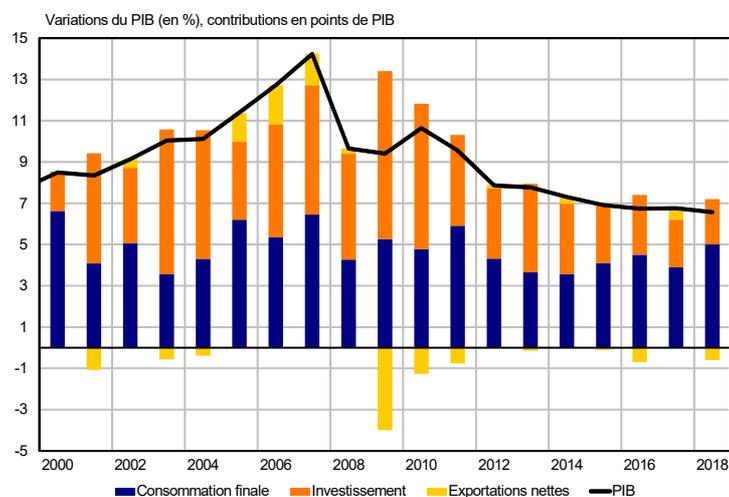


Les mutations économiques de la Chine depuis 20 ans

- Dans les deux décennies qui ont précédé la crise récente du coronavirus, la Chine a connu d'importantes transformations économiques. L'émergence de la Chine dans les années 2000, devenue l'un des piliers de l'économie mondiale, s'est appuyée sur un modèle de croissance fondé sur l'investissement et l'intégration dans les chaînes de valeurs mondiales. Après avoir connu une croissance réelle très dynamique entre 1980 et 2010 (+10 % par an en moyenne), l'activité économique chinoise est entrée dans une phase de ralentissement, tombant à +6,1 % en 2019, son plus bas niveau depuis 1990, principalement sous l'effet d'une baisse de la contribution de l'investissement à la croissance, témoignant de l'essoufflement de ce modèle.
- En Chine, le PIB par tête a été multiplié par 9 depuis 25 ans grâce aux progrès économiques considérables engrangés sur cette période, ce qui a permis à 745 millions de personnes de sortir de la pauvreté. Toutefois le modèle de croissance chinois, largement financé par l'endettement des entreprises et des collectivités locales, a entraîné de forts déséquilibres internes : (i) un endettement devenu excessif de l'ensemble de ses agents économiques (entreprises, secteur public et secteur financier); (ii) un secteur immobilier instable qui génère des bulles à répétition ; (iii) un système bancaire fragile. À cela s'ajoutent des surcapacités industrielles qui pèsent aujourd'hui sur la croissance. Afin de préserver les équilibres externes, les autorités ont par ailleurs usé d'une combinaison de mesures de contrôle des flux de capitaux sortants et de contrôle des changes visant à limiter les fuites de capitaux et la volatilité de la monnaie.
- Depuis 2016, les autorités chinoises ont lancé une série de réformes pour réduire les risques de correction brutale des déséquilibres et réorienter le modèle de croissance vers la consommation finale intérieure et le secteur des services. Ce rééquilibrage, qui peine à se matérialiser, se traduit pour le moment par un ralentissement progressif de la croissance.
- En développant ses services et en dynamisant sa consommation intérieure, la Chine a vu son intégration commerciale se réduire (baisse de la part des exportations dans son PIB et de son importance dans le commerce d'assemblage). Pour diversifier ses sources de financement, elle a renforcé son intégration financière internationale, ce qui à terme expose davantage l'économie mondiale aux risques intérieurs chinois.

Contribution à la croissance du PIB



Source : NBS.

1. La Chine présente d'importants déséquilibres financiers internes¹

Depuis deux décennies et jusqu'à la crise du coronavirus, la Chine a connu d'importantes transformations économiques, fondées sur l'investissement et l'intégration dans les chaînes de valeurs mondiales, qui lui ont permis de devenir un acteur majeur de l'économie mondiale. Après avoir connu une croissance réelle très dynamique entre 1980 et 2010 (+10 % par an en moyenne), l'activité économique chinoise est entrée dans une phase de ralentissement, tombant à +6,1 % en 2019, son plus bas niveau depuis 1990, principalement sous l'effet d'une baisse de la contribution de l'investissement à la croissance, témoignant de l'essoufflement de ce modèle. Plus récemment, les mesures d'assainissement du secteur financier et de désendettement de l'économie, auxquelles s'ajoute l'escalade des tensions commerciales avec les États-Unis, ont pesé sur le crédit et les exportations, moteurs traditionnels de la croissance, sans pour autant permettre à la consommation privée de prendre le relais, celle-ci étant limitée par un comportement d'épargne important, faute de filets de sécurité sociale. Ceci fait craindre un ralentissement plus marqué de la croissance chinoise à moyen terme. En effet, les autorités devant choisir entre une relance de l'activité au prix de l'accroissement des déséquilibres financiers qui menaceraient la croissance potentielle à moyen terme, et la poursuite du désendettement et de l'assainissement du secteur financier, nécessaires pour résorber les déséquilibres internes et assurer une croissance soutenable à moyen terme.

1.1 L'endettement, fondement du développement économique chinois, est devenu excessif

Depuis 1978, début de l'ère des réformes et d'ouverture économiques entamées par Deng Xiaoping, la Chine a connu plusieurs phases de développement portées, entre autres réformes par des politiques financières (monétaire, de crédit et prudentielle) des autorités² qui ont conduit à une forte croissance du crédit bancaire.

Cette dynamique d'endettement s'est accélérée après la crise financière de 2008 sous l'effet d'une relance massive

(586 Mds USD sur deux ans, soit près de 13 % du PIB) ciblée sur les infrastructures et largement financée par l'emprunt, notamment via les « véhicules de financement des gouvernements locaux » (LGFV). Cet endettement hors bilan a été facilité par une politique monétaire accommodante de la banque centrale (baisse des taux d'intérêt et des taux de réserves obligatoires, suppression des quotas sur les prêts bancaires). Si cette relance a permis de soutenir l'activité (en 2009 environ 8 des 9,4 points de croissance enregistrés seraient imputables au stimulus³), elle a entraîné une augmentation continue de l'endettement des gouvernements locaux (provinces), et en particulier de leur endettement hors-bilan. Selon le FMI, l'endettement des LGFV a continué à augmenter, de 13,7 % du PIB en 2014 à 34,8 % en 2018. Ce mouvement s'est accompagné d'une accumulation de surcapacités dans les secteurs industriel et immobilier, sur lesquels se sont concentrées les dépenses d'investissement liées à la relance⁴, au détriment de secteurs plus productifs. Face à une situation d'excès d'offre par rapport à la demande, les prix dans ces secteurs ont baissé, fragilisant la rentabilité et la santé financière des entreprises, et par ricochet celle des banques auprès desquelles elles se sont endettées⁵.

