Une question à mille milliards de dollars : le régime de change chinois est-il caduc ?

Anne-Laure Baldi-Delatte

TRADUIT DE L'ANGLAIS PAR CHLOÉ FROISSART

La récente augmentation des réserves de change de la Chine, dont le montant s'élevait à 1000 milliards de dollars en octobre 2006, appelle à reconsidérer l'analyse de son impact potentiel sur l'économie nationale. Depuis 2003, les spéculations sur une appréciation future du Yuan ont accru l'offre de monnaie en Chine.

L'établissement de certains mécanismes de contrôle sur les flux de capitaux a réduit les capitaux à court terme en 2005 et 2006, mais cela a été compensé par la récente accélération des excédents commerciaux. Au total, une liquidité abondante pourrait être responsable de distorsions analysées par cet article.

En octobre 2006, les réserves de change de la Chine ont atteint le montant critique de mille milliards de dollars américains, apparaissant ainsi comme le premier fonds de réserve de devises étrangères au monde, devant le Japon.

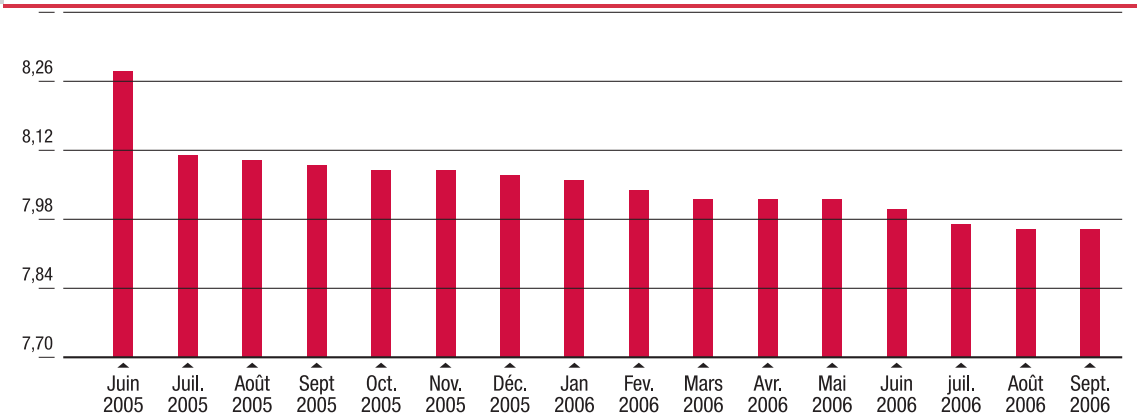
Par conséquent, la controverse sur la politique monétaire de la Chine n'est pas prête de s'arrêter. La Chine est toujours accusée, en particulier par les Américains, de renforcer sa position dans le commerce international en manipulant son taux de change afin de gagner des avantages compétitifs de manière non équitable. Les critiques américains affirment que le surplus de la balance commerciale chinoise qui en est la conséquence, est en partie responsable du déficit commercial inégalé des Etats-Unis. Ils attirent l'attention sur le fait qu'un ajustement pourrait impliquer une forte récession aux Etats-Unis, laquelle pourrait à son tour être déstabilisante pour le reste du monde.

Cependant, les chiffres ne corroborent pas cette argumentation puisqu'en 2005 le surplus du compte courant chinois atteignait 160 milliards de dollars américains (7,2% du PNB chinois) tandis que le déficit américain était presque cinq fois supérieur en valeur absolue, atteignant 790 milliards de dollars (soit 6,5% du PNB américain) [1].

D'autre part, comme Michael Goujon et Samuel Guérineau le notaient récemment dans cette revue, une plus forte appréciation du Yuan n'aurait que des effets modérés sur l'excédent de la balance commerciale chinoise et le déficit américain [2]. Le récent « haro » sur la politique monétaire chinoise devrait en réalité être interprété comme une stratégie protectionniste visant à camoufler des déséquilibres

1. Source : International Financial Statistics (IFS).
2. Voir Michael Goujon, Samuel Guerineau, "La modification de la politique de change chinoise", *Perspectives chinoises*, n° 93, janvier-fevrier 2006, p. 38-49. De fait, premièrement les exportations chinois sont composées essentiellement de pièces détachées importées d'autres pays asiatiques (50% des importations chinoises sont liées aux exportations). Un Yuan réévalué ferait ainsi baisser le coût des importations, impliquant une réduction de la valeur des importations concomitantes à celle des exportations, et donc le maintien de la balance commerciale au même niveau. Deuxièmement, grâce à de faibles coûts salariaux, les exportateurs chinois ont suffisamment de latitude pour réduire leurs marges afin d'ajuster les prix après une réévaluation. Du point de vue de l'Occident, une évaluation engendrerait des effets accrus sur les prix des importations en provenance des Etats-Unis et de l'Europe. Le comportement optimal attendu des secteurs d'importation occidentaux consisterait à se tourner vers des sources d'approvisionnement à plus faibles coûts comme le Vietnam ou d'autres pays moins développés du Sud-est asiatique.

1. Taux de change yuan-dollar. Valeur à la fin de la période. Source : FMI-IFS et BPC



internes aux Etats-Unis. Le fort déficit américain reflète en effet la possibilité pour les Etats-Unis de consommer plus qu'ils ne produisent grâce à une ligne de crédit international illimitée dans leur propre devise [3].

On comprend mieux la position chinoise qui refuse de composer sur sa politique de change. La déclaration que fit Wen Jiabao en septembre 2006 à Singapour, lorsque le G7 et le FMI ont appelé la Chine a accélérer le rythme de sa réforme monétaire, le confirme : « la bande de fluctuation sera progressivement augmentée. Il n'y aura de ce fait plus d'ajustements surprises du taux de change du Yuan [4]. »

La « surprise » faisait référence à l'annonce, le 21 juillet 2005, d'une réforme du régime de taux de change en faveur d'un « régime de taux de change flottant contrôlé et fondé sur l'offre et la demande [5]. »

Il est intéressant d'observer les données. Le diagramme 1 montre une appréciation constante du taux de change dollar-yuan qui a atteint 4% depuis 2005 : de 8,11 en juillet 2005, il a chuté en dessous du point critique des 8 yuans pour un dollar en juin 2006 et a continué de baisser. L'appréciation totale est donc deux fois supérieure au niveau officiellement autorisé en juillet 2005.

