

POLITIQUE DE CHANGE ET INTÉGRATION RÉGIONALE EN ASIE

Les marchés des changes asiatiques sont sous pression. Depuis 2007, de bons fondamentaux macroéconomiques, des perspectives de croissance favorables et des taux d'intérêt élevés font des émergents une destination privilégiée des capitaux. Si la crise a interrompu ces flux fin 2008, la politique monétaire américaine de "Quantitative Easing" a accéléré les entrées de capitaux d'autant qu'elle oblige les émergents à remonter leurs taux d'intérêt afin de contrer l'inflation. Or, l'intégration commerciale croissante de l'Asie fait de la compétitivité-prix et de la stabilité des taux de change bilatéraux des éléments importants de sa bonne santé économique. Les pays de la zone freinent les mouvements d'appréciation de leurs monnaies en intervenant sur le marché des changes. Ces interventions sont loin d'être l'apanage de la Chine et d'autres pays ont été beaucoup plus actifs à peser sur le taux de change. Comment les pays de cette zone peuvent-ils maintenir la stabilité de leurs taux de change ? Puisque la Chine est manifestement le grand attracteur des flux de commerce intra-zone, quel rôle le renminbi joue-t-il dans les politiques de change des autres pays émergents d'Asie ?

En examinant empiriquement ces questions, on s'interroge sur la formation de facto d'une zone monétaire asiatique et donc sur l'existence d'un processus de découplage vis-à-vis du dollar. Est-il possible qu'une zone monétaire lâche se forme implicitement, sans que des règles monétaires régionales soient coordonnées ?

1

■ Les politiques de change des pays émergents d'Asie

Une étude récente de deux économistes de la BRI, Guonan Ma et Robert N. McCauley¹, suggère que, après l'abandon de l'ancrage du renminbi sur le dollar en juillet 2005, les pays d'Asie ont géré leur change selon une bande molle (c'est-à-dire permettant des sorties temporaires hors de la bande) autour d'une évolution régulière de leur taux de change effectif² nominal. Pour la plupart des pays cette politique de change avait aussi la vertu induite de stabiliser leur taux de change nominal bilatéral vis-à-vis du renminbi. La crise a interrompu ce processus. Mais, depuis 2009, ces pays ont apparemment repris la même politique, quoique à des dates différentes.

Nous allons illustrer cette hypothèse en examinant l'évolution des taux de change effectifs du renminbi, du baht thaïlandais et du dollar singapourien. On pourrait y ajouter le ringgit malais qui a les mêmes caractéristiques : ce sont des pays qui ont fait le choix de ne pas laisser flotter librement leurs monnaies. Nous avons choisi des bandes de $\pm 2\%$ autour de l'évolution moyenne du taux de change effectif, ce qui correspond à l'objectif initial des autorités singapouriennes. Si l'intégration économique, accompagnée d'une gestion souple des changes, conduisait à ce qu'un groupe de pays centrés sur la Chine préserve une cohérence *de facto* de leurs taux de change réciproques, un embryon de zone monétaire régionale

1. G. Ma & R. N. McCauley, The evolving renminbi regime and implications for Asian currency stability, *Journal of the Japanese and International Economies* (à paraître).

2. Le taux de change effectif est une moyenne des taux de change bilatéraux, pondérée par le poids de chaque partenaire dans le commerce extérieur de la zone monétaire considérée.

exercerait une force d'attraction sur les autres pays de la région actuellement à changes flottants. Il serait alors possible d'envisager des accords de change plus formels conduisant à une véritable zone monétaire régionale. Dans ce domaine, la coopération institutionnelle régionale se résume à l'Initiative de Chiang Mai (signée en 2000 par les pays membres de l'ASEAN, la Chine, la Corée et le Japon) qui prévoit une aide d'urgence en cas de crise financière, sous forme d'accords de swaps bilatéraux. La faiblesse des fonds mobilisables et la lourdeur des procédures en ont limité l'efficacité³.