Les mesures prises à partir de 2013 pour contenir l'endettement des gouvernements locaux se sont révélées peu efficaces, conduisant au développement rapide du *shadow banking*⁶ comme source de refinancement des prêts arrivant à échéance. La part du *shadow banking* dans la dette non-bancaire des gouvernements locaux a ainsi augmenté de 1,5 % en 2008 à 48 % en 2016⁷.

En 2016, pour restaurer la confiance en la soutenabilité du modèle économique, les autorités ont pris une série de mesures qui ont permis de stabiliser la trajectoire d'endettement des agents en 2017 (cf. graphique 1), mais au prix d'un ralentissement plus marqué de l'activité en 2018. En 2019, l'endettement est reparti à la hausse sous l'effet de nouvelles mesures de soutien à l'économie prises fin 2018 et renforcées en mars 2019 dans le contexte des tensions commerciales avec les États-Unis.

(1) Cette étude porte sur une période antérieure à l'apparition de l'épidémie de coronavirus.

(2) Chen K. & T. Zha (2018), "Macroeconomic Effects of China's Financial Policies", (No. w25222), National Bureau of Economic Research.

(3) Chen K., Higgins P., Waggoner D. F. & T. Zha (2016), "Impacts of monetary stimulus on credit allocation and macroeconomy: Evidence from China", (No. w22650), National Bureau of Economic Research.

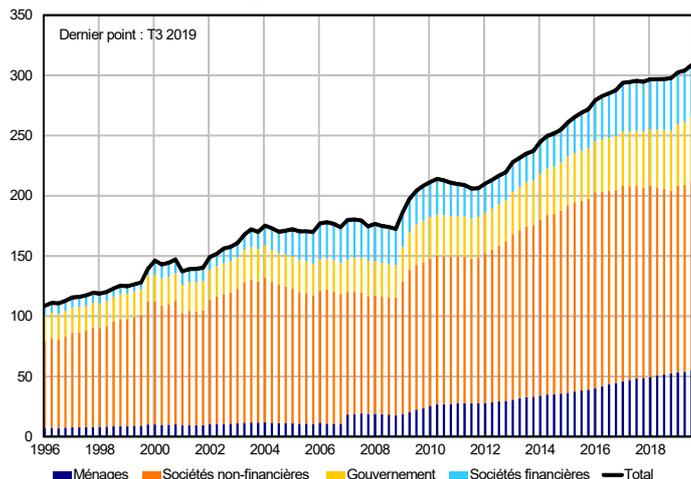
(4) Chen L., Ding D. & R. Mano (2018). China's Capacity Reduction Reform and Its Impact on Producer Prices. International Monetary Fund.

(5) Maliszewski W., Arslanalp M. S., Caparusso J., Garrido J., Guo M. S., Kang J. S., ... & W. Liao (2016), "Resolving China's corporate debt problem", International Monetary Fund.

(6) Ensemble des prêts non conventionnels – entrusted loans et trust loans – et des acceptations bancaires fournis par le secteur financier non bancaire. Ce secteur est soumis à des exigences réglementaires et prudentielles moins strictes que le secteur bancaire conventionnel.

(7) Chen Z., He Z. & C. Liu (2017), "The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes" (No. w23598), National Bureau of Economic Research.

Graphique 1 : Évolution de l'endettement par type d'emprunteur (en % du PIB)



Source : IIF.

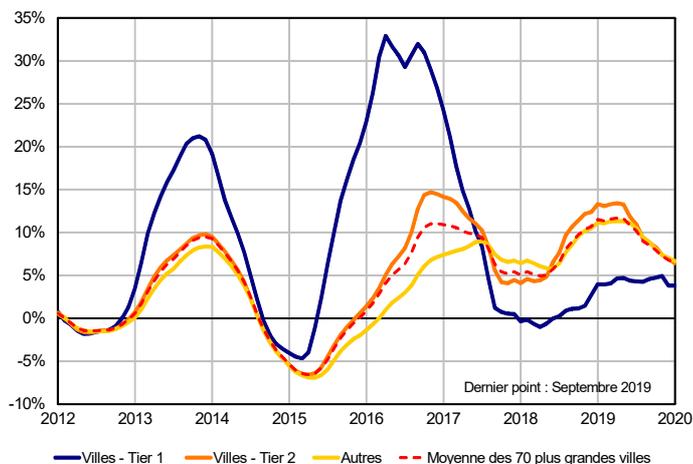
Si le niveau d'endettement total des agents économiques est très élevé (308,5 % du PIB au troisième trimestre 2019) en comparaison d'autres grands pays émergents⁸, la Chine dispose de marges de manœuvre qui limitent le risque d'une crise de la dette à court terme. D'abord, le taux d'épargne figure parmi les plus élevés au monde (45,7 % du PIB en 2018). Ensuite, le niveau d'endettement externe demeure relativement faible (14,4 % du PIB en 2018), atténuant le risque de change. Enfin, une part importante de la dette des sociétés non-financières (155 % du PIB au premier trimestre 2019) est détenue par des entités publiques, facilitant la coordination entre prêteurs et emprunteurs⁹ afin d'éviter des situations de défaut.

1.2 L'immobilier, secteur symptomatique des déséquilibres chinois

L'investissement immobilier n'a cessé de croître, passant de 2,5 % du PIB en 1996 à 17 % en 2017 en raison de l'urbanisation massive, de l'absence de placement alternatif pour les ménages¹⁰, et de conditions fiscales et d'accès au *hukou*¹¹ qui favorisent l'accès à la propriété. De plus, pour financer leurs projets d'infrastructures, les gouvernements locaux dépendent des ventes de terrains pour financer leurs projets d'infrastructure à hauteur de 40-45 % de leurs revenus, ce qui crée des conflits d'objectifs entre les besoins budgétaires des autorités locales et leur rôle de régulation du marché immobilier. Ces différents facteurs

ont conduit à l'apparition de bulles immobilières dès 2005. En réponse, les autorités ont pris des mesures restrictives pour limiter la spéculation immobilière¹². Depuis, le secteur de l'immobilier chinois répète des cycles d'investissement et d'écoulement des stocks, reflété par une évolution cyclique des prix. Depuis fin 2016, de nouvelles mesures restrictives¹³ ont été adoptées pour limiter les effets d'éviction sur l'investissement productif et la consommation, et contenir les risques sociaux liés à la hausse des prix (cf. graphique 2). Les autorités ont alors exclu d'utiliser le secteur immobilier comme stimulus, en cohérence avec le slogan de XI Jinping : « *housing is made for living in, not for speculation* ».

