

L'intégration de la Chine au système financier mondial

*Paul Masson, Wendy Dobson et Robert Lafrance**

- *Malgré l'importance des investissements qu'elle attire et du rang qu'elle occupe parmi les pays exportateurs, la Chine est beaucoup moins intégrée au système financier mondial qu'on ne pourrait le supposer.*
- *Ce faible niveau d'intégration découle en partie de l'accent que met la Chine sur ses objectifs intérieurs, qui consistent à concilier croissance et stabilité tandis qu'elle s'affaire à transformer et à moderniser son économie.*
- *On peut toutefois s'attendre, durant les décennies à venir, à ce que son intégration financière s'intensifie considérablement, à mesure qu'elle multipliera les investissements à l'étranger, développera son propre système financier, assouplira son taux de change et continuera de relâcher le contrôle qu'elle exerce sur les capitaux.*

Le poids économique de la Chine dans le monde est en progression. Le produit intérieur brut (PIB) de ce pays se classe au deuxième rang sur la base de la parité des pouvoirs d'achat; sa part des exportations est la troisième en importance, après celles de l'Allemagne et des États-Unis. La Chine est le deuxième partenaire commercial du Canada, et les échanges commerciaux entre ces deux pays continuent d'augmenter rapidement. Les réserves de change chinoises, qui totalisent aujourd'hui 1,8 billion de dollars É.-U., sont les plus élevées de la planète. Pourtant, la Chine ne joue qu'un rôle mineur dans le système financier mondial. Ses banques, dont certaines sont prédominantes aux chapitres de la capitalisation boursière et de la taille du bilan, n'ont qu'une présence modeste sur la scène internationale. Sa monnaie, le renminbi (RMB), aussi appelé yuan, ne circule pratiquement pas hors du pays et, à quelques exceptions près, les marchés de capitaux chinois ne constituent pas une source de financement pour les emprunteurs étrangers.

Pour bien comprendre le manque d'intégration de la Chine au système financier mondial, il faut d'abord examiner la question sous l'angle des intérêts de ce pays et de ses priorités en matière de politique intérieure. Le principal objectif économique des autorités chinoises est d'assurer à la fois la croissance et la stabilité tout en restructurant radicalement le secteur industriel et en créant suffisamment d'emplois chaque année pour contrebalancer les mises à pied et absorber le grand nombre de nouveaux venus sur le marché du travail. En général, la Chine a relevé ces défis avec succès et, au cours des trente dernières années, son économie a crû en moyenne de près de 10 % annuellement. Les réformes structurelles et institutionnelles visant à libérer les forces du marché et à promouvoir l'efficacité sont introduites graduellement : une phase initiale d'expérimentation précède leur adoption dans

* Paul Masson est conseiller spécial à la Banque du Canada pour 2007-2008; de plus, tout comme Wendy Dobson, il est professeur à la Rotman School of Management de l'Université de Toronto. Robert Lafrance est conseiller en recherches au département des Relations internationales de la Banque du Canada.

tout le pays. Par exemple, les réformes touchant les entreprises industrielles appliquées à la fin des années 1990 ont d'abord été mises à l'essai avant que l'on procède à une restructuration systématique et à la privatisation à l'échelle du pays. La modernisation des banques d'État qui dominent le système financier chinois a aussi été amorcée à la fin des années 1990, formant le premier jalon d'une évolution vers la création d'un groupe solide et diversifié d'intermédiaires et d'institutions œuvrant sur les marchés de capitaux.

Ainsi, l'ouverture de ses marchés financiers et l'intégration de son économie au système mondial n'ont pas été prioritaires pour la Chine par le passé. Cependant, au fur et à mesure que son économie se développera et que son système financier se fortifiera grâce aux réformes, la Chine gagnera en importance sur les marchés mondiaux. Des changements sont déjà en cours, aiguillonnés par la canalisation de la puissance financière de la Chine vers les placements étrangers et les pressions populaires grandissantes en vue d'un adoucissement des mesures de contrôle des capitaux. Les autorités se sont engagées à assouplir le taux de change, ce qui devrait aussi faciliter l'intégration de l'économie du pays dans le système financier mondial, tout en leur permettant de continuer à axer leurs politiques sur les priorités intérieures.

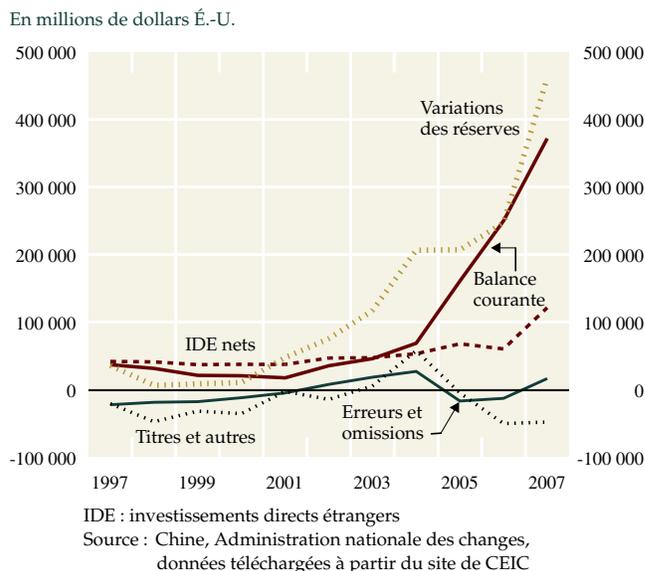
Dans le présent article, nous examinons à quels égards la Chine est intégrée ou non au système financier mondial. Pour commencer, nous exposons la situation actuelle et les forces qui militent en faveur du rôle accru de la Chine dans l'univers financier international, puis nous décrivons le système financier dont est doté ce pays, ses liens avec l'étranger et son régime de change actuel. Nous terminons par des observations sur son orientation future.

La balance des capitaux de la Chine

Depuis son accession à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 2001, la Chine est devenue l'une des principales destinations pour les investissements directs étrangers; les entrées de capitaux ont presque doublé depuis lors, pour atteindre près de 80 milliards de dollars É.-U. ces dernières années¹. La balance des capitaux de la Chine est révélatrice des liens qui unissent l'empire du Milieu au reste du monde. Les

1. On notera que les chiffres publiés par la Chine au sujet des investissements directs sont plus élevés que ceux fournis par la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) et que les sources chinoises ne s'accordent pas sur ce point. Voir CNUCED (2007).

Graphique 1
Balance des paiements de la Chine



investissements directs étrangers constituent donc la principale voie par laquelle la Chine accède aux marchés financiers internationaux. Comme le montre le Graphique 1, les flux nets d'investissements directs étrangers suivent une tendance à la hausse relativement stable depuis au moins une dizaine d'années. En revanche, les placements en valeurs mobilières et autres formes de flux de capitaux mesurés en termes nets étaient relativement restreints jusqu'à tout récemment et, du fait de leurs fluctuations, on ne saurait dire s'ils s'inscrivent à la hausse ou à la baisse.

Les entrées d'investissements directs résultent d'une politique destinée expressément à moderniser le secteur industriel en incitant les Chinois vivant à l'étranger et toute personne qui le souhaite à investir en Chine, d'abord dans les zones économiques spéciales (ZES), puis ailleurs au pays. La première ZES a été établie au Guangdong en 1979². Dans les ZES, à l'instar de ce qui se passe dans les zones franches industrielles d'autres pays, l'importation des intrants se fait en franchise de droits, et l'exportation comme la vente sont exonérées de taxes. De plus, ces zones offrent normalement aux entreprises une infrastructure d'exploitation et des taux d'imposition avantageux, stimulant ainsi les nouveaux investissements, qu'ils soient d'origine nationale ou étrangère. Par

2. Le nombre de ZES, ainsi que de zones de développement économique et technologique, une variante des ZES, dépasse aujourd'hui la centaine. Pour plus de renseignements à ce sujet, consulter Naughton (2007).

ailleurs, comme les ZES sont des enclaves au sein d'une économie planifiée, elles ont servi de « laboratoires » pour les réformes économiques : par exemple, les autorités chinoises pouvaient instaurer une réglementation plus adaptée aux marchés et se servir des profits comme d'une mesure incitative, sans devoir pour autant remanier l'économie de fond en comble et l'exposer à la concurrence mondiale.

Les entrées d'investissements directs résultent d'une politique destinée expressément à moderniser le secteur industriel en incitant les Chinois vivant à l'étranger et toute personne qui le souhaite à investir en Chine.

