

Synthèse de presse du **cefc**

# Turbulences du marché boursier, dévaluation du RMB et réforme financière en Chine

ANTHONY H. F. LI

## Introduction

Pour les dirigeants chinois en charge de la réforme financière, l'été 2015 a été particulièrement mouvementé. Le marché boursier a chuté à la mi-juin après des mois de forte hausse. En moins de trois mois, l'index composite de la bourse de Shanghai est tombé de 5 166 points au 12 juin à 2 927 points le 26 août, soit une chute de 43 % de valeur boursière. La dévaluation du RMB en août a pris par surprise les investisseurs à l'échelle mondiale et les partenaires commerciaux internationaux, créant une turbulence involontaire sur les marchés financiers mondiaux dans un contexte de croissance chinoise plus faible que prévu. Tout cela a contribué à mettre la Chine sous les feux des projecteurs à travers le monde.

Alors que la Chine est déjà la deuxième économie du monde, son système financier est relativement moins développé, et particulièrement exposé à la volatilité du marché. En pleine tourmente financière, la longue quête de l'internationalisation de la monnaie chinoise, le yuan ou *renminbi* (RMB), continue de progresser. La question de l'importance du rôle que le gouvernement chinois est prêt à laisser au marché dans cette réforme monétaire demeure le cœur du problème.

## Les réformes financières en Chine

Avant le début des réformes économiques, la Banque populaire de Chine (*Zhongguo renmin yinhang* 中國人民銀行) était chargée de quasiment tous les prêts liés aux usages industriels, commerciaux et ruraux<sup>(1)</sup>. Le taux de change de la monnaie chinoise était fixé administrativement par l'État et n'était guère plus qu'un outil de comptabilité dans le domaine des échanges internationaux. À l'époque, toutes les devises étrangères issues du commerce extérieur devaient être revendues à l'État<sup>(2)</sup>.

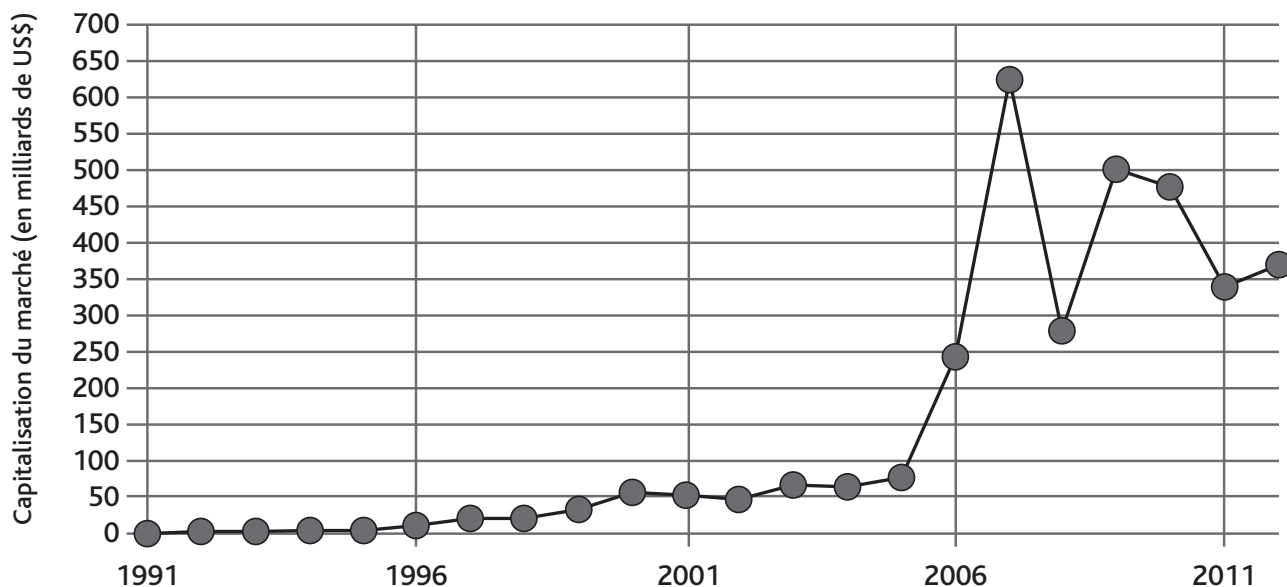
Avec les réformes économiques, la Chine a progressivement ouvert son marché au monde et a assoupli ses restrictions sur l'investissement et le commerce extérieur, attirant ainsi une flambée de prêts étrangers et d'investissements directs étrangers (IDE). L'Administration d'État du commerce extérieur ou SAFE (*State Administration of Foreign Exchange, guojia waihui guanliju* 國家外匯管理局) a été créée en 1979 afin de superviser la balance nationale des paiements<sup>(3)</sup>. En 1981, le régime de double taux de change fut institué pour gérer les conversions de devises étrangères en RMB. La

Banque populaire de Chine fut aussi restructurée en 1984 afin de la séparer de quatre banques commerciales d'État, lui permettant ainsi de se concentrer uniquement sur la conception de stratégies macro-économiques monétaires, devenant enfin en 1995 la Banque centrale chinoise. De nos jours le système bancaire en Chine reste fermement contrôlé par le Parti communiste chinois (PCC) et sert de colonne vertébrale au secteur financier en distribuant la plupart des prêts commerciaux. Le financement par capitalisation sur le marché boursier ou par d'autres moyens est relativement négligeable<sup>(4)</sup>, bien qu'étant donné la taille de l'économie chinoise, le volume de capitalisation soit déjà massif comparé à d'autres marchés financiers.

