

Les prochaines étapes pour la Chine

Pourquoi la réforme du secteur financier est un élément crucial d'une stratégie de croissance à long terme

Eswar S. Prasad



PAR SON NOUVEAU statut de puissance économique et sa taille pure et simple, la Chine s'est fermement placée au centre de la scène économique mondiale. Son rythme de croissance remarquable lui a valu beaucoup d'attention, et certains observateurs en sont venus à se dire qu'elle pourrait devenir la deuxième économie de la planète si ce rythme se maintenait pendant les deux ou trois prochaines décennies. De plus, étant donné l'expansion notable des échanges de la Chine et la croissance rapide de ses réserves de change, Pékin se retrouve invariablement au cœur du débat sur les déséquilibres courants mondiaux. Parallèlement, la possibilité de surchauffe et de surinvestissement en Chine suscite des préoccupations, car un ralentissement de la croissance pourrait avoir des répercussions non seulement sur l'économie nationale, mais aussi sur la région asiatique et le reste du monde.

En fait, le récent assouplissement du taux de change (par le rattachement du renminbi à un panier de monnaies à la place de son arrimage au dollar) semble être le résultat de pressions intérieures et internationales. Certains observateurs ont considéré ce premier pas, qui incluait une légère réévaluation du renminbi, comme trop insignifiant pour influencer grandement sur les déséquilibres intérieurs ou internationaux. Ce qui est beaucoup plus important, toutefois, c'est la portée symbolique aussi bien qu'économique de cette mesure, qui marque la naissance d'un mouvement vers une plus grande flexibilité du taux de change, ainsi que l'intention déclarée des autorités d'assurer à terme la convertibilité de la monnaie aux fins des opérations en capital.

Le régime de change n'est toutefois qu'un élément du programme de réforme. Le présent article passe en revue ce que la Chine doit faire pour que son expansion économique soit durable, à savoir s'attaquer aux problèmes latents de la réforme du secteur financier et favoriser une croissance équilibrée tirée par le marché intérieur.

Structure des échanges et constitution de réserves

Pour mieux comprendre les conséquences de la politique de change et de la stratégie de croissance de la Chine, il y a lieu d'examiner la dynamique de la structure de ses échanges internationaux et de l'accumulation rapide de ses réserves.

Plaçons-nous tout d'abord dans une perspective régionale. La Chine occupe une place de plus en plus importante dans la région asiatique, tant par ses échanges commerciaux que par ses flux financiers. Elle contribue aujourd'hui pour environ 40 % au total des flux d'investissements directs étrangers (IDE) vers les économies émergentes d'Asie (y compris les flux d'IDE entre les économies asiatiques). À l'inverse, la Chine doit actuellement au Japon et aux économies émergentes d'Asie plus des deux tiers des flux d'IDE qu'elle reçoit. Cette part reste bien supérieure à la moitié même si l'on exclut une proportion importante des flux en provenance de la RAS de Hong Kong, car il se peut que ceux-ci fassent partie des capitaux qui sont venus de Chine et y retournent sous le régime fiscal préférentiel accordé aux IDE.

Cette structure des flux de capitaux intrarégionaux est liée à l'évolution du secteur des échanges, où la Chine est devenue un grand centre de transformation des produits venus des autres économies asiatiques et destinés aux marchés des pays industrialisés. C'est ainsi que, sur la période 2000-04, l'augmentation du total des excédents de la Chine au titre de ses échanges bilatéraux avec les États-Unis et l'Union européenne a été contrebalancée dans une large mesure par l'ag-

Gagner d'un côté et perdre de l'autre

La Chine affiche un gros excédent commercial avec les États-Unis et l'Union européenne, mais un large déficit avec ses voisins asiatiques.

Soldes des échanges bilatéraux avec certaines économies (milliards de dollars)

	2000	2004	2000		2004	
	Chine continentale		Chine plus RAS de Hong Kong		variation	
États-Unis	30	80	62	110		
Union européenne	7	35	20	49		
Japon	0	-21	-14	-40	79	77
Reste de l'Asie	-2	-16	-65	-143	-35	-104
Autres	-11	-46	-3	-41		
Total	24	33	0	-65		

Source : CEIC Data Co., Ltd.

