



VII/ Le développement financier chinois : des précautions d’hier aux dangers d’aujourd’hui

*Camille Macaire**

Le développement du secteur financier chinois a débuté avec la conversion du pays à l'économie de marché à partir des réformes entamées en 1978. Mais ce n'est qu'après la crise financière de 2008 que sa croissance s'est fortement accélérée, portée notamment par l'expansion des banques. Le secteur bancaire en Chine est désormais de très loin le plus grand au monde, avec l'équivalent de quelque 33 milliers de milliards de dollars à son actif à fin 2018, autant qu'au bilan des banques de l'ensemble des pays de la zone euro. En seulement une décennie, la Chine a ainsi transformé les contours du système financier mondial.

Ce développement s'est effectué à l'intérieur de frontières fermées. La faible concurrence et la posture conciliante des autorités, qui souhaitaient avant tout soutenir la croissance économique, ont permis l'essor d'un vaste secteur de l'ombre, opaque et vecteur de risque systémique, et entraîné une explosion du taux d'endettement des agents économiques.

Mais le pays veut s'engager sur la voie d'une croissance plus soutenable. En 2017, Pékin a fait de l'assainissement du secteur financier un objectif stratégique officiel. Depuis lors, des réformes

* Camille Macaire est économiste à la Banque de France et chercheuse associée au CEPII. Ce texte exprime l'opinion de l'auteurice et ne reflète pas nécessairement le point de vue de la Banque de France.

ont été engagées pour contenir l'expansion du secteur de l'ombre, renforcer la sophistication des marchés financiers et rationaliser les grandes entreprises d'État.

Le séisme provoqué par la crise du Covid-19 est venu perturber ces engagements. Outre l'impact direct des mesures de confinement, l'économie chinoise est fortement pénalisée par la chute de la demande extérieure. Dans ce contexte, Pékin est contraint d'utiliser le secteur financier comme levier d'action pour soutenir l'activité.

Malgré tout, le stimulus annoncé reste modéré. Cette décision témoigne de la volonté du gouvernement de conserver des marges d'action pour accompagner l'activité économique à long terme, quitte à devoir accepter un ralentissement de la croissance à court terme. Mais elle reflète aussi une très forte détermination à ne pas saper les efforts entrepris, afin de donner à la Chine une stature de centre économique et financier crédible sur la scène mondiale. Avec les Nouvelles Routes de la Soie, le pays a indiqué son ambition de long terme : prendre une place de premier plan sur l'échiquier financier international.

La stratégie de Pékin : renforcer la sophistication du secteur financier et enclencher son ouverture à l'international

Après une décennie de très forte croissance, le secteur financier chinois est aujourd'hui gigantesque

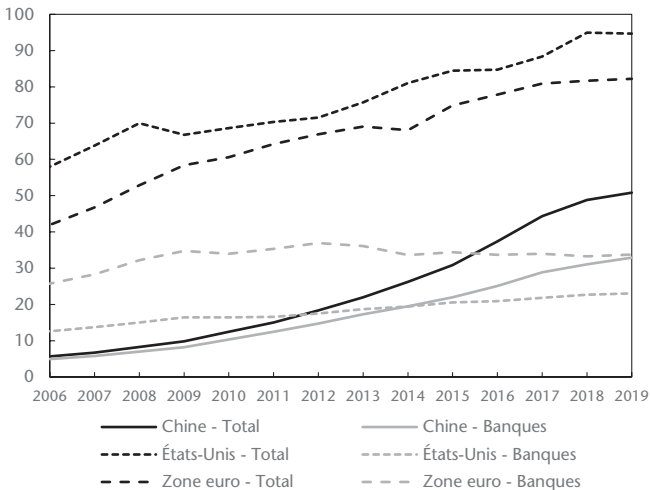
Avant l'avènement de Deng Xiaoping et le début de l'ère des réformes économiques en 1978, le système financier chinois était extrêmement étroit, et structuré autour d'une seule banque : la Banque populaire de Chine (PBoC). Cette institution, détenue et contrôlée par le gouvernement central, servait à la fois de banque centrale et de banque commerciale. Les changements structurels n'ont débuté qu'au cours des années 1980, en vue d'accompagner la transition vers une économie de marché. La PBoC est alors devenue une entité distincte du gouvernement central, et quatre banques d'État ont été créées pour reprendre les activités de banque commerciale. Puis l'ouverture du secteur à la concurrence a permis l'émergence de nouvelles banques aux capitaux mixtes, d'un vaste réseau de coopératives de crédit locales et d'intermédiaires financiers non bancaires. Au début des années 1990, l'ouverture de

