt aux entreprises des banques. Si ce marché était plus développé, avec une détermination des rendements par le marché, les banques subiraient une concurrence accrue. Dès lors, le coût du crédit bancaire pour les entreprises reflèterait mieux la situation du marché, elle-même influencée par la banque centrale. En définitive, si l'évaluation des actifs des sociétés s'appuyait davantage sur les prix du marché, le bilan de la politique monétaire serait renforcé.

La résistance du système bancaire aux variations de taux d'intérêt est un problème essentiel pour l'évolution de la Chine vers un dispositif monétaire fondé sur les prix. Comme il est dit au chapitre 3, la réforme a beaucoup progressé sur ce point dans les années récentes et les banques sont sensiblement plus solides aujourd'hui que dans le passé. Comme on est parvenu à ramener les créances douteuses à de faibles niveaux, le risque de tension dans le système bancaire en réaction à une politique de taux d'intérêt officiels plus active s'est atténué. La clé d'un renforcement supplémentaire du système est une bonne supervision, qui permette la répartition la plus efficace possible du crédit pour un niveau donné des taux d'intérêt de marché. C'est précisément l'objectif de beaucoup des recommandations de politique économique figurant au chapitre 3. Enfin, la conjonction des changements structurels évoqués plus loin et de l'adoption d'une politique de taux officiel faciliterait la modernisation du système financier.

Compte tenu des problèmes que pose au système financier chinois le régime de changes actuel, la poursuite de la réforme des taux d'intérêt doit s'inscrire dans un dispositif global comprenant une modification de la politique de change, comme on l'explique plus loin.

Quel est le degré de sensibilité de l'économie réelle aux variations des taux d'intérêt?

La transmission de la politique monétaire à l'économie réelle exige que les composantes de la demande globale soient sensibles aux changements des conditions financières. Une grande partie de la recherche dans ce domaine a porté sur la compréhension de l'effet des fluctuations de taux d'intérêt sur l'investissement, qui représente une part particulièrement élevée du PIB et de la croissance en Chine, tout en constituant un facteur important de l'instabilité du cycle conjoncturel⁸. En principe, les entreprises ajustent leur stock de capital de façon à ce que sa productivité marginale soit égale à son coût d'usage. Ainsi, quand les taux d'intérêt augmentent, elles révisent en baisse les projets dont le rendement anticipé ne suffit pas à couvrir la hausse des coûts de financement, et l'investissement ralentit. Outre le canal direct des taux d'intérêt, leur relèvement peut aussi réduire la trésorerie des entreprises, ce qui, en l'absence de marchés de capitaux parfaits, entraîne une diminution de leurs dépenses (canal du crédit).

La transmission de la politique monétaire est difficile à appréhender au niveau macroéconomique

Comme l'indiquent en détail Conway *et al.* (2010), il n'y a guère de preuves tangibles d'une corrélation négative notable entre les variations de taux d'intérêt et la formation de capital en Chine. L'explication la plus commune et la plus évidente est que les banques commerciales appartenant à l'État sont obligées de prêter aux entreprises publiques; celles-ci bénéficient de contraintes budgétaires légères, voient souvent leurs dettes effacées et sont donc insensibles à l'évolution du prix du crédit. Mais les études sur la transmission de la politique monétaire dans les pays de l'OCDE éprouvent aussi généralement des difficultés à démontrer l'existence d'un lien significatif entre les changements des taux d'intérêt et de l'investissement au niveau macroéconomique. Ces difficultés sont souvent attribuées à des biais de simultanéité : l'investissement évolue de façon procyclique avec la conjoncture, qui est elle-même corrélée positivement avec les taux d'intérêt⁹.

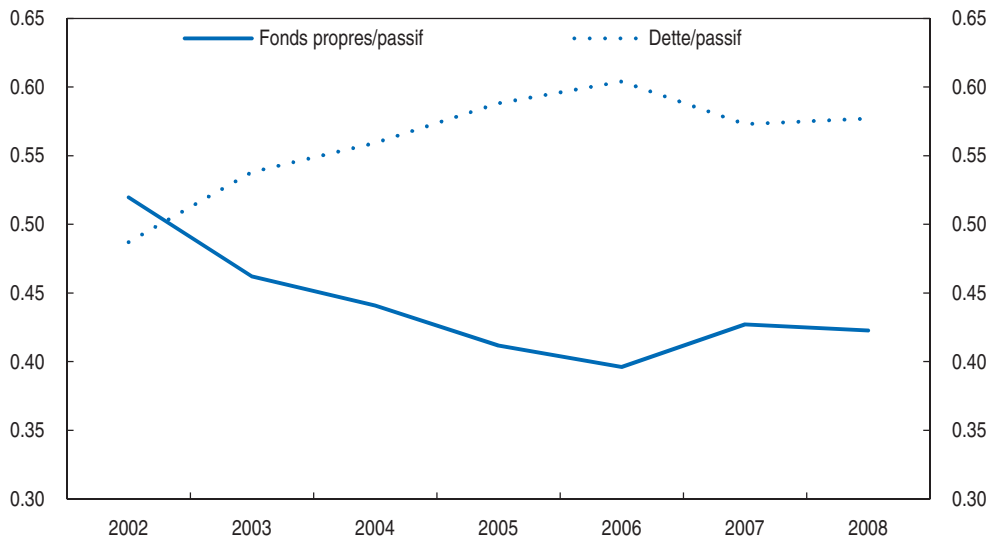
Les études microéconomiques sont plus révélatrices

Contrairement aux études menées au niveau des agrégats, les exercices microéconomiques visant à comprendre les liens entre la formation du capital et son coût d'usage ont été fructueux dans les pays de l'OCDE. Ainsi, on a recherché l'effet des changements de la politique monétaire sur l'investissement au stade de l'entreprise en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne. Ces travaux ont produit des données probantes sur le fonctionnement d'un canal de taux d'intérêt opérant par l'intermédiaire du coût d'usage du capital. Ils ont aussi fait apparaître un canal de crédit significatif, qui a pour résultat que les investissements des entreprises ayant des bilans faibles sont les plus sensibles à la situation de trésorerie¹⁰.

Dans le cas de la Chine, il y a des raisons de penser que les réformes économiques des années récentes ont augmenté l'élasticité de la formation du capital à son coût d'usage. Depuis la fin des années 80, les autorités chinoises séparent progressivement les fonctions étatiques des activités commerciales dans les différents secteurs, y compris la banque. Les entreprises publiques sont maintenant tenues davantage responsables de leurs succès et de leurs échecs, tandis que leurs possibilités d'obtenir des financements à des taux


(implicitement ou explicitement) inférieurs aux conditions du marché sont devenues beaucoup plus limitées. En même temps, le développement rapide du secteur privé devrait rendre l'investissement total plus sensible au coût d'usage du capital. Ces dernières années, les sociétés chinoises cotées ont davantage recouru au financement par l'emprunt, ce qui devrait également les rendre plus sensibles aux variations des taux d'intérêt (graphique 2.5).