Graphique 2 : Évolution des prix immobiliers (en glissement annuel)



Source : CEIC, calculs DG Trésor.

Si les autorités disposent de capacités importantes d'intervention dans les domaines du foncier, du logement et du crédit, l'immobilier étant considéré *too central to fail*, des réformes seront toutefois nécessaires pour tempérer les risques systémiques de ce secteur à long terme (comme celles du *hukou*, du secteur bancaire, des finances publiques locales, etc.). Il contribue toutefois à une allocation sous-optimale du capital et pèse sur la croissance économique. Selon la Banque mondiale¹⁴, la baisse de la productivité ces dernières années s'expliquerait en partie par un accroissement du crédit vers le secteur immobilier, dont le rendement du capital décroît, au détriment des secteurs productifs.

(8) Par exemple, sur la même période, l'endettement total au Brésil atteint 200 % du PIB, il est de 128 % en Inde.

(9) Song Z. & W. Xiong (2018), "Risks in China's financial system", *Annual Review of Financial Economics*, 10, 261-286.

(10) 87 % des ménages sont propriétaires et les biens immobiliers représentent 77 % de leurs actifs.

(11) Le système d'enregistrement du *hukou* discrimine entre ménages ruraux et non ruraux. Les ruraux n'ont pas accès aux prestations sociales dans les villes, même s'ils y vivent et y travaillent (Zhang, 2013).

(12) Notamment : suspension des prêts au-delà du 3^{ème} logement acheté, augmentation de l'apport minimal de 20 à 30 % pour l'achat du 1^{er} logement, et fixé à 60 % pour le 2^{ème} logement.

(13) Taux d'intérêt plancher pour les prêts hypothécaires, limitation des financements des promoteurs immobiliers sur les marchés *onshore* et *offshore* et restrictions sur les ventes de terrain.

(14) World Bank (2019), "Innovative China: New Drivers of Growth".

1.3 Un secteur bancaire fragilisé par les relances

Le secteur bancaire chinois est faiblement concentré, les cinq principales banques commerciales – à capitaux publics et contrôlées par le ministère des Finances – ne représentant que 40 % des actifs du secteur. Elles sont fortement capitalisées, disposent d'une base de dépôts confortable et financent principalement les entreprises publiques (SOE). Les bons indicateurs de santé du secteur bancaire en 2018¹⁵ masquent une situation hétérogène entre institutions. Les plus petites banques sont davantage tournées vers le secteur privé et leurs ressources de financement sont plus limitées, car elles ne sont pas autorisées à opérer en dehors de leur province d'origine et ont un accès plus coûteux au refinancement de la Banque centrale. Cela les a rendues tributaires du *shadow banking*. Jusqu'au resserrement réglementaire intervenu fin 2016, ces petites banques parvenaient à obtenir des financements à bas coût sur le marché interbancaire, malgré la qualité moindre de leurs actifs, car le passif interbancaire était perçu comme assorti d'une garantie publique implicite.

À partir de mi-2017, les autorités ont pris des mesures pour tempérer le dynamisme du *shadow banking*, en renforçant la régulation des produits financiers alternatifs comme les *Wealth Management Products* et les financements interbancaires (NCDs). Cela a provoqué une raréfaction des sources de financement, particulièrement pour les *Joint-stock banks*¹⁶ et les banques régionales, et intensifié la concurrence pour la collecte des dépôts, déjà forte en raison des nouvelles obligations prudentielles qui renforçaient les exigences en termes d'adéquation des fonds propres et de provisionnement des créances douteuses.

Cette politique de de-risking du secteur a largement pesé sur l'investissement et a entraîné un ralentissement économique plus marqué que prévu. Les entreprises privées, et en particulier les PME qui se financent principalement via le *shadow banking*¹⁷, ont pâti de ce resserrement. La croissance de l'investissement privé est tombée à +4 % (en g.a.) en novembre 2019, contre +12 % en moyenne sur la période 2016-2018. La surreprésentation des entreprises privées, qui représenteraient 60 % du PIB et 80 % des emplois urbains selon les données officielles, dans la clientèle du *shadow banking* s'explique par leur accès limité au crédit bancaire. Les entreprises publiques, qui bénéficient d'une garantie implicite de l'État, sont en effet privilégiées par les banques, qui peinent à évaluer le risque de crédit lié aux PME et leur imposent de fortes garanties.

À partir de l'été 2018, les autorités ont multiplié les annonces de soutien au secteur privé, avec l'objectif d'améliorer à long terme la transmission de la politique monétaire, d'abaisser les coûts de financement et d'allonger la durée des prêts. En pratique, les banques, et principalement les grandes banques d'État, sont sommées d'augmenter les prêts au secteur privé. Les banques, surtout les plus fragiles, sont alors confrontées à la difficulté de devoir assainir leur bilan tout en prêtant davantage aux contreparties les plus risquées.

L'objectif politique de stabilité de la croissance du PIB pourrait reprendre le pas sur les enjeux d'amélioration de l'allocation du capital et d'assainissement du secteur (cf. encadré 1 : le cas de *Baoshang Bank*).

Encadré 1 : Le cas de Baoshang Bank, symptôme des difficultés du secteur bancaire chinois et des contradictions de la régulation du secteur

La mise en résolution de Baoshang Bank en mai 2019 a ravivé les doutes sur la santé du secteur. En n'apportant sa garantie que sur une partie des emprunts de cette banque en difficulté, la PBoC a mis fin au principe de garantie implicite sur les prêts interbancaires, ce qui a renforcé les inquiétudes sur la liquidité du marché interbancaire. Les grandes banques sont désormais plus frileuses à prêter aux petites banques – les collatéraux offerts par ces dernières prenant souvent la forme de produits structurés opaques voire toxiques. Afin de réduire les tensions sur le marché interbancaire, les autorités sont intervenues par plusieurs canaux : (i) une communication en temps réel sur les modalités de la résolution de la banque ; (ii) des injections de liquidités importantes (plus de 600 Mds RMB) par le biais de reverse repos ; (iii) un appel aux grandes banques à prêter aux plus petites et aux principaux brokers, afin que ces derniers puissent jouer un rôle d'équilibre du marché interbancaire. La levée de la garantie implicite de Baoshang bank pourrait être le signe d'un nouveau paradigme,

(15) Taux de prêts non-performants à 1,8 %, ratio de solvabilité à 14,2 %, ratio de fonds propres réglementaires tier 1 à 11 % et de rendement des capitaux de 11,7 %.

(16) Banques à capitaux privés cotées en bourse.