Au fil des années, la Chine a amassé un « double surplus » à la fois du compte de transactions courantes et du compte de capital. Le volume plus élevé d'IDE et le surplus venant du commerce extérieur ont mené à une accumulation de devises étrangères par la Banque centrale jamais vue auparavant. L'afflux de devises étrangères s'est intensifié lorsque la Chine a rejoint l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Comme requis par l'OMC, la Chine a entièrement libéralisé son compte de transactions courantes. Par contre, le compte de capital ne s'est que partiellement libéralisé sous le contrôle des autorités. La persistance du déséquilibre des paiements a contribué à ce que la Chine devienne la cible de critiques internationales, en particulier venant des États-Unis<sup>(5)</sup>. En réponse, la Chine a laissé le yuan s'apprécier au fil du temps. Entre 1997 et 2005 la Banque centrale a aligné le RMB sur le dollar. Depuis juillet 2005, il a été permis au taux de change du yuan de fluctuer avec une marge de fluctuation indexée aux cours d'un panier de devises étrangères, la marge de fluctuation s'élargissant depuis 2007 afin de mieux représenter la valeur réelle de la devise. En mai 2015, le Fonds monétaire international (FMI) a déclaré pour la première fois que le

1. Jinglian Wu, « China's Economic and Financial Reform », in On Kit Tam (éd.), *Financial Reform in China*, Londres, Routledge, 1995, p. 85.
2. State Administration of Foreign Exchange, « Lishi yange » (Histoire), [www.safe.gov.cn](http://www.safe.gov.cn) (consulté le 20 octobre 2015)
3. Gao Xiao et On Kit Tam, « China's Foreign Exchange System », in On Kit Tam (éd.), *Financial Reform in China, op. cit.*, p. 144-148.
4. Patrick Hess, « China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State », in Frank Rövekamp et Hanns Günther Hilpert (éds.), *Currency Cooperation in East Asia*, New York, Springer, 2014, p. 29-30.
5. « China Rebutts US Claim that the Yuan is still Significantly Undervalued », *South China Morning Post*, 29 novembre 2012, [www.scmp.com/business/global-economy/article/1093364/china-rebutts-us-claim-yuan-still-significantly-undervalued](http://www.scmp.com/business/global-economy/article/1093364/china-rebutts-us-claim-yuan-still-significantly-undervalued) (consulté le 13 septembre 2015).

## Graphique 1 – Capitalisation du marché financier en Chine (1991-2012)



Source : Banque mondiale, « Market capitalization of listed companies (current US\$) », <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (consulté le 21 novembre 2015).

yuan n'était plus sous-évalué suite à son appréciation récente, bien que son taux de change ne soit pas encore déterminé uniquement par le marché<sup>(6)</sup>.

La création d'un marché boursier faisait partie intégrante de la stratégie d'attraction de devises étrangères. Afin de profiter de capitaux étrangers et d'améliorer les positions financières de certaines entreprises d'État, des places boursières furent établies à Shanghai et Shenzhen, en décembre 1990 et juillet 1991 respectivement<sup>(7)</sup>. L'État était resté l'actionnaire majoritaire des entreprises d'État cotées sur le marché boursier, et le nombre d'actions accessibles au public (c'est-à-dire les actions en circulation) était limité. Afin de protéger le marché financier domestique des chocs externes, les autorités créèrent des marchés boursiers segmentés limitant les types d'acheteurs, et spécifiant les devises de transaction. Le système de marché financier dual a été établi avec deux types d'actions : celles de type A échangées en RMB par des citoyens ou entreprises chinoises seulement, et celles de type B échangées soit en dollars US ou dollars hongkongais par des individus étrangers ou des investisseurs institutionnels<sup>(8)</sup>. La ségrégation des marchés domestiques et internationaux persiste à divers degrés à ce jour. Une plus grande intégration avec le marché international s'est graduellement initiée avec l'exemple du Shanghai-Hong Kong Connect depuis 2014. La capitalisation du marché à travers le marché boursier est passée de 0,2 milliard US\$ en 1991 à 369,7 milliards US\$ en 2012 (voir graphique 1). Depuis le 15 mai 2015, la Chine est devenue le numéro deux mondial en termes de capitalisation boursière (pour un total de 14,2 mille milliards US\$)<sup>(9)</sup>. Cependant, contrairement à d'autres marchés financiers, la bourse chinoise ne permet pas aux actions échangées de refléter la valeur réelle des entreprises listées, puisque le PCC contrôle ces entreprises<sup>(10)</sup>. Le China Securities Regulatory Committee (CSRC, *Zhongguo zhengquan jianli guanli weiyuanhui* 中國證券監督管理委員會) fut créé en 1992 pour réguler le marché financier, et devint plus tard l'instance nationale de réglementation sous l'autorité du Conseil d'État.

