

INTRODUCTION

PATRICK ARTUS*

La modernisation du système financier chinois semble accélérer : ouverture d'un marché *offshore* du renminbi à Hong Kong, développement rapide et internationalisation des banques chinoises, utilisation croissante du renminbi dans la facturation du commerce extérieur de la Chine (la part de marché du renminbi dans cette facturation est passée de 0,5 % à 7 % en cinq ans), flexibilisation accélérée du taux de change et progression très rapide des investisseurs à l'étranger de la Chine... Cependant, il est clair que des facteurs « d'archaïsme » subsistent.

La politique monétaire utilise des instruments quantitatifs, mais ne peut pas utiliser des instruments de marché (comme les taux d'intérêt) en raison des contradictions du système de change et du poids des flux de capitaux internationaux ; les petites entreprises privées n'ont que très peu accès au crédit bancaire, tandis que les banques, tout en étant fortement régulées, prennent le risque d'accumulation de nouvelles créances douteuses en finançant le *boom* immobilier. La gestion du taux de change n'est pas claire : est-elle liée à un objectif de maintien d'une compétitivité forte et de gains de parts de marché ? ou bien va-t-il y avoir une appréciation accélérée pour contenir les risques inflationnistes et réduire les déséquilibres globaux ?

Ce numéro de la *Revue d'économie financière* essaie d'évaluer les difficultés et les risques de ce passage d'un système financier et de change « archaïque » vers un système financier et de change « moderne ».

La première partie est consacrée à l'évolution du cadre réglementaire et de la capacité d'allocation de l'épargne du système financier chinois.

* Natixis ; École polytechnique ; université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

Michel Aglietta montre que la mutation de l'économie chinoise va être considérable : tensions sur le marché du travail avec le vieillissement, contraintes environnementales, fin du modèle de croissance tirée par les exportations vers les pays occidentaux, internationalisation progressive du yuan. Mais les défis sont nombreux : allocation inefficace de l'épargne canalisée vers les entreprises d'État intensives en capital et les collectivités locales (qui détournent les contraintes d'endettement en créant des véhicules spécialisés dans le financement des infrastructures), administration des taux d'intérêt des crédits donc absence de formation endogène du coût du capital et absence de financement fiscal des collectivités locales. Il étudie ensuite les perspectives et le fonctionnement du marché du yuan *offshore* de Hong Kong qui sera alimenté par les importations de la Chine libellées en yuans et, s'il y a assouplissement du contrôle des changes, par des transferts d'épargne depuis la Chine. La décorrélation de ce marché en raison des contrôles de capitaux explique la prime de change sur le yuan *offshore* (très demandé) et la faiblesse des taux d'intérêt. Le développement du marché du yuan *offshore* permet d'internationaliser le yuan sans attendre la modernisation du système financier domestique de la Chine.

10

Patrick Artus montre que la politique d'accumulation de réserves de change et de contrôle quantitatif du crédit est indispensable en Chine. En effet, malgré les contrôles des capitaux, les flux de capitaux entre la Chine et le reste du monde sont très importants. Le taux de change est contrôlé. La politique monétaire a des objectifs domestiques : éviter l'excès d'endettement et les bulles sur les prix des actifs, contrôler la hausse des prix. La Chine veut donc se situer à la fois aux trois sommets du triangle d'impossibilité (politique monétaire indépendante, taux de change contrôlé, libre circulation des capitaux). Cela est impossible, sauf à mettre précisément en place la politique choisie par la Chine : accumulation de réserves de change considérables pour absorber les entrées de capitaux dus aux États-Unis, plus élevées en Chine, et éviter l'appréciation du renminbi ; stérilisation de cette accumulation de réserves par les instruments quantitatifs (réserves obligatoires, plafonds de crédit) pour éviter que l'excès de liquidité ne perturbe la politique monétaire domestique.

Gaëlle Brillant fait un panorama du système bancaire chinois : banques commerciales publiques, *policy banks*, banques cotées, banques commerciales, banques coopératives et banques étrangères. La supervision des banques se rapproche des normes du Comité de Bâle, tout en restant plus proche de Bâle I que de Bâle II. Cependant, le problème essentiel est la gouvernance des banques avec le poids de l'État dans le capital, l'absence de surveillance de la gestion par les actionnaires et la

faible indépendance des autorités de tutelle (CBRC – China Banking Regulatory Commission).

Alicia García-Herrero et Daniel Santabarbara rappellent que le système bancaire chinois a beaucoup mieux résisté à la crise que les systèmes bancaires d'Europe ou des États-Unis. Mais ils montrent la nature du risque qui se présente aujourd'hui. La relance budgétaire de la Chine a surtout consisté en une hausse massive des crédits bancaires aux véhicules de financement des autorités locales, qui investissent dans les infrastructures et l'immobilier et se financent en donnant des terres comme garanties hypothécaires. Aujourd'hui, le gouvernement chinois freine fortement la distribution de crédits. Si cela conduit à une baisse des prix de l'immobilier et des terrains, la solvabilité des compagnies de financement des collectivités locales sera menacée ainsi que celle des banques.