Notes : La partie droite du tableau, où la RAS de Hong Kong est ajoutée à la Chine, inclut les importations et exportations de la Chine continentale qui passent par la RAS de Hong Kong (dans la période 2002-04, environ un cinquième des marchandises importées ou exportées par la Chine continentale a été acheminé par la RAS de Hong Kong). Le «Reste de l'Asie» comprend le Cambodge, la Corée, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, Singapour, la province chinoise de Taiwan, la Thaïlande et le Vietnam.



Contrôle de fils dans une fabrique de textiles de Nantong (Chine).

gravation du déficit de ses échanges avec les autres économies d'Asie (voir tableau).

Mais ce tableau est loin d'être complet. L'excédent extérieur courant de la Chine a atteint environ 70 milliards de dollars en 2004, évolution attribuable pour la plupart à l'excédent commercial global. Pendant la période 2001–04, les exportations chinoises se sont accrues au taux remarquable d'environ 30 % en moyenne par an (les importations ont augmenté à un rythme analogue, mais leur niveau est resté inférieur à celui des exportations). Si cette rapide croissance des exportations depuis 2001 peut être en partie attribuée à la faiblesse des coûts de main-d'œuvre et à l'accession de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, l'importance du rôle de son régime de change dans cette expansion prête à controverse.

De 1995 à juillet 2005, le taux de change de la monnaie de la Chine — le renminbi — par rapport au dollar a été maintenu fixe et certaines indications laissent penser que, du fait du déclin accusé par le dollar vis-à-vis des autres principales monnaies ces deux à trois dernières années, le renminbi est maintenant sous-évalué. Les opposants à la politique de change de la Chine ont souvent vu dans l'accumulation rapide de ses réserves une preuve manifeste de cette sous-évaluation. Les réserves internationales brutes suivent une trajectoire ascendante marquée depuis 2001, les trois quarts environ de l'accumulation totale de la décennie écoulée ayant eu lieu dans les trois dernières années (graphique 1). En conséquence, la Chine a maintenant, après le Japon, le stock de réserves internationales le plus élevé du monde.

Comment les diverses composantes de la balance des paiements ont-elles contribué à cet essor? Comme le montre le graphique 2, les excédents courants et les entrées nettes au titre des IDE sont restés assez élevés ces dix dernières années. Ce qui est particulièrement intéressant, c'est que, jusqu'en 2000, ces facteurs ont été contrebalancés par le solde du compte d'opérations financières hors IDE, plus erreurs et omissions, ces dernières étant la catégorie comptable résiduelle de la balance des paiements dans laquelle sont généralement classés les flux non portés au compte des transactions courantes et au compte de capital. Depuis 2001, la somme des erreurs et omissions et du solde du compte de capital hors IDE a fortement fluctué pour

devenir nettement positif en 2003–04. C'est en effet ce dernier qui a principalement contribué à la forte accélération du rythme d'accumulation des réserves depuis 2001. L'une des raisons probables de cette évolution est l'apport considérable de fonds spéculatifs en prévision d'une appréciation du renminbi. Ces flux n'entrent pas toujours dans le pays par les voies officielles puisqu'ils seraient alors soumis au contrôle des capitaux.

Cette analyse des forces derrière la récente accélération marquée du rythme d'accumulation des réserves a des implications importantes. Tout d'abord, elle ne permet pas de conclure catégoriquement que la rapide accumulation des réserves constitue en soi une preuve manifeste d'une forte sous-évaluation du renminbi. Les entrées spéculatives ont tendance à entraîner d'autres entrées spéculatives et ont parfois peu de rapport avec les fondamentaux macroéconomiques. Mais il y a sans aucun doute des forces plus essentielles qui poussent le renminbi à la hausse, notamment un taux de croissance de la productivité de la main-d'œuvre qui semble supérieur à celui enregistré par les principaux partenaires commerciaux de la Chine.

Qui dit flexibilité dit moindres risques

Comme on l'a observé ces dernières années, le fait de résister à la poussée de ces forces fondamentales en faveur d'une appréciation du renminbi en maintenant une parité fixe a en-

Graphique 1

Une forte accumulation de réserves

Le stock de réserves de change de la Chine s'est fortement accru depuis 2001.



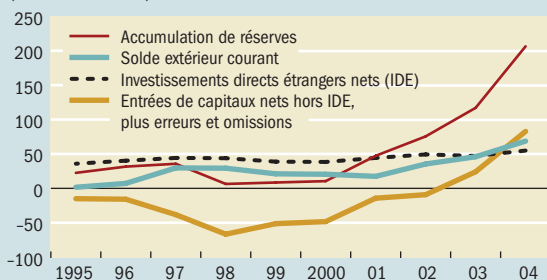
Source : CEIC Data Co., Ltd.