Afin de promouvoir l'utilisation du RMB à l'étranger, les décideurs chinois ont progressivement permis des transactions en RMB de plus en plus importantes et ont libéralisé le compte de capital. Les marchés financiers, domestiques (*onshore*) comme étrangers (*offshore*), facilitent grandement ce processus. Hong Kong, en tant que Région administrative spéciale de Chine,

pratique un ensemble de lois différent et dispose d'un secteur financier bien développé, qui fournit un terrain d'expérimentation *offshore* très utile. Un certain nombre d'étapes ont été franchies depuis 2002, notamment l'introduction cette même année du programme des Investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (IIEQ) permettant aux investisseurs étrangers d'acheter des actions de type A, la création d'un centre RMB *offshore* à Hong Kong en 2004, etc. En somme, les différentes stratégies mises en place visaient à stimuler la demande du RMB sur le marché international et augmenter sa liquidité à l'échelle mondiale. En 2013, la 3<sup>e</sup> Session Plénière du Congrès du PCC a réaffirmé la détermination de la Chine à relâcher graduellement le contrôle du capital et à donner un plus grand rôle au marché dans le positionnement du taux de change, dans le but de poursuivre l'internationalisation du RMB<sup>(11)</sup>. Cela marqua l'engagement de la Chine vers une poursuite des réformes financières dans le sens d'une libéralisation.

### Effondrement majeur de la bourse chinoise en juin-juillet

Début avril 2015, les médias d'État encourageaient les investisseurs domestiques à prendre part au marché boursier. Certains médias relayaient le sentiment que le gouvernement chinois soutiendrait un marché fortement

6. Mark Magnier et William Kazer, « IMF Official Says Chinese Yuan No Longer Undervalued », *The Wall Street Journal*, 26 mai 2015, [www.wsj.com/articles/imf-official-says-chinese-yuan-no-longer-undervalued-1432634534](http://www.wsj.com/articles/imf-official-says-chinese-yuan-no-longer-undervalued-1432634534) (consulté le 13 septembre 2015).
7. Barry Naughton, *The Chinese Economy: Transitions and Growth*, Cambridge, MIT Press, 2006, p. 469.
8. Shu-yun Ma, *Shareholding System Reform in China: Privatizing by Groping for Stones*, Cheltenham, Edward Elgar, 2010, p. 92.
9. Hong Kong occupe le septième rang avec une capitalisation du marché de 4 mille milliards US\$. Voir Gregor S. Hunter and Jacky Wong, « Everything You Need to Know About China's Stock Markets », *The Wall Street Journal*, 10 juillet 2015, [www.wsj.com/articles/everything-you-need-to-know-about-chinas-stock-markets-1436534913](http://www.wsj.com/articles/everything-you-need-to-know-about-chinas-stock-markets-1436534913) (consulté le 8 septembre 2015).
10. Carl E. Walter et Fraser J.T. Bowie, *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise* (édition revue et mise à jour), Singapour, Willy, 2012, p. 166.
11. Sara Hsu, « China: New System a Step Forward on RMB Internationalization », *The Diplomat*, 19 juin 2015, <http://thediplomat.com/2015/06/china-new-system-a-step-forward-on-rmb-internationalization> (consulté le 10 septembre 2015).

Tableau 1 – La déroute des places financières mondiales le 24 août 2015

Places Boursières	Chute de l'index le 24 août	Remarques
Shanghai, Chine	8,5 %	Plus grosse chute en une seule journée en 8 ans
Shenzhen, Chine	7,7 %	
Hong Kong	5,2 %	
Taiwan	4,8 %	Chute record de 7,5 % durant la période de transaction
Corée	2,5 %	
Japon	4,6 %	Plus grosse chute en plus de 2 ans
Australie	4,4 %	
États-Unis	3,1 %	Chute record de 1 000 points à l'ouverture
Pan-European FTSE Eurofirst 300	5,4 %	Plus grosse chute en 7 ans

Sources : Bloomberg, Financial Times, South China Morning Post, CNN, Southern Weekly.

hausser<sup>(12)</sup>. En conséquence, le nombre d'investisseurs individuels enregistrés culminait en juillet à un chiffre record de 92 millions<sup>(13)</sup>. L'index composite SSE augmenta de 36 % en l'espace de trois mois, passant de 3 810 points le 1<sup>er</sup> avril à 5 166 points le 12 juin. Quand le CSRC se rendit compte du risque d'une bulle financière, il essaya de réguler davantage les échanges, ce qui eut pour effet de faire basculer le marché en effrayant les spéculateurs. Mi-juin, le marché des actions de type A de la bourse de Shanghai s'effondra soudainement, passant de 5 166 le 12 juin à 3 507 points le 8 juillet (le plus bas avant la dévaluation du RMB), soit une chute de 32 % en un mois. Afin d'éviter que la crise n'empire, les décideurs firent appel au soutien d'agences financières d'État, surnommées « l'équipe nationale », parmi lesquelles China Securities Finance Corporation (CSFC, *Zhongguo zhengquan jinrong gufen youxian gongsi* 中國證券金融股份有限公司), qui devint un acteur majeur à partir de la fin juin<sup>(14)</sup>. En plein crash, l'instance régulatrice CSRC soutenue par la Banque centrale, distribua plus de 100 milliards de RMB de fonds à plus de 21 sociétés de courtage afin qu'elles achètent des parts dans des entreprises de premier ordre ainsi que celles de PME par le biais de la CSFC<sup>(15)</sup>. En parallèle et parmi d'autres efforts de régulation, le CSRC interdit aux actionnaires disposant de plus de 5 % des parts d'une entreprise de vendre leurs parts durant six mois. Par ailleurs, il fut permis à 1 600 des 2 800 entreprises listées sur les bourses de Shenzhen et Shanghai de suspendre leurs cours jusqu'au 8 juillet, soit, au pic de la suspension, 57 % de toutes les entreprises listées. La grande majorité de ces suspensions se firent sans raison spécifique ou légitime<sup>(16)</sup>. Pour résumer, les autorités essayaient d'éviter que la chute de la bourse chinoise ne se prolonge indéfiniment par le truchement de méthodes non-conventionnelles. Ces actions prises par les décideurs furent perçues de deux façons opposées. Alors que les investisseurs individuels domestiques s'attendaient à ce que les mesures de soutien se poursuivent afin que leurs placements ne soient pas détruits, certains analystes virent ces mesures avec une grande perplexité, arguant qu'elles défiaient les règles du marché. À Hong Kong, dans l'ensemble, les médias considérèrent ces actions comme « un sauvetage brutal du marché » (*baoli jiushi* 暴力救市).

