

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

LA POLITIQUE MONÉTAIRE CHINOISE A-T-ELLE CHANGÉ DE NATURE ?



**Laetitia
Baldeschi**

Co-responsable
des études et de la
stratégie

Y A-T-IL UN RALENTISSEMENT MARQUÉ DE LA CONJONCTURE AU 2ÈME TRIMESTRE ?

Les chiffres du mois d'avril avaient certes déçu, en repli par rapport à un premier trimestre plutôt plus dynamique qu'on ne pouvait l'espérer. Les données du mois de mai ont été un peu plus soutenues et le rebond des indicateurs PMI, tant officiels que publiés par Caixin pour le mois de juin, est rassurant. Certes il n'y a pas d'accélération de l'activité, mais elle n'est pas recherchée. Il n'y a pas non plus de ralentissement marqué, celui-ci n'est pas non plus souhaité. Les autorités cherchent avant tout à accompagner la transformation du modèle chinois en évitant d'accumuler les déséquilibres. La croissance nominale du PIB (croissance réelle de 6,9% avec des prix à la production en hausse de plus de 6%) était un peu rapide au 1er trimestre à leurs yeux, risquant d'être source d'accroissement de l'endettement, notamment celui des entreprises. Un tassement, notamment dans l'industrie, apparaît plus cohérent avec les objectifs officiels.

LES FLUCTUATIONS DE LA CONJONCTURE SONT-ELLES LE FRUIT D'UN DURCISSEMENT MONÉTAIRE ?

D'aucuns ont mis en exergue un durcissement de la politique monétaire depuis le début de l'année, durcissement qui expliquerait le ralentissement conjoncturel. Peut-on réellement parler de resserrement monétaire ? Certes la politique monétaire n'est plus « prudente-flexible » mais « prudente-neutre », selon le vocabulaire de la PBoC (banque centrale). L'objectif de croissance annuelle de M2 (mesure de la masse monétaire) est revu en baisse à +12% pour 2017 au lieu de +13% précédemment, tandis que la banque centrale a relevé modestement (+20 bp) certains de ses taux de référence.

Bien entendu ceci a été accompagné d'un justificatif classique en termes d'accélération constatée de l'inflation (accélération qui a fait long feu avec le repli du prix des matières premières et de l'alimentation), de croissance importante des prix de l'immobilier et de certains actifs et sur tout de hausse de taux de la Réserve fédérale américaine. Evacuons rapidement la question de l'immobilier. C'est un marché qui apparaît tendu, de fortes hausses de prix ont

été enregistrées dans les cinq plus grandes villes du pays et des mesures réglementaires ont été prises afin de freiner les investissements d'ordre spéculatif. La PBoC contrôle très vraisemblablement la quantité de crédit immobilier octroyée par les banques commerciales, et celle-ci ne dépend pas réellement du niveau des taux de référence de la banque centrale. Le dernier argument nous paraît le plus adéquat ; en effet les deux hausses de taux de la Fed au 1er semestre 2017 pouvaient avoir un effet amplificateur sur les pressions plutôt baissières sur la devise chinoise.

QUE CHERCHE À FAIRE LA BANQUE CENTRALE CHINOISE ?

Si l'on veut comprendre le fonctionnement actuel de la banque centrale il faut revenir à la définition de ses objectifs d'une part et observer l'évolution de son bilan d'autre part. La PBoC a pour vocation de soutenir la croissance et l'emploi, de veiller à la stabilité des prix mais aussi de préserver la balance des paiements, d'accompagner le développement des marchés financiers et pour finir de maîtriser les risques. Jusqu'à récemment, elle était concentrée sur la gestion des sorties de capitaux. En effet, la vente de réserves de change pour défendre le yuan se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une contraction du bilan de la banque centrale, et donc par un resserrement des conditions monétaires. (cf. graphique). La banque centrale met donc en place des politiques de prêts ciblés à taux bonifiés et utilise des opérations d'open market pour gérer la liquidité et maintenir celle-ci à un niveau suffisant.

Toutefois ces mesures créent des distorsions dans le système bancaire puisque les grandes banques sont privilégiées par cette politique, leurs titres étant admis comme collatéral aux opérations de la banque centrale alors que tel n'est pas le cas pour les banques de plus petite taille. Ces dernières, pour accéder à la liquidité, se refinancent sur le marché interbancaire et ont recours aux opérations non collatéralisées. Les petites banques se sont pour beaucoup appuyées sur le développement des Wealth Management Products (WMP, structures de gestion d'actifs hors bilan des banques), investis à 40% sur le marché obligataire. La PBoC essaye, à travers une hausse du coût de la liquidité, de limiter les comportements à effet

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

de levier sur le marché obligataire, et les expositions des banques aux autres sociétés financières, qui se font au détriment du financement de l'économie réelle.

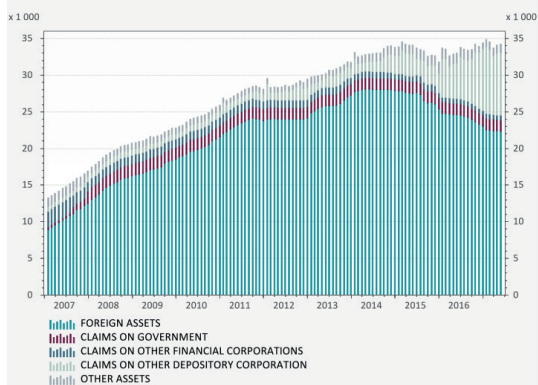
LA POLITIQUE MONÉTAIRE CHINOISE ÉVOLUE-T-ELLE VERS UNE POLITIQUE DE TAUX, PLUS COMPARABLE À CELLE DES AUTRES GRANDES BANQUES CENTRALES ?

L'évolution d'une politique de contrôle quantitatif du crédit vers une politique de taux prend du temps. Depuis quelques années, la banque centrale tente de clarifier sa communication en diminuant notamment le nombre de taux de référence, de manière à déterminer peu à peu un corridor de taux, de réduire celui-ci pour faire converger les anticipations autour d'un seul taux directeur de court terme, qui pourrait être le taux de repo à 7 jours. Mais cette transformation est encore loin d'être achevée.

Pour le moment, la politique de quotas de crédit continue de dominer les pratiques, de manière informelle via des instructions verbales. Selon les données de la PBoC, fin 2016, seuls 28% des prêts à l'économie étaient octroyés à des taux inférieurs au taux de référence.

En conclusion, il nous semble que l'ensemble des mesures prises depuis le début de l'année par la PBoC vise à contenir les risques sur le marché interbancaire. Le durcissement reste tout relatif et semble n'avoir que peu ou pas d'impact sur l'économie réelle. La banque centrale devrait continuer de privilégier les mesures de réglementation arbitraires, afin d'éviter de freiner la croissance dans une période politique délicate.

ACTIFS DE LA PBOC EN MDS DE YUAN



Source Thomson Reuters Datastream