Graphique 2.5. **Ratios de fonds propres et d'endettement par rapport au passif total des sociétés chinoises cotées**



Note : Les données indiquent la moyenne pondérée de la part de l'endettement et des fonds propres dans le passif total des sociétés chinoises cotées.

Source : Taiwan Economic Journal Database, OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777541636588>

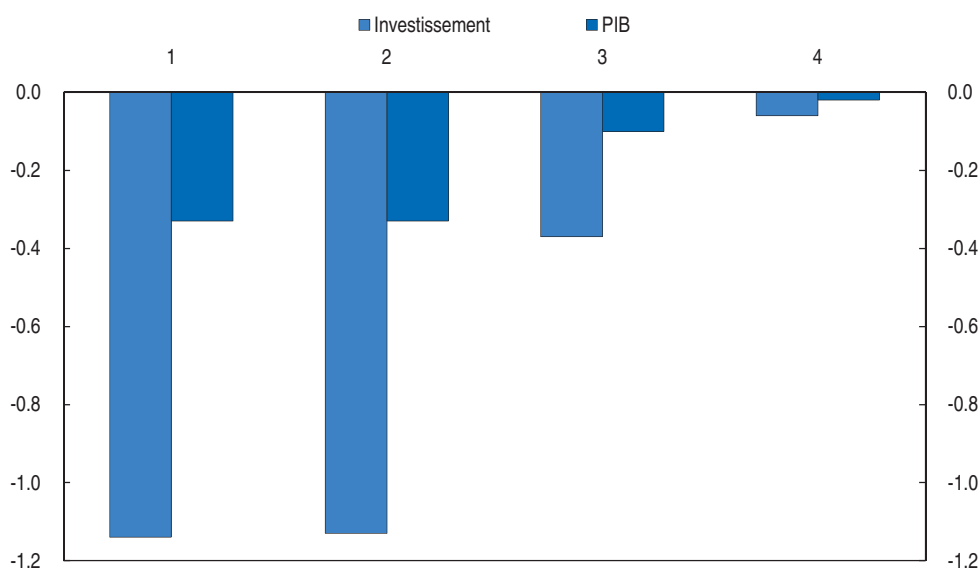
Les nouvelles analyses microéconomiques de l'OCDE montrent que les décisions d'investissement des sociétés chinoises cotées sont effectivement sensibles au coût d'usage du capital (Conway *et al.*, 2010). En influant sur le coût du financement par l'emprunt et sur le coût d'opportunité du financement par les fonds propres, les variations des taux d'intérêt modifient le coût d'usage du capital à la charge des entreprises et ont donc un effet sur l'investissement¹¹. Cet effet est statistiquement significatif pour toutes, mais l'est moins pour les plus grandes, ce qui pourrait être le signe que les firmes publiques restent un peu moins sensibles au coût d'usage du capital que le secteur privé. L'analyse fait aussi apparaître un canal du crédit de la politique monétaire, car on s'aperçoit que la situation de trésorerie a une incidence très marquée sur l'investissement. Cela reflète peut-être les conséquences de la politique monétaire sur les bilans : sa modification induit un changement du montant des fonds qu'une entreprise peut se procurer et a donc des retombées sur ses investissements¹².

Une simulation dynamique de ce modèle au stade de l'entreprise montre que l'effet des variations de taux d'intérêt sur l'investissement est non seulement statistiquement significatif, mais d'un ordre de grandeur utile à la stabilisation macroéconomique. Dans cette simulation, on augmente d'un point le taux d'intérêt officiel, tandis que l'inflation est maintenue à un rythme constant. On procède ensuite à une inversion linéaire, en cinq ans, du choc sur le taux officiel. On suppose que les changements du taux officiel se répercutent

graduellement sur le taux d'intérêt supporté par les entreprises, selon l'échéance de leur endettement et leur degré de financement par les fonds propres¹³. Le coût du financement sur fonds propres est déterminé par celui de la dette à long terme, lequel, au regard du comportement observé du rendement des obligations chinoises à 10 ans, augmente de 0.2 point pour chaque point de hausse des taux courts. Au total, compte tenu de l'effet progressif du taux officiel sur les taux acquittés par les entreprises, le coût d'usage du capital n'augmente que d'un tiers de point pendant la première année, en réaction à un relèvement d'un point du taux officiel. Même ainsi, on estime que ce choc de taux d'intérêt relativement modéré aboutit à un ralentissement cumulé de l'investissement et du PIB, par rapport à la tendance de base, de 2.5 % et 0.9 % respectivement pendant les quatre années suivantes (graphique 2.6).

Graphique 2.6. **Effet sur l'investissement d'une hausse d'un point du taux officiel réel**

La hausse du taux officiel est ramenée à zéro en quatre ans
Variation en % par rapport à la tendance de base



Source : Calculs de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777566228521>

L'incidence de la politique monétaire sur la consommation est probablement faible, mais elle augmente

En Chine, le marché du crédit à la consommation est encore étroit en comparaison avec celui du crédit aux entreprises, mais il se développe rapidement. À la fin des années 90, le marché de l'immobilier n'existait pratiquement pas. Du fait des réformes achevées en 1998, la vente de logements publics à leurs occupants, à un prix inférieur à la valeur de marché, a abouti à l'apparition d'un grand nombre d'occupants propriétaires peu endettés et créé les conditions d'un marché dynamique. Depuis lors, la réorientation du secteur bancaire vers des pratiques commerciales a donné une forte impulsion au marché des prêts immobiliers. Les banques ont rapidement développé cette activité, dont le chiffre d'affaires augmente de plus de 20 % par an depuis 2006. À la mi-2009, l'encours total des prêts immobiliers pour l'acquisition de logements s'élevait à quelque 3 900 milliards de CNY, soit 10 % du crédit bancaire total.

Le marché du logement est donc devenu un nouveau canal important par lequel les variations de taux d'intérêt influent sur l'économie réelle. Au niveau actuel des taux et en faisant l'hypothèse d'une échéance de 15 ans, une hausse de deux points augmenterait les remboursements d'emprunts immobiliers d'un montant équivalent à 3.5 % de la consommation ou à 1 % du PIB¹⁴. L'effet des taux d'intérêt sur les prix du logement constitue un autre canal de transmission au moyen duquel la politique monétaire pourrait influencer éventuellement sur l'activité. Néanmoins, de 1998 à 2005, on n'a pas eu de preuves tangibles de l'existence d'un effet de ce type en Chine, alors que la disponibilité du crédit a bien eu une influence sur les prix du logement (Zhu, 2006).

Les changements de la demande globale influent-ils sur l'inflation en Chine?