places boursières à Shanghai et Shenzhen a contribué à l'expansion du secteur financier. Par la suite, c'est l'expansion très rapide du PIB chinois qui a entraîné celle du secteur financier. D'autant que le développement de l'économie de marché, encouragé par les réformes, a soutenu le niveau de financiarisation et d'endettement des agents économiques. Ainsi, entre 1985 et 2002, la dette des agents privés est passée de 65 % à 116 % du PIB. Par la suite, avec la crise asiatique de 1997, la forte hausse des prêts non performants qui a suivi et l'entrée de la Chine à l'OMC en 2001, Pékin a dû encadrer cette expansion. Ce faisant, entre 2002 et 2008, la dette des agents privés est restée quasiment stable en pourcentage du PIB.

Pour faire face à la crise de 2008, la Chine a décidé une relance massive du crédit dans le cadre d'un très vaste stimulus. S'est alors enclenchée une phase d'expansion sans précédent du secteur financier (graphique 1). La taille totale du secteur financier chinois reste bien inférieure à celle des États-Unis, mais celle de

Graphique 1. L'essor du secteur financier chinois porté par celui des banques

(en milliers de milliards de dollars)



Note : les banques centrales ne sont pas prises en compte.

Source : Financial Stability Board.

son secteur bancaire, dont l'expansion a été très rapide depuis 2008, en fait désormais le plus large au monde, équivalent à celui de l'ensemble des pays de la zone euro [Financial Stability Board, 2020]. Fin 2019, les quatre premières banques du monde en taille d'actifs étaient chinoises.

Malgré cette forte expansion, le secteur est resté extrêmement protégé de la concurrence internationale et toujours largement fermé et encadré, jusqu'à la libéralisation très progressive intervenue au cours des toutes dernières années. Ceci a permis de préserver les banques et d'orienter les financements en fonction des politiques de développement du gouvernement, dans le cadre d'un modèle économique qui a contribué au « miracle économique » chinois.

Mais ce modèle fermé a aussi entraîné la constitution de fragilités structurelles du secteur financier en Chine. Les financements bancaires étaient, en effet, proposés en priorité et à faible taux aux grandes entreprises d'État (*state owned enterprises*, ou SOE) servant les intérêts stratégiques de Pékin, au détriment des entreprises privées en moyenne plus profitables, ce qui a pesé sur la rentabilité moyenne du capital. Par ailleurs, pour soutenir l'activité après la crise de 2008, les autorités se sont montrées conciliantes vis-à-vis de l'innovation financière. Associée à une concurrence internationale quasi inexistante, cette attitude a permis l'émergence d'un vaste réseau d'institutions non bancaires peu régulées et de nouveaux modes de financement complexes, constitutifs d'un important secteur de l'ombre, opaque et vecteur de risque, le *shadow banking*.

L'assainissement du secteur financier est un objectif stratégique de Pékin

Au cours des dernières années, les dirigeants du pays se sont engagés à renforcer la lutte contre les risques financiers et à mieux encadrer les bulles d'actifs. En 2017, le président Xi Jinping a indiqué que la stabilité financière était un élément clé pour la sécurité nationale. Cette déclaration a donné le coup d'envoi à une série de mesures visant à réglementer plus étroitement le secteur de la banque et de l'assurance et à juguler l'expansion du *shadow banking*.