Le Guangdong, première province à bénéficier de cette expérience, jouissait d'un autre avantage, à savoir sa proximité avec Hong Kong. Depuis, il s'est créé des liens de production étroits entre Hong Kong et tout le delta du fleuve avoisinant (connu sous le nom de rivière des Perles), sur lequel les ZES ont fini par s'étendre. Avec le temps, séduites par la libéralisation croissante et la création de nouvelles zones d'investissement, des sociétés multinationales d'Amérique du Nord, d'Europe et d'ailleurs en Asie ont effectué dans cette région du monde des investissements considérables, attirées par l'ampleur du marché chinois et les économies de coûts qu'elles pouvaient réaliser sur la fabrication et le montage grâce à la main-d'œuvre abondante et bon marché qu'elles y trouvaient. De la sorte, les zones d'investissement se sont rapidement industrialisées et ont drainé une importante main-d'œuvre venue d'un peu partout au pays.

La Chine a tiré parti du savoir-faire et des moyens technologiques accompagnant les fonds en provenance de l'étranger, et les ZES ont servi de modèle pour la libéralisation progressive du reste de l'économie nationale. Un autre avantage, mais d'une portée moindre, était l'accès aux ressources financières étrangères. Rappelons que le taux d'épargne intérieure en Chine est très élevé (plus de 50 % actuellement) et que la balance courante du pays affiche non pas un déficit, mais un excédent substantiel, qui se traduit par l'accumulation de réserves considérables. Afin de modérer cette tendance pour l'avenir, le gouvernement chinois a encouragé les placements à l'étranger. Résultat, les

Tableau 1

Avoirs et engagements en devises de la Chine

	Avoirs (IDE)	Engagements (IDE)	Valeur nette (IDE)	Valeur nette des titres	Valeur nette des autres éléments	Réserves officielles	Valeur nette des avoirs en devises
2004	52 700	369 000	-316 300	35 400	-44 900	618 600	292 800
2005	64 500	471 500	-407 000	40 100	-36 200	825 700	422 600
2006	90 600	612 500	-521 900	108 500	-48 100	1 072 900	611 400
2007	107 600	742 400	-634 800	96 900	25 100	1 534 900	1 022 100

IDE : investissements directs étrangers

Source : Chine, Administration nationale des changes, données téléchargées à partir du site de CEIC

investissements directs à destination d'autres pays sont passés de 6,3 milliards de dollars É.-U. en 2002 à 27 milliards en 2006. Néanmoins, les engagements nets de la Chine au titre des investissements directs étrangers l'emportent toujours, et de loin, sur ses avoirs à l'étranger, la valeur nette de son portefeuille de titres et d'avoirs d'autres catégories étant bien inférieure (Tableau 1). Tous ces éléments sont toutefois éclipsés par les immenses réserves de change officielles de la Chine, qui, au milieu de 2008, dépassaient 1,8 billion de dollars É.-U.

Les territoires qui profitent le plus des investissements chinois sont Hong Kong, la Corée et les autres voisins asiatiques.

En 2006, la Chine a récolté 5,3 % des investissements directs étrangers effectués à l'échelle internationale, soit une part comparable à celles de la Belgique, du Canada et de la France, mais bien supérieure à celles de l'Allemagne, de l'Italie, de l'Inde et de Singapour. Ses propres investissements à l'étranger ne représentaient en revanche que 0,6 % du total mondial. De surcroît, elle les achemine vers des endroits qui diffèrent grandement des destinations habituelles. Le gros des flux d'investissement direct étranger (84 %) observés dans le monde va vers des pays développés, ce qui laisse 16 % aux pays en développement³. Mais la Chine, quant à elle, canalise d'abord

3. Voir CNUCED (2007). L'Europe de l'Est et la Communauté des États indépendants (CEI) sont comprises dans les pays développés.

ses investissements directs étrangers (dans une proportion de 94 %) vers des pays en développement, en les faisant transiter pour la plupart par Hong Kong et les îles Caïmans (qui reçoivent environ 35 % des flux dans chaque cas); des 6 % qui restent, l'Amérique du Nord et l'Europe en absorbent chacune 2 %. Certes, les îles Caïmans étant reconnues comme un centre financier extraterritorial, il est fort probable que les investissements qui leur sont attribués soient en fait destinés à d'autres pays, mais il reste que, malgré toute la publicité faite aux investissements chinois en Amérique du Nord, en Europe et en Afrique, ces dernières destinations n'en accueillent qu'une toute petite fraction. Les territoires qui en profitent le plus sont Hong Kong, la Corée et les autres voisins asiatiques.

Même s'ils sont relativement modestes, les investissements directs étrangers de la Chine hors Asie ont beaucoup attiré l'attention des médias et des gouvernements, pour trois grandes raisons. Premièrement, comme l'achat d'avoirs étrangers se fait par l'intermédiaire d'entreprises d'État ou bien par des organismes d'État chargés du placement des réserves officielles, on s'inquiète de ce que leurs décisions pourraient reposer sur des motifs autres que commerciaux. Par exemple, la Chine pourrait acquérir des participations dans des entreprises du secteur des ressources naturelles en partie pour des raisons géostratégiques touchant l'accès aux ressources. Deuxièmement, les investissements de la Chine en Afrique, particulièrement, sont perçus comme un encouragement à outrepasser les critères de bonne gouvernance généralement imposés par les gouvernements occidentaux et les institutions financières internationales, et donc comme un appui à des régimes corrompus et antidémocratiques. Troisièmement, étant donné la taille de l'économie et les ressources financières considérables de la Chine, on semble se préoccuper beaucoup plus de l'ampleur des acquisitions futures de ce pays que de leur importance actuelle. Le gouvernement chinois pourrait devenir propriétaire de certaines des plus grandes multinationales s'il décidait d'affecter à ce type de transaction ne serait-ce qu'une portion de ses réserves de 1,8 billion de dollars É.-U.

Les investissements récents d'institutions financières chinoises dans des sociétés étrangères cotées en bourse ont aussi suscité de l'intérêt⁴. Jusqu'à maintenant, ces

4. Certains de ces investissements figurent au chapitre des sorties de placements de portefeuille et non des investissements directs, car ces derniers comprennent uniquement des participations qui excèdent un pourcentage seuil dans une société ou donnent à l'investisseur voix au chapitre dans la gestion. Les données chinoises sont fonction d'un seuil de 25 %, et non de 10 %, comme le veut la norme internationale.

investissements ne donnent lieu qu'à des participations minoritaires (sauf en Asie) et, dans bien des cas — par exemple, celui du fonds américain Blackstone —, l'acheteur chinois a indiqué clairement qu'il s'agissait pour lui uniquement d'un placement et qu'il ne tenterait aucunement d'influer sur les destinées de l'entreprise. Toutefois, il existe en quelque sorte un précédent. Le président de la Banque industrielle et commerciale de Chine a fait savoir que son institution, en se portant acquéreur d'une participation de 20 % dans la Standard Bank of South Africa, la plus importante d'Afrique, comptait devenir une banque internationale. La stratégie d'investissement passif dans des sociétés européennes et américaines peut avoir été motivée par l'échec d'une tentative d'acquisition : en 2005, la China National Offshore Oil Company (CNOOC) a présenté une offre d'achat ferme, de 18,5 milliards de dollars É.-U., visant la pétrolière américaine Unocal. Devant le regard scrutateur du Congrès américain sur la transaction et la menace d'une opposition de la part de l'administration Bush, la CNOOC a retiré son offre.

Les investissements chinois en Afrique s'accompagnent souvent d'ententes intergouvernementales aux termes desquelles la Chine acquiert habituellement des droits d'exploitation de ressources naturelles, en échange de prêts assortis de conditions préférentielles et d'une aide pour la construction d'infrastructures ou la prestation de services sociaux (Alden, 2007). C'est ainsi que la Chine a soutenu financièrement le gouvernement soudanais et est devenue le plus important investisseur du pays, et que la China National Petroleum Corporation (CNPC) détient une participation majoritaire dans le plus important champ pétrolier situé dans la partie sud du pays, participation qui lui procure 150 000 barils par jour. La CNPC a contribué à la construction d'un pipeline vers la mer Rouge et d'une raffinerie de pétrole à Khartoum. Pareillement, la Chine a accès aux réserves pétrolières du Nigeria et de l'Angola, ainsi qu'aux gisements minéraux de la République démocratique du Congo et de la Zambie. Il est difficile de départager, dans ces ententes, les éléments d'aide des éléments commerciaux. Lorsqu'un projet est financé selon le « modèle angolais », les fonds ne sont pas prêtés directement au pays bénéficiaire. Le gouvernement chinois confie plutôt le projet à une entreprise de construction chinoise, souvent en faisant appel à la banque chinoise d'import-export. En contrepartie, une société chinoise de ressources naturelles reçoit des droits d'exploitation pétrolière ou minière (Reisen et Ndoye, 2008).

