

INTERNATIONALISER LA MONNAIE TOUT EN S'ENDETTANT MASSIVEMENT : LE CAS DE LA CHINE

ALICIA GARCIA HERRERO*

Après des années de stagnation à la suite de la crise financière mondiale, la réforme financière de la Chine a commencé à s'intensifier en 2012, avec l'élargissement de la bande de fluctuation journalière du renminbi (RMB), de $\pm 0,5\%$ à $\pm 1\%$, et l'augmentation des fourchettes admissibles de taux d'intérêt. Parmi toutes les réformes annoncées depuis l'arrivée de Xi Jinping au pouvoir, celles touchant le secteur financier semblent avoir suscité le plus d'attention, que ce soit en matière de réforme financière nationale ou de libéralisation du compte de capital. L'adoption de la libéralisation du compte de capital apparaît particulièrement audacieuse pour un gouvernement encore très préoccupé par le maintien de la stabilité des marchés financiers. La réaction violente à la suite de l'effondrement récent du marché des actions en dit long à cet égard. Une telle « audace » ne s'explique que par la volonté de la Chine de devenir une véritable puissance économique, statut traditionnellement associé à la possession d'une monnaie internationale. La convertibilité du RMB est donc évidemment nécessaire pour en faire une monnaie internationale. La vraie question est de savoir comment cette convertibilité pourrait être « contrôlée » afin que le gouvernement chinois atteigne les deux objectifs suivants : posséder

121

* Senior Research Fellow, Bruegel ; chef économiste pour la région Asie-Pacifique, Natixis.
Contact : alicia.garciaherrero@ap.natixis.com.

Les opinions exprimées ici sont strictement celles de l'auteure. Celle-ci souhaite remercier Pascal Siu pour sa précieuse collaboration à ses recherches et précise qu'elle est seule responsable des éventuelles erreurs qui subsisteraient.

une monnaie internationale puissante et des marchés financiers relativement stables.

Au même moment, la Chine a entrepris une augmentation massive de son endettement. Tout a commencé avec le secteur public et, en particulier, avec les gouvernements locaux, qui ont emprunté aux banques afin d'investir dans des projets d'infrastructures destinés à assurer la mise en œuvre d'un important plan de relance. Les entreprises les ont imités, contractant de lourds emprunts à la fois dans le pays et à l'étranger. À ce jour, ni l'État, ni les entreprises n'ont mis fin à ce processus d'endettement.

L'article se penche sur les deux grandes tendances que constituent la réforme financière – en particulier la libéralisation du compte de capital – et le processus d'endettement, et tire un certain nombre de conclusions pour les décideurs chinois. La conclusion la plus importante est que l'endettement pourrait en réalité représenter un énorme obstacle à la libéralisation du compte de capital et même (si la marche de la libéralisation n'était pas freinée) représenter un coût majeur pour l'économie chinoise. En d'autres termes, les processus de réformes financières et d'endettement peuvent être perçus comme deux trains circulant en sens inverse l'un de l'autre et qui ne manqueront pas d'entrer en collision si aucun ne s'écarte de sa trajectoire.

122

L'article s'organise comme suit. Tout d'abord, la première partie dresse un panorama du niveau de libéralisation financière. Puis la deuxième partie se penche sur les étapes à venir et les conséquences potentielles pour la Chine en termes d'entrées et de sorties de capitaux. La troisième partie étudie l'autre aspect de la question, l'endettement de la Chine, en passant en revue les principaux facteurs à l'origine de ce processus. La quatrième partie examine les raisons pour lesquelles le processus d'endettement de la Chine pourrait poser un problème important, en particulier dans un contexte d'efforts renouvelés en matière de libéralisation financière. Finalement, l'article propose des solutions pour éviter la collision potentielle de ces deux trains, qui pourrait être néfaste à l'économie chinoise dans le cadre de son processus de transformation.

*DANS QUELLE MESURE LA CHINE A-T-ELLE LIBÉRALISÉ
SON SYSTÈME FINANCIER
ET QUELLES SONT LES PROCHAINES ÉTAPES ?*

Après un démarrage plutôt lent en 2005, lorsque le RMB a été réévalué – bien que très légèrement – et que le corridor de taux d'intérêt a été partiellement libéralisé, la réforme financière a reçu une

nouvelle impulsion en 2012, impulsion accentuée avec l'entrée en fonction de la nouvelle administration, dirigée par Xi Jinping, en mars 2013.

En effet, lors du troisième *plénum* du parti communiste de novembre 2013 – la réunion la plus importante depuis l'arrivée de Xi Jinping au pouvoir –, les autorités chinoises ont clairement accordé la priorité à la libéralisation financière ainsi qu'à quelques autres points importants du projet de réformes. En particulier, un grand nombre de développements majeurs à mettre en œuvre d'ici à 2020 ont été présentés. Ce message a été interprété comme une annonce de la libéralisation des taux d'intérêt, du libre flottement du RMB et de la libération totale du compte de capital à cette date. Plus généralement, l'objectif était de réduire la répression financière dans les domaines suivants : les obstacles considérables à l'entrée des capitaux privés dans le secteur bancaire, le contrôle des taux d'intérêt afin de protéger les marges bénéficiaires des banques, le sous-développement des marchés nationaux des obligations et des actions, et la politique des taux de change fixes et de fermeture des comptes de capitaux.

À partir de ces objectifs, les autorités ont agi dans plusieurs directions. Sur le plan extérieur, la marge de fluctuation du taux de change a été élargie et une forte impulsion a été donnée pour que le RMB soit utilisé comme monnaie internationale, non seulement dans davantage de juridictions, mais aussi de bien d'autres façons que nous aborderons plus loin. Sur le plan national, les taux d'intérêt ont continué à être libéralisés et une concurrence accrue a été introduite dans le secteur bancaire.