### Une dévaluation inattendue du RMB en août en plein ralentissement économique chinois

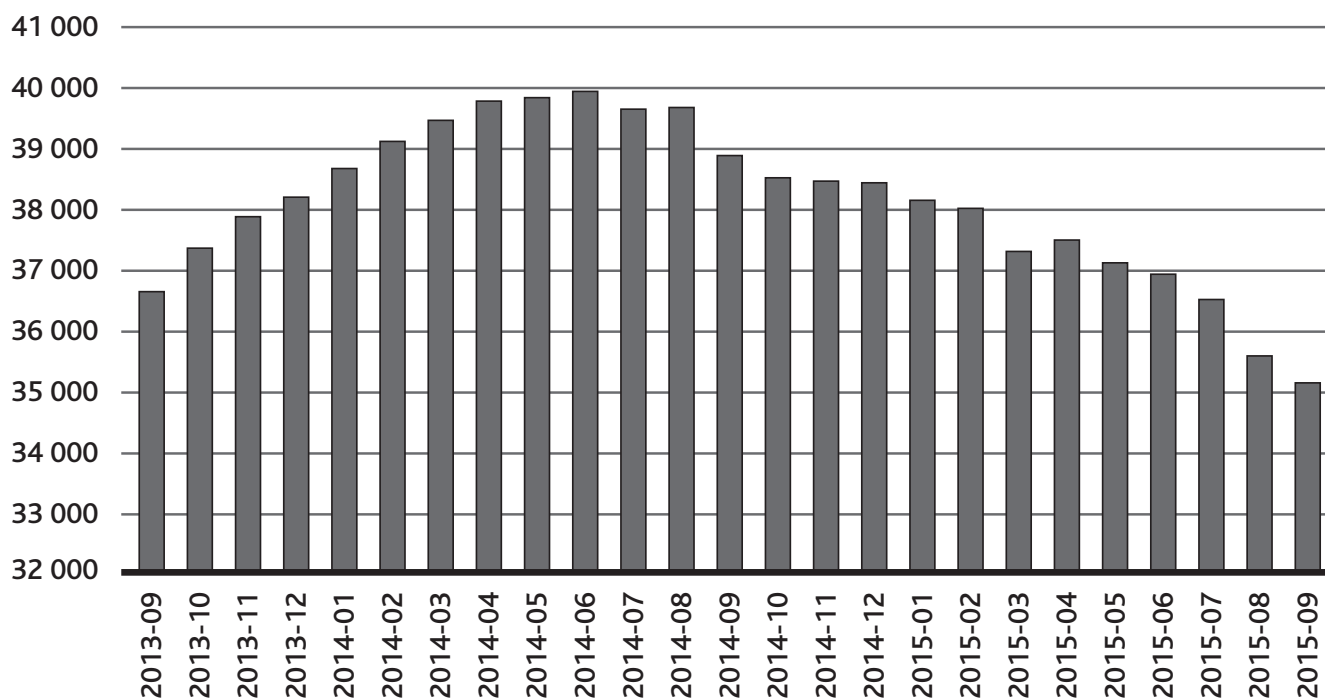
Peu de temps après la déroute de la bourse en juin-juillet, la Banque centrale prit tout le monde par surprise en annonçant le 11 août la création

d'un nouveau mécanisme d'ajustement du taux de change du RMB et en fixant le point médian du RMB à sa valeur de fermeture du jour précédent. Cette action inattendue entraîna une dévaluation du RMB de 1,9 % en un jour, soit la plus grande baisse du yuan jamais enregistrée en une seule journée<sup>(17)</sup>. Initialement, cette dévaluation fut interprétée comme l'action désespérée d'une Chine cherchant à ranimer une croissance plus lente que prévue, et la preuve de l'incapacité du gouvernement à gérer la crise boursière<sup>(18)</sup>. Le pessimisme s'empara rapidement des places boursières à travers le monde. Le 24 août, les bourses de Chine, de Hong Kong et d'autres pays asiatiques virent les investisseurs brader massivement leurs titres. Cela entraîna la chute des marchés européens et américains (voir Tableau 1). Les médias, chinois comme étrangers, nommèrent cette journée de turbulence mondiale du 24 août le « Lundi Noir ».