Cette appréciation, bien que limitée, est probablement la conséquence de l'introduction d'autres monnaies dans le panier de référence, annoncée dans la réforme du régime de change en 2005 : le Yuan a suivi la tendance de l'appréciation de l'Euro d'environ 2% contre le dollar l'année dernière. De plus, la Banque du peuple de Chine (BPC) a légèrement augmenté au cours de l'année la bande de fluctuation par rapport à la parité centrale (de 3 à 3,65%) (ainsi que Wen Jiabao le mentionnait dans sa déclaration).

Cependant, alors qu'il continuait à s'apprécier légèrement par rapport au dollar, le Yuan se dépréciait par rapport aux autres monnaies. Le taux de change pondéré par les échanges commerciaux de la Chine tel qu'il est calculé par le FMI s'est affaibli de plus de 2% depuis la fin 2005 [6]. L'appréciation du Yuan par rapport au dollar est donc un peu plus rapide que celle annoncée l'année dernière, mais ses fluctuations restent très limitées par rapport à un panier plus large de monnaies.

Depuis le début de la controverse sur sa politique monétaire, la Chine doit faire face à des pressions spéculatives des marchés financiers anticipant une appréciation du Yuan face au dollar. Ces spéculations sont fondées sur le sentiment communément partagé que le Yuan est sous-évalué et sur le pari que les autorités seront contraintes de se plier aux pressions internationales. Les spéculateurs, comptant sur la future appréciation du Yuan, empruntent des dollars en dépit du contrôle sur les changes et les convertissent en Yuan, espérant les échanger de nouveau contre des dollars américains après l'appréciation de la monnaie chinoise et ainsi empocher un bénéfice. Certaines mesures restrictives ont cependant mis un frein aux capitaux à court terme depuis 2005, ce qui s'est traduit par une réduction de l'excédent de capitaux. Mais l'excédent commercial, sans doute favorisé par le taux de change réel, a atteint des taux records sur la même période. La dynamique des

3. Cette possibilité est offerte uniquement aux Etats-Unis et met en lumière un déséquilibre interne au système monétaire international actuel, dans lequel les Etats-Unis sont le seul pays à avoir une ligne de crédit international illimitée dans leur propre devise. Voir Michel Aglietta (2006), *Economie Mondiale*, Cepii.
4. Agence France Presse, 5 septembre 2006.
5. Annonce publique de la BPC concernant la réforme du régime de taux de change du Yuan. Voir site Internet de la BPC.
6. Ce taux de change est disponible dans la base de données du FMI, International Financial Statistics (IFS).

exportations a donc largement compensé la réduction des flux entrants de capitaux à court terme.

Par conséquent, comme nous l'avons mentionné plus haut, le montant des réserves de change a atteint un niveau record. Cette augmentation récente appelle à reconsidérer les arguments développés dans les travaux académiques depuis le début de la controverse [7]. Aussi, cet article tente d'examiner les mécanismes économiques à l'œuvre dans cette importante accumulation de réserves. Il analyse la spéculation sur le Yuan, décrit la nature des capitaux à court terme qui en a résulté, ainsi que les politiques mises en oeuvre par les autorités pour y faire face. Il aborde la manière dont l'accumulation de réserves a alimenté l'offre de monnaie. De fait, le problème central que soulève l'accumulation de réserves a trait aux effets monétaires : en plus de l'inflation qui, comme nous le verrons, n'est pas préoccupante, l'abondante liquidité actuellement dans l'économie chinoise a pour conséquence des distorsions, en particulier la surchauffe de certaines industries, le boom de l'immobilier mais aussi des failles dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

La section 1 décrit l'évolution de la balance des paiements et examine les mesures mises en place par les autorités chinoises. La section 2 aborde les conséquences de l'augmentation de la liquidité en Chine. Les trois distorsions qui en résultent sont analysées dans les sections suivantes : la mauvaise allocation des ressources (section 3), la résilience des investissements due à une politique monétaire inefficace (section 4) et les dommages collatéraux dans le secteur bancaire (section 5).

Des surplus inégalés

Cette section décrit l'évolution de la balance des paiements chinoise qui témoigne de la croissance rapide des surplus commerciaux et des capitaux.

L'augmentation des capitaux à court terme

Une croissance dynamique des exportations, les surplus commerciaux qui en ont résulté et l'importance des investissements directs étrangers (IDE) ont constitué la pierre de touche de la croissance chinoise depuis les années 1990. Le tableau n° 2 montre que les comptes courants et de capitaux ont été excédentaires depuis les années 1990. On peut cependant noter une exception après la crise asiatique de 1997, lorsque le retrait des capitaux autres que les IDE s'est traduit par une balance négative. Il est intéressant de noter que les IDE ont été peu affectés par la crise asiatique et ont dominé les flux entrants de capitaux au cours de la décennie. Contrairement aux autres pays émergeants, en Chine ce sont les IDE qui détiennent clairement la part la plus élevée dans les capitaux entrants. Cela est très positif dans la mesure où les IDE, par nature plus stables que les capitaux de court terme, sont en outre associés au transfert d'expertises technologiques et managériales. La dette extérieure de la Chine et les capitaux entrants autres que les IDE ont été, jusqu'à présent, très limités.

Cependant, l'année 2001 représente une rupture : tandis que, depuis cette date, les surplus du compte courant et les IDE ont continué à augmenter de manière stable, les flux entrants de capitaux autres que les IDE (dernière ligne du tableau) ont connu une croissance très forte, se traduisant en un surplus inégalé de la balance des capitaux qui a atteint son niveau le plus élevé en 2004 [8]. On désigne les capitaux autres que les IDE par l'appellation de "*hot money*" afin de souligner leur nature spéculative.

La nature des flux entrants à court terme

La spéculation sur l'appréciation du Yuan a constitué le facteur déterminant de ces flux entrants de capitaux. La perception par le marché de la sous-évaluation du Yuan a nourri la croyance commune que les autorités chinoises allaient céder aux pressions politiques américaines. Par ailleurs, la dépréciation continue du dollar américain face à l'Euro et d'autres monnaies a conduit les spéculateurs à prévoir l'ajustement par la Chine de son taux de change.