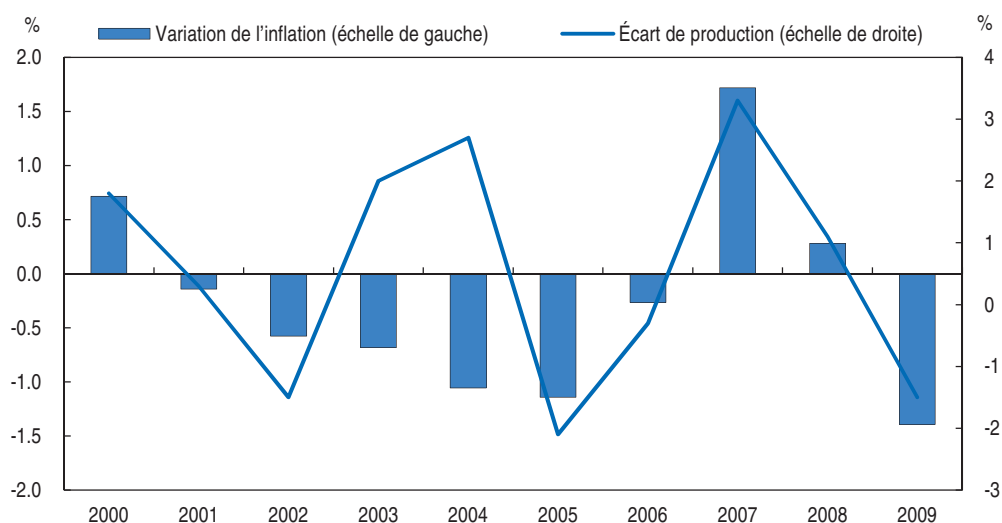
Dans les économies de marché, la différence entre la demande globale et la production potentielle est une source essentielle de variation des tensions inflationnistes : l'écart entre production et potentiel, mesure qui résume le degré de demande excédentaire, est un lien important entre l'économie réelle et l'inflation. Compte tenu de la sensibilité des décisions d'investissement des entreprises chinoises aux changements des taux d'intérêt et de l'expansion rapide du crédit à la consommation, l'existence d'une relation significative entre la demande globale et l'inflation constituerait une preuve solide du fonctionnement d'un canal de transmission de la politique monétaire. Pour que ce lien fonctionne, il faut évidemment que les prix soient largement déterminés par les forces du marché, ce qui est généralement le cas en Chine aujourd'hui¹⁵.

L'économie chinoise a été très instable du milieu des années 80 au milieu des années 90, période marquée par de fortes fluctuations de la croissance (et donc de l'écart production/potentiel) et de l'inflation. Depuis lors, le rattachement du taux de change au dollar et l'expérience de la gestion d'une économie de plus en plus axée sur le marché ont réduit l'écart entre l'offre et la demande, tandis que l'inflation est devenue moins volatile. Avant la crise financière mondiale, elle a de nouveau amorcé une accélération, en partie sous l'effet du cycle général des matières premières, et sa hausse a culminé à 8.1 % en février 2008. Mais, à partir du début de 2009, en raison du resserrement marqué de la politique économique un an auparavant et de la récession internationale, l'inflation a sensiblement fléchi et s'est transformée en déflation. Au vu de l'expérience récente de la Chine en ce domaine, l'estimation faite par l'OCDE de l'écart de production indiquait l'existence en 2007 d'un excédent de demande significatif, qui a été absorbé et a fait place à une sous-utilisation des capacités sous l'effet du resserrement interne et de la récession mondiale (graphique 2.7).

L'estimation d'une équation de courbe de Phillips indique que l'écart de production a une influence notable sur l'inflation en Chine (Conway *et al.*, 2010). Lorsque la demande est supérieure à la capacité d'offre, l'inflation commence à s'accélérer en réaction aux pénuries sur les principaux marchés. C'est le contraire quand l'écart de production est négatif. Les modifications du taux de change effectif nominal (pondéré en fonction des échanges) exercent aussi une influence significative sur l'inflation, une appréciation contribuant à la réduire.

Il apparaît également que le taux d'inflation courant réagit nettement à l'inflation anticipée à un an. Cela a des conséquences importantes sur la politique monétaire, dont l'efficacité se trouve renforcée si la banque centrale est crédible dans sa recherche d'une inflation faible et stable. Si la conviction existe qu'elle ajustera sa politique pour maîtriser

Graphique 2.7. Évolution de l'inflation et de l'écart entre production et potentiel



Source : OCDE et CEIC.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777573507823>

l'inflation, une certaine autoréalisation se produira sous l'effet des anticipations d'inflation. Dans ces conditions, on peut obtenir une réduction donnée de l'inflation au moyen de changements de l'écart de production plus limités que si les anticipations reposaient uniquement sur l'inflation passée. L'équation de courbe de Phillips estimée montre aussi l'absence d'arbitrage à long terme entre un excès de demande et l'inflation. Cela signifie que toute augmentation prolongée de la production au-delà du potentiel conduirait à une inflation de plus en plus élevée.

Compte tenu de la réforme des prix et d'autres changements intervenus en Chine, il n'est pas étonnant que les estimations de la courbe de Phillips soient sensibles à la période d'échantillon et à la manière dont le modèle intègre les changements structurels. Toutefois, comme une proportion accrue de l'activité est effectuée dans le secteur privé et sujette aux conditions du marché, le rapport entre une demande excessive et l'inflation va probablement se renforcer au fil du temps.

Le régime de change de la Chine

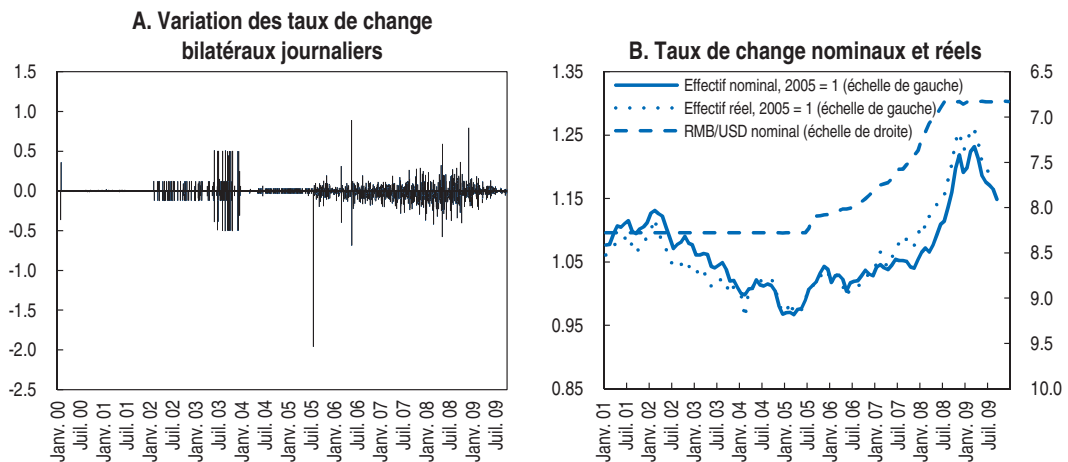
Depuis l'abolition en 1994 du système dual de taux de change, le régime en vigueur en Chine a souvent été décrit comme un flottement administré. Mais, pendant la première moitié de la décennie actuelle, le renminbi a été en fait rattaché au dollar américain. En juillet 2005, il a été réévalué de 2,1 % vis-à-vis du dollar et les marges de variation quotidienne tolérées ont été portées à $\pm 0,3$ %. Les autorités ont aussi annoncé qu'à l'avenir la valeur du renminbi serait définie par rapport à un panier de devises.