À l'ombre de dévaluations supplémentaires du yuan et de perspectives moroses pour l'économie chinoise, la fuite de capitaux se poursuivit à une vitesse jamais atteinte<sup>(19)</sup>. Comme le montre le volume décroissant de de-

- « China's Journey from New Normal to Stock Market Crisis Epicenter », *Bloomberg*, 26 août 2015, [www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-26/china-s-journey-from-new-normal-to-stock-market-crisis-epicenter](http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-26/china-s-journey-from-new-normal-to-stock-market-crisis-epicenter) (consulté le 4 septembre 2015).
- Peter Spence, « China's Stock Market Crash: Five Numbers You Need to Know », *The Telegraph*, 31 juillet 2015, [www.telegraph.co.uk/finance/china-business/11772729/Chinas-stock-market-crash-five-numbers-you-need-to-know.html](http://www.telegraph.co.uk/finance/china-business/11772729/Chinas-stock-market-crash-five-numbers-you-need-to-know.html) (consulté le 4 septembre 2015).
- Le CSFC fut établi en octobre 2011 et est à toutes fins pratiques contrôlé par le CSRC. « Gushi zai zhendang quanqiu zichan chong dingjia » (Les turbulences réapparaissent sur le marché boursier, actifs mondiaux en cours de réévaluation), *Southern Weekly*, 27 août 2015, C13.
- Enoch Yiu, « China Market Regulator and Central Bank Expand Rescue Plan to Stop Panic Selling in Equities », *South China Morning Post*, 8 octobre 2015, [www.scmp.com/news/china/money-wealth/article/1834437/china-market-regulator-csrc-expands-rescue-plan-stop-panic](http://www.scmp.com/news/china/money-wealth/article/1834437/china-market-regulator-csrc-expands-rescue-plan-stop-panic) (consulté le 15 octobre 2015).
- « A gu qiguan qian gu ting fu pai » (Spectacle des actions de type A : la suspension et le rétablissement du courtage de mille entreprises cotées), *Southern Weekly*, 16 juillet 2015, C15.
- « The Devaluation of the Yuan: The Battle of Midpoint », *The Economist*, 15 août 2015, [www.economist.com/news/finance-and-economics/21661012-china-initiates-market-reforms-its-currency-then-backtracks-battle](http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21661012-china-initiates-market-reforms-its-currency-then-backtracks-battle) (consulté le 18 septembre 2015).
- Jamil Anderlini, « China: Credibility on the Line », *Financial Times*, 28 août 2015, [www.ft.com/intl/cms/s/0/24de9e86-4d76-11e5-9b5d-89a026fda5c9.html#axzz3n1Axcf00](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/24de9e86-4d76-11e5-9b5d-89a026fda5c9.html#axzz3n1Axcf00) (consulté le 25 septembre 2015).
- Techniquement, les contrôles de capitaux en Chine ne permettent pas aux capitaux de circuler librement au-delà des frontières, donc toute sortie de capital doit être approuvée par les autorités. Cependant, des observateurs notent que le mécanisme de contrôle en place est poreux, et que les investisseurs ont appris à contourner les régulations sévères en place pour faire sortir leurs avoirs du pays. Lingling Wei et Anjani Trivedi, « China Boosts Efforts to Keep Money at Home », *The Wall Street Journal*, 1<sup>er</sup> septembre 2015, [www.wsj.com/articles/china-boosts-efforts-to-keep-money-at-home-1441120882](http://www.wsj.com/articles/china-boosts-efforts-to-keep-money-at-home-1441120882) (consulté le 5 septembre 2015).

**Graphique 2 – Les réserves de devises étrangères de la Chine de septembre 2013 à septembre 2015 (100 millions US\$)**



Source : SAFE (State Administration of Foreign Exchange), [www.safe.gov.cn](http://www.safe.gov.cn) (consulté le 29 octobre 2015).

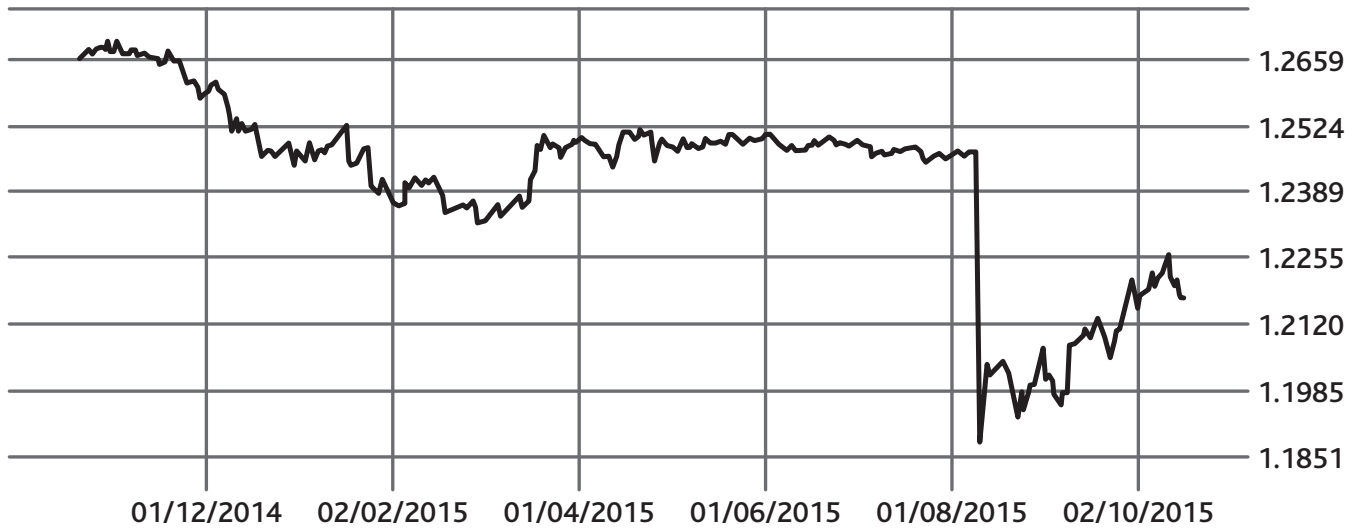
vises étrangères utilisées par la Banque centrale pour défendre la valeur du RMB, au moins 42,5 milliards US\$ et 93,9 milliards US\$ quittèrent la Chine en juillet et août respectivement<sup>(20)</sup>. La baisse d'août fut la plus importante jamais enregistrée<sup>(21)</sup>. En fait, la fuite de capitaux à cette période n'était pas un incident surgi de nulle part mais bien une intensification de la fuite de capitaux enregistrée dès 2014, alors que les investisseurs commençaient à réaliser la réelle possibilité d'un ralentissement de la croissance chinoise (voir graphique 2). En parallèle avec d'autres méthodes de stabilisation du yuan, la Banque centrale se mit à acquérir des RMB offshore afin de prévenir une baisse plus importante de sa valeur, réduisant ainsi l'écart entre le prix *offshore* et le prix *onshore* du yuan lors de la seconde moitié de septembre<sup>(22)</sup>. Au niveau international, le G20 se réunit afin de débattre de la façon de neutraliser l'impact de la dévaluation du RMB sur l'économie mondiale et d'éviter toute dévaluation compétitive<sup>(23)</sup>. La Réserve fédérale des États-Unis remit aussi à plus tard l'augmentation du taux d'intérêt prévue au vu des incertitudes économiques mondiales<sup>(24)</sup>.