Cette stratégie a été maintenue malgré le ralentissement économique graduel et les risques liés à la guerre commerciale avec les États-Unis. De 2016 à fin 2019, l'objectif de croissance a été abaissé de « 6,5 %-7 % » à « environ 6 % ». Dans le même temps,

les décideurs ont commencé à minimiser l'importance de la cible numérique et ont davantage souligné l'importance de la qualité de la croissance. En d'autres termes, un changement d'opinion s'est opéré parmi les dirigeants sur l'arbitrage entre croissance à court terme et viabilité à moyen terme, et sur l'équilibre entre politique cyclique et réforme structurelle.

Dans cette campagne de désamorçage du risque financier, plusieurs réformes se sont déroulées simultanément.

D'une part, l'effort a porté sur la réduction des capacités excédentaires et de restructuration des entreprises publiques en difficulté. Une réforme nécessaire car la rentabilité moyenne des SOE industrielles restait mi-2019 encore deux fois inférieure à celle des entreprises privées.

D'autre part, les activités du *shadow banking* ont fait l'objet d'un contrôle renforcé, entraînant une contraction ininterrompue du secteur à partir du milieu de l'année 2018, après des années de forte croissance. Les actifs catégorisés dans ce secteur parallèle se chiffraient en effet à 87 % du PIB fin 2016, et à 62 % du PIB en septembre 2019, selon l'agence Moody's.

En parallèle, le gouvernement a autorisé un nombre croissant de faillites, afin de briser l'idée selon laquelle il viendrait systématiquement au secours des créanciers d'entreprises en difficulté pour éviter tout impact négatif sur l'activité. Cette garantie implicite encourage sinon les investisseurs à financer des projets sans considérer pleinement les risques associés. À titre d'exemple, Pékin a pris le contrôle de la Baoshang Bank, défaillante, en mai 2019, en imposant des décotes à une partie des créanciers malgré les risques de perturbation induits dans le secteur bancaire.

La libéralisation des marchés financiers a commencé

Depuis 2014, les autorités chinoises ont renforcé le processus graduel d'ouverture du secteur financier à l'international ; en particulier, la libéralisation progressive des immenses marchés financiers intérieurs (deuxièmes plus larges du monde). Les programmes *Stock Connect* d'une part, et *CIBM Direct* et *Bond Connect* d'autre part, ont considérablement allégé les contraintes réglementaires imposées aux investisseurs étrangers pour accéder aux marchés boursiers et obligataires chinois. Ainsi, les avoirs étrangers en obligations domestiques chinoises ont presque triplé entre la mi-2017 et la mi-2020.

Cette stratégie vise plusieurs objectifs. Tout d'abord, libéraliser progressivement les flux sortant de Chine permet d'accompagner une réorientation en douceur de l'épargne excédentaire des Chinois depuis des classes d'actifs domestiques risquées ou à faible rendement vers les actifs étrangers, et assure ainsi une meilleure allocation du capital. De manière symétrique, une plus grande ouverture aux flux financiers en provenance de l'étranger renforce l'attractivité de la Chine comme marché d'accueil pour les investissements étrangers. Ceci permet de compenser en partie les flux sortants et de contrebalancer le recul de l'excédent courant de la Chine, mais assure aussi l'importation de bonnes pratiques et du savoir-faire des investisseurs internationaux. Cela contribue en effet à l'alignement du secteur financier chinois sur les normes internationales en matière de notation de crédit et de cadre juridique, et au développement de segments de marché nouveaux et plus sophistiqués, tels que les produits dérivés.