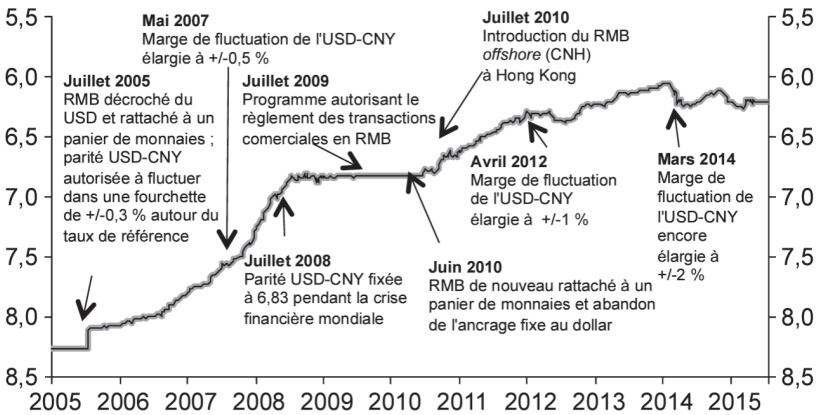
123

Réforme financière extérieure

En juillet 2005, la Chine a commencé à libéraliser son régime de taux de change rigoureusement contrôlé avec l'annonce de la mise en place d'une marge de fluctuation étroite. Cette marge a depuis été élargie à plusieurs reprises à un certain nombre d'occasions particulières (le graphique 1 *infra* recense toutes ces évolutions et le tableau 1 en annexe liste l'ensemble des mesures prises en faveur de la libéralisation financière). Les évolutions les plus récentes ont eu lieu en mars 2014 (élargissement de la bande de fluctuation journalière à $\pm 2\%$) et le 24 juillet 2015, date à laquelle le Conseil des affaires d'État a évoqué la possibilité d'une marge plus large ($\pm 3\%$), sans qu'elle n'ait été encore mise en œuvre. La première a servi le but premier de la banque centrale de Chine (la People's Bank of China – PBoC) de faire en sorte que le RMB ne soit pas l'objet de paris unilatéraux, ce qui était généralement le cas auparavant, et d'apporter

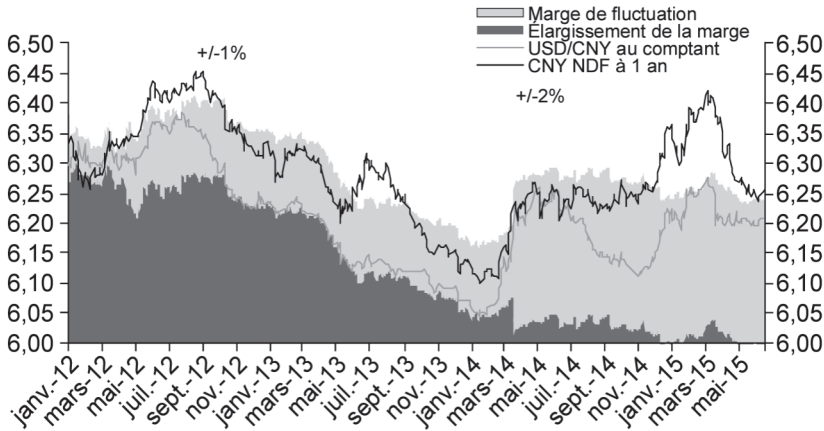
davantage de volatilité bilatérale à la monnaie. De fait, le RMB a enregistré une dépréciation brutale juste après avoir effrayé bon nombre d'investisseurs, à un moment où la Chine recevait d'importants volumes d'investissements de portefeuille (cf. graphique 2 ci-contre). Depuis, il a oscillé confortablement dans sa fourchette, bien qu'il soit resté dernièrement plus près de sa limite supérieure. Aujourd'hui, la plupart des analystes, y compris ceux du Fonds monétaire international (FMI), considèrent que le RMB est proche de la « juste valeur ». La seconde, la plus récente, a probablement été motivée par l'empressement de la PBoC de montrer sa volonté de poursuivre la libéralisation, à la suite des très nombreuses mesures interventionnistes destinées à soutenir le marché des actions après son effondrement. Cette volonté est particulièrement visible dans la course dans laquelle la Chine s'est engagée pour que le RMB intègre le panier du droit de tirage spécial (DTS).

Graphique 1
Principales étapes de la libéralisation du RMB depuis 2005
 (en RMB par dollar)



Source : Natixis Research.

Graphique 2
Fluctuations du RMB au sein de la fourchette,
pour le CNY (onshore) et pour le CNH (offshore)



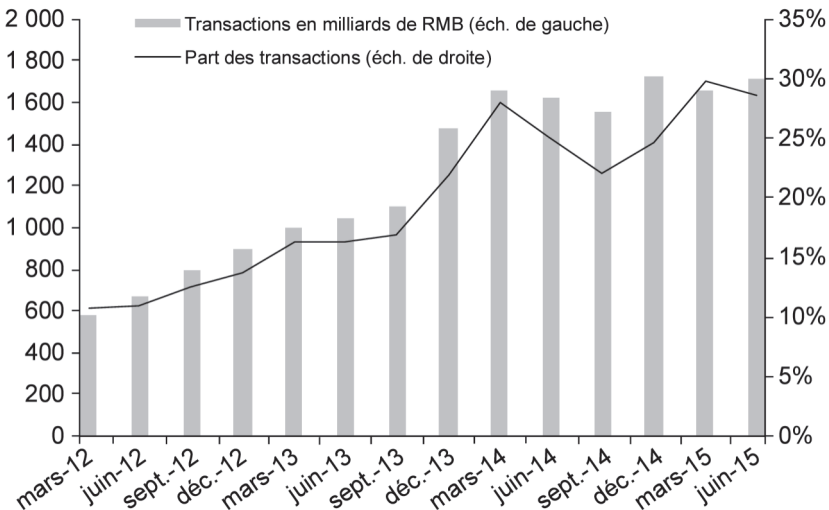
Source : Bloomberg.

Le processus d'internationalisation du RMB a, quant à lui, progressé nettement plus rapidement que celui portant sur la flexibilité du taux de change. Les règlements de transactions commerciales en RMB ont explosé depuis l'introduction du programme pilote en 2009 (cf. graphique 3 *infra*) et aujourd'hui, ils représentent déjà 22 % de l'ensemble des règlements internationaux. L'une des principales étapes date en réalité du milieu de 2010, avec l'introduction d'un marché du RMB *offshore* (CNH) qui, comme l'illustre le graphique 2, a fluctué relativement près du CNY tout en présentant des possibilités d'arbitrage. En outre, de multiples lignes de *swaps* ont été mises en place avec de nombreux pays, donnant ainsi un coup de fouet aux règlements en RMB dans le monde (cf. tableau 2 en annexe). Enfin, la Chine s'est largement ouverte aux flux de portefeuilles en provenance de l'étranger depuis 2012, tout en respectant un système spécial de contingents, à savoir les programmes QFII (*qualified foreign institutional investors* ou investisseurs institutionnels étrangers qualifiés) et RQFII (*renminbi qualified foreign institutional investors* ou investisseurs institutionnels étrangers qualifiés en RMB), qui permettent au RMB *offshore* d'être réintroduit en Chine continentale (cf. graphique 4 *infra*). Dans la même veine, un nombre croissant de banques centrales dans le monde commencent à détenir une partie de leurs réserves en RMB, même si la part de ces réserves demeure très marginale (cf. tableau 3 en annexe). De plus, bien que les investissements directs étrangers (IDE) soient largement ouverts depuis des décennies, ils sont encore soumis à un processus d'approbation ainsi qu'à des restric-

