

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

L'excédent de la Chine et la demande d'obligations

Par Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères

Selon certains commentateurs, les gestionnaires de réserves de la Chine se retireraient progressivement du marché des titres du Trésor américain, éliminant ainsi ce qui était autrefois une source importante de demande pour les obligations d'État.

Cette affirmation repose sur deux observations. Premièrement, les avoirs officiels de la Chine en bons du Trésor américain sont en baisse depuis plus d'une décennie. Deuxièmement, la Chine règle une part plus importante de ses échanges commerciaux en renminbi plutôt qu'en dollars, ce qui réduit la nécessité de recycler les dollars dans des actifs étrangers.

Mais cette interprétation est incomplète. La tâche consistant à recycler l'important excédent du compte courant de la Chine a été transférée de la banque centrale aux plus grandes banques d'État du pays. Ces banques utilisent l'excédent pour rembourser la dette extérieure et accumuler d'importants portefeuilles d'obligations en dollars américains. **Le désengagement de la Chine vis-à-vis des actifs libellés en dollars américains a été grandement exagéré.**

Toutefois, les banques diffèrent des gestionnaires de réserves sur un point crucial : elles doivent gérer leur risque de marché. Contrairement à une banque centrale, elles ne peuvent pas simplement investir chaque dollar excédentaire dans des obligations à longue échéance et les conserver jusqu'à l'échéance. Elles doivent atténuer leur exposition aux taux d'intérêt, aux écarts de crédit et aux coûts de financement au moyen de stratégies de duration et d'instruments dérivés. Par conséquent, le passage des gestionnaires officiels de réserves aux banques d'État **a transformé les flux de recyclage de la Chine, qui proviennent désormais d'acheteurs d'obligations mondiales davantage guidés par des considérations commerciales, plus sensibles aux prix et gérant activement leur exposition à la duration, plutôt que d'un acheteur largement insensible aux prix.**

Voici l'histoire complète.

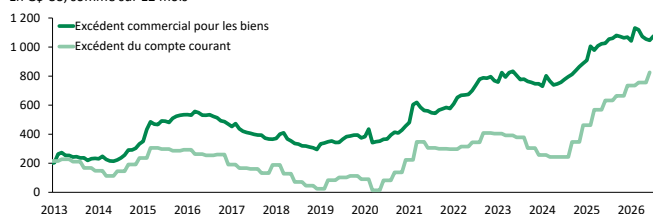
Quelle est l'ampleur de l'excédent de la Chine?

L'excédent commercial de la Chine mesuré par les douanes, soit la différence entre ses exportations et ses importations de biens, dépasse maintenant les 1 000 G\$ US par année. **L'excédent global du compte courant au cours des quatre derniers trimestres s'est élevé à 826 G\$ US.** Selon ces deux mesures, l'excédent extérieur de la Chine a bondi pour atteindre des sommets historiques depuis la COVID-19.

La politique industrielle de la Chine continue d'orienter les ressources vers le secteur manufacturier, tandis que la faiblesse de la demande des consommateurs et l'intense concurrence intérieure encouragent les entreprises à rechercher des débouchés à l'étranger. Les entreprises chinoises progressent également dans la chaîne de valeur et développent des marques reconnues mondialement, telles que BYD (véhicules électriques), Huawei (technologie) et Xiaomi (électronique grand public). Malgré une opposition croissante des États-Unis et de l'Union européenne (UE), nous prévoyons que **la Chine continuera d'afficher des excédents extérieurs considérables dans un avenir prévisible.**

Graphique 1
L'excédent extérieur de la Chine a bondi

Excédent commercial mesuré par les douanes et excédent du compte courant
En G\$ US, somme sur 12 mois

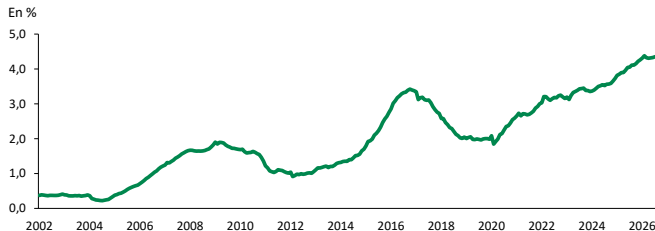


Macrobond et Desjardins, Études économiques

Graphique 2

Fabriqué en Chine, acheté partout dans le monde

Excédent commercial de biens de la Chine en % des importations mondiales



Macrobond et Desjardins, Études économiques

Pourquoi l'excédent n'apparaît-il pas dans les réserves officielles?