(17) Ehlers T., Kong S. & F. Zhu (2018), "Mapping shadow banking in China: structure and dynamics".

avec pour corollaire une plus grande prudence des créanciers. La fragilité des petites et moyennes banques, et leur dépendance au marché interbancaire pour leur approvisionnement en liquidité, ont toutefois incité la PBoC à être plus accommodante. Cela a quelque peu faussé le signal initial envoyé au marché et en partie réintroduit de l'aléa moral sur le marché bancaire. Plusieurs banques régionales ont dû, par ailleurs, être renflouées récemment. Deux prémises de bank runs sur deux petites banques (Yichuan Bank et Yingkou bank) ont contraint les autorités à intervenir, en rappelant que les dépôts étaient « sécurisés », notamment grâce à un fonds de garantie des dépôts mis en place en 2015. La recapitalisation de ces banques et la consolidation du secteur sont une priorité du régulateur bancaire, soucieux de prévenir toute contagion.

1.4 Les contrôles atténuent imparfaitement les risques

L'ouverture asymétrique du compte financier de la balance des paiements¹⁸, avec une combinaison de mesures de contrôle des flux de capitaux sortants et de contrôle des changes¹⁹, permet de limiter les risques de fuites de capitaux et la volatilité de la monnaie.

En 2015, une libéralisation partielle du compte financier avait conduit à des fuites de capitaux massives, de l'ordre de 1 500 Mds USD, à une baisse des réserves de changes de près de 1 000 Mds USD (sur 3 900 Mds USD) pour stabiliser le cours du RMB et à une chute de 70 % de l'indice actions A-share de Shanghai²⁰. Cela a amené les autorités à revenir à un processus d'ouverture plus progressif et asymétrique. Selon Bayoumi et Ohnsorge (2013), les sorties brutes de portefeuille en cas de libéralisation complète du compte financier pourraient atteindre de 15 à 25 % du PIB chinois sur 5 ans.

La majorité des contrôles de capitaux consistent en des règles (quotas, obligations de réserve, plafonds, conditionnalités strictes) limitant les flux d'investissement sortants vers l'étranger, les prêts et les retraits bancaires en RMB à l'étranger²¹. Ces contrôles, qui réduisent imparfaitement les risques de fuites massives de capitaux, sont nécessaires pour maintenir captive une épargne domestique rémunérée faiblement par les banques. Le système bancaire fonctionne en effet selon une logique de « répression financière » consistant à favoriser des marges bancaires élevées avec un taux d'intérêt plafond de rémunération de l'épargne et un taux d'intérêt créditeur plancher (cf. graphique 3). Encadrées dans les taux qu'elles pratiquent et assurées de capter l'épargne des ménages, les banques n'ont pas d'incitation à développer leur capacité

d'évaluation du risque emprunteur. En conséquence l'allocation du capital est sous-optimale comme en témoigne l'augmentation de l'ICOR (*Incremental Capital-Output Ratio*), mesurant l'investissement nécessaire pour générer une augmentation donnée du PIB, qui a triplé depuis la crise financière, passant de 3 en 2008 à 9 en 2018²². Les contrôles des capitaux, en limitant la concurrence étrangère et la diversification de l'offre des banques, entretiennent cette « répression financière » et se substituent à des mécanismes d'ajustement macroéconomique de résorption des chocs.

Bien qu'ils tendent à s'assouplir ces dernières années, les contrôles des changes sont eux aussi une source de risques spécifiques, malgré leur relative efficacité sur la stabilité du cours du RMB. Ils consistent en des changements dans la définition de la parité du RMB et des interventions de la PBOC sur le marché des changes. Dans un premier temps, ces mesures ont induit une volatilité du RMB faible et unilatérale (taux de change fixe à 8,28 RMB pour 1 \$US jusqu'en 2005 puis une période d'appréciation quasi continue de 2005 à 2015²³ après la réforme du régime de change). En conséquence, les agents sont devenus très sensibles aux variations de change notamment à la baisse, avec d'importantes répercussions sur l'économie réelle chinoise via la confiance et l'investissement. L'opacité du mécanisme de fixation de la parité USD/RMB et la lecture difficile des objectifs multiples de la PBOC renforcent cette sensibilité. Par ailleurs, ces dispositifs n'empêchent pas les événements de marché brutaux, comme la forte dépréciation du RMB liée à la guerre commerciale avec les États-Unis malgré la réintroduction du « facteur d'ajustement contra-cyclique » (FCC)²⁴ fin août 2018, qui n'a pas empêché le RMB de se déprécier de 11 % entre mai 2018 et fin 2019.

(18) Au sein de la balance des paiements, le compte financier enregistre l'ensemble des mouvements financiers entre le pays et le reste du monde (investissements directs ; investissements de portefeuille i.e. actions, obligations ; ainsi que d'autres types d'investissements).

(19) Interventions directes sur le marché des changes ou sur la formation de la parité.

(20) Aglietta M. et C. Macaire (2019), "Setting the stage for RMB internationalisation", *Policy Brief* CEPII-No 28.

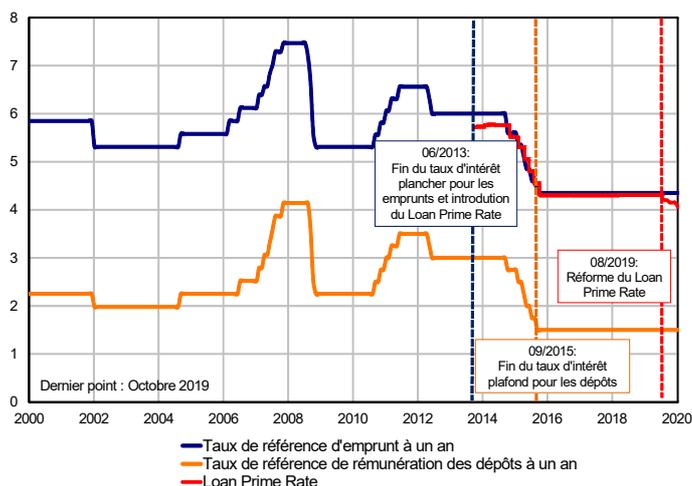
(21) La liste exhaustive des contrôles de capitaux en Chine est publiée par le FMI (*Taxonomy of Capital Flow Management Measures* (CFM) 2019).

(22) Calculs de la DG Trésor, à partir des valeurs nominales du PIB et de l'investissement en capital fixe (biens d'équipement, logements et bâtiments) publiées par l'institut statistiques chinois NBS.

(23) Le RMB s'est apprécié de 26 % par rapport au dollar entre juillet 2005 et juillet 2015 et de 58 % en termes effectifs réels.

(24) Ce facteur a été introduit par la PBOC en juin 2017, après une longue période de dépréciation du RMB. Il s'interprète comme la réintroduction d'une forme de contrôle du taux de change visant à éviter une volatilité trop forte du RMB qui serait liée à la spéculation.