Nhai Phan part de l'amélioration de la qualité du système bancaire chinois au début des années 2000 avec la séparation des mauvaises créances, la recapitalisation des banques, l'appel à des investisseurs stratégiques, la cotation des banques, la création de la CBRC. Aujourd'hui, il semble que le taux de créances douteuses soit redevenu faible (1,2 %) et le ratio de capital élevé (tier 1 de 9,5 %). Quatre banques chinoises figurent dans les cinq plus grandes banques mondiales en termes de capitalisation boursière. Les banques chinoises sont aussi très profitables, mais en réalité, elles n'en sont qu'au début de leur évolution. Sur le marché domestique chinois, elles passent du rôle de financier de l'industrie à un rôle beaucoup plus complexe qui est celui de banque d'investissement, de banque de détail généraliste, de gestion d'actifs... À l'international, le poids des banques chinoises est aujourd'hui très petit (6 % de leurs bénéfices totaux). Cela vient du retard en termes de management, de capacité à valoriser les risques et à gérer des actifs sophistiqués. La modernisation du marché financier chinois (capacité à financer les PME, cotation des entreprises innovantes, développement du marché obligataire, création du marché du renminbi *offshore* et d'un centre financier international à Shanghai) aidera à l'internationalisation des banques chinoises.

Jean-Paul Tchang montre que le développement du marché obligataire chinois est indispensable à la modernisation des marchés financiers, à l'internationalisation du renminbi et au financement de l'économie. Aujourd'hui, les émissions obligataires atteignent 9 500 MdCNY par an. Au début, ce sont surtout l'État, les *policy banks*, mais aussi un certain nombre d'autres banques qui se finançaient sur le marché obligataire, mais dans la période récente, les émissions des entreprises progressent tout en ne représentant encore que 11 % du total. La demande d'obligations augmente parallèlement avec le déve-

loppement des compagnies d'assurances, des fonds de sécurité sociale (fonds de pension) et de la gestion collective et avec le développement du marché obligataire *offshore* (qui ne représente encore que 2 % du total). En 2010, cependant, 69 % de l'encours d'obligations est toujours détenu par les banques, 15 % seulement par les sociétés d'assurances et les fonds de pension.

Chen He et Gu Shengzu montrent que la modernisation de l'agriculture, qui passe par l'intégration des petites exploitations agricoles dans les marchés de distribution des produits agricoles, est retardée par le développement insuffisant du crédit coopératif rural. Les institutions financières commerciales et publiques ne parviennent pas à financer les petits exploitants ruraux. Depuis 1996, les agences de crédit coopératif rural se développent de manière autonome et davantage sous la direction de l'Agricultural Bank of China ; il s'agit vraiment de banques coopératives (mutualistes) qui collectent des fonds localement et font des prêts de petits montants. Cependant, il n'existe aujourd'hui que trente-six fonds de ce type.

Isabelle Bouillot s'intéresse à la vitalité, depuis 2004-2005, de l'industrie du *private equity* en Chine, dont la taille devient très grande avec, en 2010, 20 Md\$ de levées de fonds. De plus en plus, il s'agit de fonds domestiques en renminbis et non plus de fonds d'origine étrangère, ce qui correspond aussi à l'évolution de la réglementation (loi antitrust de 2008) qui protège un certain nombre de secteurs et d'entreprises des investissements étrangers. Cependant, l'industrie du *private equity* chinois n'est pas encore un remède efficace aux insuffisances du secteur bancaire : les opérations de *venture capital* sont très petites et l'on voit surtout des opérations spéculatives d'investissement dans des entreprises juste avant qu'elles ne s'introduisent en Bourse, visant une plus-value en capital rapide.

Françoise Lemoine rappelle l'expansion rapide, depuis le début des années 2000, à la fois des investissements directs à l'étranger (IDE) de la Chine et des avoirs financiers à l'extérieur de la Chine qui consistent surtout en réserves de change. Les IDE ont une fonction macroéconomique (réduction de l'accumulation des réserves de change et des pressions à la hausse sur le yuan), mais surtout résultent de la stratégie d'expansion internationale des grandes sociétés chinoises. Ce sont précisément dans les secteurs des infrastructures, de l'immobilier, de l'énergie, des matières premières et de la banque que cette expansion apparaît avec à la fois l'objectif d'étendre les marchés et de s'approprier de nouvelles technologies. Toutes les zones géographiques sont concernées, mais le poids croissant de l'Afrique est remarquable. En ce qui concerne les investissements financiers à l'étranger, la hausse du poids

de l'euro semble résulter de la volonté de la Chine de stabiliser financièrement la zone euro après la crise des dettes souveraines.

