



# ÉDITORIAL

PATRICK ARTUS \*  
FRANÇOISE LEMOINE \*\*

La Chine est devenue un acteur majeur de l'économie mondiale. Son dynamisme économique et son ouverture en font un pôle de la croissance mondiale et de l'intégration régionale en Asie, un poids lourd dans les échanges commerciaux et les relations financières internationales. En 2004, elle est le quatrième exportateur mondial et le deuxième détenteur de réserves de change derrière le Japon. Membre de l'OMC depuis décembre 2001, invitée à la dernière réunion du G8, elle a pris rang parmi les grandes puissances.

Ce numéro de la *Revue d'économie financière* a pour ambition de prendre part au débat sur les implications de cette montée en puissance pour les relations économiques et financières internationales et d'éclairer l'enjeu majeur que représente le devenir du système financier chinois. De fortes pressions s'exercent actuellement pour accélérer les réformes dans le secteur bancaire et financier : il est urgent de rendre les banques chinoises aptes à faire face à l'ouverture du marché à la concurrence étrangère à partir de 2006 et de mettre fin à l'insolvabilité des banques d'État qui menace de déstabiliser à terme les finances publiques ; il est indispensable de développer les marchés des capitaux pour mener à bien la privatisation des entreprises, et la refonte du système de Sécurité sociale, et de consolider l'ensemble du système financier pour permettre la libéralisation des comptes extérieurs et la convertibilité du yuan.

Dans la première partie de ce numéro, les articles prennent la mesure de la montée en puissance de la Chine dans l'économie mondiale. Ses performances spectaculaires sur les marchés mondiaux sont souvent

\* Directeur de la recherche et des études - IXIS - CIB (Groupe Caisse d'Épargne).

\*\* CEPII (Centre d'études prospectives et d'informations internationales).



perçues comme la source des grands déséquilibres internationaux et mettent la Chine au cœur des débats actuels sur les mésalignements des taux de change, sur l'accélération des délocalisations et les risques de désindustrialisation des économies développées.

François Godement situe d'emblée la vraie portée de l'émergence chinoise en soulignant que les bouleversements dans la hiérarchie mondiale sont rares, et que le bouleversement qu'apporte aujourd'hui la Chine est à inscrire dans une perspective historique, au même titre que celui entraîné par le Japon. Certes, l'Asie a déjà été le théâtre de plusieurs vagues de « miracles » avec les générations successives de « nouveaux pays industriels ». La croissance chinoise n'est pas exceptionnelle pour la région, mais du fait de sa taille, la Chine n'est pas un énième Dragon qui émerge, mais bien une nouvelle économie géante qui se profile.

C'est bien à la dynamique robuste de la croissance économique chinoise que conclut l'analyse de Bruno Cabrillac. Au cours des prochaines années, l'économie chinoise devrait trouver encore des gisements importants de croissance dans les gains de productivité liés aux migrations de main-d'œuvre agricole vers l'industrie et à la réforme des entreprises d'État, comme dans les avantages comparatifs qu'elle détient durablement dans les industries de main-d'œuvre. Cette trajectoire pourrait se briser sur les dégâts de la modernisation que sont le chômage et les inégalités, ou sur des conflits commerciaux nés des réactions de ses partenaires face à la concurrence chinoise.

L'article de Mary-Françoise Renard retrace l'évolution de la politique commerciale chinoise qui a fait passer ce pays d'une quasi-autarcie en 1978 au rang de quatrième exportateur mondial en 2003. Le secret du succès tient à la spécialisation de la Chine dans les industries à forte intensité de travail, où elle a un avantage comparatif évident et une forte compétitivité-prix ; à une politique d'attraction à l'égard des investisseurs étrangers qui ont massivement implanté des usines d'assemblage sur la façade maritime du pays. Plus récemment s'est amorcée une montée en gamme technologique du commerce extérieur chinois. Celle-ci est analysée par Françoise Lemoine et Deniz Ünal-Kesenci qui montrent que la progression rapide des échanges extérieurs chinois de haute technologie est à mettre au compte de l'activité des entreprises étrangères, asiatiques surtout, et parmi lesquelles les sociétés à capital entièrement étranger ont un rôle prépondérant. Les entreprises chinoises ont peu de part au commerce de haute technologie. En réaction à la dépendance croissante de la Chine à l'égard des capitaux et technologies étrangères, les politiques gouvernementales cherchent ces dernières années à l'en dégager.

Cette ascension de la Chine dans le commerce international s'est accompagnée du gonflement de ses excédents commerciaux sur les



États-Unis et l'Europe. Ces déséquilibres ont provoqué depuis fin 2002 des pressions internationales pour la réévaluation du yuan dont le régime de change serait à l'origine de la surcompétitivité des exportations chinoises. L'article de Jong-Wha Lee, Warwick J. Mc Kibbin et Yung Chul Park constate que l'origine des déséquilibres commerciaux transpacifiques se situe fondamentalement dans l'insuffisance de l'épargne américaine. En conséquence, la réévaluation du yuan chinois, n'aurait pas d'effet majeur sur ces déséquilibres, dont la réduction ne peut venir que d'une diminution du déficit budgétaire américain. Pour Patrick Artus aussi, le déficit commercial américain ne vient pas de la sous-évaluation du yuan, mais il traduit les faiblesses structurelles de l'industrie américaine (hors nouvelles technologies).

Jacques Mistral reconnaît que la Chine a toutes les chances de rester sourde aux appels renouvelés à la flexibilité des changes. Le changement de régime de change doit être, en effet, coordonné avec les progrès de la réforme du système bancaire et avec la libéralisation prudente des mouvements internationaux de capitaux. Néanmoins, l'expérience enseigne qu'il peut être dangereux pour un pays de trop différer une réévaluation.