Concrètement, les autorités ont laissé la monnaie s'apprécier plus rapidement vis-à-vis du dollar après l'annonce faite en juillet 2005, mais les variations quotidiennes n'ont généralement pas excédé la limite de $\pm 0,3$ %¹⁶. Depuis août 2008, l'appréciation s'est interrompue et le renminbi est resté à peu près stable par rapport au dollar. Bien que les pondérations officielles du panier de devises n'aient pas été révélées, des estimations faites au moyen d'un modèle économétrique laissent à penser que la pondération du dollar pourrait avoir quelque peu diminué en 2008, tout en restant en moyenne supérieure à 0,9 depuis

l'annonce de 2005 (Conway *et al.*, 2010). C'est pourquoi les variations du renminbi à l'égard du dollar ont été très inférieures à celles du dollar vis-à-vis de l'euro, du yen et d'autres devises; son taux de change effectif a sensiblement évolué ces dernières années (graphique 2.8).

Dans la période récente, le régime de changes de la Chine a subi des pressions grandissantes. Depuis 2005, l'importance des excédents de paiements courants et la hausse des entrées de capitaux, en particulier sous forme d'investissements étrangers directs, poussent à une appréciation du renminbi. L'administration d'État des changes a réagi par des ventes de renminbi, qui ont entraîné une augmentation importante et durable des réserves de change jusqu'à des niveaux sans précédent. À la fin de 2008 et au début de 2009, de substantielles sorties de capitaux ont ralenti le rythme de constitution des réserves (graphique 2.9, partie B). Mais cette tendance s'est avérée temporaire et, depuis mars 2009, l'accumulation de réserves atteint quelque 55 milliards USD en moyenne mensuelle. À la mi-2009, leur montant s'élevait à 2 100 milliards USD et la Chine était de loin le pays détenant le plus de réserves officielles de change, devant le Japon.

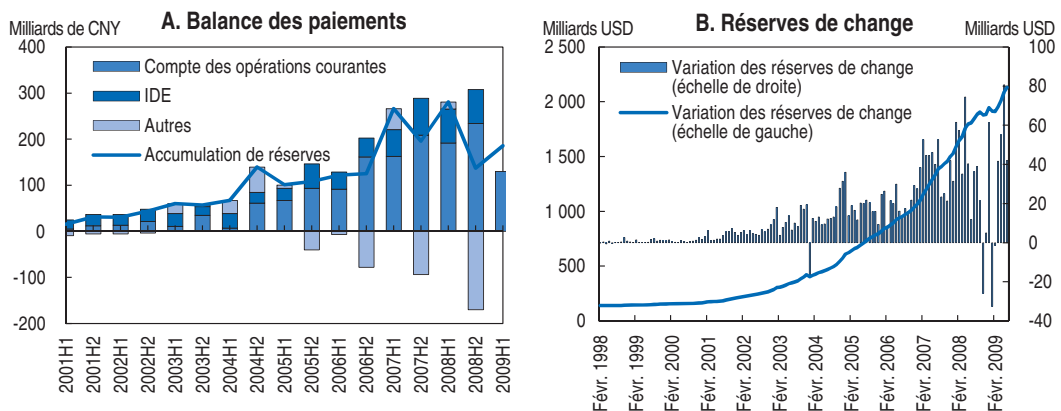
Graphique 2.8. Taux de change bilatéraux et effectifs



Source : CEIC, OCDE.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/777652050417>

Graphique 2.9. Balance des paiements et réserves officielles de change



Source : CEIC.

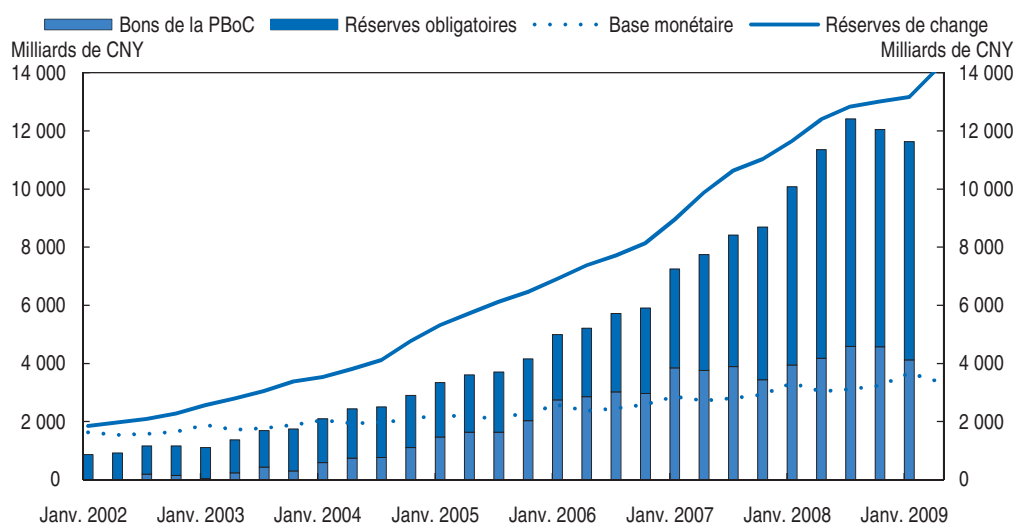
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/777672602333>

La banque centrale a stérilisé les entrées de capitaux étrangers


L'accumulation rapide de réserves découlant des interventions sur le marché des changes pourrait se répercuter sur le plan interne, en modifiant la croissance de la base monétaire, et sur les conditions monétaires plus générales. Cette considération a joué un rôle important dans la politique de la banque centrale au cours des années récentes. La PBoC place ses bons sur le marché et modifie les coefficients de réserves obligatoires pour éponger la liquidité du système bancaire et stériliser les retombées monétaires internes des entrées de capitaux.

Depuis 2002, l'encours des instruments de stérilisation utilisés par la banque centrale a augmenté à peu près parallèlement à celui des réserves de change, ce qui indique qu'elle est généralement parvenue à compenser l'incidence monétaire interne des entrées de fonds (graphique 2.10)¹⁷. La progression de la base monétaire a donc été relativement régulière et a montré peu de signes d'accélération au milieu de la décennie actuelle, quand les entrées de capitaux ont commencé à s'intensifier. Depuis lors, la banque centrale a surtout recouru à la hausse des réserves obligatoires pour compenser l'augmentation des entrées, alors qu'elle a ralenti l'émission de ses bons. À la mi-2009, le montant de ces derniers s'élevait à 4 100 milliards de CNY, soit l'équivalent de 8.25 % des dépôts bancaires. Avec un coefficient de réserves obligatoires de 15 % – ce qui représente 7 500 milliards de CNY – la banque centrale retire en fait 23.3 % des dépôts bancaires de la circulation¹⁸.