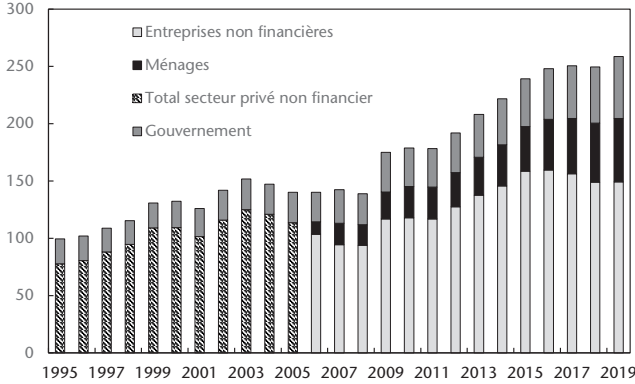
La crise du coronavirus retarde la poursuite des réformes

Le système financier présente toujours d'importantes fragilités

La crise sans précédent initiée par la situation sanitaire liée au Covid-19, qui a paralysé le pays durant plusieurs mois au début de l'année 2020, constitue une épreuve majeure pour le secteur financier chinois. Car, malgré les réformes récentes visant à mieux encadrer l'endettement, à juguler le développement du *shadow banking* et à affaiblir les garanties implicites de l'État, le processus d'assainissement du secteur financier chinois n'en est qu'à ses débuts, et les fragilités restent importantes [Péresa et Vidon, 2019]. Dans son rapport sur la stabilité financière dans le monde publié en octobre 2019, le FMI estimait « très élevées » les vulnérabilités financières en Chine. En cause, plusieurs éléments caractéristiques du système financier chinois.

D'abord, le niveau d'endettement toujours très élevé des entreprises. Le ratio de leur dette au PIB, une mesure de leur effet de levier, figure désormais parmi les plus élevés au monde, à près de 150 % du PIB fin 2018. Il a augmenté de près de 65 points de pourcentage en une décennie (graphique 2), soit la croissance la plus rapide parmi les plus grands pays du monde. Ensuite, la faible rentabilité des SOE. Les fusions entre entreprises publiques

Graphique 2. La montée de l'endettement des agents économiques en Chine
(en % du PIB)



Source : Banque des règlements internationaux.

centrales ont accru leur pouvoir de marché, mais la question de leur efficacité demeure. Les efforts du gouvernement, qui s'est fixé pour objectif de restructurer toutes les entreprises « zombies » à court terme, sont louables, mais parent surtout à l'urgence et sont toujours principalement concentrés sur les SOE en situation extrêmement dégradée. Un assainissement plus large reste donc nécessaire pour permettre à ce secteur de retrouver des niveaux de rentabilité plus soutenables. Enfin, l'attitude des autorités locales reste porteuse de risques. En effet, malgré des limites d'endettement strictes, les gouvernements locaux portent le risque d'importants investissements parallèles, officiellement pris en charge par des véhicules d'investissement ou des entreprises publiques locales. Plus généralement, la structure imbriquée du secteur financier, qui lie de manière étroite et opaque le secteur bancaire et les institutions financières non bancaires, reste fragile et sujette au risque systémique.

L'attractivité des marchés financiers chinois pour les investisseurs étrangers reste faible

Si l'ouverture des marchés financiers est enclenchée, les risques associés à ce processus ont poussé les autorités à rester très

prudentes, en adoptant une approche graduelle. Outre le risque d'éclatement de bulles d'actifs comme dans l'immobilier, une plus grande ouverture éroderait le contrôle des autorités sur les taux d'intérêt de la dette. Or les financements bon marché des dépenses des gouvernements locaux par émission obligatoire sont au cœur des mécanismes de soutien à la croissance économique. Par ailleurs, une plus grande libéralisation du compte de capital rend plus difficile le contrôle du taux de change, ce qui peut être problématique car la stabilité des prix et celle de l'emploi sont les objectifs majeurs du modèle économique chinois et constituent un facteur crucial de la légitimité du Parti communiste.

Le risque lié à l'affaiblissement des contrôles de capitaux s'est d'ailleurs matérialisé lors de la tourmente déclenchée par des sorties massives de capitaux entre août 2015 et début 2016. Lorsque les perspectives de croissance économique sont devenues plus incertaines en Chine, les flux financiers aux frontières du pays se sont brusquement inversés, contraignant les autorités à mobiliser près de 1 000 milliards de dollars de réserves de change pour éviter l'effondrement du renminbi et stabiliser l'économie. Cet épisode de panique est emblématique de l'impact négatif que la libéralisation du compte de capital peut avoir dans les pays présentant des marchés financiers peu développés et des infrastructures institutionnelles trop fragiles [Eichengreen *et al.*, 2011].