tions dans de nombreux secteurs. Les crédits commerciaux et les emprunts à l'étranger, bien qu'assujettis à des contrôles pour des raisons d'ordre prudentiel, sont relativement accessibles à bon nombre d'entreprises. Plus récemment, la Chine a également simplifié la réglementation applicable aux changes afin d'accorder davantage de liberté aux entreprises dans la gestion de leurs actifs libellés en devises. L'un dans l'autre, en se basant sur la classification du FMI, trente-cinq des quarante postes du compte de capital chinois sont déjà entièrement ou partiellement convertibles (seuls cinq d'entre eux demeurent donc inconvertibles). Les principales restrictions qui subsistent aujourd'hui en matière de flux de capitaux concernent les opérations de change pour les individus ainsi que les investissements de portefeuille vers l'étranger. Ces derniers ont été ouverts en 2006 par le biais d'un système de contingents appelé programme QDII (*qualified domestic institutional investors* ou investisseurs institutionnels nationaux qualifiés), qui demeure néanmoins limité par rapport au montant total des actifs financiers en Chine. Enfin, la principale étape de libéralisation récente est la mise en place d'une connexion entre les Bourses de Shanghai et de Hong Kong *via* le Stock Connect. Ce programme pilote permet aux investisseurs de Hong Kong et de Chine continentale de négocier et de régler certaines actions cotées sur l'autre marché par le biais de la Bourse et de la chambre de compensation de leur marché national respectif.

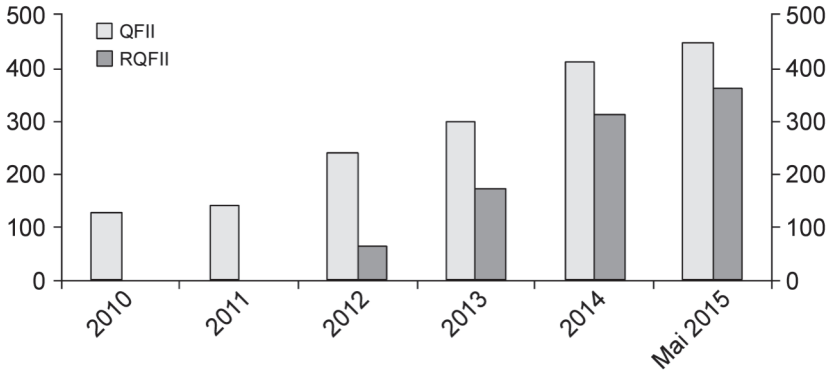
126

Graphique 3
Règlements de transactions en RMB
 (en Md\$ et en % des échanges)



Sources : PBoC ; SAFE ; Natixis Research.

Graphique 4
Évolution des quotas RQFII et QFII
(en milliards de RMB)



Source : Dragonomics.

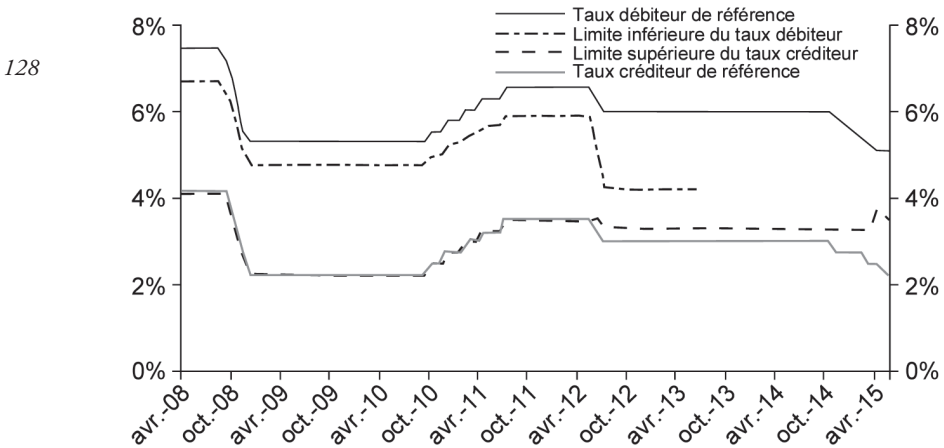
Réforme financière nationale

Tout comme la libéralisation extérieure, la réforme financière nationale a été initiée au début des années 2000. Le taux débiteur a été libéralisé plus rapidement que le taux créditeur, ce dernier s'étant en quelque sorte enlisé dans le processus au cours de la crise financière mondiale. La nouvelle vague de mesures de libéralisation a eu lieu après le *plénum*, là encore en mars 2014, comme cela a été le cas pour le taux de change. En l'espèce, cinq licences bancaires ont été allouées à des entreprises privées en ayant fait la demande, inaugurant le programme pilote attendu depuis longtemps et autorisant l'ouverture d'un secteur bancaire dominé par l'État aux capitaux privés. Ce n'est que plus tard qu'est clairement apparu que les nouveaux venus seraient de grosses entreprises d'Internet, à savoir Alibaba et Tencent. En outre, la Commission chinoise de réglementation bancaire (CBRC – China Banking Regulatory Commission) a également assoupli les restrictions à l'investissement des capitaux privés dans d'autres institutions financières, non bancaires, telles que les sociétés de crédit à la consommation et les sociétés de location financière. Au même moment, la zone franche de Shanghai est devenue le nouvel instrument favori du gouvernement pour catalyser les réformes financières. Ce programme pilote était destiné à déclencher une libéralisation totale des taux d'intérêt, à autoriser les emprunts transfrontaliers auprès de pays étrangers et à permettre aux résidents de la zone franche de réaliser des investissements à l'étranger.

Une deuxième mesure importante a été de supprimer complètement le plancher du taux débiteur en juin 2014 (10 % au-dessus des taux

créditeurs de référence officiels), tout en maintenant intact le plafond des taux créditeurs (cf. graphique 5). Néanmoins, le plancher du taux débiteur a été supprimé à un moment où il n'était pas réellement contraignant, de sorte que les conséquences macroéconomiques ont été limitées. D'autres mesures prises dans le contexte de la libéralisation du taux d'intérêt ont consisté à autoriser les banques à émettre des certificats de dépôt sur le marché interbancaire et à mettre en place le mécanisme du taux de base afin d'encourager les banques à établir un taux débiteur de référence basé sur le marché¹. Ces mesures de coordination ont également contribué à l'établissement d'une solide assise institutionnelle qui permettra plus tard aux autorités de commencer à libérer les taux créditeurs. Dans ce contexte, une garantie des dépôts formelle a été introduite en novembre 2014, considérant qu'un système de garantie des dépôts constitue effectivement une condition préalable nécessaire à la libéralisation totale des taux créditeurs afin de prévenir tout risque d'aléa moral.