Graphique 2

Derrière le rideau

Les apports de capitaux spéculatifs entrent pour beaucoup dans l'essor des réserves de la Chine.

Facteurs à l'origine de l'accumulation de réserves (milliards de dollars)



Source : CEIC Data Co., Ltd.

traîné des entrées massives de capitaux; de tels afflux de capitaux ont généralement des conséquences défavorables en inondant de liquidités le système monétaire, ce qui pourrait aboutir à une mauvaise répartition des ressources et alimenter l'inflation intérieure.

La Chine a pu contenir certaines de ces pressions intérieures en procédant à une intervention stérilisée — c'est-à-dire en retirant du système financier le surcroît de liquidité qui résulterait autrement des entrées de capitaux et de l'accumulation correspondante de réserves. Elle a maîtrisé les coûts explicites de cette opération tout simplement en exigeant des banques d'État qu'elles achètent des obligations de l'État (ou de la banque centrale) à un faible taux d'intérêt dont le niveau est proche du taux de rendement des réserves ou lui est inférieur. Cette approche a été facilitée par un compte de capital relativement fermé et le fait que le système bancaire est sous contrôle de l'État.

Bien sûr, même la Chine ne peut échapper aux lois fondamentales de l'économie. Il se peut en fait que l'ampleur des coûts de stérilisation ne soit pas simplement discernable. Par exemple, une grande partie de ces coûts a été implicitement supportée par les ménages chinois, qui, faute d'autres possibilités de placement, laissent leur argent dans les banques d'État et obtiennent un taux réel très faible sur leur épargne.

Le régime de parité fixe a suscité une plus grande préoccupation, à savoir que le contrôle des capitaux tend à la longue à s'avérer de plus en plus inefficace à mesure que les incitations à y échapper se renforcent. Le maintien d'un régime de parité fixe face à l'affaiblissement inévitable du contrôle des capitaux pourrait poser des risques pour le système financier, qui reste fragile à bien des égards.

En conséquence, par bien des manières, l'adoption de taux de change plus flexibles atténuera certains de ces coûts et aidera à favoriser la stabilité économique en Chine. Mais les choses ne s'arrêtent pas là.

La concentration des investissements

Vu sous un autre angle, le compte des transactions courantes représente en fait la différence entre l'épargne intérieure et l'investissement intérieur. Le taux d'épargne en Chine est très élevé, l'épargne nationale brute atteignant près de la moitié du PIB — elle recouvre l'épargne des ménages, des entreprises et de l'État. Peut-être faut-il plutôt se demander pourquoi l'excédent extérieur courant n'est que de 5 % du PIB, étant donné que, même à ce niveau, il implique un ratio investissement/PIB étonnant de l'ordre de 40–45 %, les investissements des entreprises y représentant une fraction importante. Un crédit bancaire peu onéreux a fortement contribué au financement du récent essor des investissements.

Des taux d'investissement aussi élevés constituent, en principe, un atout pour les économies en développement, puisque la plupart d'entre elles ont tendance à être riches en main-d'œuvre et pauvres en capitaux. En fait, on pourrait voir dans l'infrastructure relativement développée de la Chine — bien meilleure que celle de beaucoup d'autres économies à un stade de développement analogue — un effet positif de ces taux d'investissement. Mais le fait troublant est que la croissance des investissements s'est concentrée ces dernières années dans quelques secteurs, dont l'aluminium, l'automobile, le ciment, l'immobilier et l'acier.

Bien que la demande se soit fortement accrue, on craint qu'une expansion des investissements de plus de 50 % par an dans certains de ces secteurs — alimentée par un crédit bon marché et un suroptimisme quant à la croissance future de la demande — ne donne lieu à un excédent de capacité. En effet, dans certains secteurs comme ceux de l'automobile et de l'acier, il y a déjà des indications que l'intensification de la concurrence et l'excès de capacité commencent à faire baisser les prix. Il pourrait en résulter une accumulation de nouvelles créances improductives au sein du système bancaire, ce qui ferait perdre beaucoup des acquis de ces dernières années.