Comme l'ont révélé les mouvements de capitaux en 2015 et 2016, les motivations qui sous-tendent les flux sortants restent très sensibles, tandis que les investisseurs internationaux sont prudents lorsqu'il s'agit d'investir en Chine. Ceux-ci restent partagés entre d'une part les opportunités offertes par le vaste marché chinois, et d'autre part les contrôles de capitaux aux frontières, mais aussi le faible niveau de sophistication des marchés domestiques. L'opacité des comptes des entreprises, la faible crédibilité des notations de crédit et les défauts de paiement imprévisibles (encore rares toutefois) rendent en effet difficile l'évaluation des risques sur les marchés chinois. De plus, le marché des obligations des gouvernements locaux, qui constitue plus d'un quart du marché obligataire total, présente des vulnérabilités fortes. Depuis la réforme fiscale de 1994, l'équilibre budgétaire des administrations locales a, en effet, été radicalement modifié, évoluant vers des déficits persistants et très hétérogènes d'une province à l'autre. Enfin, la faiblesse

du marché des instruments de couverture et les incertitudes quant à l'application des lois en matière de faillite incitent les investisseurs étrangers à la prudence [Aglietta et Macaire, 2019].

Au total, les réformes et l'ouverture ont certes stimulé l'appétit des investisseurs étrangers pour les actifs chinois, mais ceux-ci sont encore très minoritaires : fin 2019, leur part sur les marchés obligataires et actions atteignait seulement, respectivement, 2,5 % et 3 % du total. Afin d'enclencher un cycle durable de flux entrant en Chine, des progrès doivent encore être faits sur la transparence des comptes d'entreprise, la sophistication des outils de couverture de risque accessibles aux investisseurs étrangers, et le renforcement des cadres légaux qui régissent les règlements des différends et des faillites.

Les réformes sont retardées par l'urgence sanitaire, mais Pékin veut maintenir le cap

Le choc économique sans précédent causé par la crise du coronavirus exerce une très forte pression sur les actifs au bilan des institutions financières. L'activité au premier trimestre 2020 a marqué une chute très sévère de 6,8 % par rapport au premier trimestre 2019. C'est la première contraction annuelle de l'activité depuis le début de la publication officielle des chiffres de croissance en 1993. Face à l'incertitude sur la sévérité du choc, les autorités ont même choisi pour la première fois de ne pas annoncer de cible de croissance pour 2020. Outre l'impact direct sur l'activité lié à la fermeture des commerces, à la chute des revenus en particulier pour les travailleurs migrants et à la dégradation de la confiance qui pénalise aussi la consommation et l'investissement, l'économie chinoise est également touchée de plein fouet par le recul de la demande étrangère qui frappe son secteur exportateur.

Pour les banques, ceci se matérialise par des risques accrus sur leurs encours de crédit aux particuliers et aux entreprises. Dans son rapport sur la stabilité financière de la Chine publié en novembre 2019, la PBoC a détaillé les résultats d'un vaste *stress test* mené sur les banques chinoises. Le ratio des prêts non performants au bilan des trente plus grandes banques du pays augmenterait à 7,4 % dans le cas où la croissance ralentirait à 4,15 %, une éventualité alors considérée comme le scénario du pire. Or la croissance chinoise devrait s'établir à un niveau inférieur cette année : le FMI table, par exemple, sur une croissance de 1 % pour 2020.

Officiellement, le ratio de prêts non performants a augmenté de seulement 0,06 point de pourcentage au premier trimestre, à 2,04 %. Mais ceci masque des ajustements réglementaires permettant aux entreprises de différer ou refinancer une partie de leurs créances, en repoussant ainsi le problème dans le temps.