Graphique 5
Évolution des taux d'intérêt et mesures de libéralisation



Sources : Bloomberg ; BBVA Research.

PROCHAINES ÉTAPES DE LA LIBÉRALISATION FINANCIÈRE : À QUOI FAUT-IL S'ATTENDRE ?

Il peut paraître très surprenant qu'un gouvernement comme celui de la Chine, obsédé par la stabilité, pousse à la convertibilité du compte de capital ; pourtant, la réalité est que le projet est bel et bien en marche. Afin de sortir de la perplexité, il convient de garder deux éléments importants à l'esprit. Le premier est que le compte de capital est déjà tout à fait ouvert

de facto. Le second est que le gouvernement n'a sans doute pas prévu d'ouvrir complètement les flux de capitaux transfrontaliers. En réalité, l'objectif pourrait bien être celui de la « convertibilité contrôlée ». En d'autres termes, il ne fait aucun doute que le compte de capital de la Chine va s'ouvrir encore davantage à l'avenir, mais cette évolution sera une affaire de degré et non de nature. Notons que la Corée du Sud et Taïwan ont, eux aussi, eu recours aux modèles QFII et QDII au début de leur ouverture financière avant de les abandonner progressivement.

Une fois le compte de capital de la Chine libéralisé à un niveau comparable à celui de la plupart des économies asiatiques, il convient de déterminer ce qu'il va advenir des entrées et des sorties brutes de capitaux du pays. He *et al.* (2012) ont étudié cette question de façon empirique et conclu que les positions d'investissements internationaux brutes augmenteraient de manière significative et que les entrées et les sorties s'équilibreraient bien davantage. Le secteur privé transformerait sa position débitrice nette en une position équilibrée et le secteur public réduirait fortement sa position créditrice nette par rapport au PIB du pays. Cela signifie que les IDE continueraient d'augmenter de façon considérable au fil des ans. Ces auteurs ont également argué que la Chine conserverait son statut de créditeur net, avec une position extérieure nette en pourcentage du PIB qui demeurerait largement stable au cours de la présente décennie. La conséquence de ce scénario pour le RMB est celle de la stabilité, ce qui s'inscrit dans le droit fil de l'idée selon laquelle le RMB est aujourd'hui proche de la juste valeur.

129

L'AUTRE ASPECT DE LA QUESTION : L'ENDETTEMENT DE LA CHINE

La libéralisation financière de la Chine s'est accompagnée d'un processus d'endettement continu, en particulier depuis la crise financière mondiale. Cette partie examine les raisons qui expliquent cette tendance, l'ampleur du problème et ceux qu'il concerne.

L'excès d'endettement des secteurs public et privé peut s'expliquer assez simplement par le plan de relance massif et la politique monétaire laxiste introduits par les autorités économiques chinoises lors de la crise financière mondiale de 2008-2009. Ainsi, un important plan de relance a été annoncé afin de contrebalancer les effets négatifs de la crise sur l'économie nationale. Ce plan s'articulait autour de trois éléments clés. Tout d'abord, les autorités ont considérablement assoupli la politique monétaire en procédant à des baisses de taux d'intérêt, en réduisant le coefficient des réserves obligatoires et en imposant aux banques des objectifs très ambitieux en matière de crédits. Ensuite, un énorme plan d'investissement, principalement axé sur les infrastructures, a été déployé. Au moment de son annonce, il avait été chiffré à 4 000 milliards

de RMB ; il s'est finalement révélé nettement plus important. Enfin, le gouvernement a subventionné le développement de plusieurs industries majeures et abaissé les taux hypothécaires afin de stimuler la demande de logements.

Selon le projet initialement prévu par les autorités, les fonds nécessaires au plan de relance devaient provenir de trois sources, le gouvernement central, les gouvernements locaux et les banques, chacun contribuant à hauteur d'un tiers environ du total. Néanmoins, en pratique, compte tenu de leur capacité contributive limitée, les gouvernements locaux ont dû se tourner vers les banques afin de couvrir leurs besoins de financement. Pour contourner la loi qui leur interdisait de souscrire directement des emprunts auprès des banques, ils ont donc mis en place des structures *ad hoc* (appelées LGFV – *local government financing vehicles*, des plateformes de financement des gouvernements locaux) leur permettant d'obtenir des prêts bancaires. Les banques, de leur côté, ne pouvaient décliner ni les demandes de prêts du gouvernement central, ni celles des gouvernements locaux, la majorité d'entre elles étant en effet essentiellement détenues et contrôlées par les gouvernements. Dans le même temps, les subventions accordées par le gouvernement à des industries spécifiques ont stimulé la demande de crédit, les entreprises de ces secteurs cherchant à tirer parti de cette politique de soutien et à développer leur capacité de production.

130

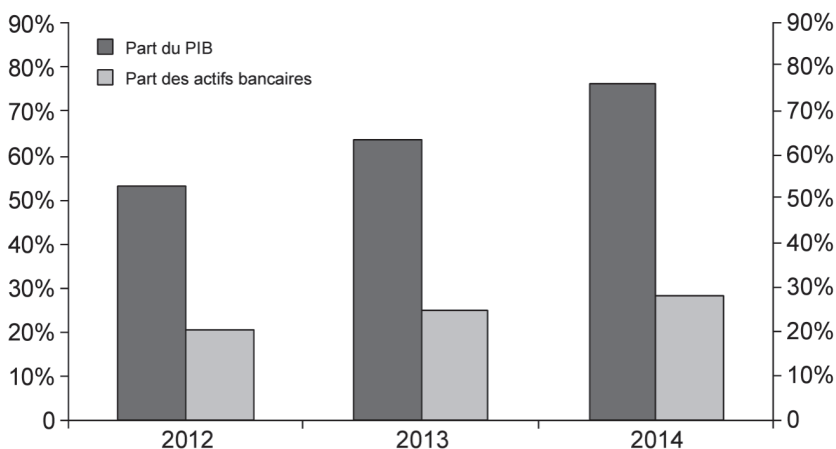
Par conséquent, les mesures de relance mises en œuvre au cours de la crise financière mondiale ont conduit à une véritable frénésie d'emprunt, les banques chinoises accordant la somme record de 9 600 milliards de RMB en nouveaux prêts en 2009 ; en 2008, cette somme n'avait atteint que 4 200 milliards de RMB. Ainsi, le montant total des prêts bancaires a enregistré une croissance record de 31,7 % en 2009 et de 19,9 % en 2010 en glissement annuel, un niveau sensiblement plus élevé que celui du taux de croissance moyen des prêts, 15 %, constaté sur la période 1998-2008.