Graphique 2.10. Stérilisation par la PBoC et base monétaire



Source : CEIC.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777716867282>

Le coût du régime de change de la Chine

Bien que la banque centrale ait généralement réussi à stériliser les effets des entrées de capitaux étrangers sur la masse monétaire interne, il est possible que la détention d'importantes réserves ait un coût. Toutefois, il est difficile de calculer le coût net, car il dépend de plusieurs éléments inconnus, tels que l'échéance des titres qui constituent les réserves et leur composition par devises. Si toutes les réserves de change sont en dollars, en instruments à court terme et financées en monnaie locale par des engagements à court terme, le coût de financement dépend de l'écart de taux d'intérêt à court terme entre les bons

du Trésor américain et les bons de la PBoC. Depuis 2003, date à laquelle la constitution de réserves a commencé à s'accélérer, les taux chinois sont en moyenne inférieurs de 20 points de base aux taux américains. Les périodes où le financement a été coûteux, comme c'est le cas depuis le début de 2008, ont été compensées par les périodes où la détention de réserves a été rentable, notamment l'année 2007, pendant laquelle les autorités chinoises n'ont pas suivi le relèvement des taux d'intérêt à court terme pratiqué par la Réserve fédérale. Le différentiel a été faible, en dépit du contrôle des mouvements de capitaux, qui empêche théoriquement les arbitrages entre les marchés monétaires internes et étrangers. Au total, de juin 2003 à octobre 2009, sur la base des hypothèses quelque peu artificielles présentées ci-dessus, le coût cumulé en intérêts du financement des réserves aurait été presque nul.

Bien que le coût en intérêts de la détention des réserves ait été minimal, la banque centrale a subi des pertes substantielles en raison de l'appréciation de la monnaie chinoise vis-à-vis du dollar. Si les réserves avaient été constituées entièrement d'actifs en USD, la perte cumulée aurait représenté quelque 6 % du PIB annuel en octobre 2009 et aurait finalement exigé une recapitalisation de la banque centrale.

Tout en exposant la banque centrale, et indirectement l'État, aux risques de taux d'intérêt et de change, les opérations de stérilisation font peser une lourde charge sur le système bancaire chinois. Le taux de rémunération des réserves obligatoires par la banque centrale est nettement inférieur aux taux du marché monétaire, ce qui entraîne des coûts d'opportunité significatifs pour les banques commerciales. L'effet sur les bénéfices des banques est opposé à celui de la réglementation des taux d'intérêt évoquée antérieurement.

Le coût de la stérilisation étant un problème budgétaire, il faut rémunérer les réserves obligatoires des banques commerciales à un taux d'intérêt compétitif et reporter sur l'État les pertes éventuelles de la banque centrale, en temps utile, sans affaiblir le système bancaire.

La voie à suivre pour la réforme du taux de change

Le coût le plus élevé du régime de change chinois est peut-être la limite qu'il impose à l'adaptation de la politique monétaire aux objectifs internes. Le problème essentiel émane de la « trinité incompatible » de Robert Mundell : l'impossibilité d'une politique monétaire indépendante dans un système de changes fixes, quand il y a mobilité internationale des capitaux. La raison en est qu'en l'absence d'ajustement du taux de change, les différences internationales de taux d'intérêt entraînent des mouvements de capitaux qui influent sur la situation monétaire interne. Au point ultime, il n'y a plus de possibilités d'arbitrage et la banque centrale ne peut conduire une politique monétaire indépendante.

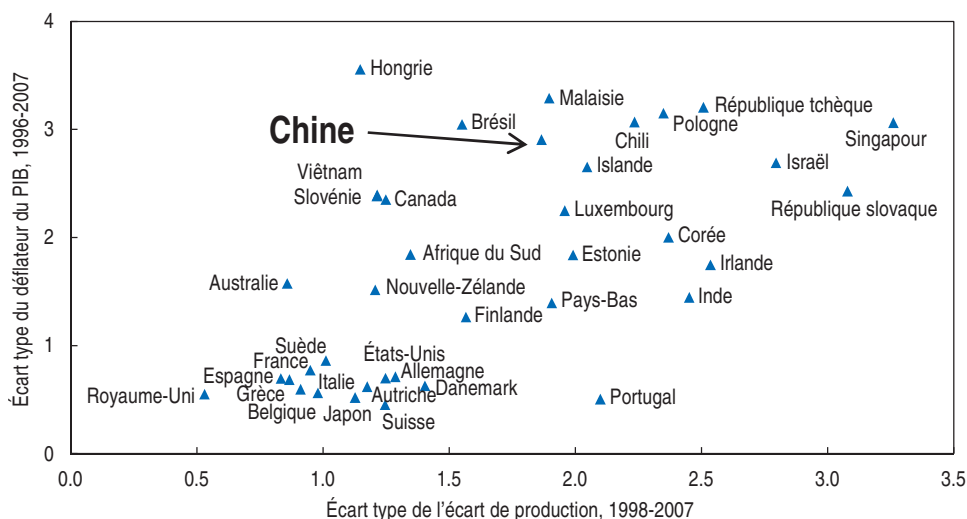
Les interventions visant à stériliser les entrées de capitaux peuvent dispenser de cet ajustement, mais au risque de susciter des vagues croissantes d'entrées de fonds qui peuvent en définitive faire perdre à la banque centrale le contrôle de la masse monétaire. Ainsi, le fait de résister à l'appréciation du change et de stériliser les entrées de capitaux empêche le taux d'intérêt interne de baisser, ce qui entraîne des entrées supplémentaires nécessitant davantage de stérilisation, etc. En fin de compte, comme le coût de la stérilisation devient prohibitif, la banque centrale est contrainte de laisser la monnaie s'apprécier ou les taux d'intérêt diminuer, ce qui est un facteur d'inflation interne. Dans les deux cas, une appréciation du taux de change réel est inévitable.

En ce qui concerne la Chine, le contrôle des mouvements de capitaux donne effectivement à la banque centrale une certaine marge d'indépendance en matière de politique monétaire malgré un régime de changes fortement contrôlé. Les déviations de la

parité des taux d'intérêt couverts vis-à-vis des États-Unis ont été parfois assez marquées et persistantes (Ma et McCauley, 2007; Conway et al., 2010). Les anticipations d'appréciation du renminbi à l'égard du dollar – mesurées d'après le marché extraterritorial des contrats de change à terme non livrables – influent apparemment sur le sens et le montant des investissements de portefeuille estimés¹⁹. Mais la persistance de déviations vis-à-vis de la parité des taux d'intérêt couverts laisse à penser que ces flux ne suffisent pas à égaliser les rendements d'actifs à peu près équivalents; on peut en conclure que le contrôle des mouvements de capitaux conserve un certain degré d'efficacité. Cela signifie aussi que la banque centrale dispose d'une certaine autonomie en matière de politique monétaire en dépit du régime de change.

Il reste à savoir si le degré d'autonomie que donne à la Chine le contrôle des changes est suffisant pour permettre à la banque centrale de pratiquer une politique optimale. Il n'est pas simple d'apprécier sa performance sur ce point, en raison de la difficulté d'isoler l'effet de la politique monétaire sur la macroéconomie. Depuis les cycles « expansion/récession » des années 80 et 90, l'inflation chinoise est devenue beaucoup moins volatile. Mais cette volatilité a aussi diminué dans la plupart des autres pays à partir de 2000 et elle reste plus élevée en Chine que dans la majorité des membres de l'OCDE, notamment les États-Unis; or, le renminbi a montré une très grande stabilité vis-à-vis du dollar (graphique 2.11).