Graphique 3 : Évolution des taux d'intérêt de référence de la PBoC (%)



Source : PBoC.

Une partie de cette hausse de la volatilité du RMB reflète également la volonté des autorités chinoises de voir leur devise davantage déterminée par les forces de marché. La PBOC a en effet réduit ses interventions directes sur le marché des changes depuis 2015 et le FMI a conclu dans son rapport de 2019 que le RMB était en ligne avec ses fondamentaux, actant ainsi que les autorités ne manipulaient pas leur taux de change, malgré le maintien de certains contrôles justifiés selon la PBOC par la nécessité d'empêcher des fluctuations trop fortes du RMB.

Si la libéralisation du compte financier et celle du taux de change du RMB sont encore loin d'être achevées, elles iront nécessairement de pair afin de préserver l'indépendance de la politique monétaire (cf. triangle d'incompatibilité de Mundell)²⁵.

Encadré 2 : Les mesures de contrôle des capitaux en Chine

Le solde du compte financier chinois est positif depuis 2017, indiquant que le reste du monde investit plus en Chine que l'inverse, à hauteur de respectivement 0,9 % et 1 % du PIB chinois en 2017 et 2018. En 2018, l'excédent du compte financier était supérieur à celui de la balance courante (0,4 % du PIB). Si les Investissements Directs Étrangers (IDE) représentent traditionnellement la principale source d'excédent financier en Chine (les IDE entrants représentaient 203 Mds USD en 2018 et le solde des IDE 1,5 % du PIB), les investissements de portefeuille ont également affiché un solde positif en 2017 et 2018 (de 0,2 % et 0,8 % du PIB respectivement). La Chine exerce un contrôle étroit sous diverses formes sur ces flux de capitaux, qui a été globalement assoupli en 2018 :

Mesures facilitant la sortie de capitaux (en RMB) du pays :

- Hausse des quotas limitant les investissements à l'étranger des gestionnaires de fonds et entreprises chinoises en avril 2018^a.
- Réduction des contrôles sur les IDE chinois sortant, après un resserrement toutefois en 2017.
- Mesures facilitant l'entrée de capitaux étrangers (en devises étrangères) dans le pays.
- Augmentation du ratio d'endettement extérieur autorisé pour les entreprises et le secteur non bancaire.
- Assouplissement des restrictions sur les rapatriements de fonds des investisseurs institutionnels étrangers en Chine en juin 2018^b et élimination des plafonds sur les montants d'IDE entrants en Chine en septembre 2019^c.

Mesures durcissant la sortie de capitaux (en RMB) du pays :

- Contrôle des IDE sortants de Chine d'un montant supérieur à 300 M\$ par une commission nationale (la NDRC).
- Rétablissement des obligations de réserves sur les opérations en devises en août 2018 pour limiter la spéculation sur le RMB.
- Réduction des limites de retraits en RMB pour les particuliers chinois à l'étranger^d.
- Durcissement des contrôles sur les investissements en RMB des banques à l'étranger mi-2018 (pro et durcissement des conditions de prêts aux entreprises étrangères pour les entreprises chinoises).

- Hausse des quotas pour les programmes suivant : Qualified Domestic Limited Partnership (QDLP), QD Investment Enterprises (QDIE), QD Institutional Investor (QDII).
- La période de blocage du capital pendant trois mois et la limite de rapatriement mensuel de 20 % ont été supprimées.
- Cette mesure concernant les programmes QFII et RQFII est avant tout un signal symbolique d'ouverture, car seul le tiers des 300 Mds \$ de quotas autorisés étaient utilisés.
- 100 000 RMB/an depuis janvier 2016, soit environ 14 000 USD/ an et 40 USD/jour, par personne.

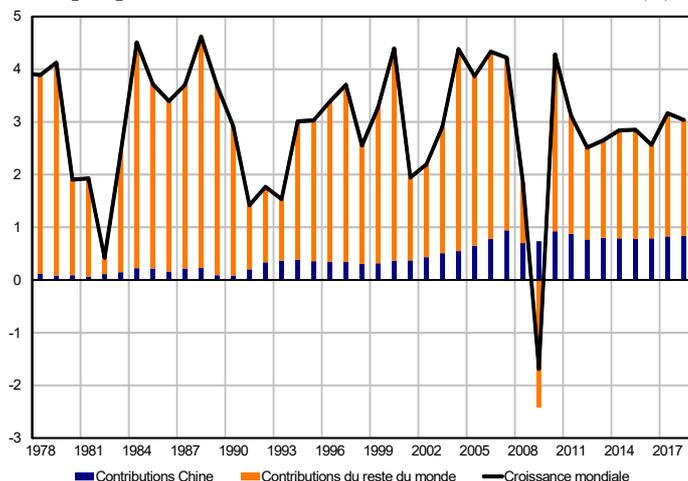
Source : FMI *Taxonomy of Capital Flow Management Measures (CFMs) 2019*.

(25) Théorie selon laquelle un pays ne peut atteindre simultanément les trois objectifs suivants : (1) un régime de taux de change fixe, (2) une indépendance monétaire et (3) une intégration financière totale avec le reste du monde. Parce que la Chine maintient un contrôle des changes, elle ne peut pas laisser circuler librement les capitaux étrangers si elle veut conserver une politique monétaire autonome.

2. Une exposition croissante de l'économie mondiale à la Chine ?

Compte tenu du poids de la Chine dans le PIB mondial (13,1 % en 2018), dans la demande globale (10,8 % en 2018), notamment de matières premières (21,3 % en 2017), et de son intégration dans les chaînes de valeur internationales, un ralentissement de son activité aurait un impact direct sur l'économie mondiale via le canal commercial et la baisse du prix des matières premières.

Graphique 4 : Contributions à la croissance mondiale (%)



Sources : Banque Mondiale, calculs DG Trésor.

Les économies exportatrices de matières premières et celles dont les exportations dépendent le plus de la demande chinoise seraient les plus affectées. Ainsi, l'Asie émergente et l'Amérique latine seraient touchées en premier lieu.

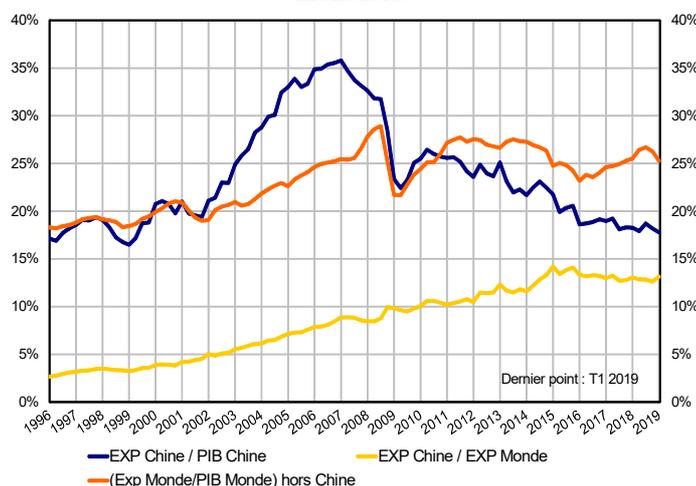
Toutefois, l'exposition de l'économie mondiale à la Chine pourrait évoluer à la mesure des transformations de l'économie chinoise vers une moindre intégration dans le commerce mondial et une augmentation de son intégration financière.