Émettant des réserves concernant les stratégies déployées pour sauver le marché boursier en juin-juillet, les décideurs changèrent par la suite de méthode. Ils déployèrent un certain nombre de mesures axées sur le marché afin de le stabiliser, dont un abaissement du montant des réserves obligatoires des banques, ainsi qu'une baisse du taux d'intérêt le 25 août<sup>(25)</sup>. En même temps, certains fonctionnaires du ministère de la Sécurité publique enquêtaient sur les personnes suspectées de manipuler le marché ou de « propager des rumeurs » sur Internet. Wang Xiaolu 王曉璐, un journaliste du très sérieux magazine financier *Caijing* 財經, fut arrêté et forcé de donner une « confession » télévisée à cause de ses articles, auxquels on imputait les turbulences du marché boursier<sup>(26)</sup>. D'autres redoublaient d'efforts contre les banques clandestines afin de limiter les transferts monétaires illégaux vers l'étranger<sup>(27)</sup>.

### Fondements et impact de la volatilité du marché boursier chinois

Les caractéristiques particulières du marché boursier chinois peuvent en partie expliquer sa chute de mi-juin à mi-août. Tout d'abord, contrairement à d'autres places boursières dominées par des investisseurs institutionnels, le marché boursier en Chine est dominé par des investisseurs particuliers dotés de petits capitaux. Compte tenu de la composition des investisseurs, la valeur des actions peut facilement être surestimée dès qu'une inquiétude apparaît. Deuxièmement, comme l'a souligné le professeur Dan Luo de

- Lingling Wei et Anjani Trivedi, « China's Forex Reserves Fall by Record \$93.9 Billion on Yuan Intervention », *The Wall Street Journal*, 7 septembre 2015, [www.wsj.com/articles/china-august-forex-reserves-down-by-93-9-billion-as-pboc-intervenes-1441614856](http://www.wsj.com/articles/china-august-forex-reserves-down-by-93-9-billion-as-pboc-intervenes-1441614856) (consulté le 28 septembre 2015).
- China Foreign Exchange Reserves, *Tradingeconomics*, [www.tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves](http://www.tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves) (consulté le 28 septembre 2015).
- « Offshore Yuan Gains on Intervention Bets before Xi-Obama Summit », *Bloomberg*, 25 septembre 2015, [www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-25/offshore-yuan-gains-on-intervention-bets-before-xi-obama-summit](http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-25/offshore-yuan-gains-on-intervention-bets-before-xi-obama-summit) (consulté le 20 octobre 2015).
- « G20 Binds China to Foreign-Exchange Peace Pact to Contain Mess of "Burst" Stock-Market Bubble », *South China Morning Post*, 5 septembre 2015, [www.scmp.com/news/world/article/1855652/g-20-binds-china-foreign-exchange-peace-pact-post-bubble-cleanup-after](http://www.scmp.com/news/world/article/1855652/g-20-binds-china-foreign-exchange-peace-pact-post-bubble-cleanup-after) (consulté le 15 septembre 2015).
- Benjamin Appelbaum, « Fed Leaves Interest Rate Unchanged », *New York Times*, 17 septembre 2015, [www.nytimes.com/2015/09/18/business/economy/fed-leaves-interest-ratesunchanged.html](http://www.nytimes.com/2015/09/18/business/economy/fed-leaves-interest-ratesunchanged.html) (consulté le 20 septembre 2015).
- Nick Edwards, « China Cuts Interest Rates in Bid to Halt Stock Turmoil and Reassure Markets after "Black Monday" », *South China Morning Post*, 25 août 2015, [www.scmp.com/news/china/economy/article/1852454/china-cuts-interest-rates-fifth-time-november-new-effort-boost](http://www.scmp.com/news/china/economy/article/1852454/china-cuts-interest-rates-fifth-time-november-new-effort-boost) (accédé le 30 août 2015).
- David Bandurski, « Uneasy Silence Follows Journalist's Arrest », *China Media Project*, 8 septembre 2015, <http://cmp.hku.hk/2015/09/08/39216> (consulté le 10 septembre 2015).
- Lingling Wei et Anjani Trivedi, « China Boosts Efforts to Keep Money at Home », *The Wall Street Journal*, 1<sup>er</sup> septembre 2015, [www.wsj.com/articles/china-boosts-efforts-to-keep-money-at-home-1441120882](http://www.wsj.com/articles/china-boosts-efforts-to-keep-money-at-home-1441120882) (consulté le 5 septembre 2015).