Une manière simple de tirer avantage de cette situation a été, pour les agents économiques chinois, d'emprunter des dollars et de les convertir en Yuan en espérant pouvoir rembourser les prêts après l'évaluation. Aussi, la source la plus importante de capital étranger à court terme a pris la forme d'emprunts, en particulier les dollars américains offshore

7. Voir, entre autres, Goldstein Morris (2005), « Adjusting China's exchange rate policy », papier présenté lors du séminaire organisé par le Fonds Monétaire International sur le système de change chinois, Chine, mai 2004. Goldstein, Morris et Lardy (2004), « The Future of China's Exchange Rate Regime », Institute for International Economics, Washington, Michael Goujon et Samuel Guerineau (2006) cité ci-dessus, Ronald Mc Kinnon et Gunther Scnabl (2005), « China's exchange rate and International Adjustment in Wages, Prices and Interest Rates: Japan Deja Vu? », CESifo Working Paper, n° 1720, Stephen Green, « Making monetary policy work in China : A report from the money market front line », Stanford Center for International Development, Working Paper n° 245, July 2005

8. Voir Eswar Prasad et Shang-Jin Wei (2005) « The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations », Working paper du FMI, et une mise à jour de leur étude réalisée par Brad Setser et Casson Rosenblatt (2006), « RGE China Reserve Watch », disponible sur le site du Roubini Global Economics Monitor.

2. Balance des paiements (en milliards de dollars américains) [9]

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Balance des transactions courantes	7,2	37,0	31,5	21,1	20,5	17,4	35,4	45,9	68,7	160,8
Balance des capitaux et financière	40,0	21,0	-6,3	5,2	1,9	34,8	32,3	52,7	110,7	63,0
IDE	38,1	41,7	41,1	37,0	37,5	37,4	46,8	47,2	53,1	67,8
Portefeuille	1,7	6,9	-3,7	-11,2	-4,0	-19,4	-10,3	11,4	19,7	-4,9
Autres investissements	0,2	-27,6	-43,7	-20,5	-31,5	16,9	-4,1	-5,9	37,9	-4,0
Erreurs et omissions	-15,5	-22,1	-18,9	-17,6	-11,7	-4,7	7,5	18,0	26,8	16,4
Balance du compte des capitaux non IDE (inclut les erreurs et omissions)	**-13,6**	**-42,8**	**-66,3**	**-49,4**	**-47,3**	**-7,3**	**-6,9**	**23,5**	**84,4**	**-25,4**

Source : Base de données IFS, FMI

empruntés par les ménages, les entreprises et les banques chinoises. La seconde catégorie est constituée par les autres types de capitaux. Selon Eswar Prasad et Shang-Jin Wei, elle correspond au retrait des prêts réalisés par les banques chinoises auprès d'agents étrangers « afin de répondre à l'accroissement de la demande domestique concernant les prêts libellés en devises étrangères » [9].

Par ailleurs, les réformes institutionnelles ayant affecté le capital étranger dans les bourses chinoises ont contribué à accroître les capitaux entrants à court terme. De fait, les étrangers ont obtenu en 2002 le droit de faire des investissements sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen pour autant qu'ils soient encadrés par la réglementation portant sur les actions de type A émises en yuan. Depuis lors, la valeur des titres et actions est passée de 2,25 milliards de dollars américains en 2002 à 20 milliards en 2005.

Le renforcement des contrôles de capitaux.

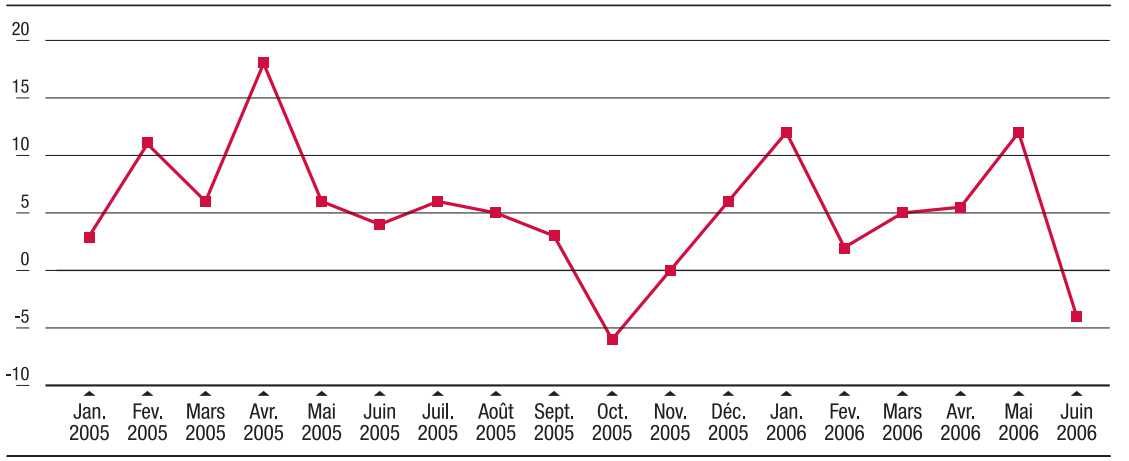
La libéralisation du compte de capital en Chine s'apparente à une « évolution plutôt qu'à une révolution » : elle a lieu de manière très progressive. Tirant les leçons des expériences de ses voisins asiatiques, la Chine a su mettre l'accent sur les capitaux étrangers susceptibles de lui apporter des savoir-faire techniques et de marketing. La dette étrangère et les investissements de portefeuille, beaucoup plus instables par nature, ont été découragés par des contrôles de capitaux, tels que l'instauration de quotas sur la dette extérieure.

Cependant, ces contrôles n'ont eu que des effets limités. La catégorie « erreurs et omissions », qui représente les flux de capitaux non-enregistrés en Chine (la plupart du temps via Hong Kong), est passée d'une moyenne négative pour la période 1998-2000 à une moyenne positive pour la période 2001-2004, indiquant l'existence de failles dans le système et la possibilité pour les Chinois à l'étranger de rapatrier leur argent illégalement.