2.1 Vers une moindre intégration de la Chine dans le commerce mondial

Depuis plus de 10 ans, la part des exportations dans le PIB chinois connaît un recul tendanciel, passant de 35 % en 2006 à 18 % en 2018. Alors que sa participation à la mondialisation du commerce et son adhésion à l'OMC

avaient contribué à la progression spectaculaire de ce ratio entre 2001 et 2006, celui-ci s'est progressivement replié, suivant une dynamique opposée à celle du reste du monde (cf. graphique 5). Outre le rééquilibrage de l'activité chinoise en direction de la demande intérieure, cette évolution est liée à la hausse de la valeur ajoutée chinoise dans les exportations, au détriment de la valeur ajoutée étrangère, résultant notamment du recul de la spécialisation de la Chine dans le *processing trade* (pratique consistant à importer des biens intermédiaires, pour les transformer ou les assembler avec un faible apport de valeur ajoutée, avant de les réexporter) et de la montée en gamme de sa production manufacturière. La part des produits liés au *processing trade* dans les importations totales chinoises s'est ainsi réduite à 22 % en 2018, contre près de 40 % en 2001 (cf. graphique 6).

Graphique 5 : Évolution des exportations chinoises et mondiales



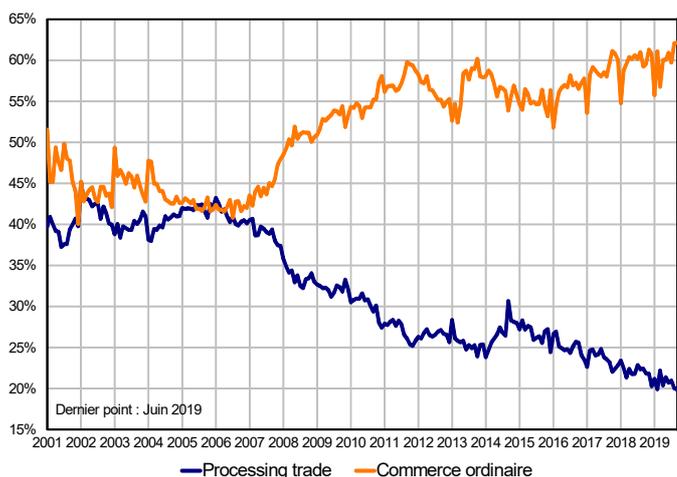
Sources : Banque Mondiale, FMI, NBS.

L'évolution de la place de la Chine dans le commerce mondial résulte d'avantages concurrentiels qui ont progressivement diminué, comme le faible coût de la main d'œuvre²⁶ et la sous-évaluation du RMB qui s'est résorbée avec l'appréciation continue du change entre 2005 et 2015. Cette évolution est également liée au rééquilibrage du modèle de croissance vers la consommation domestique plutôt que les exportations et l'investissement²⁷.

(26) Le salaire minimum à Pékin a progressé de près de 300 % depuis 2004 et les salaires du secteur manufacturier sont désormais parmi les moins compétitifs d'Asie, environ 46 % plus chers qu'en Inde par exemple en 2018 (JETRO Survey on Business Conditions of Japanese Companies in Asia and Oceania, fév. 2019).

(27) Les contributions moyennes à la croissance du PIB réel de l'investissement et des exportations nettes sont passées de respectivement 5,2 pts et 1 pt en 2004-2006 à 2,5 pts et -0,2 pt en 2016-2018 tandis que la contribution de la consommation s'est maintenue autour de 5 pts.

Graphique 6 : Importations chinoises, par régime de douanes (en % du total des importations)



Source : CEIC.

Le rattrapage technologique chinois et la montée en gamme progressive de la production manufacturière réduisent aussi l'intégration aux chaînes de valeurs :

- la structure des exportations se rapproche progressivement de celle des États-Unis, de l'Europe et du Japon, en utilisant un haut niveau de désagrégation des données douanières la proportion de produits exportés par la Chine considérés comme similaires aux produits des pays développés est passée de 30 % en 2000 à 37 % en 2017 (indice Finger-Kreinin) ;
- la part des exportations de produits bas de gamme a diminué de 70 % en moyenne entre 2000 et 2005 à 54 % en 2017²⁸ et la part des exportations de produits de moyenne intensité technologique dans les exportations totales a augmenté (passant de 34 % à 47 % entre 2000 et 2012) par rapport à celle de faible intensité (se réduisant de 39 % à 28 % sur la même période).

La poursuite de la montée en gamme de l'industrie exportatrice constitue un enjeu stratégique crucial pour la Chine. Le plan décennal Made in China 2025 lancé en 2015 vise l'objectif d'un approvisionnement local à hauteur de 70 % dans les industries de haute technologie d'ici 2025.

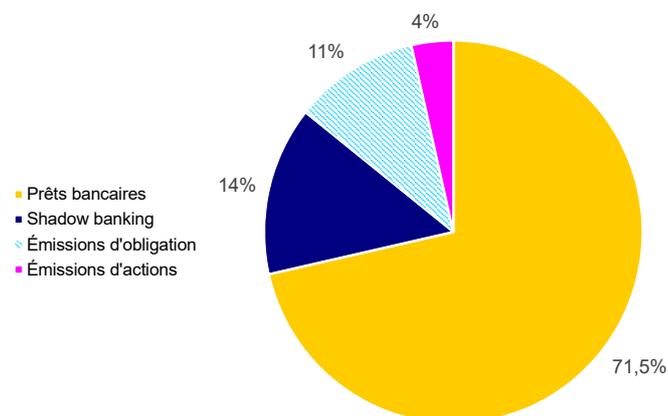
2.2 Un financement par les marchés peu développé et une ouverture financière encore faible

Alors que sa part dans le commerce mondial plafonne, que son intégration commerciale recule et que l'assainissement

du secteur bancaire et le désendettement domestique sont des enjeux majeurs, la Chine diversifie ses sources de financement en renforçant son intégration financière internationale.