Quand elle investit dans des pays africains riches en ressources minérales, la Chine semble traiter essentiellement avec des régimes souffrant de problèmes de gouvernance, et ce, pour au moins deux raisons. La « malédiction du pétrole » donne souvent naissance à des gouvernements cupides et corrompus. Or la Chine, venue sur le tard à la recherche de sources d'approvisionnement, trouve plus aisément des ouvertures auprès d'États parias, mis au ban par les gouvernements occidentaux. Sa politique de non-ingérence, qui emporte l'adhésion des pays africains ayant souffert du colonialisme, a facilité ses relations avec ces États. Elle n'échappe cependant pas aux reproches des Africains eux-mêmes, parce que son attitude mine parfois les efforts déployés pour améliorer la gouvernance, notamment dans le cadre du Nouveau partenariat pour le développement de l'Afrique (NEPAD)⁵. À cause de ses liens suivis avec des pays africains, la Chine a fini par modifier sa ligne de conduite relativement à la mauvaise gouvernance et aux atteintes aux droits de la personne. Après des années de soutien inconditionnel, le gouvernement chinois a récemment condamné le comportement du gouvernement soudanais à l'endroit des rebelles du Darfour et il a donné son concours aux forces de maintien de la paix envoyées par l'Union africaine. Par ailleurs, les autorités chinoises prennent de plus en plus leurs distances vis-à-vis du gouvernement de Robert Mugabe, au Zimbabwe (Alden, 2007). Les données disponibles sont partagées de sorte qu'on ne peut savoir si la présence de la Chine a permis de réduire la corruption ou, au contraire, a envenimé les problèmes de gouvernance (Reisen et Ndoye, 2008, p. 30).

Les flux de capitaux sous forme d'investissements de portefeuille restent assujettis à diverses restrictions, mais la tendance générale est à la libéralisation. Ils transitent encore en grande partie par les grands investisseurs institutionnels, par le biais de deux programmes : le QFII et le QDII⁶. Quand la Chine s'est jointe à l'OMC, le gouvernement s'est engagé à ouvrir

ses marchés de titres aux investisseurs étrangers⁷. En décembre 2002, le programme QFII a été mis en place. Il prévoit que les entreprises répondant aux critères établis peuvent investir dans divers instruments financiers chinois : bons du Trésor, obligations convertibles, obligations de sociétés et actions de catégorie A, c'est-à-dire des actions ordinaires inscrites en Chine continentale et libellées en yuan⁸. Le programme comporte de nombreux avantages, puisqu'il accentue la concurrence au sein des places boursières chinoises, permet la transmission du savoir-faire étranger, favorise une répartition plus efficace de l'épargne chinoise et accroît l'attrait des titres chinois aux yeux des investisseurs étrangers⁹.

Le programme QFII est réservé aux sociétés de courtage et de gestion financière qui gèrent des actifs valant au moins dix milliards de dollars É.-U., ainsi qu'aux cent plus grandes banques commerciales au monde¹⁰. De plus, les organismes de réglementation des pays d'origine de ces établissements doivent avoir signé un protocole d'entente et entretenir de bonnes relations avec la Commission chinoise des valeurs mobilières¹¹.

La Chine a un peu assoupli ses mesures de contrôle concernant les sorties de capitaux.

Par ailleurs, la Chine a un peu assoupli ses mesures de contrôle concernant les sorties de capitaux. En août 2004, la Commission chinoise des valeurs

5. Le NEPAD découle d'une initiative des présidents du Nigeria, du Sénégal et de l'Afrique du Sud et vise, grâce à la pression des pairs, l'amélioration de la gouvernance et des politiques économiques.

6. Respectivement, Qualified Foreign Institutional Investors (investisseurs institutionnels étrangers qualifiés) et Qualified Domestic Institutional Investors (investisseurs institutionnels chinois qualifiés).

7. Il devait autoriser des maisons de courtage étrangères à négocier directement des actions de catégorie B et accorder à des étrangers la permission de mettre sur pied des coentreprises de courtage et de gestion financière. À part le fait qu'elles sont réglées en devises (dollar É.-U. sur le parquet de Shanghai et dollar de Hong Kong sur celui de Shenzhen), les actions de catégorie B sont identiques aux actions de catégorie A.

8. On trouvera dans Neftci et Ménager-Xu (2007) une description détaillée des marchés financiers chinois.

9. L'ouverture des marchés de capitaux chinois aux investisseurs étrangers s'est opérée sur le même mode prudent que les réformes, lequel consiste, selon les mots de Deng Xiaoping, à « traverser la rivière en tâtant du pied chaque pierre ».

10. À l'été 2007, 52 institutions et 4 banques étrangères étaient autorisées à faire office de banque dépositaire. Voir le site Web de la Commission chinoise des valeurs mobilières, à l'adresse http://211.154.210.238/en/homepage/index_en.jsp.

11. La Commission est l'organisme exécutif du Comité sur les valeurs mobilières du Conseil d'État créé en 1992 pour réglementer les marchés chinois de valeurs mobilières et de contrats à terme.

mobilières a désigné les premiers investisseurs institutionnels chinois qualifiés (programme QDII). Les compagnies d'assurance dont l'actif est supérieur à cinq milliards de RMB peuvent désormais investir à concurrence de 80 % de leurs devises dans des marchés de capitaux étrangers, sous réserve de certaines restrictions. Les investisseurs individuels ne peuvent pas acheter de titres étrangers, mais, en août 2007, l'Administration nationale des changes a annoncé que les investisseurs chinois pouvaient ouvrir un compte à la succursale de Tianjin de la Banque de Chine, pour la négociation des titres inscrits à la Bourse de Hong Kong, et indiqué qu'elle étendrait ce privilège à d'autres banques¹². Cette décision a toutefois été renversée par le premier ministre Wen, pour deux raisons : premièrement, d'aucuns craignaient que les flux de capitaux ainsi créés submergent le marché financier de Hong Kong et, deuxièmement, on estimait nécessaire de reformuler la proposition¹³. Il semble que les investisseurs parviennent à contourner les contrôles, aussi stricts soient-ils. Plus particulièrement, on a parfois constaté des entrées de capitaux destinées à tirer parti d'une appréciation attendue du renminbi¹⁴, d'où l'énorme marge prévue pour les erreurs et omissions enregistrées dans les chiffres de la balance des paiements pour 2003-2004 (Graphique 1). Dans la direction opposée, il est aussi arrivé que des entreprises et des particuliers chinois transfèrent des fonds, généralement vers Hong Kong, en particulier pour acheter des actions chinoises inscrites là-bas, car leur cours y est plus bas qu'à Shanghai.

Le système financier de la Chine et ses liens avec l'étranger

Comme on l'a vu jusqu'ici, la Chine regorge de capitaux. Le taux d'épargne des ménages, des entreprises et des gouvernements y est prodigieux. La proportion de l'épargne détenue dans des banques chinoises atteint 70 %, comparativement à 20 % aux États-Unis (Farrell et Lund, 2006).

Le système financier est dominé par les banques, dans la quasi-totalité desquelles l'État possède une participation majoritaire. Le système bancaire compte cinq

12. « China Allows Direct Offshore Investments », *Financial Times*, 21 août 2007, p. 3.

13. L'un des défauts qu'on lui trouvait tenait à ce que tout devait passer par « une banque, une ville, un marché », d'où des objections de nature bureaucratique et territoriale (« Chinese Plan to Allow Purchase of Hong Kong Shares Put on Ice », *Financial Times*, 5 novembre 2007).

14. « World News: China Vows to Crimp "Hot Money" Inflows », *Wall Street Journal*, 10 mars 2007.

Tableau 2

Système bancaire chinois, à la fin de 2007

Valeur des institutions en milliards de renminbis

	Actif (%)	Passif (%)
Banques commerciales d'État ^a	28 007 (53,2)	26 433 (53,3)
Banques commerciales par actions ^b	7 249 (13,8)	6 911 (13,9)
Banques commerciales municipales	3 340 (6,4)	3 152 (6,4)
Autres institutions bancaires ^c	14 001 (26,6)	13 072 (26,4)
Total	52 598 (100,0)	49 568 (100,0)

Source : Commission de réglementation bancaire de Chine, *Total Assets and Total Liabilities of the Banking Institutions as of end-2007*.
Internet : <http://www.cbrc.gov.cn>.