Alors que la Chine est supposée relâcher progressivement son contrôle des changes conformément aux négociations de l'OMC, l'autorité de régulation, le SAFE (State Administration of Foreign Exchange), a de nouveau renforcé les contrôles sur les capitaux entrants à partir de 2005 afin de mettre un frein aux emprunts à l'étranger. Les quotas imposés par les banques étrangères et chinoises sur la dette extérieure ont été réduits, ainsi que la conversion de prêts en devises étrangères et la propriété immobilière des résidents étrangers. Parallèlement, on a assisté en septembre 2006 à une nouvelle levée des restrictions sur les capitaux entrants étrangers de long terme afin de mettre un frein à l'afflux de « *hot money* » et encourager plus d'investissements à long terme de capitaux étrangers sur les marchés des valeurs chinoises [10]. Au total, le diagramme 3 et le tableau 1 apportent la preuve que ces contrôles ont été réellement efficaces pour réduire les capitaux à court terme.

9. Eswar Prasad et Shang-Jin Wei, *on. cit.*, p. 11.
10. « China chases foreign capital », John Ng, Asia Times online, 29 août 2006.

3. Flux de capitaux hors IDE entre janvier 2005 et Juin 2006 (en milliards de dollars américains)



Source : Mise à jour de la Banque mondiale

Depuis 2005, les capitaux à court terme sont plus instables: en 2005, la balance du compte des capitaux autres que les IDE était négative en raison d'une forte oscillation intervenue juste après que la BPC a annoncé qu'elle laisserait le Yuan se déprécier. La « *hot money* », stimulée par la réalisation de profits, s'est retirée pour un temps et a de nouveau atteint des taux records en novembre 2005 pour décroître en 2006, probablement en raison des nouveaux contrôles sur la dette extérieure précédemment décrits. Le diagramme ci-dessous, reproduit à partir d'une mise à jour récente de la Banque Mondiale [11], met en évidence les oscillations de « *hot money* » en 2005 et 2006, et donne une bonne illustration des revers typiques auxquels les capitaux spéculatifs sont généralement soumis.

Toutefois, la croissance rapide des surplus commerciaux depuis 2005 a compensé la réduction des capitaux.

La croissance rapide des surplus commerciaux depuis 2005

Le surplus de la balance commerciale a atteint de nouveaux records en 2005 et 2006 en raison d'exportations particulièrement dynamiques combinées à une diminution de la croissance des importations. Le surplus de la balance commerciale chinoise a franchi les 100 milliards de dollars au cours des neufs premiers mois de 2006, et devrait dépasser les 134 milliards enregistrés pour l'année 2005.

L'importance des surplus des balances commerciale et de capitaux a poussé les réserves de devises étrangères de la Chine à des taux records décrits dans la section suivante, qui aborde également les effets sur l'offre de monnaie qui en ont découlé.

Les effets sur l'offre de monnaie

Une forte accumulation de réserves

Les surplus, à la fois de la balance commerciale et de capitaux, ont été responsables d'une extraordinaire accumulation des réserves de devises étrangères par la Banque centrale. La Chine détient le premier fonds de réserves de devises devant le Japon.

Le montant des réserves de change de la Chine n'a cessé d'augmenter depuis 1998. Mais la première ligne de la figure 4 montre que l'accumulation a commencé à augmenter de façon significative à partir de 2001 et de manière très importante à partir de 2003. La fin du retrait de la « *hot money* » et les flux entrants des IDE ont accéléré l'accumulation des réserves. A la fin 2005, les réserves de la Chine atteignaient US$ 800 milliards et à la fin juin 2006, le total des réserves de change atteignait 941 milliards [12].

Le même tableau fournit une analyse de la construction des réserves de change jusqu'à 2005. Il confirme un changement dans la composition de la balance des paiements et une augmentation de la balance de capitaux après 2001 due aux capitaux hors IDE. Les mesures de restriction sur la dette extérieure sont parvenues à mettre un frein aux capitaux entrants à court terme. Mais, comme nous l'avons mentionné, les réserves ont continué à s'accroître en 2005 en raison de surplus commerciaux records et des flux entrants des IDE, ces tendances s'étant confirmées en 2006.

11. Mise à jour de la Banque mondiale, *China Quarterly*, août 2006.
12. Source : *ibid.*

4. Balance commerciale
(en milliards de dollars américains)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Exportations	249	266	326	438	593	762
Importations	-215	-232	-281	-394	-534	-628
BALANCE COMMERCIALE	34	34	44	45	59	134

Source: FMI-IFS

5. Décomposition de la récente construction de réserves [14]. (en milliards de dollars américains)

	Moyenne 1998-2000	Moyenne 2001-2005	Moyenne 2001-2004
Augmentation des réserves	8,6	130,7	111,1
Balance du compte des transactions courantes	24,4	65,6	41,8
Balance du compte des capitaux	0,3	58,7	57,6
IDE	38,5	50,5	46,1
Erreurs et omissions nettes	-16,1	6,2	11,9
Balance du compte des capitaux hors IDE (inclut les erreurs et omissions)	-54,3	13,7	23,4

Source : Banque de données IFS, FMI

Stérilisation partielle

Des opérations de stérilisation sont généralement mises en œuvre par les banques centrales lorsqu'un montant important de capitaux est injecté dans l'économie, dans la mesure où l'offre additionnelle de monnaie qui s'en suit a un effet potentiellement inflationniste. Ces opérations font référence à des mécanismes qui visent à empêcher les flux de capitaux étrangers d'entrer dans l'économie nationale.