Le système bancaire chinois est systémique à l'échelle mondiale en raison de son rôle quasi-exclusif dans le financement de l'économie chinoise (cf. graphique 7) et de sa taille, dépassant en total des actifs celle du système bancaire de la zone euro depuis fin 2016. Le crédit bancaire représente 72 % du financement de l'économie en Chine contre seulement 11 % pour la dette obligataire (dont près de la moitié émise par le secteur public)²⁹ et 4 % pour les actions.

Graphique 7 : Sources de financement de l'économie en 2018



Source : NBS.

Le financement de marché reste essentiellement domestique, puisque les investisseurs étrangers ne détenaient que 2,4 % du marché action chinois et 1,6 % du marché obligataire en 2017³⁰, et la base des investisseurs chinois est étroite, puisque les banques commerciales sont détentrices de 65 % des obligations de l'État central et de 86 % des obligations des gouvernements locaux³¹. Le comportement attentiste des banques chinoises (stratégie *buy and hold*) rend en outre le marché obligataire peu liquide, erratique, et donc risqué. Les marchés obligataires et actions sont de plus fragmentés (multitude de régulateurs) et peu fiables (problèmes des suspensions de trading des titres boursiers). Le faible recours aux marchés financiers internationaux se reflète également dans le niveau faible de la dette externe (14,8 % du PIB en 2018).

(28) À titre de comparaison, cette part est de 22 % en Allemagne et 36 % en Roumanie en 2017.

(29) Le marché obligataire chinois, essentiellement composé d'emprunts d'État (60 % du total), d'obligations des policy banks et de papier de la PBOC, a crû rapidement, de 1 % début 2000 à 9 % des obligations mondiales fin 2017, soit près de 10 000 Mds USD.

(30) Cerutti and Obstfeld (2018, *IMF Working Paper*).

(31) Aglietta M. et C. Macaire (2019), "Setting the stage for RMB internationalisation", *Policy Brief CEPII*-No 28.

2.3 Une ouverture progressive du compte financier

S'ils demeurent encore à un niveau modeste, les flux financiers entre la Chine et le reste du monde s'accroissent³². Les flux financiers ont commencé à circuler à partir de 2010 et se sont intensifiés depuis 2013, le RMB devenant une monnaie librement utilisable pour les échanges internationaux³³ mais non pleinement convertible en raison du contrôle des capitaux. Ils transitent très majoritairement *via* la place financière de Hong-Kong³⁴. La demande de produits de placement en RMB a augmenté, reflétant l'internationalisation croissante de la monnaie chinoise³⁵, la hausse de la part du commerce extérieur chinois facturée en RMB, qui a progressé de 2,5 % en 2010 à 16,9 % en 2016, et le projet de Nouvelles routes de la soie (*Belt and Road Initiative*)³⁶.

Les investisseurs internationaux restent pour le moment positionnés sur des actifs peu risqués, comme les obligations des grandes banques et du gouvernement central. Selon le FMI, sur les cinq dernières années, la détention d'obligations souveraines chinoises par les non-résidents aurait quadruplé, à près de 8 % de l'encours total. L'inclusion d'obligations chinoises du gouvernement central et de banques d'État à l'indice « Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index » en avril 2019³⁷ devrait aussi accroître l'appétit des investisseurs internationaux pour les titres chinois. L'inclusion d'actions chinoises de catégorie A (actions cotées sur le marché *onshore*³⁸ et libellées en RMB) dans l'indice MSCI Emergents à partir de 2018³⁹ et l'inclusion d'actions chinoises prévue aux indices JP Morgan et FTSE pourraient aussi se traduire par d'importantes entrées de capitaux étrangers. Les flux entrants d'investissements de portefeuille auraient déjà triplé entre 2016 et 2018, pour atteindre 159 Mds USD⁴⁰ et l'inclusion aux indices internationaux pourraient amener

jusqu'à 150 Mds USD supplémentaires d'ici 2020⁴¹ (soit près de la moitié des émissions obligataires de l'année 2018). Enfin, la passerelle Stock Connect entre les bourses de Hong-Kong et de Shanghai lancée fin 2014 et permettant les transactions entre les investisseurs internationaux (depuis Hong-Kong) et la Chine continentale (depuis Shanghai), a joué un rôle central dans l'accroissement de la demande de titres émis en Chine continentale.

L'attraction des investisseurs étrangers sur des placements en RMB revêt aussi un intérêt stratégique pour la Chine, à la fois aux plans intérieur et international.

Sur le plan intérieur, l'assouplissement asymétrique des contrôles des capitaux pour favoriser l'entrée de capitaux étrangers pourrait faciliter les réformes domestiques, notamment celle du système financier (*cf. supra* 1.3.) et la libéralisation des taux d'intérêt⁴². Une ouverture plus grande à la concurrence étrangère pourrait améliorer l'allocation de l'épargne, moderniser l'offre du système bancaire et assurantiel, tout en offrant une source de financement complémentaire pour l'économie chinoise alors que l'accès aux sources de financement traditionnelles (banques, *shadow banking*) se durcit en lien avec les politiques d'assainissement et de désendettement.

Sur le plan international, l'ouverture aux capitaux étrangers renforce le statut du RMB comme monnaie internationale et réserve de valeur. Elle permet à la Chine de limiter son risque de change quand ses investissements sont libellés en RMB. Dans le contexte de la réforme fiscale américaine de 2017 (incitant les entreprises à rapatrier massivement les gains de leurs filiales à l'étranger) et des tensions sino-américaines, alimentées notamment par des soupçons de transferts forcés de technologies dans les filiales étrangères implantées en Chine, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) entrant en Chine continentale ont stagné en 2019 par rapport à 2018 (+0 %) et les IDE

(32) En 2017, les flux de capitaux étrangers entrants en Chine ne représentaient que 3,6 % du PIB, soit près de 6 fois moins que les flux d'exportations (20 % du PIB). Le solde du compte financier chinois est néanmoins positif depuis 2017, indiquant que le reste du monde investit plus en Chine que l'inverse, à hauteur de respectivement 0,9 % et 1 % du PIB en 2017 et 2018. En 2018, l'excédent du compte financier était supérieur à celui de la balance courante (0,4 % du PIB).

(33) Comme acté par l'inclusion du RMB dans le panier de devises des DTS du FMI le 1^{er} octobre 2016.

(34) Entre 2010 et 2018, Hong Kong était l'origine de 73 % des introductions boursières de Chine continentale, 60 % des émissions d'obligataires des sociétés de Chine continentale et 64 % des IDE entrants. Source : Natixis.

(35) En juillet 2019, le RMB était la 5^{ème} monnaie la plus utilisée au monde alors qu'elle occupait la 20^{ème} place en janvier 2012.

(36) *Cf. Dumond J., Landais M. et P. Offret (2018), « Les nouvelles routes de la soie », Trésor-éco n° 229.*

(37) À terme, les titres chinois composeront 6 % de l'indice. Indice représentatif de plus de 2 000 Mds USD d'actifs.