- a. Banque industrielle et commerciale de Chine (BICC), Banque agricole chinoise, Banque de Chine, Banque de construction chinoise et Banque des communications (BOCOM)
- b. CITIC Industrial Bank, China Everbright Bank, Huaxia Bank, Guangdong Development Bank, China Merchants Bank, Shanghai Pudong Development Bank, Banque industrielle, China Minsheng Banking Corp., Evergrowing Bank, China Zheshang Bank et China Bohai Bank
- c. Banques d'investissement publiques, banques commerciales rurales, banques étrangères, coopératives de crédit urbaines, coopératives de crédit rurales, sociétés financières filiales de groupes, sociétés de fiducie et compagnies d'investissement, sociétés de crédit-bail, sociétés de financement automobile, courtiers de change et caisses d'épargne postales

grandes banques commerciales d'État, une douzaine de banques commerciales par actions, plus de cent banques commerciales appartenant à des administrations municipales et au-delà de 30 000 coopératives de crédit rurales ou urbaines (Tableau 2). Avec plus de la moitié des actifs bancaires, des milliers de succursales et des centaines de milliers d'employés répartis partout au pays, les banques commerciales d'État sont prépondérantes. Toutefois, leur croissance, qui s'établit à 15 % par année, est plus lente que celle des banques par actions et celle des banques commerciales municipales, qui progressent respectivement au rythme de 33 % et 29 % annuellement. La privatisation se fait graduellement, au profit d'investisseurs privés et d'investisseurs stratégiques étrangers. À titre expérimental, l'État autorise des investisseurs stratégiques privés à être seuls propriétaires de banques situées dans des régions rurales.

Les marchés de capitaux de la Chine sont parmi les plus petits au monde relativement à la taille de l'économie nationale. Il existe deux bourses au pays : celle de Shanghai, créée en 1990, et celle de Shenzhen, créée en 1991¹⁵. La plupart des actions offertes sont celles des grandes entreprises d'État. Or, le niveau élevé de participation étatique dans ces sociétés et la segmentation du marché ont bridé la liquidité de ce dernier.

15. En 1990, dix entreprises étaient inscrites au parquet de Shanghai; à la fin de 2006, les deux bourses comptaient 1 500 sociétés.

Le programme QFII, qui permet aux investisseurs étrangers d'avoir accès au marché intérieur sous réserve de conditions — notamment, ils ne peuvent détenir une participation supérieure à 10 % dans une entreprise chinoise ni se porter acquéreurs d'actions non négociables appartenant à l'État —, vise à régler en partie les problèmes de cette nature.

Le marché obligataire chinois est plus jeune encore que les marchés boursiers et, compte tenu des restrictions importantes imposées aux entreprises émettrices, il sert principalement de canal de financement pour l'État. Ce marché est réglementé par la banque centrale et la Commission des valeurs mobilières, mais le Conseil national de recherche sur le développement — qui fait office de secrétariat auprès du Conseil d'État, responsable de la formulation des politiques — approuvait jusqu'à tout récemment les répartitions de quotes-parts et les émissions d'obligations de sociétés. Les banques demeurent la principale source de financement par emprunt. En septembre 2006, les obligations de sociétés représentaient seulement 3 % de l'encours des obligations, contre 68 % pour les obligations émises par l'État et la banque centrale (UBS, 2006). Les sociétés, particulièrement celles inscrites à la Bourse de Hong Kong, se financent plutôt sur les marchés étrangers.

Depuis 1998, le gouvernement travaille d'arrache-pied à la modernisation du système bancaire. La Commission de réglementation bancaire de Chine (CRBC) a été créée en 2000 afin d'assurer la surveillance des banques de détail et des banques de gros¹⁶. Dans le cadre de l'entente prise en 2001 à l'occasion de son entrée dans l'OMC, la Chine s'est engagée à ouvrir son secteur bancaire aux étrangers en 2007 au plus tard. Pour faire en sorte que les banques soient en mesure de soutenir la concurrence le moment venu, le gouvernement a pris trois mesures. La première encourageait la restructuration et la recapitalisation, en commençant par celles des cinq grandes banques d'État. À la fin de 2005, on avait consacré, selon les estimations, 500 milliards de dollars à la radiation de prêts irrécouvrables dans l'ensemble du système bancaire (ces chiffres ne tiennent pas compte de la Banque agricole de Chine, où les radiations ne sont pas terminées) et à l'injection d'argent frais afin que les fonds propres des banques atteignent la norme prévue par l'accord de Bâle I (Ma, 2006). La deuxième mesure soutenait la participation d'investisseurs stra-

16. La CRBC assure la surveillance des banques d'affaires. Depuis le 17^e Congrès du peuple en octobre 2007, la formation d'un organisme de réglementation unique fait l'objet de discussions. (« China Considers Financial Superministry », *Wall Street Journal*, 10 janvier 2008).

tégiques étrangers, non pas pour le capital qu'ils fourniraient, mais pour le savoir-faire et l'aide qu'ils apporteraient à la modernisation des banques. Au milieu de 2007, quelque 20 milliards de dollars É.-U. avaient été investis (Tableau 3). La troisième mesure permettait à ces banques d'inscrire une partie de leurs actions aux bourses de Hong Kong et de Shanghai. Elle visait à favoriser la transparence et à inciter les dirigeants des banques à mettre l'accent sur l'efficacité et la rentabilité. Ces actions ont été très populaires auprès des investisseurs. La Banque des communications, inscrite en 2005, a mobilisé deux milliards de dollars É.-U.; elle a été suivie de la Banque de Chine et de la Banque de construction, qui ont chacune obtenu neuf milliards de dollars. L'inscription de la Banque industrielle et commerciale de Chine (BICC) à la fin de 2006 lui a rapporté la somme astronomique de 19 milliards de dollars. Selon une estimation, ces inscriptions, de concert avec des émissions sur le marché intérieur chinois d'actions de catégorie A, ont permis de réunir plus de 50 milliards de dollars É.-U. depuis 2005 (Anderson, 2006).

Depuis 1998, le gouvernement travaille d'arrache-pied à la modernisation du système bancaire.

Ces mesures ont des répercussions sur la gestion des banques. L'indicateur d'efficacité fondé sur les prêts non productifs affiche une amélioration. Ces prêts sont tombés de 28,6 % dans les quatre grandes banques commerciales d'État qui dominaient le marché à l'origine, en 2000, à 8,05 % pour les cinq principales banques en 2007 (Commission de réglementation bancaire de Chine, 2007). Reste à voir, toutefois, quelle sera la tenue des banques dans des conditions économiques défavorables.

L'efficacité et la compétitivité du système bancaire sont également entravées par certains aspects institutionnels du système financier¹⁷. La stratégie de croissance de la Chine, orientée vers les exportations et tirée par les investissements, repose sur la stabilité de prix pivots, comme le taux de change et les taux d'intérêt. Depuis la crise financière qui a secoué les pays d'Asie orientale en 1997-1998, le taux de change

17. Leur action négative est décrite en détail par Prasad (2007).

Tableau 3

Investissements étrangers dans les banques chinoises

Date	Banque chinoise	Investisseur étranger	Part (%)	En millions de \$ É.-U.
2002	Shanghai Pudong Development Bank	Citigroup	15	73
2002	Bank of Shanghai	IFC/HSBC	15	145
2002	China Everbright Bank	IFC	5	19
Mai 2002	Bank of Nanjing	IFC/BNP Paribas	25	114
2004	Banque industrielle	Hang Seng/IFC/GIC	25	326
2004	China Minsheng Banking Corp.	IFC/Temasek	6	125
2004	Shenzhen Development Bank	Newbridge	18	150
2004	Xi'an City Commercial Bank	IFC/Banque Scotia	25	40
2005	Jinan City Commercial Bank	Commonwealth Bank	11	17
2005	Bank of Beijing	IFC/ING	25	270
2005	Hangzhou City Commercial Bank	Commonwealth Bank/ADB	25	110
2005	Huaxia Bank	Deutsche/Sal Oppenheim	13	325
2005	Bohai Bank	Standard Chartered	20	125
2005	Banque des communications	HSBC	20	1 750
2005	Banque de construction chinoise	Bank of America/Temasek	14	4 000
2005	Banque de Chine	RBS/UBS/Temasek/ADB	17	5 175
2005	Tianjin City Commercial Bank	ANZ	20	110
2005	Banque industrielle et commerciale de Chine	Goldman/Allianz	10	3 700
2006	Ningbo Commercial Bank	OCBC	12	70
2006	Shanghai Rural Commercial Bank	ANZ	20	252
2006	United Rural Cooperative Bank of Hangzhou	Rabobank/IFC	15	30
2006	Chongqing City Commercial Bank	Dah Sing/Carlyle	25	130
2006	Guangdong Development Bank	Citigroup/IBM	25	760
2007	CITIC Industrial Bank	BBVA	5	650
2007	Dalian City Commercial Bank	Banque Scotia/IFC	25	320
Total				18 786