Le taux de change de la Chine est étroitement géré par la Banque populaire de Chine, la banque centrale du pays. Historiquement, les surplus de dollars étaient absorbés dans les réserves officielles pour empêcher l'appréciation du renminbi. Mais ce n'est plus le cas aujourd'hui. Par exemple, la Banque populaire de Chine a déclaré que ses réserves officielles n'avaient augmenté que de 115 G\$ US au cours des quatre derniers trimestres, ce qui ne représente qu'un huitième de l'excédent du compte courant. Où est passé le reste?

Des observateurs de longue date de la Chine, comme Michael Pettis, soutiennent que l'État chinois continue d'intervenir massivement sur le marché des changes. Mais il le fait de plus en plus par l'entremise de banques d'État plutôt que par la Banque populaire de Chine. Pourquoi? Les motifs les plus probables seraient de dissimuler leurs interventions sur le marché ou de réduire leur vulnérabilité aux sanctions financières après le gel des réserves de change de la Russie.

Ainsi, **les réserves officielles ne donnent pas un portrait complet**, car elles ne tiennent pas compte des réserves « fantômes » qui s'accumulent dans les grandes banques.

À quelle vitesse ces réserves « fantômes » croissent-elles?

Il existe différentes façons de le mesurer. L'idée de base est simple : lorsque les entreprises chinoises reçoivent des devises étrangères pour leurs exportations, elles peuvent soit convertir ces recettes en renminbis, soit les laisser dans des comptes en devises étrangères auprès de banques chinoises.

La première option peut être suivie à l'aide des données de règlement des changes de la State Administration of Foreign Exchange (SAFE), qui est à la fois le gestionnaire officiel des réserves et l'organisme de réglementation des changes. Ces données indiquent le montant de devises que les entreprises

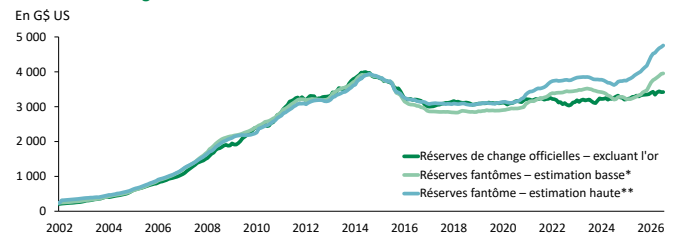
vendent en échange de renminbis, déduction faite du montant de devises qu'elles achètent au moyen de renminbis. La seconde peut être estimée à partir des dépôts en devises que les résidents détiennent dans le système bancaire chinois.

Nous utilisons ces deux ensembles de données pour établir des estimations basses et hautes des réserves « fantômes » de la Chine (graphique 3). Au cours des 12 derniers mois, l'estimation basse s'élève à 639 G\$ US et l'estimation haute à 785 G\$ US. Le point médian, **soit environ 710 G\$ US par année**, constitue un point de référence utile.

Graphique 3

La Chine continue d'intervenir sur le marché des changes

Réserves de change officielles et estimation des réserves « fantômes »



* Règlements nets en devises; ** Plus les dépôts en devises étrangères des résidents.
SAFE et Desjardins, Études économiques

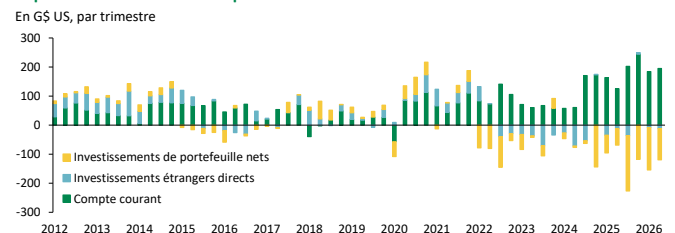
Mais les sorties d'investissements de portefeuille ne servent-elles pas à recycler l'excédent du compte courant?

D'après les données de la balance des paiements de la Chine, l'excédent du compte courant est en grande partie recyclé par l'intermédiaire des sorties d'investissements de portefeuille (graphique 4). Les investissements de portefeuille à l'étranger se sont élevés à 1 300 G\$ US au cours des 12 derniers mois, compensant largement l'excédent du compte courant.

Graphique 4

Les sorties de portefeuilles servent-elles à recycler l'excédent?