(38) Le marché *onshore* se réfère au marché chinois intérieur, contrôlé et partiellement fermé aux investisseurs étrangers, contrairement aux marchés *offshores* (Hong-Kong, Singapour).

(39) Même si MSCI reste prudent quant à de nouvelles inclusions de titres chinois, la marge de progression est importante, car les actions chinoises de catégorie A intégrées à l'indice depuis le 26 novembre 2019 ne représentent que 20 % de la capitalisation totale du marché actions chinois.

(40) IMF Blog, *China Deepens Global Finance Links as It Joins Benchmark Indexes*, juin 2019, Sally Chen, Dimitris Drakopoulos, Rohit Goel.

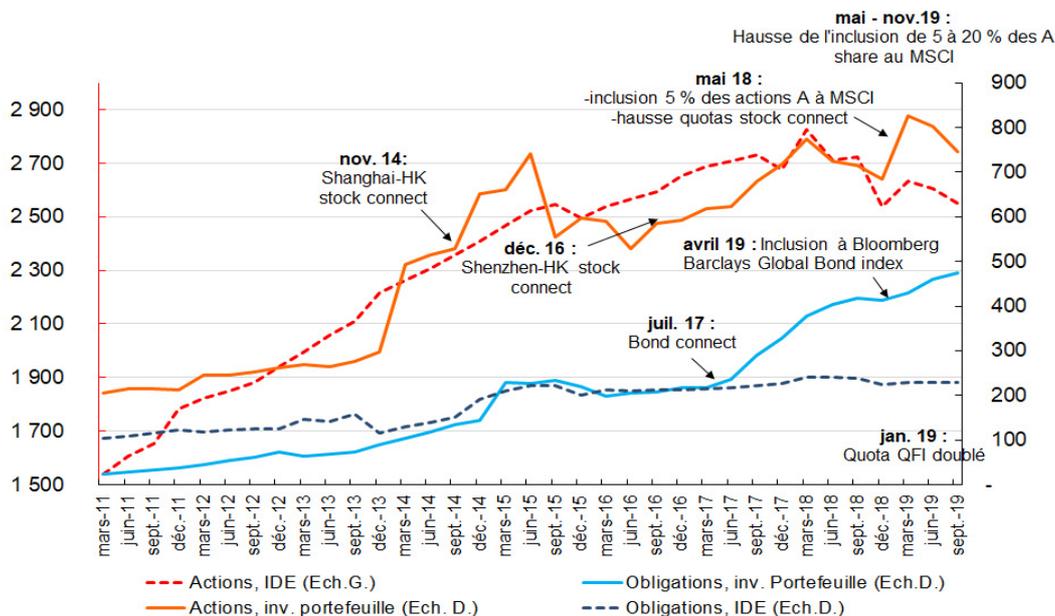
(41) IMF Global Financial Stability Report, *Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*, avril 2019.

(42) Depuis 2013 et à l'instar de la réforme du *loan prime rate* en août 2019, les autorités cherchent à progressivement libéraliser les taux d'intérêt afin de mieux refléter le marché, mais les banques ne s'écartent encore que très peu des taux de référence de la Banque centrale.

entrants à Hong Kong se sont eux contractés de 48 %⁴³. L'attraction des IDE mondiaux et notamment européens est donc devenue plus stratégique pour la Chine qui cherche à stabiliser ses IDE entrants dans un contexte difficile. Enfin, la réduction tendancielle de l'excédent courant chinois pourrait nécessiter l'entrée de capitaux étrangers pour financer le déficit de la balance des paiements. L'entrée en

vigueure en janvier 2020, d'une nouvelle loi sur les investissements étrangers en Chine est ainsi censée garantir aux entreprises étrangères un traitement équivalent à celui des entreprises publiques chinoises. Les milieux d'affaires restent néanmoins prudents quand à sa mise en œuvre effective.

Graphique 8 : Entrées de capitaux en Chine, Mds USD



Sources : SAFE, IMF BPM6.

Les investisseurs étrangers devraient toutefois rester prudents avant d'accroître leur exposition au risque chinois en raison des nombreuses fragilités de l'économie chinoise, à commencer par son surendettement (cf. partie 1). Malgré des mesures prises depuis juillet 2017 pour améliorer la notation du risque souverain⁴⁴ et renforcer la supervision financière et la coordination entre régulateurs (établissement d'un Comité de Développement et de Stabilité Financière), la prudence reste de mise étant donné les difficultés financières de plusieurs banques et entreprises (comme le géant de l'habillement Shandong Ruyi, celui de la pétrochimie Yuhuang Chemical, ou le négociant de matière première Tewood Group), pour faire face au remboursement de leur dette libellée en devises étrangères. Par ailleurs, la seule supervision financière ne permettra pas d'améliorer la solvabilité des grands

émetteurs de dette publique, principalement les gouvernements locaux, dont l'équilibre budgétaire ne sera rétabli qu'avec une réforme budgétaire de grande ampleur visant à faire davantage peser la charge des dépenses sociales sur l'État central.

Enfin, l'ouverture du compte financier, notamment aux flux sortants, exposerait le monde à la manne financière conséquente que constitue l'épargne domestique chinoise⁴⁵. À l'aune de la tendance observée, ces flux d'investissement se dirigeraient alors en particulier vers les secteurs pour lesquels la Chine n'a pas d'avantage comparatif, notamment vers les secteurs à haute intensité technologique des pays développés, selon des stratégies financières et industrielles de diversification d'actifs et d'acquisitions technologiques⁴⁶.

Célia COLIN, Colette DEBEVER et Hannah FATTON

(43) Selon le *Investment Trends Monitor* de la CNUCED, publié le 20 janvier 2020.

(44) Octroi d'une licence à S&P global pour noter les obligations chinoises en janvier 2018, après des soupçons de corruption visant l'agence de notation nationale.

(45) Environ 6 218 Mds USD en 2018.

(46) Agarwal Gu & Prasad (2019), "China's Impact on Global Financial Markets", National Bureau of Economic Research.

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la
Publication :**

Bertrand Dumont

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus**Avril 2020**

N° 258 Coût des intrants et compétitivité en France, Allemagne et Italie
Corentin Ponton

Mars 2020

N° 257 Effet du prix du pétrole sur l'économie américaine
Emma Hooper, Corentin Ponton

Février 2020

N° 256 Le rôle des instruments économiques dans la lutte contre la pollution de l'air
Aurore Rivas, Benjamin Carantino, Stéphane Crémel, Carole Gostner, Thomas Salez

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>

[in](#) Direction générale du Trésor

[t](#) @DGTrésor

Pour s'abonner à la *Lettre Trésor-Éco* : tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.