En bref, l'un des problèmes fondamentaux de la Chine est le peu de rentabilité (dû à la fragilité des fils du tissu économique) de la forte épargne qui alimente cette rapide croissance de l'investissement. Fournir des capitaux à bas prix aux entreprises, en particulier à celles qui appartiennent à l'État, nécessite l'application de taux d'intérêt peu élevés. Pour que les banques continuent à réaliser un profit, il faut donc que les taux de rémunération des dépôts soient plus faibles. En conséquence, le maintien d'entreprises d'État économiquement non viables et le soutien à ces entreprises par l'intermédiaire du système bancaire entraînent d'énormes coûts implicites.

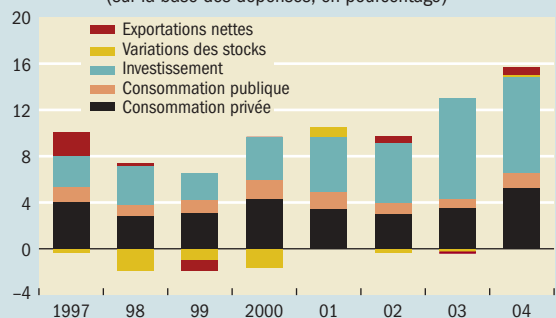
Mais pourquoi s'inquiéter de tout cela si la croissance reste aussi forte qu'elle l'a été ces dernières années? Beaucoup des problèmes de la Chine ne finiraient-ils pas tout simplement par se résoudre d'eux-mêmes? La croissance est sans nul doute un merveilleux remède capable d'atténuer bien des maux. Mais il y a l'élément de risque associé au fait que, ces dernières années, cette croissance a été tirée en grande partie par l'investissement, et plus particulièrement par l'investissement fixe depuis 2001 (graphique 3). Il est probable qu'à long terme, une grosse fraction de ces récents investissements s'avèrera improductive. La construction de ponts, même s'ils ne mènent nulle part, peut relever la production à court terme, mais elle est loin de constituer un bon usage des ressources, car c'est en fin de compte la consommation, et non l'investissement, ni même la production, qui est la vraie mesure du bien-être économique.

Graphique 3

L'essor des investissements

L'investissement est le moteur de la croissance exceptionnelle enregistrée par la Chine ces dernières années.

Contributions des composantes du PIB de la Chine à la croissance de sa valeur nominale (sur la base des dépenses; en pourcentage)¹



Source : CEIC Data Co., Ltd.

¹ Les données officielles ne font pas apparaître une ventilation du PIB selon les dépenses en termes réels (et non nominaux).

Résoudre la quadrature du cercle

Alors, comment résoudre la quadrature du cercle? La réponse — celle que les autorités chinoises elles-mêmes jugent cruciale pour assurer une croissance à long terme qui soit durable — réside dans la réforme du secteur financier. L'efficacité avec laquelle le secteur financier parviendra à assurer l'intermédiation du vaste stock d'épargne de la Chine et à la diriger vers les placements les plus productifs aura de profondes répercussions sur la croissance à long terme. La réforme du secteur des banques d'État est une composante essentielle de ce programme puisque les banques continuent à dominer le paysage financier de la Chine, face au stade de développement peu avancé des marchés boursier et obligataire. Mais le développement du secteur financier en général ne peut pas être ignoré, car il sera essentiel pour fournir d'autres instruments d'épargne et sources de financement aux entreprises et aux ménages. Il présenterait de plus l'avantage de promouvoir les réformes bancaires en exposant les banques d'État à la concurrence intérieure.

Des progrès ont déjà été accomplis dans l'amélioration de la surveillance du système bancaire. La création de la Commission chinoise de réglementation bancaire au début de 2003 et son mandat, qui est de renforcer la surveillance et la réglementation du système bancaire, ont donné une impulsion à la réforme bancaire. Des injections de capitaux dans trois des grandes banques ont amélioré leur bilan et aligné leur ratio de fonds propres sur les normes internationales. Enfin, les investisseurs stratégiques étrangers, qui sont actuellement les bienvenus et ont commencé à acquérir des intérêts dans les grandes banques, devraient leur faire bénéficier de leurs connaissances techniques et leur inculquer de meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise.