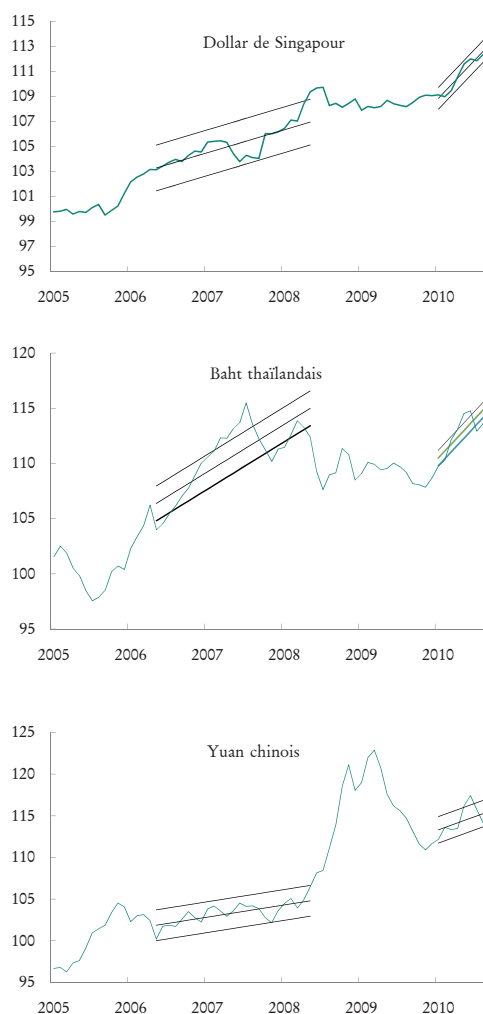
Le graphique 1 présente l'évolution du taux de change effectif nominal de la Chine, de la Thaïlande et de Singapour de janvier 2005 à septembre 2010. La Chine a adopté une cible sur le taux de change effectif nominal de juillet 2005 à juillet 2008. L'appréciation moyenne sur la période a été 7,4%. Après six mois de transition (juillet 2005 – janvier 2006), le taux de change n'est plus sorti de la bande. Le dollar de Singapour, avec une appréciation de 9,6%, et le baht thaïlandais, avec une appréciation de 10,3%, ont suivi la même voie, avec toutefois des fluctuations plus importantes pour cette dernière monnaie.

Avant que ne débute la crise récente, des régimes de ciblage du taux de change effectif s'étaient donc installés dans l'Asie émergente avec toutefois des rythmes d'évolution tendancielle différents (peut-être parce que l'objectif sous-jacent est le taux de change effectif réel). Dès lors que les pays ont des taux d'inflation différents ou que les dirigeants n'ont pas les mêmes points de vue sur le rôle du taux de change effectif réel dans la régulation macro économique, des politiques de change peuvent coexister qui ont la même tactique à court terme, mais des stratégies différentes à moyen terme.

■ Un retour à la coordination implicite des politiques de change

La crise a fait éclater les cibles de change implicites qui ont été mises en évidence ci-dessus. La Chine a rétabli son lien au dollar, de sorte que le renminbi s'est dans un premier temps apprécié vigoureusement en termes effectifs (environ 20% en six mois à partir de juillet 2008). Le dollar de Singapour a continué son appréciation, quoiqu'à un rythme bien moindre, les autres monnaies asiatiques se sont effritées⁴. Dans les trois pays cependant, il semble qu'une politique de ciblage du taux de change effectif ait été rétablie à partir de janvier 2010, après une période de forte instabilité liée à la crise.

Graphique 1 – Taux de change effectifs nominaux



Note : taux de change effectif au certain : une hausse traduit une appréciation de la monnaie par rapport à celles de ces principaux partenaires commerciaux. Le tracé des bandes sur les taux de change effectifs nominaux correspond à la droite des MCO sur la période janvier 2006-janvier 2008 puis sur janvier-septembre 2010. Les périodes sont choisies en référence aux évolutions du renminbi. Les mouvements intra-bandes sont vraisemblablement dus aux fortes variations du dollar. Le phénomène de retour à la moyenne suggéré graphiquement est confirmé par un modèle à correction d'erreur (Ma et McCauley, *op. cit.*).

Source : Banques centrales nationales (Datastream), calculs des auteurs.

Le cas de la Chine est spectaculaire. Le renminbi est resté accroché à la monnaie américaine jusqu'en juin 2010 et comme sur cette période le dollar s'est déprécié, l'excès d'appréciation du taux de change effectif pendant la crise a été résorbé avant la fin de 2009. Au total, le taux de change effectif du renminbi s'est retrouvé apprécié d'environ 5% par rapport au niveau qu'il aurait eu si la crise n'avait pas eu lieu et si le régime d'avant crise s'était poursuivi sans à-coups. Lorsque le régime de ciblage du taux de change effectif a été rétabli en juillet 2010, l'appréciation du renminbi a repris à un rythme plus soutenu qu'avant la crise⁵. Mais le calcul

3. Les réserves ont toutefois été portées à 120 milliards de dollars en février 2009, tandis qu'un processus de multilatéralisation du mécanisme est engagé depuis 2006.