Sources : Ma (2006), FMI, Xinhua, *China Daily* et estimations d'UBS

évolue à l'intérieur d'une fourchette très étroite. Il a été stabilisé par la banque centrale, qui a accumulé d'importantes recettes en devises grâce aux exportations et aux entrées d'investissements directs étrangers et dont les liquidités résultantes ont été stérilisées. Ces pratiques ont réduit l'indépendance de la politique monétaire. Ainsi, le coût des prêts et la rémunération des dépôts ne sont pas le fruit des forces du marché, mais sont plutôt fixés par la banque centrale, qui octroie aux épargnants de faibles intérêts créditeurs et assure aux banques des marges viables en établissant les taux débiteurs à un niveau plus élevé. Laisser le marché déterminer les taux serait risqué, étant donné qu'un taux de change fixe est vulnérable aux entrées de capitaux spéculatifs, celles-ci pouvant pousser ce dernier à la hausse et ainsi commander d'autres opérations de stérilisation. Les taux d'intérêt administrés n'ont pas réussi à modérer la croissance en 2007, mais l'interdiction absolue frappant l'octroi de nouveaux prêts vers la fin de l'année a ralenti l'expansion du crédit¹⁸. Par ailleurs, de tels taux réduisent l'appétit des banques privées pour les prêts risqués car ces établissements peuvent compter, pour une bonne part de leurs revenus, sur la clientèle des gros emprunteurs réputés ayant des liens privilégiés avec l'État et sur les généreux écarts réglementés entre les taux créditeurs et les taux débiteurs¹⁹.

Le maintien de la propriété publique influe aussi sur l'efficacité du système bancaire. Depuis 2004, les normes et la surveillance prudentielles ont été renforcées et les structures incitatives visant les dirigeants des banques ont été actualisées. Pour autant, ces structures n'ont pas changé au point de mettre un terme à la surabondance des crédits consentis par les banques, essentiellement aux sociétés publiques. Les grandes banques dépendent encore d'un cercle d'emprunteurs traditionnels qui consiste en entreprises détenues ou contrôlées pour la plupart par l'État. Selon les états financiers publiés par ces établissements, de 70 % à 80 % de leurs opérations de crédit continuent à s'adresser aux entreprises (Dobson et Kashyap, 2006), de sorte que leurs engagements concernent, non pas des firmes florissantes, mais des dizaines de milliers de sociétés aux mains de l'État ou sous son contrôle,

18. En août 2007, la Banque populaire de Chine avait haussé quatre fois ses taux d'intérêt dans l'espoir de freiner la progression des prix et de la valeur des actifs et d'atténuer la surcapacité manufacturière. Malgré tout, le rythme d'expansion de l'économie a avoisiné 12 % au deuxième trimestre de 2007, un sommet en douze ans (Tao Zhang, « Deal with Inflation, Currency Threats, Chinese Central Banker Warns », *National Post*, 29 août 2007, p. FP18).

19. Dobson et Kashyap (2006) décrivent l'ampleur de cet écart et expliquent son incidence sur les plans d'affaires des banques.

dont les profits risquent fort de se ressentir d'une baisse de l'activité.

En fin de compte, la gouvernance des banques chinoises dans lesquelles l'État a une participation majoritaire est un chantier inachevé qui se répercute sur les structures incitatives. Des mesures ont été prises pour accroître le nombre d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration, mais l'influence des représentants du parti communiste, bien qu'en déclin, reste omniprésente. En effet, les dirigeants de banques sont membres du comité central (Naughton, 2003), les chefs de la direction sont souvent secrétaires du parti communiste et les résultats des établissements sont analysés aux réunions du parti.

La rentabilité à court terme cache cependant les difficultés à venir.

Les problèmes de direction, de propriété et de gouvernance évoqués précédemment s'ajoutent à la croyance des investisseurs, déposants et clients que leur immense taille met les banques d'État chinoises à l'abri de la faillite. Comme elles sont de plus en plus nombreuses à être cotées en bourse, les banques sont soumises à une surveillance externe accrue, mais les pressions politiques toujours présentes nuisent à leur efficacité. De fait, l'essor de l'économie et du crédit depuis 2002 a mis à l'épreuve leurs capacités d'évaluation et de surveillance des nouveaux prêts; l'encours des crédits bancaires a grimpé (entraînant une baisse du ratio des prêts non productifs à l'actif total) afin de satisfaire la demande vigoureuse provenant des secteurs en pleine expansion. La rentabilité à court terme cache cependant les difficultés à venir. Les indicateurs de ce type laissent entendre que les banques prennent aussi des décisions commerciales mais, étant donné que les prêts qu'elles octroient ne viendront à échéance que dans un certain temps, on peut craindre que le volume des prêts non productifs ne s'amplifie et ne les expose à des tensions si le rythme de croissance de la Chine venait à décélérer, comme cela risque de plus en plus de se produire au cours des prochaines années. En dépit de la faiblesse des rendements, les déposants croient bénéficier d'une protection globale. La Banque populaire de Chine n'étant pas indépendante, elle est très largement perçue comme un prêteur de dernier ressort.

Il est probable que la restructuration de l'ensemble des grandes banques débouchera sur la libération des forces du marché et la déréglementation des taux débiteurs et créditeurs; pour leur part, les écarts entre les taux d'intérêt s'amenuiseront, et la surveillance des investisseurs et des déposants s'intensifiera à la suite de la modification ou de l'abandon de la protection implicite. Les banques seront confrontées à une concurrence plus vive de la part des institutions sur un marché financier émergent. Avec l'amenuisement des marges bénéficiaires et le ralentissement de la croissance des bilans, le secteur bancaire sera vraisemblablement incité à se consolider.

Dans l'intervalle, les banques sont inondées de liquidités. La Banque industrielle et commerciale de Chine (BICC) se classe, avec la Banque de Chine, parmi les dix premières banques du monde, sur la base des fonds propres de première catégorie²⁰, et les autorités encouragent les banques chinoises à faire des affaires à l'étranger afin de se doter des compétences dont elles ont besoin pour faire face à la mondialisation. En septembre 2007, le gouverneur de la banque centrale, Xiaochuan Zhou, a exposé les grandes lignes de la politique de soutien gouvernementale. Celle-ci a notamment pour objectifs de faciliter le développement d'un marché de devises qui aiderait les entreprises à gérer le risque de taux d'intérêt et le risque de change; de limiter les restrictions sur les opérations de change; d'assister les sociétés financières remplissant les conditions à s'établir outremer et de mettre sur pied des « plateformes financières régionales » grâce à la coopération des banques régionales de développement (Zhou, 2006).

Au cours de la dernière année, les sociétés financières ont investi par trois voies différentes (Tableau 4). Tout d'abord, elles ont suivi leurs clients dans les pays en développement. En Asie, continent qu'elles connaissent bien, les banques chinoises ont acquis d'importantes participations. La BICC est devenue l'actionnaire majoritaire de la Bank Halim Indonesia et de la Seng Hang Bank de Macao. La Banque de Chine a racheté la totalité des actions de la société Singapore Aircraft Leasing. La BICC suit sa clientèle d'entreprises en Afrique et, de concert avec la Banque chinoise de développement — par le truchement du Fonds de développement Chine-Afrique —, elle finance des infrastructures et tisse des liens avec des États et des entreprises du continent africain, actions qui s'inscrivent dans le cadre de la recherche, par l'empire du Milieu, de

20. « Top 1000 World Banks » (palmarès annuel), *The Banker*, juillet 2007.