Mais il est difficile de secouer le mammoth. Et, en dépit des mesures prises pour rationaliser leurs opérations, les grandes banques chinoises restent massives à tous points de vue — avec leurs centaines de milliers d'employés et leurs dizaines de milliers d'agences dans les régions reculées. Le processus de réforme devient alors un casse-tête logistique. En outre, faire abandonner aux banques la pratique du crédit dirigé et leur apprendre à décider de leurs opérations de prêt en se fondant seulement sur des considérations commerciales et en tenant dûment compte de la viabilité des projets et du degré de risque qu'ils comportent restent un défi de taille. La récente libéralisation des taux prêteurs, qui amènera les banques à bien évaluer les risques, devrait donner une orientation plus commerciale à leurs pratiques de prêt.

Si ces réformes aboutissaient à un relèvement des taux d'intérêt, ne pourraient-elles pas entraîner une réduction des investissements et une augmentation de l'épargne, ajoutant ainsi à l'excédent courant de la Chine? Cela est loin d'être certain. Considérons en premier lieu l'épargne. Donner aux ménages la possibilité de recourir aux marchés financiers pour lisser la consommation pourrait en fait abaisser le niveau de l'épargne de précaution. Cela permettrait en outre aux particuliers d'emprunter sur leurs revenus futurs et pourrait ainsi stimuler la croissance de la consommation. L'épargne des entreprises pourrait elle aussi diminuer si le financement leur était plus accessible pour des projets commercialement viables et si elles n'avaient pas à compter autant sur les bénéfices non distribués.

Quoi qu'il en soit, le ralentissement des investissements ne nuirait-il pas aux perspectives de croissance à long terme de la

Chine? Non, tout à fait le contraire. Freiner la croissance globale des investissements de la Chine et affecter les capitaux à des emplois plus efficaces sont en fait essentiels pour assurer la durabilité de l'expansion économique du pays. Se diriger par ce moyen vers une croissance tirée par la demande intérieure et orienter celle-ci de manière à assurer une croissance tirée par la consommation, et non par l'investissement, aiderait à placer la Chine sur le sentier d'une croissance plus durable.

C'est ici que la flexibilité des taux de change intervient. Le lien avec celle-ci est subtil. Comme la plus grande partie de l'épargne chinoise passe par les banques, un système bancaire davantage guidé par des principes commerciaux assurerait une répartition plus efficace des ressources dans l'économie. Il faudra, pour cela, que les banques réagissent aux mesures de contrôle de l'activité économique axées sur le marché. Parmi les instruments généralement utilisés dans ces circonstances au sein des économies de marché figure le taux d'intérêt à court terme. Cependant, les taux de change n'étant pas flexibles, l'indépendance de la politique monétaire a été considérablement entravée, bien que le contrôle des capitaux ait protégé dans une certaine mesure le système monétaire. Il s'ensuit que les autorités monétaires ont dû se tourner vers des instruments non axés sur le marché, comme la persuasion morale, pour maîtriser la croissance du crédit et de l'investissement. Si cette solution a présenté des avantages à court terme, elle a aussi vicié le processus de réforme bancaire. La nécessité de stériliser d'immenses vagues de capitaux a elle aussi fait peser une lourde charge sur la banque centrale.

Si la flexibilité des taux de change en soi est loin d'être une panacée, l'institution d'une politique monétaire indépendante par un assouplissement du régime éliminerait un important obstacle aux réformes du secteur financier et à d'autres étapes fondamentales du passage à une économie davantage axée sur le marché. Elle offrirait en outre un outil utile face aux chocs extérieurs auxquels la Chine sera de plus en plus exposée dans sa marche vers l'intégration à l'économie mondiale.

En effet, la Chine ne peut plus faire marche arrière, en raison des liens commerciaux et financiers qui l'unissent toujours plus étroitement aux économies de la région et hors d'Asie. La position de plus en plus dominante de la Chine confère aux résultats de son effort de réforme une importance considérable, non seulement pour elle, mais aussi pour l'Asie et le reste du monde. ■

Eswar Prasad, ancien Chef de la Division Chine du FMI, est Chef de division au Département des études de l'institution.

Bibliographie :

FMI, 2004, "People's Republic of China: Article IV Consultation—Staff Report," disponible sur le site www.imf.org.

Prasad, Eswar, Thomas Rumbaugh, and Qing Wang, 2005, "Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China," IMF Policy Discussion Paper 05/1 (Washington: International Monetary Fund).

———, and Shang-Jin Wei, 2005, "China's Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations," IMF Working Paper 05/79 (Washington: International Monetary Fund).

———, and Raghuram Rajan, "China's Financial Sector Challenge," *Op-ed article in The Financial Times*, May 10, 2005.