Répartition de la balance des paiements de la Chine

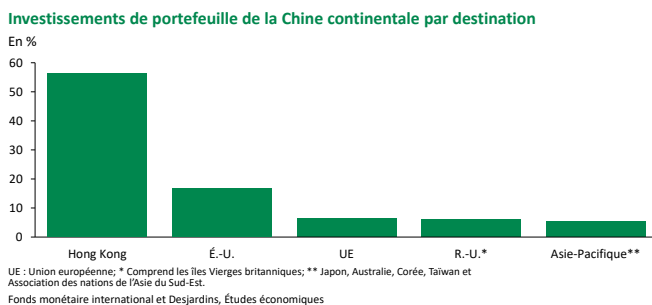


Macrobond et Desjardins, Études économiques

Mais en quoi consistent ces « sorties d'investissements de portefeuille » exactement? Si les épargnants chinois envoyaient plus de 1 000 G\$ US à l'extérieur du pays pour acheter des titres étrangers, il existerait des gestionnaires d'actifs d'une envergure comparable. Mais il n'existe aucune version chinoise de BlackRock ou de Vanguard. En fait, les placements de portefeuille à l'étranger de la Chine sont étroitement réglementés. Le principal mécanisme d'investissement de portefeuille du pays, le programme des investisseurs institutionnels nationaux qualifiés (Qualified Domestic Institutional Investor – QDII), dispose d'un quota d'environ 183 G\$ US seulement. Le Fonds national de sécurité sociale, l'équivalent chinois se rapprochant le plus du Régime de pensions du Canada, gère environ 500 G\$ US d'actifs, mais n'a investi qu'environ 60 G\$ US à l'étranger¹.

Un autre indice réside dans le lieu où se trouvent ces actifs de portefeuille. Les [données du Fonds monétaire international \(FMI\) \[en anglais seulement\]](#) montrent que plus de la moitié des actifs de portefeuille de la Chine se trouvent à Hong Kong (graphique 5). Ce territoire est la principale porte d'entrée de la Chine continentale vers les marchés financiers mondiaux, et les institutions financières d'État de la Chine y ont une présence importante. Hong Kong semble être un point de passage plutôt que la destination finale d'une grande partie des investissements de portefeuille de la Chine à l'étranger.

Graphique 5
Hong Kong est un point de passage plutôt qu'une destination finale



En résumé, les données sur les investissements de portefeuille nous indiquent où vont les fonds, mais pas qui est ultimement à l'origine des flux.

¹ Les autres gestionnaires d'actifs bien connus sont la SAFE et la China Investment Corporation (CIC). Le premier gère les réserves officielles, tandis que le second est un fonds souverain capitalisé à même les réserves officielles. Il est peu probable que leurs activités contribuent aux sorties de capitaux de portefeuille.

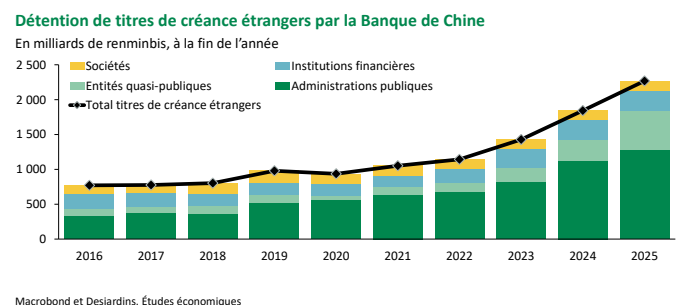
Que font les banques chinoises de toutes ces réserves « fantômes »?

Parmi les quatre grandes banques d'État chinoises, la Banque de Chine (à ne pas confondre avec la Banque populaire de Chine) est considérée comme la plus tournée vers l'international. Elle dispose d'un vaste réseau à l'étranger et est considérée comme le chef de file du marché des changes.

La Banque de Chine a discrètement constitué l'un des plus importants portefeuilles d'obligations étrangères au monde. Son portefeuille d'obligations étrangères est passé de 140 G\$ US en 2019 à 340 G\$ US l'an dernier. Si elle était considérée comme une institution officielle, la Banque de Chine serait **le onzième plus important gestionnaire de réserves au monde**.

De plus, la composition de son portefeuille ressemble à celle des grands gestionnaires de réserves. La majeure partie est investie dans des titres d'État liquides, tandis que de faibles proportions, qui demeurent stables, sont affectées à des titres de créance plus risqués. Malheureusement, la banque ne divulgue pas le profil des échéances, et les autres banques d'État en révèlent encore moins. Toutefois, les exigences de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidités incitent fortement ces institutions à détenir des titres souverains de grande qualité.