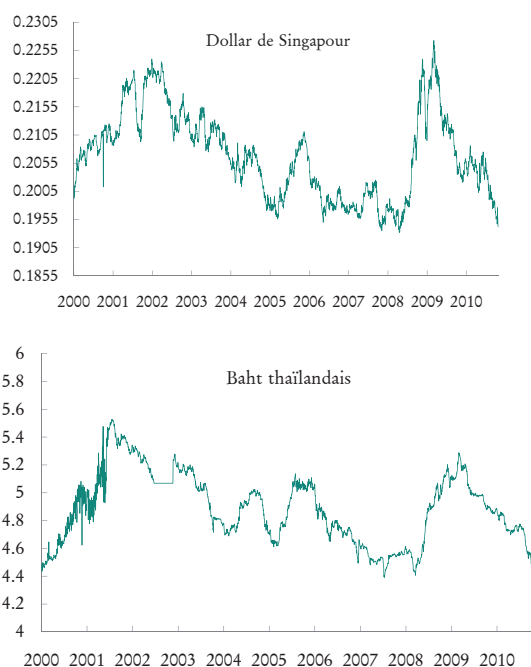
4. À l'exception notable du won qui s'est effondré suite aux retraits massifs de capitaux de l'économie coréenne, très endettée à court terme.

5. En Chine, le pilotage du taux de change se fait au sein d'une bande de +0,5% autour d'un taux de change central décidé quotidiennement par la PBOC.

du taux de change réel montre que le rythme d'appréciation est, en fait, le même qu'avant la crise. Cela signifie que la Banque Populaire de Chine fait de l'appréciation du taux de change nominal un moyen de lutter contre l'inflation amplifiée par la très forte hausse du crédit liée au plan de relance en 2009.

De leur côté, le baht et le dollar de Singapour ont repris également une tendance d'appréciation plus rapide qu'avant la crise. Il s'ensuit que les caractères communs de la gestion du change dans ces pays l'emportent sur les différences, au delà du choc majeur découlant de la crise financière mondiale. Il est donc pertinent de regarder ce que ces politiques de change impliquent sur les mouvements des taux de change bilatéraux (graphique 2).

Graphique 2 – Taux de change nominaux avec le renminbi



Note : taux de change bilatéraux au certain : une hausse traduit une appréciation par rapport à la monnaie chinoise.

Source : Banques centrales nationales (Datastream).

Avant juillet 2005 chaque pays suivait une politique de change différente et les taux de change contre le renminbi variaient beaucoup. Lorsque le renminbi a commencé à s'apprécier mi-2005, le choc a créé une forte dépréciation du baht et du dollar de Singapour, mais celle-ci a été absorbée en 6 mois. Du début de 2006 à juin 2008 le dollar de Singapour est resté remarquablement stable contre le renminbi. L'ajustement du baht a pris plus de temps. La période de stabilité relative a duré deux ans : entre juin 2006 et juin 2008, la volatilité⁶ du dollar de Singapour a été deux fois moindre face à la

monnaie chinoise que face au dollar américain. Il en a été de même pour le baht (0,026 face au renminbi, 0,056 face au dollar). Ces deux monnaies sont également plus volatiles face à l'euro et au yen que par rapport au renminbi.

Parce que le renminbi était ancré sur le dollar pendant la crise et que les autres monnaies se sont lourdement dépréciées, la stabilité des changes intra-régionaux s'est disloquée. Il est intéressant de voir quels effets le rétablissement de cibles de taux de change effectif a eu sur les taux bilatéraux contre le renminbi. On trouve un effet de retour vers les taux de change antérieurs à la crise aussi bien pour le baht que pour le dollar de Singapour. Si l'on observe d'autres monnaies, le même phénomène se produit pour le ringgit malais, mais pas pour les monnaies des pays à changes flexibles. Le dollar de Taiwan est déprécié d'environ 15% et le won d'environ 30% contre le renminbi par rapport à leurs niveaux d'avant crise.

Si les taux change peuvent s'établir à des niveaux différents, ils restent marqués par une forte stabilité. Entre mars 2009 et septembre 2010, le dollar de Singapour et le baht thaïlandais ont été plus volatils face à l'euro (respectivement des volatilités de 0,017 et 0,077) ou au dollar américain (0,018 et 0,036) que face au renminbi (0,010 et 0,029). Le ringgit malais partage cette caractéristique. Il apparaît donc que la monnaie chinoise est devenue le pivot des taux de change asiatiques. Cela donne aux autorités chinoises l'opportunité d'engager un processus graduel d'internationalisation de leur monnaie.