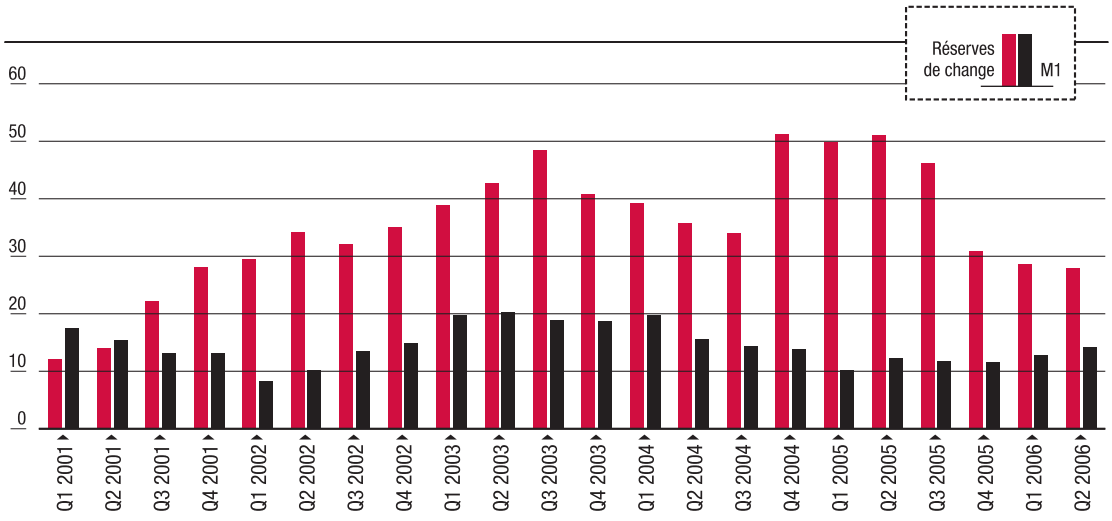
Tandis qu'à la fin des années 1990, la BPC tentait de stimuler l'économie et de favoriser la croissance du crédit qui a décliné jusqu'en 2002, elle a dû depuis prendre des mesures inverses pour faire face à l'important flux entrant de capitaux. Afin de limiter l'accroissement monétaire, les autorités chinoises ont mis en place une politique de rétrécissement de la masse monétaire au moyen d'opérations d'*open market* (interventions discrétionnaires de la BPC sur les marché des valeurs chinoises), de contrôles administratifs et d'augmentation des réserves obligatoires dans le secteur bancaire. Comme le montre le tableau 6, l'offre de monnaie, ici mesuré par l'agrégat M1 (monnaie en circulation plus dépôts dans le système bancaire), a décru de manière significative entre le début de 2004 et 2005.

Généralement, le montant des capitaux entrants stérilisé par la Banque centrale est sujet à caution dans la mesure où celle-ci peut utiliser différents moyens, qui ne sont pas toujours transparents. L'émission de titres publics par la Banque centrale portant sur la transformation de la liquidité en avoirs non liquides, est le moyen le plus évident et le plus simple d'estimation. En Chine cependant, étant donnée la présence de l'Etat dans le secteur bancaire, la Banque centrale peut émettre des obligations en dehors du marché, en les adressant directement aux banques étatiques sans annonce publique [13]. Le montant et les conditions de ces émissions restant confidentiels, les estimations sont hasardeuses, ce qui explique que la littérature portant sur ce sujet mentionne des chiffres très différents. Ainsi, Green estime que la BPC a stérilisé 812.6 milliards de yuans (USD 98.3 milliards), montant équivalent à 47.5% des flux entrants de capitaux étrangers en 2004 [14]. Selon des estimations plus optimistes, ce taux se situerait plutôt entre 70 et 80%.

L'examen de la corrélation entre la croissance des réserves de devises étrangères et M1 peut donner une idée approximative de l'impact des flux entrants de devises étrangères sur la liquidité du pays. D'après le diagramme 6, les deux variables en croissance semblent avoir été corrélées entre 2002 et la fin 2004, ce qui correspond également à la période où les capitaux entrants à court terme ont atteint leur niveau le plus élevé. Cela donne ainsi une indication de l'impact des capitaux entrants sur la liquidité du pays. Par la suite, comme nous l'avons déjà mentionné, les autorités ont restreint en 2005 les quotas de la dette extérieure et ont adopté en parallèle des mesures pour réduire l'accroissement de la masse monétaire du pays. Ces mesures ont apparemment eu des effets à la fois sur les capitaux entrants à court terme (voir les figures précédentes) et la croissance monétaire (voir le diagramme 6). Mais la croissance de la masse monétaire a de nouveau repris en 2006.

13. Voir l'émission « secrète » d'obligation de quatre banques d'Etat en 2005.
14. Voir Stephen Green, « Making monetary policy work in China : A report from the money market front line », Stanford Center for International Development, Working Paper n° 245, Juillet 2005 et Goldstein, « Adjusting China's exchange Rate Policies », papier présenté au séminaire sur le système de change de la Chine organisé par le FMI, Dalian, Chine, 26-27 mai 2004. Green estime le montant de la stérilisation à partir du changement au passif du montant d'obligations déclaré par la Banque centrale.

6. Croissance annuelle des Réserves de change et de M1 ajustée de la saisonnalité
(en %)



Source : FMI. IFS

En théorie, l'accélération de la croissance monétaire produit de l'inflation. Cependant, le taux d'inflation est resté bas et stable en Chine (2,6% dans le dernier quart de 2003, 3,5% au quatrième trimestre 2004 et redescendu à 1,3% au quatrième trimestre 2005). Ceci n'est pas surprenant : l'abondance de la force de travail a pour conséquence de limiter les pressions inflationnistes, en dépit de forts taux de croissance. Les facteurs typiques sont les faibles coûts salariaux et la surcapacité de l'industrie qui ont pour effets d'affaiblir les pressions sur les coûts unitaires.

La gestion de son portefeuille de devises étrangères, qui fournit des revenus à la BPC (voir l'encadré ci-dessous), ne produit pas d'inflation, tandis que l'offre de devises peut être contrôlée au moyen de mesures de restriction de la masse monétaire. Pourquoi donc devrions-nous nous inquiéter ?

En réalité, les investissements n'ont pas diminué et de nombreux experts pointent les risques de surchauffe encourus par la Chine. Dans les sections suivantes, nous allons passer en revue les différentes distorsions présentées dans la littérature.

La mauvaise allocation des ressources

On craint de plus en plus d'effets de surchauffe en Chine. Une monnaie à la fois abondante et bon marché a créé un essor des prêts bancaires en 2003 – la croissance du crédit était de 20% cette année là – ce qui a alimenté à la hausse à la fois la production industrielle et les investissements en capital fixe (usines, voies de communications et autres infrastructures) de plus de 30% par an.