Les banques commerciales rurales sont parmi les plus vulnérables, dans la mesure où elles constituent les principaux créanciers des petites et moyennes entreprises privées, très touchées par la crise économique. Dans le *stress test* de la PBoC, un tiers des petites institutions rurales étaient notées « à haut risque » (contre 13 % pour toutes les banques). Les inquiétudes qui se cristallisent sur ces institutions sont également liées au fait qu'elles sont peu transparentes (un peu plus de 20 % d'entre elles seulement publient des rapports annuels) et présentaient avant le déclenchement de la crise une situation financière déjà plus dégradée que les banques de plus grande taille. Fin 2019, leur ratio agrégé de prêts non performants s'élevait à près de 4 %, soit quasiment le double du ratio observé dans les banques urbaines.

Face à l'urgence de la crise, et pour soutenir les institutions financières, Pékin semble avoir relégué temporairement la réforme du système financier au second plan. Des aides fiscales ciblées, un plan d'investissement dans les infrastructures, des facilités de prêts bon marché au guichet de la banque centrale ainsi qu'une baisse des taux de réserves obligatoires des banques ont été mis en place afin d'alléger la pression sur les entreprises les plus pénalisées et d'éviter une crise de liquidité dans le secteur bancaire.

Néanmoins, malgré les risques extrêmement importants sur l'activité, les autorités n'ont pas recouru à un stimulus budgétaire ou monétaire massif. Au contraire, la banque centrale est restée conservatrice au regard de la situation et par rapport à d'autres grandes banques centrales, en particulier la Fed et la BCE, tandis que les investissements publics dans les infrastructures vont certes accélérer, mais resteront modérés.

Le mot d'ordre a été de limiter le risque de replonger dans une spirale d'endettement comme après le stimulus massif déployé après la crise de 2008, et de garder comme priorité de moyen terme l'assainissement financier de l'économie chinoise. Le ton actuel des représentants politiques indique que le gouvernement souhaite apporter un soutien économique soutenu sur une

longue période, plutôt qu'une très forte injection de liquidités sur un temps court.

La vision de long terme : prendre une place de premier plan sur l'échiquier mondial

Les Nouvelles Routes de la Soie et la géopolitique de la finance

Avec les Nouvelles Routes de la Soie, en anglais *Belt and Road Initiative* (BRI), la Chine s'est donné pour mission de réactiver les liens commerciaux, financiers et diplomatiques entre les pays d'Asie, d'Afrique et d'Europe, en passant par des voies terrestres (la *Belt*) et maritimes (la *Road*). Depuis le lancement de ce vaste projet en 2013, la Chine a mobilisé ses ressources financières pour investir massivement dans les pays concernés, en particulier dans les infrastructures [Bertuzzi *et al.*, 2019]. En contribuant à leur développement, elle s'assure ainsi de nouveaux débouchés économiques et renforce son empreinte mondiale. Progressivement, le cadre géographique initial s'estompe et l'initiative englobe désormais des pays du monde entier ayant besoin de financer leur développement. Pékin se positionne ainsi au cœur d'un projet international visant à transformer la mondialisation.

Entre 2013 et 2020, près de 750 milliards de dollars ont été investis dans les pays de la BRI, selon l'Institute of International Finance. À titre de comparaison, le plan Marshall s'élevait à environ 135 milliards de dollars en monnaie actuelle. Au-delà de l'ampleur gigantesque du projet, la BRI porte des stratégies de développement à long terme (transition énergétique, innovations numériques, infrastructures) et pourrait conférer à la Chine un rôle de précurseur dans des secteurs d'avenir, comme les énergies renouvelables ou les infrastructures de santé.

La réussite de la BRI, qui prévoit la construction d'une « communauté de destin commun », dépendra de la capacité de Pékin à créer une émulation parmi les pays émergents et à s'ériger en « développeur bienveillant ». Or les soupçons concernant les objectifs et les stratégies de négociation de Pékin et la crainte d'une dépendance excessive à l'égard d'un seul pays ont nui à l'image de la BRI. Fin 2017, la cession du port sri-lankais de Hambantota à des entreprises chinoises après que

le pays a reconnu avoir du mal à rembourser sa dette a alarmé la communauté internationale sur les risques que la Chine, par sa puissance financière, s'érige en position dominante et mette ainsi en danger les souverainetés nationales.