Graphique 6
Les avoirs en obligations étrangères des banques chinoises ont bondi



Mais ces actifs restent-ils libellés en dollars américains?

La part des dollars américains dans les actifs étrangers des banques chinoises est passée d'environ 80 % en 2022 à 68 % cette année. Cela semble être attribuable à une croissance plus rapide des actifs libellés dans d'« autres devises » et, dans une moindre mesure, de ceux libellés en euros.

Malheureusement, la SAFE ne divulgue pas la composition de la catégorie « autres devises ». Toutefois, l'augmentation de leur part est conforme à une tendance observée chez les gestionnaires de réserves à l'échelle mondiale : une diversification visant à réduire l'exposition au dollar américain au profit d'un

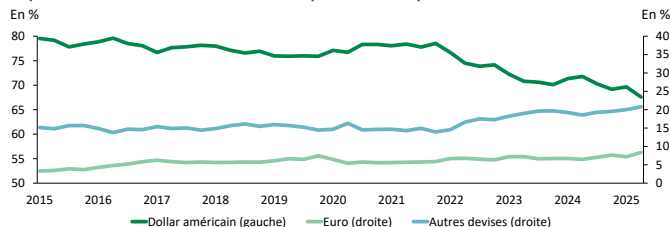
ensemble plus large de marchés d'obligations souveraines liquides. Les données COFER du FMI montrent que la part du dollar américain dans les réserves mondiales de change est passée de 62 % à 57 % depuis la **COVID-19**, l'essentiel du recul ayant profité aux « autres devises ».

On peut raisonnablement déduire que les banques d'État suivent une stratégie de diversification similaire. Notre meilleure hypothèse est que la catégorie « autres devises » comprend le dollar australien, le dollar canadien, le dollar de Singapour et le dollar de Hong Kong, qui sont tous associés à des notes souveraines élevées et à des marchés d'obligations d'État profonds.

Graphique 7

Les banques chinoises réduisent leur exposition au dollar américain en diversifiant leurs actifs

Répartition des actifs extérieurs des banques chinoises par devise



SAFE et Desjardins, Études économiques

Les banques couvrent-elles le risque de taux d'intérêt?

La plupart des gestionnaires de réserves privilégient la sécurité, la liquidité, la composition en devises et, dans une moindre mesure, le rendement. Ils ne sont généralement pas sensibles aux fluctuations trimestrielles des résultats. Par conséquent, ils conservent généralement les obligations jusqu'à échéance et tolèrent la volatilité des taux d'intérêt.

Les banques d'État chinoises fonctionnent différemment. Bien qu'elles appartiennent majoritairement au gouvernement, elles ont également des actionnaires privés. Elles sont également assujetties aux exigences de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidité et doivent gérer activement la volatilité des bénéfices et le risque de taux d'intérêt. La Banque de Chine décrit explicitement sa gestion du risque de taux d'intérêt du portefeuille bancaire (IRRBB), et note qu'elle ajuste la structure de ses actifs et met en œuvre des stratégies de couverture afin de maintenir le risque de taux d'intérêt dans des limites acceptables.

Le principal message à retenir pour les investisseurs macroéconomiques mondiaux est que le passage des réserves aux réserves « fantômes » ne correspond pas à une liquidation massive des titres du Trésor américain. **Il s'agit plutôt du passage d'un acheteur peu sensible aux prix, qui détient**

ses titres jusqu'à échéance, à un investisseur sensible aux prix qui gère activement la durée et le risque de taux d'intérêt.

Qu'est-il arrivé aux passifs extérieurs des banques?

Les banques ne font pas qu'accumuler des actifs étrangers : elles remboursent également leurs passifs extérieurs. La croissance des actifs extérieurs nets provient des deux côtés du bilan. Le tableau ci-dessous en présente la ventilation.

Tableau

Les banques ont augmenté leurs créances extérieures et réduit leurs passifs extérieurs

Toutes les valeurs sont en G\$ US	Année		
	2020	2026	Variation
Actifs extérieurs	1 082	1 446	+364
Dont :			
- Obligations	164	447	+283
Dont :			
- Dépôts et prêts	538	331	-207
- Obligations	88	29	-58
Actifs extérieurs nets	190	728	+538

SAFE et Desjardins, Études économiques

Les passifs extérieurs sont des sommes dues à des étrangers². Si un résident chinois dépose un dollar et qu'un déposant étranger en retire un, le passif extérieur de la banque diminue, même si le montant des dépôts en dollars américains qu'elle doit demeure inchangé.