Les plans de relance sont depuis devenus la nouvelle norme de la politique économique chinoise. Lorsque la croissance a de nouveau ralenti en 2012 et 2013, les autorités ont répondu en introduisant davantage de projets d'infrastructures destinés à relancer l'économie. Pendant ce temps, les entreprises emprunteuses ont eu le sentiment de pouvoir s'endetter en vertu de cette nouvelle norme. Les bilans des banques n'étant pas suffisants pour répondre aux besoins de financement des secteurs public et privé, une bonne partie du secteur privé, et en particulier les entreprises les plus petites, a eu de plus en plus souvent recours au secteur bancaire parallèle afin de satisfaire ses besoins de financement et de contourner une réglementation renforcée en matière d'émissions de prêts bancaires. À ce titre, la dette publique et la dette

des entreprises ont toutes deux augmenté très rapidement au cours des quelques dernières années.

Le secteur bancaire est toujours le plus gros prêteur en Chine. Néanmoins, le secteur bancaire parallèle est devenu une importante source de financement, représentant plus d'un quart de l'encours total de la dette (cf. graphique 6).

Graphique 6
Secteur bancaire parallèle : nouvel acteur majeur du financement

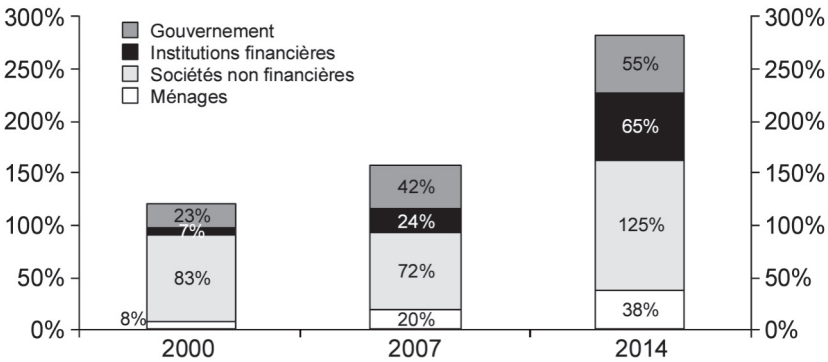


Sources : CEIC ; BBVA Research.

Les données officielles relatives à la dette publique totale de la Chine font défaut. Celles plus récentes et plus complètes proviennent du rapport du National Audit Office (NAO) publié à la fin de 2013. À l'époque, le niveau d'endettement du gouvernement central était de 21,8 % du PIB, un chiffre qui tient compte à la fois de la dette fiscale globale du gouvernement central (16,7 % du PIB) et de celle de la compagnie des chemins de fer nationaux (5,1 % du PIB). Dans le même temps, la dette totale des gouvernements locaux (à l'exclusion de la dette des entreprises publiques et de la dette éventuelle des systèmes de retraite, lesquelles ne sont pas couvertes par le rapport du NAO) se portait à 31,5 % du PIB. L'ensemble de la dette publique avoisinait donc 53 % du PIB. Il est à noter que des sources privées plus récentes donnent des estimations relativement similaires de la dette publique : 55 % du PIB selon McKinsey (cf. graphique 7 *infra*). Même si l'encours de la dette publique peut sembler relativement maîtrisé, en particulier lorsqu'on le compare à celui des économies développées, certaines caractéristiques de la dette des gouvernements locaux sont alarmantes (Garcia Herrero *et al.*, 2014). En premier lieu, il existe des distorsions d'échéances, notamment dans le cas

des LGFV, lesquels ont recours à l'emprunt à court terme pour financer des projets d'infrastructures à long terme. En second lieu, selon une étude du FMI, les taux d'intérêt applicables aux dettes des gouvernements locaux (6 % à 8 %) se situent bien au-dessus du taux d'intérêt moyen payé par le gouvernement central (4 % à 5 %) et du taux débiteur de référence (6 %).

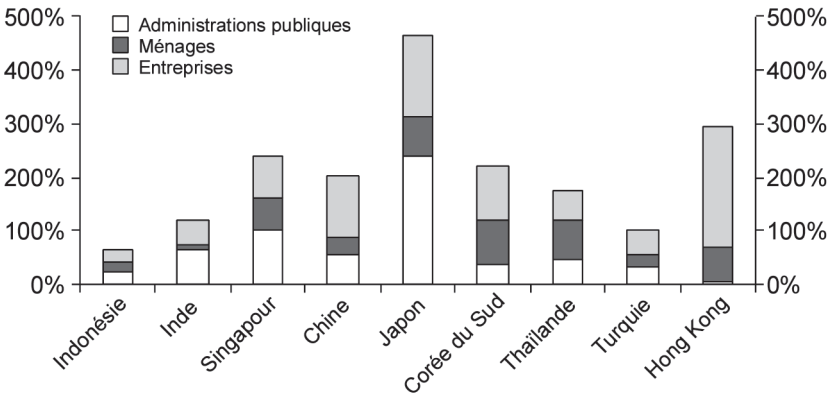
Graphique 7
Évolution de la dette de la Chine par composante
 (ratio « dette/PIB »)



132

Sources : Datastream ; CEIC ; McKinsey.

Graphique 8
Dettes totales de certains pays d'Asie

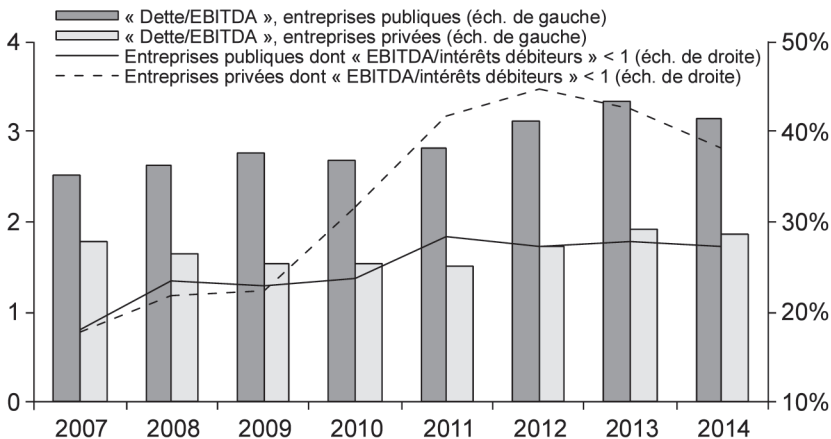


Sources : Datastream ; CEIC ; McKinsey.