Gouvernance financière internationale : la posture ambivalente de la Chine

Malgré son empreinte globale, la BRI n'est pas encore un projet multilatéral [OCDE, 2018]. Fin 2018, les projets liés à l'initiative ont été, en effet, financés à plus de 80 % par des banques de développement ou des banques commerciales chinoises. Les banques multilatérales de développement, en particulier la Banque asiatique d'investissement dans les infrastructures et la Nouvelle Banque de développement, restent extrêmement minoritaires, avec 2 % seulement du financement total de la BRI pour l'instant.

Par ailleurs, Pékin présente une attitude ambivalente vis-à-vis de la gouvernance financière internationale. La faible coopération des institutions chinoises avec les bailleurs de fonds internationaux dans le cadre de la BRI tient à une incompatibilité entre les modes opératoires et les standards en matière de transparence, de gouvernance et de soutenabilité des dettes. Le Center for Global Development a publié un document en mars 2018 identifiant huit pays présentant des risques élevés de surendettement en raison de financements liés à la BRI [Hurley *et al.*, 2018]. Par ailleurs, malgré son rôle croissant en tant que prêteur international, la Chine a une politique opaque en matière de gestion des dettes et n'a toujours pas rejoint le Club de Paris.

À l'inverse, la Chine contribue activement aux concertations internationales sur le financement de la transition énergétique. En 2017, la PBoC a participé avec sept autres banques centrales au lancement du *Network for Greening the Financial System*. Ce réseau, qui compte désormais plus de soixante membres, a pour objectif de stimuler la concertation internationale visant à renforcer le rôle du système financier dans la gestion des risques climatiques et la transition énergétique. Pékin se montre aussi précurseur sur la mise en place de mécanismes pour soutenir la finance verte sur le territoire chinois. La PBoC a notamment défini dès 2015 le type de projets éligibles à l'émission d'« obligations vertes », un label permettant d'identifier des projets ancrés dans la transition énergétique. Cette initiative a permis de définir un cadre clair et a

contribué à l'émergence très rapide de ce segment de marché. Fin 2018, la Chine était le deuxième émetteur d'obligations vertes (18 % du marché mondial), après les États-Unis (20 % du marché mondial) [Climate Bonds Initiative, 2018].

Le positionnement de pourvoyeur majeur de financements internationaux et l'implication, certes ambivalente mais croissante, de la Chine dans la gouvernance financière mondiale posent la question de son rôle dans le système monétaire international et de l'usage au-delà de ses frontières de sa monnaie, le renminbi.

Vers un rééquilibrage du système monétaire international ?

En parité de pouvoir d'achat, la Chine est aujourd'hui la plus grande économie du monde (19 % du PIB mondial en 2019 selon le FMI) et présente un marché de consommation gigantesque qui attire les capitaux étrangers. C'est ainsi que se pose la question de la connexion entre les flux financiers internationaux et la devise en usage dans le pays.

En parallèle, bien que la BRI ait suscité des réactions mitigées à l'étranger, elle devrait continuer à renforcer l'empreinte financière internationale de la Chine, ce qui plaide en faveur d'une augmentation des dépôts d'acteurs privés et des réserves de change en renminbi. En effet, si la devise chinoise reste très minoritaire dans les flux financiers de la Chine avec le reste du monde, le nombre d'institutions financières utilisant le renminbi n'a cessé d'augmenter : 2 214 à mi-2019 contre 1 989 à mi-2017, selon l'institut SWIFT.

Par ailleurs, Pékin renforce le cadre institutionnel permettant l'internationalisation du renminbi. Mi-2019, la Chine avait signé des accords bilatéraux d'échanges de devises (*swaps*) avec trente-huit pays, pour un total de 3 700 milliards de renminbis. En outre, Pékin a mis en place un réseau permettant d'échanger le renminbi contre d'autres devises en dehors du territoire chinois, en créant ainsi un marché des changes liquide pour tous les fuseaux horaires.