La seconde partie de ce numéro porte sur la gestion de la contrainte extérieure et la politique de change.

Jean-Pierre Cabannes et Jinghui Wang montrent que la dynamique centrale de l'économie chinoise est la transformation des paysans en travailleurs de l'industrie, la Chine, avec le transfert d'activités industrielles depuis les autres pays d'Asie, devenant le centre de la phase de production et d'assemblage de la majorité des produits industriels. De l'autre côté, le moteur de l'économie américaine est le crédit à la fois au secteur privé et au secteur public. Cette confrontation des deux modèles est à l'origine de la forte position prêteuse de la Chine vis-à-vis des États-Unis. La crise financière peut venir de la diversification des réserves de la Chine : du financement du Trésor américain au financement de la croissance internationale des groupes publics chinois.

Guonan Ma et Robert N. McCauley reviennent sur le régime de change du renminbi, fixe vis-à-vis du dollar jusqu'en juillet 2005, puis s'appréciant de 20 % jusqu'au milieu de 2008, date à laquelle il est à nouveau fixe vis-à-vis du dollar jusqu'en juillet 2010, puis s'appréciant de nouveau vis-à-vis du dollar. Mais il faut regarder le taux de change effectif nominal (TCEN) du renminbi, qui est maintenu, avec des corrections quotidiennes, sur une tendance régulière d'appréciation du milieu de 2006 à la fin de 2010. Cela conduit à une forte appréciation du taux de change effectif réel (TCER) du renminbi (22 % de juillet 2005 à la fin de 2010) en raison de la plus forte inflation en Chine.

Claude Meyer rappelle que la forte appréciation du yen japonais après les accords du Plaza en 1985, d'une part, n'avait pas réduit le déficit commercial des États-Unis vis-à-vis du Japon en raison de la spécialisation productive du Japon et, d'autre part, avait conduit à la crise financière du Japon à cause de la politique monétaire trop expansionniste mise en place pour compenser l'appréciation de la devise. Pour les mêmes raisons, il faudrait aujourd'hui éviter une appréciation brutale du renminbi, même s'il est sous-évalué en termes réels, et lui préférer une appréciation graduelle qui, de plus, pousserait vers le haut de gamme l'industrie chinoise.

Bei Xu analyse le panier de monnaies auquel, selon la déclaration de la People's Bank of China (PBoC), le renminbi est lié de juillet 2005 à l'été 2008 et depuis juin 2010. Elle montre que plutôt que d'être un lien à un panier de monnaies, le régime de change de la Chine consiste en un lien flexible avec le dollar, avec une appréciation plus forte lorsqu'il est nécessaire de compenser les effets inflationnistes de la hausse des prix des matières premières. De plus, l'opacité du système donne de fortes marges de manœuvre à la PBoC.

Sopanha Sa montre le rôle croissant de la Chine dans l'intégration économique et commerciale de l'Asie. Mais l'intégration financière de l'Asie reste limitée, que l'on regarde l'origine des investissements directs ou l'absence de stabilisation des taux de change entre les pays de la région, malgré l'initiative de Chiang Mai qui ne permet que des interventions de faible taille. Le développement des marchés obligataires dans les monnaies de la région et des investisseurs obligataires en Asie contribue à l'accroissement de l'intégration financière qui pourra se construire autour du rôle du renminbi comme monnaie régionale.

Jean-François Di Meglio distingue deux possibilités d'évolution pour le renminbi : soit il devient une véritable devise de réserve internationale, avec une convertibilité totale, soit, plus modestement, il devient une monnaie régionale sous la forme du « renminbi *offshore* », aujourd'hui ouvert à Hong Kong, ce qui n'implique pas la convertibilité. Pour qu'une devise devienne un « pivot régional », il faut que le pays qui l'émet ait une économie forte et un système financier développé et solide pouvant résister à l'arrivée d'intervenants financiers extérieurs et offrant des marchés financiers liquides et profonds. Il faudra donc vérifier, d'une part, que le système bancaire chinois n'a pas accumulé de nouvelles créances douteuses et, d'autre part, que le système financier (aujourd'hui encore assez archaïque : marchés dérivés de petite taille, système des QFII – *qualified foreign institutional investors*) continue à se moderniser.

14

Luca Silipo montre que si l'on regarde les exportations de la Chine à un niveau assez agrégé, on voit une similarité croissante entre la structure de ces exportations et celles des autres pays d'Asie, particulièrement du Japon et de la Corée du Sud. Mais si on les regarde au niveau fin, on voit au contraire une différence croissante entre la structure des exportations de la Chine et celle des autres pays d'Asie. La présence de cette spéculation intrabranche implique que la gestion du taux de change du yuan ne permet pas à la Chine de dégager un avantage en termes de compétitivité vis-à-vis des autres pays d'Asie.