La deuxième partie du numéro est centrée sur les perspectives d'évolution du régime de change de la Chine et ses implications pour les économies asiatiques. Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrèche-Révil admettent qu'il est difficile de savoir quel est le niveau de taux de change optimal du yuan, étant donnée l'hétérogénéité des structures productives du pays. Une appréciation du yuan apparaît justifiée, d'ampleur modérée à court terme, mais forte à long terme. Jusqu'ici l'ancrage sur le dollar du yuan et des autres monnaies asiatiques a tenu lieu de coordination monétaire dans la région, mais a contribué à reporter l'ajustement sur l'euro. Le choix d'un nouveau régime de change par la Chine aura des répercussions sur celui des économies asiatiques en raison de la forte intégration économique régionale.

L'article de Michel Aglietta et de Bronca Rzepkowski montre que les pays asiatiques ont résisté à la baisse du dollar en accumulant des réserves de changes depuis 2003, mais que la poursuite d'une telle politique comporte des risques. Ceux-ci devraient conduire les monnaies asiatiques à se détacher du dollar. Le yuan devrait s'apprécier au fur et à mesure des gains de productivité de la Chine. L'intégration croissante des économies asiatiques devrait conduire à une concertation monétaire régionale, étape vers la formation d'un puissant pôle monétaire régional.

Guonan Ma et Robert N. Mc Cauley analysent la politique macro-économique récente suivie par la Chine et soulignent qu'elle est



confrontée d'ores et déjà aux problèmes nés des mouvements internationaux de capitaux. Ce sont les entrées massives de capitaux étrangers en 2003 et 2004, déterminés par les anticipations de change et les écarts de taux d'intérêt, qui ont été à l'origine de la forte accumulation de réserves de change. Cette porosité du compte de capital est une contrainte qui vient compliquer la politique monétaire chinoise.

La troisième partie rassemble les articles consacrés à l'analyse du système bancaire et financier de la Chine. Tous soulignent sa fragilité actuelle et l'urgence de mener à bien des réformes encore largement inachevées. Pour Guy de Longueville et Nhu Nguyen Ngo le système bancaire chinois est un « colosse aux pieds d'argile », qui mobilise une épargne extraordinairement abondante, mais alloue ses ressources de telle sorte qu'il accumule des créances douteuses. Malgré les réformes, la situation économique en 2003-2004 atteste la permanence de ces dysfonctionnements où s'enchaînent dérapage des prêts, création de surcapacités, surendettement des entreprises. L'abondance des liquidités permet, cependant, aux banques d'éviter une crise. Pour Johanna Melka et Weihong Xu, le système bancaire est bien le « Talon d'Achille » de l'économie chinoise, en raison de la permanence des créances douteuses, en dépit des mesures de sauvetage prises pour assainir le bilan des grandes banques d'État depuis 1998. L'ouverture du capital de banques d'État à des actionnaires étrangers, prévue pour 2005, est l'un des moyens retenus pour améliorer leur gestion et les rendre capables de résister à la concurrence des banques étrangères sur le marché chinois à partir de 2006.

Gang Fan remarque que, malgré la mauvaise situation des banques d'État, la dette publique globale de la Chine (qui inclut, outre les créances douteuses, la dette publique et la dette extérieure) était relativement faible en Chine à la veille de la crise asiatique, comparée à celle des autres pays de la région, ce qui explique la stabilité financière du pays. Mais elle a beaucoup augmenté, depuis, notamment parce que le transfert des créances douteuses à des structures de défaisance a créé un phénomène de hasard moral et entretenu leur réapparition. La réforme des banques, associée à une forte croissance économique, devrait permettre à la Chine de sortir en douceur de cette fragilité financière.

Pour Wing Thye Woo, le dysfonctionnement du système bancaire est au cœur des déséquilibres macroéconomiques qui continuent à rythmer la croissance chinoise. Pour lui, une nouvelle recapitalisation sera nécessaire pour que les banques chinoises soient en mesure de résister à la concurrence des banques étrangères, mais cette opération sera la dernière que pourront soutenir les finances publiques. Seuls le déman-



tèlement des grandes banques et leur privatisation apporteront une solution durable.

L'article de Denise Flouzat dresse le bilan des réformes du système bancaire et financier engagées depuis un quart de siècle et analyse les instruments dont dispose actuellement la politique monétaire pour éviter des dérapages inflationnistes tout en maintenant une croissance rapide nécessaire à la stabilité sociale. Elle souligne le sous-développement des marchés financiers.

Une quatrième partie s'attache à analyser les autres canaux de mobilisation de l'épargne : les marchés boursiers, celui des assurances et le système des retraites. L'article de Bruno Cabrillac et Jean-Patrick Yanitch constate que les Bourses de Chine Continentale sont encore dans une phase balbutiante, souffrent des carences du cadre légal et d'une insuffisante supervision. Dans ces conditions, la Bourse de Hong-Kong est pour les grandes entreprises chinoises une Place internationale privilégiée. Celle-ci devra s'adapter à l'importance croissante qu'y prennent les acteurs continentaux.

Thierry Flamand décrit un marché de l'assurance qui se développe rapidement en Chine, mais qui reste largement dominé par les sociétés locales en dépit de l'attrait que le dynamisme et l'ouverture de ce marché exercent sur les compagnies étrangères. Les opportunités d'investissement sont cependant étroites, notamment en raison du sous-développement des marchés financiers locaux.

L'article de Yan Wang et Fan Zhai montre que le système actuel des retraites n'est pas viable financièrement à long terme et propose comme solution la constitution d'un système à plusieurs piliers qui associe répartition et capitalisation. Les coûts de la transition pourraient être couverts par les recettes de TVA, sans menacer l'équilibre des finances publiques et en préservant la croissance économique.