À l'image du secteur public, les entreprises se sont elles aussi endettées, mais de façon beaucoup plus rapide. En effet, près de 52 points de

pourcentage du PIB sont venus s'ajouter à l'encours de la dette privée entre 2007 et 2014. Cette augmentation, couplée à un endettement supplémentaire (bien qu'encore limité) des ménages, a porté la dette totale de la Chine à un niveau proche de 300 % du PIB, soit la dette la plus importante d'Asie après celle du Japon (cf. graphiques 7 et 8 ci-contre). Au-delà de l'encours de la dette privée, le service même de la dette est devenu un problème. Selon Garcia Herrero *et al.* (2013), l'endettement des entreprises se situe à un niveau critique depuis plusieurs années et augmente rapidement (cf. graphique 9). En particulier, à la fin de 2014, plus d'un quart des entreprises de notre échantillon de sociétés cotées dans le pays avaient un ratio « EBITDA²/intérêts débiteurs » inférieur à un, laissant supposer que leurs flux de trésorerie d'exploitation étaient insuffisants pour assurer le paiement de leurs intérêts. Ce résultat ne présage rien de bon pour la santé du secteur privé en Chine. Dans ce contexte, nous ne pouvons oublier qu'une réforme financière supplémentaire ferait probablement augmenter le coût du financement, puisqu'une partie de l'épargne intérieure serait investie à l'étranger à des fins de diversification. Un dilemme entre réforme financière et stabilité financière pourrait donc voir le jour, lequel rendrait encore plus difficile pour les autorités chinoises la poursuite de la réforme financière. Ses effets négatifs sur le financement des entreprises étaient également de nombreux arguments opposés à la réforme par China Inc. et, en particulier, par les grandes entreprises publiques.

Graphique 9
Ratios de résistance des entreprises à la dette
(pour les entreprises chinoises cotées en Bourse)



Enfin, il est important de noter que la plus grande partie de cette accumulation de dette est détenue par les résidents, ce que beaucoup considèrent comme une raison suffisante de ne pas s'inquiéter outre mesure de l'endettement de la Chine. Je soutiens, pour ma part, qu'il y a trois raisons majeures de nous préoccuper de ce problème. Tout d'abord, la dette des gouvernements locaux devra être assainie à un moment ou à un autre, ce qui menacera la qualité des actifs bancaires (à moins que l'actuel programme de conversion des prêts en obligations soit élargi à tous les prêts bancaires consentis aux gouvernements locaux, mais nous en sommes encore loin). Ensuite, comme le soutiennent Elmendorf et Mankiw (1999), un lourd fardeau de dette – même s'il est déporté vers le gouvernement central – pourrait peser sur le taux de croissance, à court terme et à long terme. Enfin, la libéralisation intérieure et extérieure augmentera les coûts de financement pour le gouvernement et les entreprises, et les épargnants auront alors d'autres possibilités d'investissement.

*LA CHINE FACE À UNE SITUATION DÉLICATE :
COMMENT IMPULSER UNE RÉFORME FINANCIÈRE
ALORS QUE LA DETTE S'ACCUMULE ?*

134

L'histoire des réformes financières regorge d'épisodes de crises, conséquences naturelles du comportement des investisseurs dès qu'ils ne sont plus soumis à de rigoureux contrôles. Ce phénomène est particulièrement vrai dans deux cas bien connus : une réglementation trop souple et un endettement excessif. Nous ne jugeons pas le premier cas ici, même s'il est aisé d'avancer cet argument au moins pour le secteur bancaire parallèle (lequel est quasiment dérégulé). En ce qui concerne le second, la partie précédente témoigne suffisamment des risques à venir.

La question peut se résumer comme suit. Le problème de la dette chinoise est associé à plusieurs cycles de relance destinés à contrer les effets négatifs de la crise financière mondiale. Les plans de relance ont conduit à un surinvestissement des gouvernements locaux dans des projets d'infrastructures et à une accumulation de la capacité de production excédentaire dans un grand nombre d'industries. L'aspect positif est que, compte tenu des excédents courants persistants de la Chine, tous les investissements dans le pays sont essentiellement financés par l'épargne intérieure, ce qui devrait rassurer les investisseurs qui s'inquiètent de la survenue imminente d'un *krach* en Chine. En revanche, cela indique également qu'il existe des failles institutionnelles profondément ancrées dans l'économie chinoise (à l'image de diverses formes de répression financière), qui ont dirigé des montants importants de l'épargne nationale vers des investissements moins efficaces

(investissements d'infrastructures peu rentables et accumulation de la surcapacité). L'ouverture du compte courant permettra aux investisseurs de mieux allouer leur épargne, mais rendra également plus difficile pour les autorités chinoises et les entreprises la recherche de financements bon marché. En réalité, cela signifie que l'endettement devra être maîtrisé – et si possible réduit – avant l'ouverture du compte de capital.

À cette fin, un certain nombre de réformes structurelles majeures sont nécessaires. En particulier, une réforme fiscale semble évidemment indispensable afin d'améliorer le contrôle exercé par le gouvernement central sur les gouvernements locaux et les autres sources à l'origine du désormais très important déficit budgétaire consolidé de la Chine. Les gouvernements locaux devraient avoir la capacité de se procurer davantage de revenus fiscaux, en proportion de leurs obligations en matière de dépenses sociales. Les autorités cherchent également à diminuer le poids du PIB régional dans l'évaluation des performances des dirigeants régionaux, ce qui contribuerait à les dissuader de s'engager dans des projets d'infrastructures peu rentables. Enfin, les gouvernements locaux sont de plus en plus autorisés à émettre directement des obligations municipales à long terme destinées à remplacer leurs crédits bancaires. Compte tenu du soutien apporté par le gouvernement central, il s'agit là à tout le moins de la reconnaissance d'une dette publique qu'il était auparavant difficile de justifier. Quoiqu'il en soit, afin de réduire la taille de leurs encours, les gouvernements locaux disposent de nombreux avoirs qu'ils pourraient vendre, y compris leurs participations, dans des entreprises publiques. Les autorités devraient également renforcer leurs efforts en matière de réglementation afin de freiner efficacement les activités du secteur bancaire parallèle et prévenir une augmentation future du niveau d'endettement des entreprises. Enfin, la situation actuelle, dans laquelle le système est submergé de liquidité afin d'éviter que les intérêts n'augmentent, n'est visiblement pas la meilleure afin de contenir l'endettement.