Tableau 4

Investissements étrangers annoncés par les institutions financières chinoises

Date	Banque chinoise	Cible	Part (%)	Valeur estimative (en millions de \$ É.-U.)
Décembre 2006	Banque de Chine	Singapore Aircraft Leasing	100,0	965
Décembre 2006	Banque industrielle et commerciale de Chine	Bank Halim Indonesia	90,0	10
Mai 2007	Société chinoise d'investissement	Blackstone	9,9	3 000
Mai 2007	Banque chinoise de développement	Fonds de développement Chine-Afrique	100,0	1 000
Juillet 2007	Banque chinoise de développement	Barclays	3,1	3 100
Août 2007	Banque industrielle et commerciale de Chine	Seng Hang Bank (Macao)	79,9	583
Octobre 2007	CITIC Securities	Bear Stearns*	6,0	1 000
Octobre 2007	China Minsheng Banking Corp.	UCBH Holdings (San Francisco)	9,9	317
Octobre 2007	Banque industrielle et commerciale de Chine	Standard Bank of South Africa	20,0	5 600

* Cette transaction a été annulée en raison de l'acquisition de Bear Stearns par JPMorgan Chase & Co. en mars 2008.

Sources : Reuters, *Financial Times* et *China Daily*

ressources naturelles et de nouveaux débouchés. La prise de participation de la BICC dans la plus grande banque africaine, la Standard Bank of South Africa, lui permet de s'associer à un partenaire chevronné qui saura l'aider à pénétrer un terrain mal connu.

La deuxième voie empruntée a consisté à acheter des parts dans des banques évoluées du Royaume-Uni et des États-Unis de manière à acquérir des connaissances sur les techniques et les produits bancaires de pointe et, ainsi, rehausser la compétitivité internationale des établissements chinois. Les prises de participation étaient modestes, notamment pour ne pas provoquer de tensions politiques. Le bilan des quatre premiers investissements est mitigé, ce qui laisse entendre que les banques chinoises ont encore beaucoup à apprendre. En octobre 2007, la firme de courtage chinoise, CITIC Securities, a convenu d'acheter 6 % du capital de Bear Stearns, la banque d'investissement américaine alors aux prises avec les contrecoups de son activité hypothécaire, et de céder en retour 2 % de son propre capital. Lorsque Bear Stearns s'est trouvée insolvable en mars 2008 et que JPMorgan Chase en est devenu propriétaire, CITIC Securities a annulé sa transaction. La Société chinoise d'investissement a acquis des actions dans le cadre du premier appel public à l'épargne lancé par le fonds d'investissement privé américain Blackstone, en mai 2007. À Beijing, on lui a vivement reproché d'avoir payé sa participation trop cher au regard de la baisse du cours des actions survenue après l'appel public. L'injection de capitaux dans Barclays par la Banque chinoise de développement en juillet 2007 s'accompagnait d'un accord sur l'apport

de fonds additionnels si l'offre publique d'achat de Barclays à ABN-Amro était acceptée (ce qui ne fut pas le cas). Le seul investissement qui semble avoir été conçu pour aboutir à l'acquisition d'une expertise et à la création d'un partenariat est la prise de participation de la China Minsheng Banking Corp. dans la banque américaine UCBH Holdings (établissement de San Francisco faisant surtout affaire avec la diaspora chinoise aux États-Unis et ailleurs) conclue en octobre 2007. Aux termes de l'accord, chacune des parties a droit de siéger au conseil d'administration de l'autre, et Minsheng pourra augmenter ses parts si elle reçoit l'aval des organismes de réglementation américains.

La troisième voie d'investissement à l'étranger privilégiée par la Chine est l'obtention d'une licence bancaire. La BICC et la China Merchants Bank ont toutes deux sollicité des licences auprès de la Réserve fédérale afin d'exercer leurs activités aux États-Unis, mais ont reçu un accueil prudent, qui serait motivé par les inquiétudes soulevées par leurs pratiques de gouvernance et de transparence et l'absence d'une législation sur le blanchiment d'argent. La Commission de réglementation bancaire de Chine voit une corrélation entre l'ouverture accrue du capital des banques chinoises aux investisseurs externes, telle qu'elle est envisagée par le gouvernement chinois, et la volonté des États étrangers d'octroyer des licences à des établissements chinois²¹.

21. « Beijing in Call for US Banking Licenses », *Financial Times*, 24 septembre 2007.

En somme, les institutions financières chinoises ont mis à profit, avec un succès inégal, leurs liens grandissants avec l'étranger pour accroître leur efficacité et leur compétitivité. La modernisation du système financier de la Chine exposera les banques à une concurrence plus aiguë sur leur marché national, ce qui diminuera leurs marges et la taille de leurs bilans, et favorisera probablement les regroupements au cours des années à venir. Par conséquent, on peut raisonnablement penser que les candidats les plus solides seront les seuls à recevoir la permission de participer à l'« offensive » chinoise à l'étranger. Et même ces candidats, si l'on en croit les données existantes, ont encore beaucoup à apprendre sur le fonctionnement des banques à l'extérieur de l'Asie orientale. Bien qu'ils demeurent modestes, les investissements financiers sont porteurs de risques pour la réputation et compliquent les opérations. À mesure que la concurrence, même défavorable, s'intensifie sur le marché intérieur, la capacité des banques chinoises de gérer de tels investissements internationaux sera mise à l'épreuve.

Le régime de change de la Chine

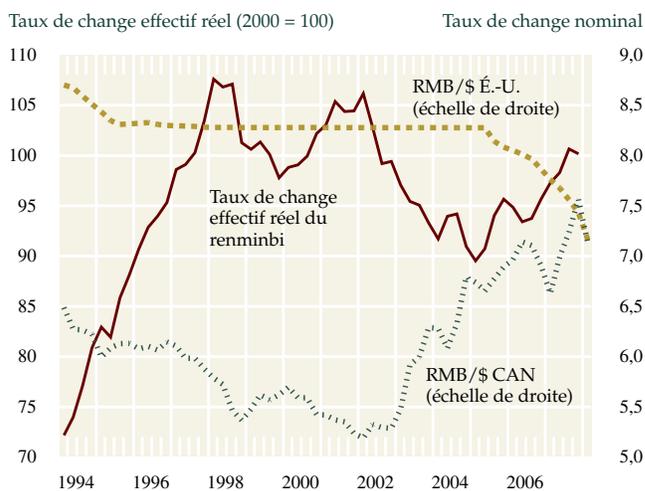
La plupart des puissances économiques laissent flotter leur monnaie, donnant ainsi à la banque centrale toute latitude pour poursuivre des objectifs nationaux. Les régimes de change fixes peuvent être une source de vulnérabilité en contexte de vive mobilité des capitaux, car ils peuvent parfois faire l'objet de fortes pressions spéculatives dans le sens d'une dévaluation ou d'une réévaluation. Les crises subies par le Système monétaire européen, le Mexique et l'Asie de l'Est dans les années 1990 ont conduit la majorité des principaux pays à marché émergent à abandonner les parités fixes au profit de taux de change totalement flexibles pour certains, et partiellement pour d'autres. La Chine maintient des mesures rigoureuses de contrôle des capitaux et possède un régime de flottement dirigé, mais a accepté le principe d'une parité plus souple.

Le régime de change chinois a évolué graduellement. En 1994, les marchés des changes officiel et parallèle²² ont été unifiés, et le taux de conversion officiel du renminbi par rapport au dollar américain a été fortement dévalué au terme d'une période d'inflation prolongée et d'érosion de la compétitivité de la Chine à l'échelle internationale. Depuis lors, le taux de change est demeuré stable, tout particulièrement pendant les

22. Le marché parallèle concerne les opérations non commerciales qui ne sont pas encouragées par les autorités et qui sont effectuées à un taux de change moins favorable.