Graphique 2.11. **Volatilité de l'inflation et du cycle conjoncturel dans différents pays**



Note : Les écarts types sont calculés en utilisant le filtre HP de 1998 à 2007 (données annuelles).

Source : Banque mondiale et OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/777734744808>

Même si de nombreux facteurs entrent en jeu, la politique de la BCE semble souvent guidée par des considérations de balance de paiements, au détriment des objectifs internes. Burdekin et Siklos (2006), par exemple, constatent que les variations des réserves de change ont un rôle significatif dans la fonction de réaction de la politique monétaire de la banque centrale. De même, Ouyang et al. (2007) trouvent des preuves que ces variations ont une incidence importante sur celles du montant net des actifs internes de la banque centrale; cela signifie que le ciblage du taux de change limite la marge dont dispose la politique monétaire pour réaliser les objectifs internes. Selon Laurens et Maino (2007), la

gestion stricte du taux de change que pratique la Chine, face à des entrées de capitaux étrangers, l'empêche de s'appuyer davantage sur les taux d'intérêt pour réguler la demande globale, puisqu'un resserrement pourrait augmenter les entrées de capitaux²⁰.

Aux contraintes imposées à la politique monétaire par le régime de change s'ajoutent les préoccupations à propos de l'effet des actions de la banque centrale sur les coûts de stérilisation et de la valeur des réserves officielles de change. Comme le portefeuille de bons émis par la banque centrale a une échéance annuelle moyenne inférieure à un an, les changements de taux d'intérêt internes destinés à maîtriser l'inflation se répercutent rapidement sur le coût de la stérilisation. L'éventualité de pertes sur les réserves de change limite le degré d'appréciation du renminbi permis par les autorités chinoises. La préférence pour une progression contenue des réserves est à l'origine des mesures prises récemment en vue de promouvoir l'utilisation du renminbi dans les transactions commerciales et financières internationales²¹. Mais, si l'on veut que l'usage international du renminbi se développe, il faudra éliminer le contrôle des mouvements de capitaux, afin que les étrangers puissent investir dans des actifs libellés en cette monnaie et rapatrier facilement leurs capitaux et leurs revenus.

En définitive, il faudra à la Chine un régime de changes flexibles et une ouverture des marchés de capitaux. La première étape serait de lier la monnaie chinoise à un panier de devises dont on ferait connaître la composition. Cela permettrait d'éviter certaines des difficultés pouvant résulter du rattachement du renminbi à une devise subissant l'influence de facteurs autres que ceux qui s'exercent en Chine. L'étape suivante pourrait consister en une plus grande libéralisation des sorties de capitaux et en un certain degré de pénétration étrangère sur les marchés obligataires chinois, en permettant aux investisseurs étrangers de participer au marché des obligations d'État ou en autorisant des émissions plus importantes de titres libellés en renminbi par des entités étrangères. La permission donnée récemment à certaines banques d'en émettre sur le marché de Hong-Kong va dans ce sens. On pourrait évoluer vers un flottement administré par rapport à un panier de devises composé des principaux partenaires commerciaux du pays. Avec un tel système, pour limiter le risque de déstabilisation de l'activité provoquée par des changements brutaux de la valeur du renminbi, la banque centrale lisserait les fluctuations à court terme du taux de change, tout en le laissant atteindre à plus longue échéance un niveau déterminé par le marché. Une plus grande souplesse des changes faciliterait l'application d'une politique monétaire axée sur les objectifs internes.

Une flexibilité accrue du taux de change lui permettrait aussi de jouer davantage le rôle d'un stabilisateur atténuant la volatilité du cycle conjoncturel, au fur et à mesure que la Chine s'intègre à l'économie mondiale. Des travaux de modélisation empirique montrent que cela peut avoir des effets importants sur l'économie chinoise. Outre l'incidence du taux de change nominal sur l'inflation, évoquée ci-dessus, les estimations d'une équation IS indiquent que les modifications du taux de change effectif réel sont un déterminant significatif des variations de la demande globale en Chine, une appréciation freinant la croissance de la production (Conway *et al.*, 2010)²². Dans la situation actuelle, une flexibilité accrue du change entraînerait probablement son appréciation, laquelle augmenterait la part des travailleurs dans le revenu national ainsi que le pouvoir d'achat des ménages et réorienterait les investissements vers le secteur des biens non échangeables. Mais elle aurait sans doute aussi un coût à court terme pour la production, qui pourrait justifier des mesures compensatoires de stimulation de la demande interne. Dans ce contexte, les autorités pourraient préférer attendre que l'inflation redevienne un

problème avant d'autoriser une appréciation monétaire. Une plus grande souplesse du taux de change réduirait aussi le rythme de hausse de l'exposition de la Chine aux actifs en dollars. Il pourrait certes en résulter une perte initiale en capital sur les réserves existantes, due à la hausse du renminbi, mais cela diminuerait la possibilité de pertes futures.

Les avantages de l'adoption d'un objectif d'inflation souple

L'assouplissement du taux de change amène à se demander ce que serait l'ancre nominale la plus appropriée à la politique monétaire chinoise. Il ne serait pas judicieux que la banque centrale se serve davantage de la masse monétaire comme objectif intermédiaire de sa politique. Bien que plusieurs études aient trouvé un lien entre la croissance monétaire et l'inflation à long terme, l'instabilité en courte période du rythme de cette croissance compatible avec une inflation faible et stable indique qu'un objectif monétaire ne constitue pas à lui seul un bon ancrage nominal (Laurens et Maino, 2007). En outre, de simples objectifs quantitatifs ne conviennent pas très bien à la gestion des chocs et sont sensibles aux erreurs de prévision de la demande de monnaie.

Il est préférable que les changements de la politique menée par la banque centrale s'appuient sur un jugement bien informé, inspiré du suivi d'un ensemble d'indicateurs, dans le cadre d'un objectif d'inflation souple à moyen terme. Comme la croissance de la masse monétaire et l'inflation sont corrélées à long terme, les agrégats monétaires auraient encore un rôle important à jouer dans ce dispositif en tant que variables d'information²³. Cela permettrait à la PBoC de s'opposer plus facilement à une création excessive de crédit et aux déséquilibres qui l'accompagnent, lesquels ont contribué à l'incapacité récente de la politique monétaire à assurer la stabilité économique et financière dans un certain nombre de pays (White, 2009).

L'intégration d'un objectif d'inflation à la politique monétaire de la PBoC aurait plusieurs avantages supplémentaires²⁴. Un tel objectif est transparent et aisément compris du public. Lorsque la politique monétaire est crédible, il contribue donc à conditionner les anticipations d'inflation qui peuvent jouer un rôle important de stabilisation macroéconomique. Un objectif d'inflation a aussi l'avantage de centrer le débat politique sur ce que la politique monétaire est en mesure de réaliser à long terme, à savoir la maîtrise de l'inflation, et non sur ce qu'elle ne peut faire : augmenter la croissance de façon permanente, réduire le chômage ou maintenir le taux de change réel à un niveau prédéterminé.