**Graphique 3 – Taux de change du RMB en dollars américains du 17 octobre 2014 au 17 octobre 2015**

Source : Hang Seng Bank, « Foreign Currency T/T Exchange Rates », <https://bank.hangseng.com/1/2/rates/foreign-currency-tt-exchange-rates> (consulté le 21 novembre 2015).

l'Université de Nottingham, les compagnies cotées en Chine « versent extrêmement peu de dividendes ». Les investisseurs ont tendance à parier sur l'augmentation de la valeur des actions plutôt que sur la performance de l'entreprise dans l'économie réelle, et sont enclins à vendre précipitamment quand les actions baissent rapidement. Tout cela contribue à la volatilité du marché<sup>(28)</sup>. Troisièmement, il a été relevé avant la déroute de juin que le marché était dominé par des crédits spéculatifs à effet de levier, une conséquence d'un système bancaire parallèle et d'activités de compagnies financières en ligne mal régulés. Le système bancaire parallèle est une alternative aux banques d'État, permettant d'obtenir des crédits de même niveau que ceux offerts par les banques traditionnelles, mais plus rapides et faciles à obtenir et avec moins de régulation, le tout facilitant la formation de bulles financières. De plus, les courtiers reçoivent l'autorisation de fournir des prêts marginaux aux investisseurs pour qu'ils achètent des actions. Début juin, les prêts marginaux atteignaient 2 000 milliards de RMB sur le marché boursier chinois, quatre fois plus qu'un an auparavant, représentant 18 % du marché des actions flottantes, comparé à moins de 6 % à New York. Surtout, les crédits à effet de levier du marché boursier émanaient d'un reconditionnement de produits financiers provenant de banques traditionnelles par l'intermédiaire de tiers-partis. Le lien ainsi créé entre le système bancaire et le marché boursier constitue un risque systémique qui provoquera des répercussions sur le système bancaire en cas de crash boursier. S'il est avéré que le PCC se repose sur le système bancaire pour affermir son pouvoir politique, un effondrement du système bancaire pourrait avoir des conséquences dramatiques pour le Parti<sup>(29)</sup>. Ces analyses sont conformes à l'explication officielle de la nécessité d'une intervention de l'État. Le président Xi Jinping 习近平 a défendu les interventions du gouvernement comme nécessaires et préventives, alléguant avoir contenu les peurs des investisseurs et limité le risque systémique du secteur financier.

Par ailleurs, bien que les interrogations sur le ralentissement chinois aient eu un impact massif sur les marchés boursiers, certains analystes considèrent que la chute du marché fin août n'eut que peu d'impact sur l'économie réelle. D'une part, le marché financier chinois est largement détaché de l'économie réelle. Historiquement, l'évolution du volume de capitalisation du marché boursier chinois n'a pas correspondu à l'évolution du PIB<sup>(30)</sup>. D'autre

part, les entreprises privées et les familles chinoises n'utilisent pas le marché boursier de façon significative pour financer leurs investissements. Le financement des entreprises par la bourse ne représente que 5 % des levées de fond, et seule 7 % de la population totale investit sur le marché boursier<sup>(31)</sup>.

### Les causes de la dévaluation du RMB

La dévaluation du RMB opérée par la Banque centrale fait l'objet de spéculations quant à ce qui l'a motivée. Certains analystes suggèrent qu'elle faisait suite à une réaction des dirigeants chinois à la confirmation du ralentissement économique du pays indiquée par les faibles performances des secteurs de l'export, du transport<sup>(32)</sup> ainsi que manufacturier<sup>(33)</sup>, dans le but de stimuler la croissance à l'export et de ranimer l'économie. Au contraire, d'autres analystes considèrent que la dévaluation n'était pas suffisamment conséquente pour être avantageuse pour les entreprises chinoises<sup>(34)</sup>. Ils soulignent aussi qu'une dévaluation soutenue serait néfaste à l'économie chinoise, puisqu'elle représenterait une charge supplémentaire sur les capacités de remboursement des entreprises chinoises, dont la dette dépasse depuis peu les 160 milliards US\$<sup>(35)</sup>. Le premier ministre Li Ke-qiang 李克强 a notamment souligné début septembre que le gouvernement ne

28. « Beijing's Policy Flops Don't Spell Doom for China's Real Economy – Just Investor Expectations », *China Economic Review*, 7 septembre 2015, [www.chinaeconomicreview.com/beijing%E2%80%99s-policy-flops-dont-spell-doom-china%E2%80%99s-real-economy%E2%80%94just-investor-expectations](http://www.chinaeconomicreview.com/beijing%E2%80%99s-policy-flops-dont-spell-doom-china%E2%80%99s-real-economy%E2%80%94just-investor-expectations) (consulté le 10 septembre 2015).

29. Patrick Hess, « China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State », *art. cit.*, p. 32-33.

30. Barry Naughton, *The Chinese Economy: Transitions and Growth*, *op. cit.*, p. 468.

31. Scott Cendrowski, « Here's What You May Not Know about the Chinese Stock Market », *Fortune*, 2 septembre 2015, <http://fortune.com/2015/09/02/heres-what-you-may-not-know-about-the-chinese-stock-market> (consulté le 4 septembre 2015).