Le FMI a reconnu les efforts de Pékin pour initier la convertibilité du compte de capital et pour renforcer la sophistication de ses marchés financiers, en incluant le renminbi dans le panier des droits de tirage spéciaux (DTS) en octobre 2016, avec une pondération de 10,92 %. À ce titre, il est important que Pékin continue de montrer sa volonté de poursuivre les réformes visant

à renforcer le degré d'ouverture et le niveau de sophistication de ses marchés financiers avant le prochain examen par le FMI du panier du DTS prévu en 2021.

Mais, malgré ces progrès, la part du renminbi dans les paiements mondiaux reste très faible (seulement 1,85 % du total en mars 2020 selon les données SWIFT), loin de correspondre au rôle actuel de la Chine dans l'économie mondiale (voir chapitre vi).

Si la Chine souhaite réellement s'inscrire dans le système monétaire international, elle doit prouver sa capacité à émettre un actif de réserve sûr, liquide et accessible pour les investisseurs étrangers. Certaines des réformes nécessaires sont déjà enclenchées, comme l'ouverture de canaux rendant le marché obligataire du pays accessible aux investisseurs étrangers. Mais cela nécessite également une ouverture plus large du compte de capital et un taux de change plus flexible. Plus encore, la crédibilité de la Chine en tant qu'émetteur d'un actif de réserve dépendra de sa volonté de renforcer la transparence et la solidité financière des émetteurs publics, voire de garantir une plus grande indépendance de la Banque centrale qui devrait pouvoir agir comme prêteur en dernier ressort. Or les autorités ont clairement indiqué que des réformes politiques et institutionnelles de cette envergure n'étaient pas à l'ordre du jour. Ceci signifie que Pékin ne semble pas, à ce jour, disposé à assumer les contraintes traditionnellement associées à une devise clé.

Pour autant, la Chine a réussi à franchir les premières étapes visant à ériger le renminbi au rang de monnaie de réserve internationale (notamment avec l'inclusion dans les DTS). C'est avant tout par son poids grandissant dans le système financier international que la Chine s'impose sur la scène mondiale. Le projet des Nouvelles Routes de la Soie est l'instrument phare de cette expansion financière. La Chine ambitionne, en effet, de devenir le nouveau centre fort pour les pays qui ont besoin de financer leur développement. Par la finance, elle crée des liens durables qui pourraient, finalement, soutenir l'internationalisation de sa devise. Dans cette perspective, la Chine s'inscrirait dans un système monétaire international multipolaire, où l'émergence d'un bloc structuré autour du renminbi finirait par remettre en question le rôle du dollar comme devise clé hégémonique.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. et MACAIRE C. [2019], « Setting the stage for RMB internationalization : liberalizing the capital account and strengthening the domestic bond market », *CEPII Policy Brief*, n° 28, juin.
- BERTUZZI M., MELONIO T., PORNET A. et TREMEL L. [2019], « Vers de "Nouvelles Routes de la Soie" durables ? », *AFD Policy Paper*, n° 2, novembre.
- CLIMATE BONDS INITIATIVE [2018], *Green Bonds. The State of the Market 2018*.
- EICHENGREEN B., GULLAPALLI R. et PANIZZA U. [2011], « Capital account liberalization, financial development and industry growth : a synthetic view », *Journal of International Money and Finance*, vol. 30, n° 6, p. 1090-1106.
- FINANCIAL STABILITY BOARD [2020], *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019*, janvier.
- HURLEY J., MORRIS S. et PORTELANCE G. [2018], « Examining the debt implications of the Belt and Road Initiative from a policy perspective », *Center for Global Development Policy Paper*, n° 121.
- OCDE [2018], « China's Belt and Road Initiative in the global trade, investment and finance landscape », *OECD Business and Finance Outlook 2018*, OCDE, Paris.
- PERESA I. et VIDON E. [2019], « Éponger les créances douteuses en Chine : les *bad banks* ne suffisent pas », *Bloc-notes Eco*, Banque de France, 29 septembre.