Graphique 2

Taux de change effectif réel de la monnaie chinoise et taux bilatéraux avec le dollar canadien et le dollar américain



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*

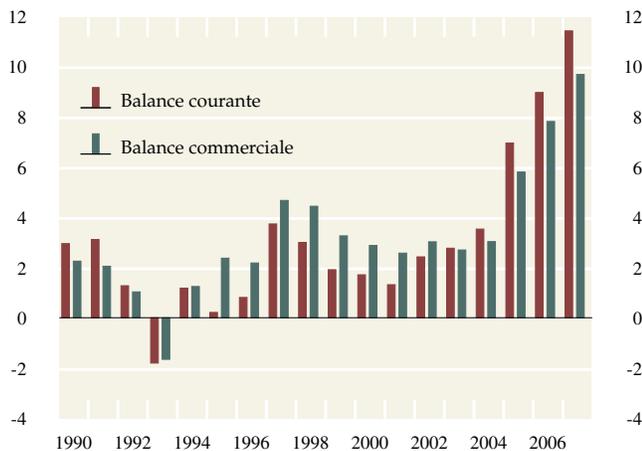
turbulences provoquées par les crises asiatiques en 1997-1998²³. Le 21 juillet 2005, la Chine a adopté un régime de flottement dirigé, aux termes duquel la valeur du renminbi peut varier à l'intérieur d'une bande étroite établie à partir d'un panier de monnaies non publié. En réponse aux besoins des entreprises chinoises qui auraient à gérer les risques de change découlant de cette décision, de nouveaux instruments ont été mis en place afin d'améliorer le fonctionnement du marché des changes, notamment du marché de gré à gré ainsi que des swaps de change et de taux d'intérêt. Entre cette date et la fin de mai 2008, le renminbi s'est apprécié de 14,4 % vis-à-vis du dollar américain, mais la hausse de son taux de change effectif réel a été beaucoup moins marquée (la plupart des autres grandes monnaies progressant aussi face au billet vert), malgré les excédents commerciaux de plus en plus imposants et les fortes entrées de capitaux dont jouit le pays (Graphique 2).

Depuis 1992, l'attrait que présente la Chine pour les investisseurs étrangers n'a cessé de croître, ceux-ci étant séduits par son vaste marché intérieur et par sa main-d'œuvre abondante, peu coûteuse et bien formée. Aujourd'hui troisième nation marchande du

23. La décision de la Chine de ne pas procéder à des dévaluations compétitives pour compenser celles des monnaies de ses partenaires commerciaux asiatiques a été très bien accueillie dans la région et lui a été bénéfique sur le plan politique.

Graphique 3

Balance courante et balance commerciale de la Chine en pourcentage du PIB



Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* (1990-2006) et Chine, Administration nationale des changes, données téléchargées à partir du site de CEIC (2007)

monde, la Chine exporte des biens manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre, assemblés sur place, et importe des ressources naturelles, des intrants manufacturés et des biens au coefficient de capital élevé. Le rythme et l'ampleur de l'expansion des exportations chinoises ont contribué à générer des excédents commerciaux considérables, totalisant en moyenne 9 % environ du PIB en 2006 et 2007 (Graphique 3).

Dans ce contexte, la stabilité du taux de change de la monnaie chinoise se trouve au cœur d'un débat persistant sur la scène internationale. Si d'aucuns appellent à une plus grande flexibilité du régime de change (Eichengreen, 2005), d'autres préconisent plutôt une réévaluation ponctuelle (Goldstein et Lardy, 2006). L'abondance relative de son bassin de travailleurs bon marché, dont la productivité est en hausse, permet à la Chine de tirer des gains de ses échanges (gains qui ne se sont pas traduits par une appréciation marquée de sa monnaie). Le gouvernement se préoccupe au plus haut point des conséquences fâcheuses que pourrait avoir une réévaluation prononcée ou rapide; il craint en fait que la concurrence accrue livrée par les produits importés ne déstabilise les exportateurs de biens manufacturés à forte intensité de main-d'œuvre et ne fragilise le secteur agricole, qui est peu productif et dont dépendent encore de nombreux travailleurs chinois.

L'ampleur des excédents de la Chine doit être analysée à la lumière des déséquilibres mondiaux et, en particulier, des importants déficits de la balance courante

des États-Unis²⁴. Comme il a été maintes fois souligné, notamment par le gouverneur de la banque centrale, Xiaochuan Zhou, équilibrer la balance commerciale chinoise ne résorbera pas le déficit de la balance courante américaine, qui reflète un écart fondamental entre l'épargne et l'investissement. Le Fonds monétaire international (FMI) a lancé des discussions multilatérales avec des acteurs clés pour tenter de trouver une solution coordonnée au problème des déséquilibres mondiaux (FMI, 2007b). Par ailleurs, plusieurs rencontres au sommet ont eu lieu entre Américains et Chinois afin de régler leurs différends autour de la question des déséquilibres commerciaux et du taux de change entre le renminbi et le dollar, mais, à ce jour, les parties n'ont convenu que de quelques mesures spécifiques.

Le gouvernement se préoccupe au plus haut point des conséquences fâcheuses que pourrait avoir une réévaluation prononcée ou rapide.

La focalisation de la Chine sur la stabilité de la valeur extérieure de sa monnaie face au gonflement de l'excédent de ses comptes courants a contraint la banque centrale à accumuler des réserves de change imposantes, ce qui a eu des répercussions défavorables sur l'économie chinoise et alimenté le sentiment protectionniste à l'étranger.

L'accumulation de réserves de liquidités internationales dans le bilan des banques centrales est généralement contrebalancée par une expansion monétaire, sauf si ces réserves sont stérilisées, c'est-à-dire traitées de manière à n'avoir aucune incidence sur l'économie nationale²⁵. La stérilisation peut cependant s'accompagner d'un lourd tribut sur le plan budgétaire et créer des distorsions au sein des systèmes financiers

24. FMI (2007a). Pour une analyse plus poussée des inquiétudes que suscitent les déséquilibres mondiaux, lire Dodge (2006a et b) ainsi que Little et Lafrance (2006).

25. On peut stériliser les réserves de liquidités internationales principalement de deux manières : en les réinvestissant directement à l'étranger, comme c'est précisément la fonction d'un fonds souverain, ou bien en drainant les capitaux des institutions du système bancaire national en forçant celles-ci à détenir des obligations émises par l'État ou la banque centrale. C'est cette dernière méthode que la Chine a privilégiée jusqu'à présent, mais elle vient d'établir la Société chinoise d'investissement, un fonds consacré aux investissements extérieurs et doté d'un capital de départ de 200 milliards de dollars É.-U.

(Mohanty et Turner, 2005). Les coûts découlent du fait que les rendements des obligations émises à des fins de stérilisation sont habituellement plus élevés que les revenus que procurent les réserves de devises. Même si cela n'a pas posé de problème à la Chine, la chute récente des taux à court terme du Trésor américain a alourdi le poids financier que doit supporter la banque centrale. Qui plus est, l'appréciation du renminbi expose la Chine à d'importantes pertes en capital sur ses avoirs en devises (que l'on croit composés majoritairement de dollars américains).

La manière dont la Chine modifiera son régime de change et le moment où elle décidera de le faire constituent pour elle des enjeux de taille.

Pour ces raisons et à cause de sa faible intégration actuelle au système financier international, la manière dont la Chine modifiera son régime de change et le moment où elle décidera de le faire constituent pour elle des enjeux de taille. Selon Eichengreen et autres (1999), l'expérience vécue par divers pays montre que le meilleur moment pour sortir d'un régime de changes fixes est précisément lorsque les capitaux affluent. En adoptant un régime de changes flottants *de facto* (autant que *de jure*), la Chine serait mieux en mesure de maintenir les taux d'inflation et de croissance près des cibles visées, car elle pourrait alors axer sa politique monétaire sur la poursuite d'objectifs internes. Indépendante, la politique monétaire laisserait le marché jouer un rôle dans la détermination des taux d'intérêt, ce qui faciliterait la modernisation du système bancaire, sujet que nous avons abordé précédemment. Cela ne signifie pas que les autorités monétaires négligeraient le taux de change; celles-ci pourraient en effet intervenir sur le marché des changes en vue d'atténuer les fluctuations du renminbi à court terme, sans s'opposer aux tendances à long terme. Eichengreen (2005) fait remarquer qu'une transition rapide vers un régime de changes flexibles n'appelle pas en soi une libéralisation rapide du compte de capital. L'histoire ne manque pas d'exemples où la mise en œuvre d'un régime de flottement dirigé s'est accompagnée d'un maintien des mesures de contrôle sur les mouvements de capitaux (pensons à l'Europe des années 1930, au Japon dans les années 1970, au Chili dans les années 1990 ou encore au Brésil et à l'Inde aujourd'hui).

Des taux de change plus flexibles favoriseraient la libéralisation du compte de capital en préparant mieux l'économie à absorber le surcroît de volatilité causé par la circulation plus libre des capitaux. La Chine a retenu de la crise asiatique une leçon clé : pour que les institutions puissent atteindre la maturité qui leur permettra de gérer des risques supplémentaires, il est primordial de prévoir un bon enchaînement des séquences de développement du système financier et de libéralisation du compte de capital. L'analyse de l'expérience de certains pays révèle que cette liberté accrue doit reposer à la fois sur de saines politiques macroéconomiques pour contenir les déséquilibres financiers globaux, et sur de solides politiques prudentielles — renforcées par une surveillance adéquate du système financier —, pour encourager une bonne gestion des risques (Eichengreen et autres, 1998). Au total, une politique monétaire axée sur des cibles internes faciliterait l'application des réformes qui aideraient la Chine à réaliser ses principaux objectifs, à savoir l'assainissement et la diversification de son système financier, de même que l'amélioration de la transparence et de l'efficacité de sa politique monétaire visant un bas taux d'inflation.