Orienter la politique monétaire chinoise en ce sens exigerait une série d'améliorations dans d'autres domaines. L'intégration d'un objectif d'inflation à la régulation économique permettrait de repenser les mesures prises par la CNDR pour agir sur l'inflation au moyen d'un contrôle des différents prix. Il faudrait aussi continuer à perfectionner les statistiques macroéconomiques nationales pour donner à la banque centrale des informations lui permettant de mieux suivre la situation et communiquer ses intentions. Un progrès dans le domaine statistique serait le moyen d'améliorer les prévisions macroéconomiques qui fondent les décisions des autorités. Les études économiques consacrées à la macro-modélisation chinoise restent assez peu nombreuses, mais les modèles empiriques à l'origine des résultats figurant dans ce chapitre et utilisés dans d'autres recherches incitent à penser que des relations macroéconomiques assez stables commencent à apparaître.

Il faudrait aussi traiter le problème de l'indépendance de la banque centrale. Actuellement, les décisions d'ajuster les instruments de politique monétaire de la PBoC sont prises par le Conseil des affaires d'État. Une modification de cette organisation

exigerait d'accorder à la banque centrale l'indépendance opérationnelle, pour qu'elle puisse réagir rapidement et de façon décisive à l'évolution économique sans être sous l'emprise de considérations politiques. Cette forme d'indépendance lui permettrait de générer et de maintenir la crédibilité dont elle a besoin pour influencer efficacement sur les anticipations d'inflation. Le Conseil des affaires d'État continuerait à fixer les objectifs stratégiques, mais laisserait à la banque centrale le soin de les appliquer.

Au fur et à mesure que le régime de change évoluera vers une plus grande flexibilité, la politique monétaire devra se concentrer de plus en plus sur les objectifs internes, notamment la stabilité des prix à moyen terme. Le mécanisme de transmission fonctionne et la banque centrale doit être en mesure de faire varier les taux d'intérêt à court terme dans une fourchette plus large, afin de permettre à la politique monétaire de mieux protéger l'économie des chocs internes et externes.

Notes

1. Cf. site Internet de la PBoC : www.pbc.gov.cn/english/huobizhengce/objective.asp.
2. Selon le gouverneur Zhou Xiaochuan, cité dans Liu et Zhang (2007).
3. Aux États-Unis et dans la zone euro, par exemple, les réserves excédentaires sont habituellement de l'ordre de 1 % ou moins du total des dépôts.
4. Toutefois, le plafonnement des taux d'intérêt débiteurs continue à s'appliquer aux coopératives de crédit rural.
5. Mais, au deuxième trimestre 2009, le marché étant très liquide, les taux à moyen et long terme servis sur les dépôts des entreprises sont exceptionnellement devenus inférieurs aux taux de référence de la banque centrale.
6. La banque centrale attribue la volatilité très fréquente des taux d'intérêt aux annonces de relèvements des réserves obligatoires et aux sur-souscriptions habituelles des grandes introductions en bourse. Porter et Xu (2009), qui utilisent un modèle du marché interbancaire chinois, trouvent une confirmation empirique de cette observation.
7. Quand le système bancaire chinois était très liquide, il est arrivé, notamment au premier semestre 2009, que le taux du marché monétaire tombe à quelques points de base du taux de rémunération des réserves excédentaires par la banque centrale; cela a incité les banques commerciales à cesser de prêter et à déposer leurs excédents de trésorerie auprès de la banque centrale (graphique 2.2 ci-dessus).
8. En Chine, la formation de capital fixe a progressé dernièrement de près de 20 % par an et représente actuellement près de 40 % du PIB. La compréhension des liens entre la situation financière et l'investissement est donc essentielle pour évaluer le rôle de stabilisation macroéconomique joué par la politique monétaire.
9. Voir, par exemple, Bernanke et Gertler (1995), Chirinko (1993) ainsi que Gilchrist et Zakrajsek (2007). Il y a d'autres sources éventuelles de biais : la mauvaise spécification de la dynamique dans les équations d'investissement, la variation transitoire des séries temporelles dans les données et des courbes d'offre à pente positive; ces éléments faussent l'élasticité estimée du coût d'usage, qui tend vers zéro (Chirinko et al., 2004).
10. Voir la présentation générale de Chatelain et al. (2004) et les études spécifiquement nationales qui y sont mentionnées. Parmi les études basées sur des microdonnées qui aboutissent à des conclusions similaires pour d'autres pays, on peut citer Gilchrist et Zakrajsek (2007) pour les États-Unis ainsi que Nagahata et Sekine (2005) pour le Japon.
11. Les résultats montrent aussi que le taux de référence des prêts des banques commerciales n'a pas d'incidence significative sur la formation de capital au niveau des entreprises, alors que le taux effectif (indiqué sur le graphique 2.4 ci-dessus) en a une. Il s'ensuit que le taux de référence présente de moins en moins d'intérêt pour la régulation macroéconomique, ce qui renforce les arguments en faveur de sa suppression.