■ La convertibilité de la monnaie chinoise pour les non résidents et la formation d'un marché des changes offshore à Hong Kong

Cette possible évolution monétaire s'inscrit dans un changement structurel plus large. Le rattrapage des pays émergents va dépendre plus de leurs dynamiques internes et des échanges entre eux et moins des exportations vers les pays occidentaux. L'accélération de l'intégration économique en Asie est une composante de ce phénomène. La Chine est le partenaire principal à la fois dans les relations intercontinentales et dans l'intégration asiatique. Il en résulte que les partenaires commerciaux engagés dans des échanges dans les deux sens avec la Chine ont intérêt à utiliser le yuan comme moyen de paiement, pourvu qu'ils aient des facilités pour gérer leurs liquidités. Et ce d'autant plus que le renminbi évolue avec régularité par rapport au dollar américain.

6. La volatilité est ici définie comme l'écart-type du log du taux de change nominal sur données quotidiennes.

Un développement significatif dans ce sens a été engagé depuis le printemps 2010 avec la création du *CNH market* (*Chinese Yuan Hong Kong*). C'est un marché offshore du yuan pour non résidents organisé à Hong Kong. Il permet d'instaurer une convertibilité du yuan pour les non résidents, compatible jusqu'à présent avec le maintien du contrôle des capitaux pour les résidents. Un accord entre la Banque Populaire de Chine et l'Autorité Monétaire de Hong Kong permet en effet aux agents économiques non résidents en Chine, qui ne sont pas des banques et qui n'ont pas de liens commerciaux directs avec la Chine, d'ouvrir des comptes en yuan sur les livres de banques qualifiées à Hong Kong. L'accès du marché monétaire chinois demeurera restreint aux banques qui participeront au règlement des transactions offshore. Le *CNH market* s'accompagne, en outre, d'un système central de compensation et règlement en yuan pour les transactions offshore qui devrait favoriser la liquidité et d'un marché obligataire offshore en yuans, appelé le *Dim Sun Bond market*, ouvert à Hong Kong. Ce dernier est destiné à fournir des titres attrayants pour les investisseurs non résidents. Il est promis à un grand avenir, parce qu'il va permettre aux investisseurs institutionnels du monde entier de diversifier leur portefeuille vers les actifs chinois dans des conditions inaccessibles jusqu'ici, hormis le cercle restreint des investisseurs qualifiés.

4

Le *CNH market* va ainsi faire de Hong Kong le centre financier mondial des xéno-yuans, comme Londres est devenu le centre financier des eurodollars dans les années 1960, lorsque des contrôles avaient été instaurés sur les sorties de capitaux bancaires des États-Unis.

La conséquence de toutes ces évolutions va être le développement d'un double marché des changes à Hong Kong : le taux de change \$/CNY pour les transactions commerciales qui sera coté en référence au taux de change sur le marché onshore chinois d'une part, le taux de change \$/CNH pour les transactions non commerciales dont la cotation sera le résultat endogène de l'équilibre offre demande de la liquidité en yuan offshore. Les écarts entre le marché au comptant officiel, le marché à terme des contrats réglés en dollars à Hong Kong (*non deliverable forward*) et

le marché des contrats réglés en yuans (*deliverable forward*) donneront des indications précieuses sur l'intensité des tensions qui affectent la monnaie chinoise.

■ Conclusion

Les évolutions monétaires examinées dans cette Lettre nourrissent un processus graduel de sortie du système de semi-étalon dollar. Elles donnent une plus grande crédibilité à la formation d'une vaste zone monétaire en Asie centrée sur le renminbi, alors même que cette monnaie n'est pas encore devenue pleinement convertible. L'avantage des zones monétaires régionales est qu'elles peuvent gérer des perturbations financières internes à une région et les empêcher de se propager à l'ensemble du système monétaire international.

L'avenir dira si un système informel comme celui qui se développe en Asie suffira à établir les avantages d'une zone régionale ou si des arrangements institutionnels ultérieurs, prolongeant l'Initiative Chiang Mai, seront nécessaires.

Michel Aglietta, Claire Labonne & Françoise Lemoine
sophie.desalee@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2011
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
61,90 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,
29 quai Voltaire
75007 Paris
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

20 janvier 2011
Imprimé en France par le
Centre d'Analyse Stratégique

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction
du CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.