Coûts… et bénéfices de la défense du taux de change pour la BPC.

Généralement, la stérilisation coûte les intérêts payés sur les titres émis par la Banque centrale afin de stabiliser l'entrée de capitaux étrangers. Mais la Chine jouit actuellement de conditions de taux anormales, c'est-à-dire d'une marge positive entre les taux d'intérêts monétaires américains et chinois. Comme le souligne Green, les titres de la BPC sont côtés à 2,82% tandis que l'instrument équivalent américain est à 3,83%. La marge devrait continuer de croître dans la mesure où l'importance de la liquidité en Chine exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt alors que la Réserve fédérale continue de resserrer les conditions monétaires aux Etats-Unis. Se fondant sur ce raisonnement, Green estime que la BPC a obtenu des revenus nets de ses investissements réalisés au moyen de ses réserves de devises étrangères.

Comme nous l'avons mentionné plus haut, la stérilisation par la BPC d'une partie de la masse monétaire et les mesures administratives ont eu des effets certains sur les agrégats monétaires, ainsi que sur le financement d'investissements par crédit, même si sur ces derniers, les effets semblent avoir été plus limités. L'investissement en capital fixe est passé de 30% par an durant le dernier trimestre 2003 à 25% au quatrième trimestre 2004 puis est remonté à 27,5% durant le deuxième trimestre de 2006.
L'investissement était particulièrement important dans l'industrie (plus de 35% de croissance au premier semestre), en particulier dans les industries manufacturières et minières. Pour la même période, l'économie a crû de 11,3% par an sur une base annuelle en termes réels, ce qui représente le taux le plus fort depuis 1995. Après une baisse significative de la croissance de M1 en 2004 et 2005, le taux est à nouveau remonté en 2006, atteignant 14% de croissance annuelle durant le second trimestre 2006.

a) L'immobilier

Etant donné que le taux de croissance des indices des prix de la consommation et de la production est respectivement de 1,3 et de 2,7%, le risque d'inflation semble jugulé. Mais la mauvaise allocation des ressources dans certains secteurs a affecté les prix relatifs, et non l'index général des prix comme le prévoit la théorie. En effet, comme dans beaucoup d'autres pays, les prix des actifs ont augmenté rapidement. C'est la conséquence d'une liquidité abondante dans les entreprises ainsi que dans le système financier, qui a accéléré l'augmentation des investissements dans certains actifs. Les prix dans le reste de l'économie ne se sont pas ajustés, la faiblesse des salaires et l'importance du chômage ayant créé, comme nous l'avons mentionné, des pressions à la baisse sur ceux-ci.
Le développement de l'immobilier dans les zones urbaines représentait 20% de l'investissement total avant 2003 et sa proportion a augmenté pour atteindre 30% depuis lors. La croissance de l'investissement en milieu urbain est de 30% en 2006 (base annuelle). Les prix de la propriété privée des logements ont augmenté de 9% au niveau national pour la même année, contre 2% pour l'index général du taux d'inflation. Cette tendance est particulièrement prononcée dans les grandes villes : par exemple, les prix à la vente des logements à Shanghai ont augmenté de 21% entre 2000 et 2003, contre une moyenne de 3% dans les zones rurales.
Dans la première moitié de 2006, les prix de l'immobilier ont augmenté de 5,6% sur une base annuelle, les prix de l'immobilier résidentiel continuant à augmenter plus rapidement que les prix de l'immobilier commercial. Des contrôles administratifs ont été mis en œuvre dans les secteurs fonciers au niveau national, impliquant par exemple à Shanghai une augmentation des prix de 5% en 2004, légèrement moins importante que la moyenne nationale. Mais à Pékin, les augmentations de prix ont malgré tout été plus importantes que la moyenne nationale. On se réfère souvent à l'augmentation rapide de la croissance des revenus urbains pour montrer que les augmentations de prix n'impliquent pas nécessairement l'existence d'une bulle dans les grandes villes. Il est cependant nécessaire de garder à l'esprit que la variable du revenu urbain cache de grandes inégalités de revenus.

b) Les industries de la construction et de l'automobile, le secteur d'exportation

L'importance des investissements dans l'industrie de la construction – ceux-ci sont montés en flèche atteignant 50% de croissance durant le premier semestre de 2006 – a eu un effet direct sur le boom de l'immobilier. Il existe d'autre part, des signes d'investissements excessifs dans des industries telles que l'acier, l'aluminium et le ciment, qui ont connu respectivement une croissance de 90%, 90% et 120% en 2005. Or, la surcapacité, conséquence directe d'une croissance rapide des investissements, n'encourage pas l'amélioration des rendements. L'industrie automobile, où les entreprises en concurrence augmentent continuellement leur capacité de production, illustre la manière dont la mauvaise allocation des ressources engendre une faible productivité. La capacité totale sur une année de production de voitures de la Chine atteindra 15 millions d'unités en 2007, alors que la demande annuelle se situera autour de 7 millions d'unités selon les prévisions de la Commission nationale pour la réforme et le développement.
Par ailleurs, le taux de change actuel est favorable aux marges dans les secteurs exportateurs, donnant plus d'opportunités de faire des profits faciles dans ces secteurs, qui à leur tour attirent une large part de l'investissement total (plus de 35%). On peut craindre que cette surcapacité décourage l'amélioration de la productivité dans les secteurs liés aux exportations.
Pourtant, l'importance des investissements et leur concentration dans les secteurs liés aux exportations sont contraires à l'un des objectifs mis en avant dans le onzième Plan quinquennal, qui prévoit de réduire la part des exportations et de l'accumulation de capital dans la croissance. Conformément à cet objectif, la Chine doit réduire sa dépendance par

rapport aux exportations et à l'investissement et doit se tourner vers son marché interne pour construire une croissance économique durable. Aussi, les profits faciles dans les exportations et une monnaie bon marché alimentant d'importants investissements vont-ils vraisemblablement retarder le transfert de l'allocation des ressources vers le marché intérieur [15].
section suivante analyse les raisons pour lesquelles le resserrement de la politique monétaire a peu d'effets sur l'investissement.