12. L'interprétation du coefficient de la variable de trésorerie peut poser problème, sachant que l'investissement actuel dépend aussi des bénéfices futurs anticipés, qui peuvent être corrélés à la trésorerie actuelle.
13. Ce taux d'intérêt moyen n'est pas celui que les entreprises doivent utiliser pour prendre leurs décisions d'investissement; c'est plutôt le taux d'intérêt sur les nouveaux emprunts qui convient. Mais, comme presque toute la dette des entreprises est à court terme, ce biais est réduit. 80.9 % de la dette de l'entreprise moyenne a une échéance d'origine inférieure à un an. 17 % de leur dette à plus long terme a une échéance inférieure à un an, ce qui laisse à penser que l'échéance moyenne initiale est de 6 ans.
14. Les prêts immobiliers sont réglementés par la PBoC. Jusqu'à une date récente, leur taux devait être variable et lié au taux de prêt réglementé des banques commerciales. Il est modifié au début de chaque année. Les prêts ne doivent pas dépasser 80 % de la valeur estimée du bien et les remboursements sont plafonnés à 50 % du revenu.
15. En Chine, la réforme des prix a commencé sur les marchés agricoles à la fin des années 70 et s'est accélérée au milieu des années 80. Au début des années 90, près de la moitié des prix industriels étaient libérés. En 2003, ce chiffre atteignait près de 90 % (OCDE, 2005).
16. De fin juillet 2005 à août 2008, la valeur absolue des variations quotidiennes du taux de change au comptant du renminbi vis-à-vis du dollar a été de 0.06 % en moyenne, soit seulement une petite proportion du maximum autorisé. La limite de ± 0.3 % n'a été atteinte ou dépassée que pendant trois jours.
17. Ouyang *et al.* (2007) estiment que, comparativement au taux de croissance de la base monétaire souhaité par la banque centrale – dérivé d'une équation de masse monétaire –, celle-ci est parvenue à stériliser de 92 à 97 % des entrées de capitaux pendant la période 1999-2005.
18. Avant le début de la crise financière mondiale, le montant total des instruments de stérilisation de la PBoC culminait à 27.5 % des dépôts bancaires (coefficient de réserves obligatoires de 17.5 %, soit 7 800 milliards de CNY, plus émissions de bons PBoC représentant 10 % des dépôts, soit 4 600 milliards de CNY). Dans le cadre des mesures prises pour accroître la liquidité à la fin de 2008 et au début de 2009, la PBoC a effectué des opérations de marché et diminué les coefficients de réserves obligatoires, afin d'injecter quelque 780 milliards de base monétaire.
19. L'accumulation de réserves ces quatre dernières années a largement résulté de l'excédent des paiements courants et des investissements étrangers directs, mais les estimations de flux de portefeuille sont aussi devenues de plus en plus importantes, allant jusqu'à dépasser parfois 5 % du PIB. Plusieurs auteurs ont recherché les facteurs des investissements de portefeuille en Chine; ils ont conclu à une certaine corrélation avec l'évolution anticipée du taux de change, les différentiels de taux d'intérêt et les rendements sur les marchés d'actifs (Anderson, 2007; Ma et McCauley, 2007). Selon Ouyang *et al.* (2007), la balance des paiements chinoise est sensible aux variations de la création monétaire interne.
20. En revanche, Ma et McCauley (2007) font remarquer qu'il y a une plus grande corrélation entre les taux d'intérêt américains et ceux de la zone euro qu'entre les taux américains et chinois. Selon eux, cela signifie que la PBoC a au moins autant d'autonomie pour conduire la politique monétaire que la banque centrale européenne. Mais, pour faire cette comparaison, il faut tenir compte du contexte macroéconomique plus large. Si, par exemple, le cycle conjoncturel chinois est moins corrélé au cycle américain que celui de la zone euro, toutes choses égales par ailleurs, les taux d'intérêt chinois doivent s'écarter des taux américains dans une proportion relativement plus élevée pour que la politique monétaire soit optimale.
21. Depuis la mi-2009, certaines entreprises de cinq villes chinoises ont le droit de régler en renminbi les transactions avec des entreprises de Hong-Kong et de Macao. Pour financer ces opérations, les banques étrangères peuvent acheter ou emprunter des renminbi auprès de banques du continent. En outre, la PBoC a conclu des accords d'échange de devises avec l'Argentine, la Biélorussie, Hong-Kong, l'Indonésie, la Malaisie et la Corée du Sud; si ces pays ont des réserves de change insuffisantes, elle leur fournira des renminbi pour payer des importations en provenance de Chine. Le gouvernement chinois a émis son premier emprunt obligataire en renminbi à l'étranger. En outre, les banques de Hong Kong ont été autorisées à émettre des obligations libellées en renminbi, ce qui va dans le sens de la création d'un marché extérieur du renminbi.
22. Shu et Yip (2006) constatent aussi que les modifications du taux de change influent sur la demande globale, par l'intermédiaire du canal des exportations nettes et de l'inflation.
23. Voir, par exemple, Gerlach et Kong (2005) ainsi que Laurens et Maino (2007).
24. Les avantages et les inconvénients du ciblage de l'inflation dans les économies émergentes sont évoqués par Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007).

Bibliographie

- Anderson, J. (2007), *The China Monetary Policy Handbook*, UBS Investment Research, Hong-Kong.
- Bernanke, B. et M. Gertler (1995), « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4.
- Burdekin, R. et P. Siklos (2005), « What Has Driven Chinese Monetary Policy Since 1990? Investigating the People's Bank of China Policy Rule », *East-West Center Working Papers*, n° 85.
- Chatelain, J.-B., A. Generale, I. Herando, U. von Kalckreuth et P. Vermeulen (2003), « New Findings on Firm Investment and Monetary Transmission in the Euro Area », *Oxford Economic Papers*, vol. 19, n° 1.
- Chirinko, R. (1993), « Business Fixed Investment: A Critical Survey of Modelling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications », *Journal of Economic Literature*, vol. 31, n° 4.
- Chirinko, R., S. Fazzari et A. Meyer (2004), « That Elusive Elasticity: A Long-Run Panel Approach to Estimating the Capital-labour Substitution Elasticity », *CESIFO Working Papers*, n° 1240.
- Conway, P., T. Chalaux et R. Herd (2010), « Reforming China's Monetary Policy Framework to Meet Domestic Objectives », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- Cournède, B., R. Ahrend et R. Price (2008), « Have Long-Term Financial Trends Changed the Transmission of Monetary Policy? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 634.
- Feyzioglu, T., N. Porter et E. Takats (2009), « Interest Rate Liberalization in China », *IMF Working Papers*, WP/09/171.
- FMI (2004), « Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development », www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/102604.pdf.
- Geiger, M. (2006), « Monetary Policy in China (1994-2004): Targets, Instruments and their Effectiveness », *Würzburg Economic Papers*, n° 68.
- Gerlach, S. et J. Kong (2005), « Money and Inflation in China », Hong-Kong Monetary Authority, Research Memorandum, 04/2005.
- Gilchrist, S. et E. Zakrajsek (2007), « Investment and the Cost of Capital: New Evidence from the Corporate Bond Market », *NBER Working Papers*, n° 13174.
- Laurens, B. et R. Maino (2007), « China: Strengthening Monetary Policy Implementation », *IMF Working Papers*, n° 07/14.
- Liu, L. et W. Zhang (2007), « A New Keynesian Model for Analysing Monetary Policy in Mainland China », *Hong-Kong Monetary Authority Working Papers*, n° 18/2007.
- Ma, G. et R. McCauley (2007), « Do China's Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalisation », *BIS Working Papers*, n° 233.
- Mishkin, F. et K. Schmidt-Hebbel, dir. pub. (2007), *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, Santiago, banque centrale du Chili.
- Nagahata, T. et T. Sekine (2005), « Firm Investment, Monetary Transmission and Balance-Sheet Problems in Japan: An Investigation Using Micro Data », *Japan and the World Economy*, vol. 17, Issue 3.
- OCDE (2005), *Études économiques de l'OCDE : Chine*, OCDE, Paris.
- Ouyang, A., R. Rajan et T. Willett (2007), « China as a Reserve Sink: The Evidence From Offset and Sterilisation Coefficients », *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers*, n° 10/2007.
- Porter, N. et T. Xu (2009), « What Drives China's Interbank Market? », *IMF Working Papers*, WP/09/189.
- Shu, C. et R. Yip (2006), « Impact of Exchange Rate Movements on the Mainland Economy », *China Economic Issues*, Hong Kong Monetary Authority, n° 3/06.
- White, W. (2009), « Should Monetary Policy Lean or Clean? », *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Papers*, n° 34.
- Zhu, H. (2006), « The Structure of Housing Finance Markets and House Prices in Asia », *BIS Quarterly Review*, décembre.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: China 2010

Accéder à cette publication :
https://doi.org/10.1787/eco_surveys-chn-2010-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2011), « Poursuivre la réforme de la politique monétaire », dans *OECD Economic Surveys: China 2010*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-chn-2010-5-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.