Pour conclure, même si la réforme financière est impulsée à un moment difficile compte tenu de l'endettement massif de la Chine, il semble fondamental de la poursuivre. Sinon le processus d'endettement continuera de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas et l'épargne continuera d'être allouée de façon inefficace. Enfin, l'internationalisation du RMB ne peut qu'aider le gouvernement chinois et les entreprises chinoises à se financer sur les marchés internationaux sans avoir à dépendre du dollar américain.

NOTES

1. Aujourd'hui, un citoyen chinois ne peut acquérir des devises étrangères qu'à hauteur de 50 000 dollars auprès des banques chaque année.
2. *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, soit bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements.

BIBLIOGRAPHIE

- BALDACCI E., PETROVA I., BELHOCINE N., DOBRESCU G. et MAZRAANI S. (2011), « Assessing Fiscal Stress », International Monetary Fund, *Working Paper*, mai.
- BARRO R. (1974), « Are Government Bonds Net Wealth? », *Journal of Political Economy*, vol. 82, n° 6, pp. 1095-1117.
- CECCHETTI S. G., OHANTY M. S. et ZAMPOLL F. (2011), « The Real Effects of Debt », Bank for International Settlements, *Working Paper*, septembre.
- DELL'ARICCIA G., IGAN D., LAEVEN L. et TONG H. (2012), « Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms », International Monetary Fund, *Staff Discussion Note*, juin.
- ELMENDORF D. W. et MANKIW N. G. (1999), « Government Debt », in Taylor J. et Woodford M. (éd.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1c, Elsevier Science.
- GARCIA HERRERO A. et SANTABÁRBARA D. (2013), « An Assessment of China's Banking System Reform », in Kaji S. et Ogawa E. (éd.), *Who Will Provide the Next Financial Model?*, Springer Japan.
- GARCIA HERRERO A., SCHWARTZ S. et XIA L. (2013), « How Big a Problem Is China's Rising Indebtedness? », China Economic Watch, BBVA Research, mars.
- GARCIA HERRERO A., SCHWARTZ S. et XIA L. (2014), « Is China Ready for Asset Sales to Address its Local Government Debt? », China Banking Watch, BBVA Research, mars.
- HE D., CHEUNG L., ZHANG W. et WU T. (2012), « How Could Capital Account Liberalization Affect China's Capital Flows and the Renminbi Real Exchange Rates? », Hong Kong Institute for Monetary Research, *Working Paper*, avril.
- REINHART C. M., REINHART V. R. et ROGOFF K. S. (2012), « Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n° 3, pp. 69-86.

ANNEXE

Tableau 1
Étapes choisies de la libéralisation financière

Réforme	Date	Éléments clés
Naissance du marché du CNH	Juil.-août 2010	RMB <i>offshore</i> officiellement livrable à HK et création d'une banque de compensation du RMB.
Obligations dim-sum ^a	Août 2011	Les entreprises chinoises sont autorisées à émettre des obligations dim-sum.
Relance du programme RQFII	Décembre 2011	Les étrangers sont autorisés à utiliser le RMB <i>offshore</i> pour des investissements <i>onshore</i> .
Libéralisation financière de Wenzhou	Mars 2012	Permet aux prêteurs privés de la ville d'agir comme des sociétés d'investissement, avec pour objectif d'accroître les ressources des PME. Les résidents de Wenzhou sont autorisés à investir dans des entreprises non financières à l'étranger.
Élargissement de la marge de fluctuation du taux de change	Avril 2012	La marge de fluctuation quotidienne du taux de change RMB/USD passe de +/-0,5 % à +/-1 % autour du taux pivot journalier fixé par la PBoC.
Augmentation des quotas QFII	Avril 2012	Les quotas pour les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés passent de 30 Md\$ à 80 Md\$.
Marché de gré à gré (OTC)	Avril 2012	Création d'un nouveau marché de gré à gré principalement composé de PME et ayant pour vocation d'élargir les circuits de financement accessibles à ces entreprises (et en particulier aux entreprises de haute technologie).
Programme pilote de Qianhai	Juin 2012	Les entreprises de Qianhai sont encouragées à émettre des obligations libellées en yuan à Hong Kong et à expérimenter les prêts transfrontaliers libellés en monnaie chinoise.
Marché obligataire dédié aux PME	Juin 2012	Création d'un marché <i>high-yield</i> (<i>aka junk-bonds</i>) dédié aux PME par le biais de placements privés.
Élargissement de la marge de fluctuation du taux d'intérêt de référence	Juin/Juillet 2012	Autorise 10 % de surcote pour les taux créditeurs et 30 % de décote pour les taux débiteurs.
Augmentation des quotas RMB-QFII	Novembre 2012	Les quotas pour les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés en RMB passent de 70 à 270 milliards de RMB.
Projet pilote destiné à propager le RMB	Novembre 2012	Mise en œuvre d'un plan de prêts interentreprises transfrontaliers libellés en RMB.
Accès élargi accordé aux investisseurs QFII	Mars 2013	Les institutions QFII qualifiées sont autorisées à investir sur le marché obligataire interbancaire. Auparavant, les investisseurs QFII n'étaient autorisés à investir que sur le marché des A shares ^b et dans les obligations cotées aux Bourses de Shanghai et de Shenzhen.
Publication des lignes directrices du programme pour les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés en RMB (RQFII)	Mai 2013	Des investisseurs institutionnels étrangers désignés (majoritairement des banques, des compagnies d'assurances, des fonds de pension et d'autres institutions financières) sont autorisés à rapatrier des RMB <i>offshore</i> en Chine continentale à des fins d'investissement.