Cela contribue à expliquer pourquoi le passif extérieur des banques diminue. Les banques chinoises regorgent tellement de dépôts en dollars provenant de clients nationaux qu'elles ont moins besoin de financement de la part de déposants étrangers et de prêteurs sur les marchés extraterritoriaux. Par exemple, la Banque de Chine ne verse que 0,8 % d'intérêt sur un dépôt à terme d'un an en dollars américains et continue d'attirer les fonds des résidents chinois.

Pourquoi la dette extérieure en devises étrangères de la Chine diminue-t-elle?

La dette extérieure en devises étrangères de la Chine est passée de 1 500 G\$ US en 2021 à environ 1 100 G\$ US cette année. Comme la majeure partie du déclin s'est produite dans le secteur bancaire, nous croyons qu'il est lié à la tendance discutée plus

² Pour cet ensemble de données, la SAFE se conforme aux normes de déclaration de la sixième édition du Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale du FMI (MBP6).

haut : les dépôts en dollars des résidents remplacent de plus en plus les sources de financement étrangères.

Parallèlement, la dette extérieure libellée en renminbi a augmenté. Les sociétés chinoises ont pu emprunter à bas prix sur le marché extraterritorial du renminbi, où l'émission d'obligations dites « dim sum » s'est rapidement développée. Le coût d'emprunt en renminbi est nettement inférieur à celui de l'emprunt en dollars américains. Ce marché a connu une croissance fulgurante. L'encours des obligations « dim sum » a atteint environ 1 600 milliards de renminbis (230 G\$ US) à la fin de l'année dernière, soit une hausse d'environ 60 % par rapport à trois ans auparavant.

Au bout du compte, **le bilan extérieur de la Chine s'en trouve renforcé**. Les banques chinoises ont moins de dettes envers les étrangers tout en accumulant des créances sur le reste du monde. Parallèlement, les entreprises chinoises ont de plus en plus recours aux marchés internationaux de capitaux en renminbi, ce qui leur permet de transférer le risque de change aux investisseurs étrangers.

C'est l'inverse de la situation dans laquelle se trouvait la Chine il y a dix ans à peine. En 2016, on a assisté à un mouvement de vente massif du renminbi parce que les promoteurs immobiliers chinois s'étaient trop endettés auprès de créanciers étrangers. Aujourd'hui, la Chine est en voie de devenir un important prêteur net au reste du monde. **Le scénario le plus douloureux pour les marchés serait une appréciation du renminbi, plutôt qu'une dépréciation.**

En résumé

Avant la COVID-19, la banque centrale chinoise absorbait les surplus de dollars américains pour empêcher l'appréciation du renminbi. Ces réserves étaient ensuite recyclées dans les marchés financiers mondiaux, particulièrement dans les titres du Trésor américain, par l'entremise de la SAFE.

L'excédent du compte courant de la Chine a bondi durant la période postpandémique. Le renminbi demeure fortement administré, mais les données suggèrent que les autorités ont de plus en plus confié aux grandes banques d'État les fonctions d'intervention sur le marché des changes et de gestion des réserves. Dans le nouveau système, les banques accumulent des actifs étrangers et font ce que la plupart des gestionnaires de réserves ont toujours fait : elles privilégient principalement les obligations d'État et diversifient progressivement leurs avoirs pour réduire leur exposition au dollar américain.

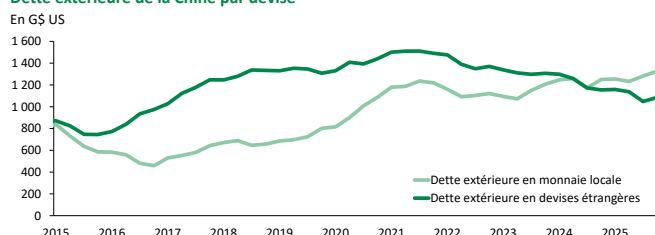
La principale conséquence pour les marchés obligataires mondiaux est que, contrairement aux gestionnaires de réserves traditionnels, les banques gèrent activement leur exposition au risque de taux d'intérêt. Elles continuent de réinvestir les surplus de dollars dans des obligations étrangères, mais elles couvrent au moins une partie du risque de duration.

Enfin, l'ampleur de l'intervention dissimulée suggère que le renminbi demeure considérablement sous-évalué malgré son appréciation récente.

Graphique 8

La dette extérieure de la Chine passe du dollar américain au renminbi

Dette extérieure de la Chine par devise



Banque populaire de Chine et Desjardins, Études économiques