La résilience des investissements

Les faibles effets du resserrement de la politique monétaire chinoise sont dus à différents facteurs, parmi lesquels beaucoup sont liés à l'importance de la liquidité dans l'économie chinoise aujourd'hui.

L'auto-financement

Différentes enquêtes révèlent qu'une grande part de l'investissement des entreprises en Chine est auto-financée, les prêts bancaires représentant une source marginale de financement [16]. En 2004, une enquête de l'OCDE, révélait que les entreprises privées, qui représentent 57% de la valeur ajoutée du secteur productif non-agricole, ont reçu seulement 4% du total du crédit bancaire. L'écrasante majorité du crédit bancaire est donc encore allouée principalement aux entreprises d'Etat.
Par conséquent, plus les profits sont élevés, plus la croissance des investissements risque d'être forte. Or, des études récentes montrent que les profits du secteur privé ont progressé, contrairement à une opinion communément admise portant sur l'inefficience du secteur privé chinois [17].
Le montant des profits le confirment : les profits totaux de l'industrie ont augmenté de 28% sur une base annuelle dans la première moitié de 2006. Cela s'explique par un taux de croissance de la productivité totale des facteurs parmi les plus rapides du monde. D'une part, parce que l'économie chinoise est toujours dans une phase de rattrapage. D'autre part, le dynamisme du secteur d'exportation, favorisé par le taux de change réel, s'est répercuté sur les autres secteurs.
Aussi, les investissements étant financés par les profits, les entrepreneurs ne sont pas sensibles aux mesures ayant des effets sur le crédit (augmentation des taux d'intérêt, mesures administratives...). On comprend mieux dans ce contexte les faibles effets de la politique monétaire en vigueur depuis 2002.

b) Un secteur financier peu développé

Hormis le canal du crédit, les autorités détiennent également en théorie d'autres moyens d'actions à travers le marché financier. Par exemple, lorsque les taux d'intérêt augmentent, les agents transfèrent leurs espèces et dépôt vers des actifs moins liquides générant des intérêts, ce qui réduit les niveaux de consommation et d'investissement dans la mesure où les ménages et les entreprises remettent leurs dépenses à plus tard. Mais en Chine, les marchés financiers sont encore peu développés. Les banques offrent peu d'instruments d'épargne et les bourses de Shanghai et de Shenzhen sont d'une taille relativement réduite à l'échelle régionale et internationale (la somme des activités de deux marchés représente moins de la moitié de l'activité de la bourse de Hong Kong). Cette situation réduit significativement l'échelle des changements monétaires et contribue à accroître le peu de sensibilité des agents privés – ménages et entreprises – à la politique monétaire.

c) Abondante liquidité dans le secteur bancaire

Comme nous l'avons mentionné dans la première section, une partie des flux entrants de capitaux est composée d'emprunts à l'étranger réalisés par les banques chinoises. En contrepartie, le secteur bancaire offre peu d'opportunités de prêts (en raison des contrôles administratifs) et dispose d'une panoplie restreinte d'instruments via le marché financier.
Par conséquent, les banques chinoises détiennent beaucoup de liquidités et la plupart d'entre elles n'ont pas besoin d'emprunter auprès de la Banque centrale pour leurs activités. Elles ne sont donc pas sensibles aux taux de réescompte de la BPC, c'est-à-dire au prix auquel les banques empruntent de l'argent à la Banque centrale.
Le taux de réescompte est pourtant un instrument fondamental de la politique monétaire moderne : dans la mesure où elles sont sensibles au prix de la monnaie, les banques

15. Il est intéressant de mettre cela en perspective avec les objectifs affichés par les autorités chinoises. La situation actuelle est bien sûr incomparablement meilleure que celle des années 1980, où l'allocation des ressources était encore très irrationnelle.
16. Voir l'enquête sur la Chine menée par l'OCDE, septembre 2005 et plus récemment Bert Hofman et Louis Kuijis, « Profits Drive China's Boom », *Far Eastern Economic Review*, vol. 169, n° 8 (2006). Il faut noter toutefois que ce n'est pas un trait spécifique à la Chine. Ce fait stylisé est également observé dans beaucoup de pays émergents, en Amérique Latine notamment.
17. Des données et analyses récentes peuvent être trouvées dans les articles suivants : Hong Liang, 2006 « China's Investment Strength is Sustainable » Goldman Sachs Global Economics Paper n°146 (octobre 2006), et l'article de Bert Hofman et Louis Kuijis (art. cit.).

augmentent (ou diminuent) leurs prêts lorsque le taux de réescompte diminue (ou augmente). Dans le système bancaire américain par exemple, la Réserve Fédérale tend à maintenir une liquidité restreinte afin d'optimiser sa politique.

Au total, en Chine, le secteur bancaire n'est pas sensible au prix de la monnaie prêtée par la Banque centrale dans la mesure où il est déjà très liquide et n'a pas besoin d'emprunter. Les mesures classiques de restriction de la masse monétaire, telles que l'augmentation des taux d'intérêt ou des réserves obligatoires, ont donc une portée limitée.

Pour garder le contrôle sur les agrégats monétaires, la BPC a recours à des règlementations directes, qui contribuent à augmenter un niveau de régulation du secteur bancaire déjà élevé et à retarder la nécessaire réforme du secteur. La section suivante décrit les effets secondaires de la croissance des liquidités sur le secteur bancaire.

Dommages collatéraux dans le secteur bancaire

Il est important de rappeler que le secteur bancaire chinois reste un secteur économique vulnérable [18]. De fait, la politique d'encadrement administratif des crédits, de même que l'inefficacité des prêts accordés par les banques publiques commerciales aux entreprises d'Etat sont à l'origine d'un montant important de créances douteuses. Depuis la fin des années 1990, le gouvernement chinois a mis en œuvre une série de mesures importantes visant à nettoyer les bilans bancaires, à restructurer et à recapitaliser les banques. Ces mesures ont permis de réduire les créance douteuses dans le système bancaire, celles-ci étant passés de 20% des prêts en 2002 à 10% en 2005 [19] (le coût total de restructuration était estimé à 22% du PNB de 2005 [20]).