Réforme	Date	Éléments clés
Introduction du <i>fixing</i> CNH Hibor ^c	Juin 2013	La Treasury Markets Association annonce le lancement du <i>fixing</i> du CNH Hibor.
Suppression du plancher des taux débiteurs	Juillet 2013	Sont supprimés : le plancher des taux débiteurs appliqués aux prêts bancaires (auparavant fixé à 70 % du taux débiteur de référence), les contrôles sur la fixation des prix des taux des effets escomptés des banques et les plafonds des taux débiteurs (auparavant fixés à 2,3 × le taux débiteur de référence) pour les coopératives de crédit rurales.
Élargissement du programme pilote de sociétés de crédit à la consommation	Septembre 2013	Le programme pilote sera étendu à 16 villes (contre 4 initialement). Auparavant, la CBRC n'approuvait qu'une seule société de crédit à la consommation pour chacune des villes éligibles et interdisait formellement leurs opérations interurbaines.
Lancement de la zone franche de Shanghai	Septembre 2013	Le gouvernement lance officiellement la zone franche de Shanghai. En plus de la promesse de la mise en œuvre de mesures de libéralisation du commerce et des investissements, la zone a attiré l'attention du marché pour son projet de devenir un terrain d'essais en matière de libéralisation des taux d'intérêt et d'ouverture du compte de capital.
Création d'un nouveau taux débiteur préférentiel	Octobre 2013	Le nouveau taux débiteur privilégié sera calculé quotidiennement sous la forme d'une moyenne pondérée des taux débiteurs réels de neuf banques, et aura pour vocation d'aider les banques à fixer le prix de leurs prêts.
Émission de certificats de dépôt sur le marché interbancaire	Décembre 2013	L'émission de nouveaux CD (allant de 1 mois à 3 ans) est ouverte aux banques commerciales et de développement, alors que les achats sont ouverts à la fois aux banques et aux institutions financières non bancaires. Les taux d'intérêt appliqués aux CD devront être déterminés par le marché, le Shibor ^d faisant office de référence.
Accès élargi au secteur bancaire accordé aux intérêts privés	Mars 2014	La CBRC a octroyé des licences bancaires à cinq banques détenues par des capitaux privés dans le cadre d'un programme pilote, marquant l'ouverture du secteur bancaire national aux investisseurs privés.
Élargissement de la marge de fluctuation du taux de change – partie II	Mars 2014	La marge de fluctuation journalière de l'USD-CNY élargie à +/-2 %.
Investissements transfrontaliers en actions entre Shanghai et Hong Kong	Avril 2014	La Commission chinoise de régulation des valeurs mobilières a annoncé un programme pilote destiné à autoriser les investissements transfrontaliers en actions entre les Bourses de Shanghai et de Hong Kong.
Stock Connect entre Shanghai et Hong Kong	Novembre 2014	Lancement du Stock Connect entre Shanghai et Hong Kong.

^a Obligations émises à Hong Kong en yuan.

^b Actions d'entreprises chinoises cotées en yuan.

^c *Hong Kong interbank offered rate* pour le yuan.

^d *Shanghai interbank offered rate*.

Tableau 2
Accords de swaps bilatéraux en RMB de la Chine avec les autres pays

Pays/Économie	Montant	Date d'entrée en vigueur	Date d'expiration
Chine-Corée du Sud	180 MdRMB/38 000 Md de won	Déc. 08	Déc. 11
renouvelé et étendu	360 MdRMB/64 000 Md de won	Oct. 11	Oct. 14
Chine-Hong Kong	200 MdRMB/227 MdHKD	Janv. 09	Janv. 12
renouvelé et étendu	400 MdRMB/490 MdHKD	Nov. 11	Nov. 14
Chine-Malaisie	80 MdRMB/40 MdMYR	Fév. 09	Fév. 12
renouvelé et étendu	180 MdRMB/90 MdMYR	Fév. 12	Fév. 15
Chine-Biélorussie	20 MdRMB/8 000 MdBYB	Mars 2009	Mars 2012
Chine-Indonésie	100 MdRMB/175 000 Md de roupies	Mars 2009	Mars 2012
renouvelé	100 MdRMB/175 000 Md de roupies	Oct. 13	Oct. 16
Chine-Argentine	70 MdRMB/Montant équivalent en peso	Mars 2009	Mars 2012
Chine-Islande	3,5 MdRMB/66 MdISK	Juin 2010	Juin 2013
renouvelé	3,5 MdRMB/66 MdISK	Sept. 13	Sept. 16
Chine-Singapour	150 MdRMB/30 MdSGD	Juil. 10	Juil. 13
renouvelé	300 MdRMB/60 MdSGD	Mars 13	Mars 16
Chine-Nouvelle-Zélande	25 MdRMB	Avr. 11	Avr. 14
Chine-Ouzbékistan	0,7 MdRMB	Avr. 11	Avr. 14
Chine-Mongolie	5 MdRMB	Mai 11	Mai 14
renouvelé et étendu	10 MdRMB	Mars 2012	Mai 14
Chine-Kazakhstan	7 MdRMB	Juin 11	Juin 14
Chine-Thaïlande	70 MdRMB/320 MdTHB	Déc. 11	Déc. 14
Chine-Pakistan	10 MdRMB/140 MdPKR	Déc. 11	Déc. 14
Chine-Émirats arabes unis	35 MdRMB/20 MdAED	Janv. 12	Janv. 15
Chine-Turquie	10 MdRMB/3 MdTRY	Fév. 12	Fév. 15
Chine-Australie	200 MdRMB/30 MdAUD	Mars 12	Mars 15
Chine-Ukraine	15 MdRMB/19 MdUAH	Juin 12	Juin 15
Chine-Brésil	190 MdRMB/60 MbRL	Mars 13	Mars 16
Chine-Royaume-Uni	200 MdRMB/20 MdGBP	Juin 13	Juin 16
Chine-Hongrie	10 MdRMB/375 MdHUF	Sept. 13	Sept. 16
Chine-Albanie	2 MdRMB/3,58 MdALL	Sept. 13	Sept. 16
Chine-BCE	350 MdRMB/45 MdEUR	Oct. 13	Oct. 16
Chine-Suisse	150 MdRMB/21 MdCHF	Juil. 14	Juil. 17
Chine-Qatar	35 MdRMB/20,8 MdQAR	Nov. 14	Nov. 17
Chine-Canada	200 MdRMB/30 MdCAD	Nov. 14	Nov. 17
Chine-Chili	22 MdRMB/ 2 200 MdCLP	Mai 15	Mai 18

Tableau 3
Pays dans lesquels le RMB est utilisé comme monnaie de réserve

Date de l'annonce	Pays/Économie	% des actifs libellés en RMB dans les réserves de change
Septembre 2010	Malaisie	nd
Mai 2011	Corée du Sud	nd
Septembre 2011	Chili	0,30 %
Septembre 2011	Venezuela	nd
Novembre 2011	Thaïlande	nd
Mars 2012	Japon	nd
Juillet 2012	Indonésie	nd
Avril 2013	Australie	5 %
Août 2013	Biélorussie	nd
Octobre 2013	Taiwan	nd
Novembre 2013	Afrique du Sud	3 %
Janvier 2014	Nigeria	7 %
Mars 2014	Colombie	nd
Octobre 2014	Royaume-Uni	nd

nd : non disponible.

Source : BBVA Research.