Conclusion

La Chine est beaucoup moins intégrée au système financier international que ce que laissent supposer l'ampleur des investissements qu'elle attire et le volume de ses exportations. Cette anomalie se comprend toutefois mieux au regard des grandes priorités du pays, lesquelles consistent à créer un nombre d'emplois suffisant dans les secteurs modernes, pour absorber la main-d'œuvre que la restructuration de l'économie fait sortir des filières agricoles à faible productivité, et à préserver parallèlement la stabilité politique et sociale. L'essor économique rapide de la Chine devrait néanmoins entraîner une nette accélération de l'intégration financière au cours des prochaines décennies, au fur et à mesure que ce pays multipliera ses investissements à l'étranger, développera son système financier et continuera d'adoucir ses mesures de contrôle des capitaux.

Il convient naturellement de s'interroger sur l'ordre dans lequel les réformes financières internes, l'assouplissement du régime de change et la libéralisation du compte de capital devraient intervenir. Les mesures de contrôle des capitaux protègent les banques chinoises contre les risques liés aux désalignements des monnaies dans leurs bilans, lesquels ont fait tant de mal aux systèmes financiers des pays frappés par la

crise asiatique à la fin des années 1990²⁶. Les investissements directs à l'étranger des banques et des sociétés publiques chinoises bénéficieraient cependant d'une levée des restrictions sur les mouvements de capitaux, ces banques intensifiant aussi leurs échanges en devises avec d'autres entreprises chinoises.

La stabilité du renminbi a contribué à soutenir l'industrialisation de la Chine, mais le régime de flottement dirigé a bridé la politique monétaire, problème qui n'est pas encore résolu. Parce qu'il hâtera l'appréciation du renminbi et en atténuera la sous-évaluation, l'assouplissement du régime de changes sera nécessaire pour inciter les entreprises chinoises à compter davantage sur leur productivité que sur la compétitivité de leurs prix à l'international et également pour éviter un autre gonflement des réserves et freiner la montée du protectionnisme, en particulier aux États-Unis et en Europe.

Si la libéralisation du compte de capital se poursuivra probablement, favorisant ainsi l'insertion de la Chine dans le système financier mondial, certaines réformes quant à elles devraient être différées jusqu'à ce que les institutions chinoises soient parvenues à bâtir leurs capacités d'évaluation et de réduction des risques, que la surveillance et la réglementation soient renforcées et que le marché financier chinois soit plus avancé.

Une question moins pressante dans l'immédiat est celle de savoir si, et le cas échéant quand, le renminbi aura sur la scène mondiale un retentissement comparable à celui qu'ont l'ampleur et le rythme de croissance du commerce chinois (Dobson et Masson, 2008). À

l'heure actuelle, le renminbi n'est pas utilisé à l'extérieur de la Chine continentale, sinon modestement dans certains soldes de règlement des banques hongkongaises. Le premier pas vers l'internationalisation de cette monnaie sera sans doute franchi en Asie orientale, dont les échanges avec la Chine pourraient être facturés et réglés en renminbi. L'étape suivante, déclenchée par la levée progressive du contrôle des capitaux, pourrait être une augmentation des actifs libellés en renminbi détenus par les étrangers. Puis des opérateurs extérieurs pourraient emprunter des sommes en renminbi sur les marchés financiers chinois.

*La volonté ou non des autorités
chinoises de voir leur monnaie
connaître une large diffusion
internationale pèsera lourd
dans la balance.*

À long terme, cependant, la volonté ou non des autorités chinoises de voir leur monnaie connaître une large diffusion internationale pèsera lourd dans la balance. Cela reste un point d'interrogation, mais il est permis de croire que, même avec l'aval des responsables chinois, le renminbi n'acquerra de stature internationale que quand la Chine possédera un système financier avancé et solide, soutenu par une banque centrale indépendante, un taux de change flexible et des marchés de capitaux ouverts.

26. Surtout la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie et la Corée du Sud

Ouvrages et articles cités

Alden, C. (2007). *China in Africa*, Londres, Zed Books.

Anderson, J. (2006). « Which Way Out for the Banking System? », *Asian Economic Perspectives: How to Think about China, Part 3*, Hong Kong, UBS Investment Research.

Commission de réglementation bancaire de Chine (2007). *NPLs of Commercial Banks as of end-2007*. Internet : <http://www.cbrc.gov.cn/english/home/jsp/index.jsp>.

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (2007). *Rising FDI into China: The Facts Behind the Numbers*, note d'information sur l'investissement n° 2. Internet : http://www.unctad.org/en/docs/iteiamisc20075_en.pdf.

Dobson, W., et A. K. Kashyap (2006). « The Contradiction in China's Gradualist Banking Reforms », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 103-162.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Dobson, W., et P. Masson (2008). « Will the Renminbi Become a World Currency? », *China Economic Review*. À paraître.
- Dodge, D. (2006a). *Les déséquilibres mondiaux : Pourquoi s'en soucier? Comment y remédier?*, allocution prononcée devant la New York Association for Business Economics, New York (New York), 29 mars. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-5f.html>.
- Dodge, D. (2006b). *L'ordre monétaire international en mutation et la nécessaire évolution du FMI*, conférence prononcée à la Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, Princeton (New Jersey), 30 mars. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2006/sp06-6f.html>.
- Eichengreen, B. (2005). « Is a Change in the Renminbi Exchange Rate in China's Interest? », *Asian Economic Papers*, vol. 4, n° 1, p. 40-75.
- Eichengreen, B., M. Mussa, G. Dell'Araccia, E. Detragiache, G. M. Milesi-Ferretti et A. Tweedie (1998). *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, étude spéciale n° 172, Fonds monétaire international.
- Eichengreen, B., P. Masson, M. Savastano et S. Sharma (1999). *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility*, Université de Princeton, coll. « Essays in International Finance », n° 213.
- Farrell, D., et S. Lund (2006). « Putting China's Capital to Work », *Far Eastern Economic Review*, vol. 169, n° 4, p. 5-10.
- Fonds monétaire international (2007a). *Staff Report on the Multilateral Consultation on Global Imbalances with China, the Euro Area, Japan, Saudi Arabia, and the United States*, Washington, FMI, 29 juin.
- (2007b). *Le Conseil d'administration du FMI adopte une nouvelle décision sur la surveillance bilatérale des politiques des États membres*, note d'information au public n° 07/69, 21 juin.
- Goldstein, M., et N. Lardy (2006). « China's Exchange Rate Policy Dilemma », *The American Economic Review*, vol. 96, n° 2, p. 422-426.
- Little, B., et R. Lafrance (2006). « Doit-on s'inquiéter des déséquilibres mondiaux? », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-14.
- Ma, G. (2006). « Sharing China's Bank Restructuring Bill », *China & World Economy*, vol. 14, n° 3, p. 19-37.
- Mohanty, M. S., et P. Turner (2005). « Intervention: What Are the Domestic Consequences? », *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques and Implications*, Banque des Règlements Internationaux, coll. « BIS Papers », n° 24.
- Naughton, B. (2003). « The State Asset Commission: A Powerful New Government Body », *China Leadership Monitor*, n° 8.
- (2007). *The Chinese Economy: Transitions and Growth*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- Neftci, S. N., et M. Y. Ménager-Xu, dir. (2007). *China's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work*, Amsterdam, Elsevier Academic Press.
- Prasad, E. S. (2007). *Is the Chinese Growth Miracle Built to Last?*, Institute for the Study of Labor (IZA), coll. « IZA Discussion Papers », n° 2995.
- Reisen, H., et S. Ndoye (2008). *Prudent versus Imprudent Lending to Africa: From Debt Relief to Emerging Lenders*, document de travail n° 268, Centre de développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques.
- UBS (2006). *China Bond Market Research*, Londres, 4 décembre.
- Zhou, Xiochuan (2006). *Remarks on China's Trade Balance and Exchange Rate*, allocution prononcée dans le cadre du forum sur le développement de la Chine tenu sous les auspices du Development Research Center of the State Council, Beijing, Banque populaire de Chine.