Mais les changements de comportement prennent du temps : la capacité d'évaluation du risque de crédit du secteur bancaire chinois reste faible. Comme l'a montré R. Podpiera dans une récente étude, cette évaluation reste indifférenciée. Les prêts bancaires restent toujours soumis à la disponibilité des fonds et ne prennent pas en compte la profitabilité des entreprises. Comme nous l'avons déjà mentionné, la majorité des prêts est toujours allouée aux entreprises d'Etat. En d'autres termes, le système bancaire chinois ne joue pas son rôle d'intermédiaire de l'épargne privée.

Dans ce contexte, les politiques d'ajustement macro-économiques restreignant les prêts ont non seulement des effets limités sur les investissements, mais empêchent également le secteur bancaire de développer son rôle d'intermédiaire de l'épargne privée.

Une illustration est fournie par le marché interbancaire qui ne se développe pas aussi rapidement qu'il pourrait le faire dans une économie en plein essor (il est resté constant depuis plusieurs années). Ce phénomène peut s'expliquer par deux raisons.

D'une part, l'importance de la liquidité, combinée à l'anticipation d'une appréciation, contribue à maintenir un taux d'intérêt particulièrement bas. Le taux d'intérêt interbancaire, le seul à avoir été libéralisé jusqu'ici, est en effet très bas -1,4% en mars 2006- et n'a cessé de diminuer depuis qu'il a été libéralisé en 2002 (par comparaison, il se situe autour de 4,25% aux Etats-Unis).

D'autre part, le secteur bancaire préfère maintenir des dépôts à la Banque Centrale. En effet, premièrement, le niveau des réserves obligatoires a été rehaussé en 2006 afin de répondre au problème de la forte croissance du crédit. Deuxièmement, la BPC paie un intérêt de 0,99% sur les excès de dépôts afin de maintenir à niveau la profitabilité du secteur (contrairement à beaucoup d'autres pays où les excès de réserves ne sont pas rémunérés par des taux d'intérêt). En comparaison, le taux d'intérêt sur le marché interbancaire (1,4%) n'apparaît donc pas assez élevé pour encourager une activité sur ce marché.

b) Le marché financier informel

Les mesures restrictives sur l'augmentation du crédit ont eu un autre effet secondaire : le renforcement du marché financier informel aux dépends du secteur bancaire. Les moyens informels de financement existent depuis longtemps en Chine. Il est difficile d'estimer le montant des flux financiers circulant par le marché financier informel ; mais ce dernier est devenu un trait caractéristique (comparé aux modèles occidentaux de croissance économique) et un facteur significatif de la croissance chinoise. Le financement informel n'est pas uniquement fondé sur les relations de parenté ou communautaires, les entrepreneurs lèvent également des

18. Richard Podpiera, « Progress in China's Banking Sector Reform : Has Bank Behavior Changed? », Working Paper du Fonds Monétaire International, WP/06/71, mars 2006, et Wing Thye Woo, « La réforme inachevée de l'économie chinoise. Une intermédiation financière efficace permettrait de mettre fin à la tendance inflationniste », *Perspectives chinoises* n° 79 (septembre-octobre 2003), p.4 offrent des analyses récentes du secteur bancaire chinois.
19. Richard Podpiera, art. cit.
20. Guonan Ma, « Who pays China's Bank Restructuring Bill? », Working Paper du Cepii n° 2006-04, 2006.

fonds grâce à des emprunts informels réalisés auprès d'entreprises et d'institutions. Une raison majeure de lutter contre la formation d'un marché financier informel et de promouvoir le développement d'un secteur bancaire formel est le rôle de ce dernier dans la transmission des politiques monétaires. Lorsque la monnaie circule hors du secteur formel, la Banque centrale n'a aucun moyen de la contrôler.
Au total, le secteur bancaire chinois s'améliore grâce à un processus de réformes qui a déjà réduit un certain nombre de mauvaises pratiques. Mais son rôle d'intermédiaire de l'épargne ne s'est pas encore affirmé. La faiblesse des taux d'intérêts et les mesures de restriction des prêts vont à l'encontre de la réforme du secteur. Pourtant, l'accélération de la libéralisation du commerce et la confrontation à la concurrence internationale font plus que jamais apparaître la mise en œuvre d'un processus de réformes dans le secteur comme une priorité.

Conclusion

L'incertitude entourant la poursuite de l'appréciation du Yuan a attiré des flux entrants massifs de capitaux spéculatifs et a contribué à une augmentation rapide de la liquidité de l'économie chinoise. Certaines mesures de contrôle des flux entrants de capitaux ont réduit les capitaux à court terme en 2005 et 2006, mais cette réduction a été compensée par une très forte augmentation des surplus commerciaux et des IDE. Afin de maintenir la parité du Yuan , la Chine a accumulé les réserves de change, qui ont atteint un taux record en 2006.
Certaines restrictions sur le crédit ont été efficaces pour réduire la croissance monétaire, mais pas celle des investissements. Par conséquent, certaines ressources sont mal allouées, le secteur bancaire abonde en liquidités et la politique monétaire a des effets limités. Des analyses contradictoires peuvent s'avérer correctes sans qu'aucune ne fournisse une image exhaustive de la situation actuelle : il existe simultanément des pressions inflationnistes dans certains secteurs, tel celui des actifs, et des pressions déflationnistes, s'exprimant par exemple par la faiblesse des taux d'intérêts due à une forte liquidité.
Cet article ne conclut pas en faveur d'une nécessaire flexibilisation du Yuan. Il existe des risques associés à une évaluation trop rapide. L'enseignement tiré de cette analyse est le suivant : les autorités chinoises semblent parfaitement à même de contrôler l'expansion de la masse monétaire grâce à des mesures de restriction, mais une attention particulière doit être accordée aux effets secondaires affectant en particulier la politique monétaire et le secteur bancaire.
Une question très intéressante qui se pose désormais, mais qui dépasse la portée de cet article, consiste à savoir si une partie des réserves de change de mille milliards de dollars peut être utilisée par les autorités dans l'économie, et à quelle fin. •