32. Richard Macauley, « China Has Unexpectedly Devalued its Currency in an Attempt to Boost Exports and Revive its Economy », *Quartz*, 11 août 2015, <http://qz.com/476659/china-has-devalued-its-currency-by-the-most-in-over-20-years> (consulté le 1<sup>er</sup> septembre 2015).

33. William Kazer, « China Factory Gauge Slips to Three-Year Low in August », *The Wall Street Journal*, 1<sup>er</sup> septembre 2015, [www.wsj.com/articles/china-august-manufacturing-pmi-slips-1441070881](http://www.wsj.com/articles/china-august-manufacturing-pmi-slips-1441070881) (consulté le 14 septembre 2015).

34. « The Devaluation of the Yuan: The Battle of Midpoint », *art. cit.*

35. Peter Evais, « China's Renminbi Devaluation May Initiate New Phase in Global Currency War », *The New York Times*, 14 août 2015, <http://cn.nytimes.com/business/20150814/c14db-currency/en-us> (consulté le 16 septembre 2015).

cherchait ni à promouvoir la croissance à l'export, ni à commencer une guerre monétaire<sup>(36)</sup>. Les statistiques montrent d'ailleurs que le taux de change du RMB a pu fluctuer dans les deux sens après le 11 août (voir graphique 3).

D'autres analystes estiment que la dévaluation correspondait plutôt à une correction du marché. Liu Shaojia de l'Université de Brunel suggère que la dévaluation du RMB était un ajustement à la situation macro-économique en Chine, où le taux d'inflation était élevé alors que la valeur du RMB continuait à croître l'année dernière. Nicholas R. Lardy, un économiste spécialisé sur la Chine convenait lui aussi qu'il s'agissait d'une correction du marché attendue depuis longtemps<sup>(37)</sup>. Les analystes qui se basent sur cette perspective estiment que le gouvernement chinois ouvre la voie à un mécanisme d'échange du yuan orienté vers le marché.

Partageant cette analyse, d'autres analystes proposent que la raison de la dévaluation est de démontrer la détermination de la Chine à inclure le RMB au sein du panier de réserves de devises internationales des Droits de tirage spéciaux (DTS, *Special Drawing Rights*)<sup>(38)</sup> du FMI, en donnant un plus grand rôle au marché dans la valorisation du RMB avant que le FMI ne prenne une décision en novembre 2015. Par exemple, Zhou Xiaochuan 周小川, gouverneur de la Banque centrale, a associé la libéralisation du compte de capital avec la candidature à l'inclusion dans le DTS lors d'une adresse publique en avril<sup>(39)</sup>. Et à la suite de la dévaluation, le FMI défendait celle-ci comme une étape vers une réforme axée sur le marché<sup>(40)</sup>.

### Réforme monétaire axée sur le marché : rhétorique ou engagement sincère ?

En 2012, le gouvernement chinois annonça le 12<sup>e</sup> Plan quinquennal pour le développement et la réforme de l'industrie financière (*jinrongye fazhan he gaige "shi er wu" guihua* 金融業發展和改革"十二五"規劃), soulignant que son axe principal serait l'attribution d'un plus grand rôle au marché dans la valorisation du taux de change, une libéralisation approfondie du compte de capital, et la diversification des réserves de change<sup>(41)</sup>. Cependant, Arthur R. Kroeber, chercheur en politique étrangère au Brookings-Tsinghua Center, note qu'alors que le PCC indiquait qu'il donnerait un « rôle prépondérant » au marché dans la réforme financière, le parti se préparait aussi à maintenir un « rôle dominant » de l'État<sup>(42)</sup>. S'il est clair que l'objectif ultime de toutes les réformes économiques depuis Deng Xiaoping a toujours été de maintenir la puissance politique du PCC<sup>(43)</sup>, il reste la question de l'étendue de la volonté du PCC à relâcher son contrôle sur l'économie en échange de bénéfices liés au respect des règles du marché dans le cadre de la réforme financière. La réponse à cette question tient sans doute à l'attitude personnelle du président Xi, qui a assumé la direction des deux groupes supervisant les politiques économiques au sein du PCC, spécifiquement le Groupe dirigeant central pour l'économie et les finances (*zhongyang caijing lingdao xiaozu* 中央財經領導小組) et le Groupe dirigeant central sur l'approfondissement des réformes (*zhongyang quanmian shenhua gaige lingdao xiaozu* 中央全面深化改革領導小組).

L'internationalisation du RMB est assurément le catalyseur de la réforme monétaire chinoise. Afin d'accomplir cet objectif politique, des chercheurs ont noté qu'un taux de change orienté vers le marché, la libéralisation du compte de capital et un yuan librement convertible sont des préalables importants<sup>(44)</sup>. Dans le cadre de ce processus d'internationalisation, le gouvernement chinois doit faire face au trilemme de la politique monétaire internationale, où l'indépendance dans la fixation du taux d'intérêt (politique monétaire indépendante), la libre circulation du capital (libéralisation

du compte de capital), et la stabilité monétaire (fixité du taux de change) ne peuvent être réalisées simultanément. Au mieux, une économie ne peut en maintenir que deux à la fois. Au cours des dernières décennies, le trilemme a été éclipsé par l'afflux continu de capitaux étrangers en Chine et par la capacité de la Banque centrale à absorber l'afflux en augmentant ses réserves de devises étrangères. La situation a changé récemment, quand le ralentissement de l'économie chinoise a été accompagné d'une fuite de capitaux<sup>(45)</sup>. Si la Chine est déterminée à continuer en direction d'un régime de taux de change orienté vers le marché afin qu'à court terme le RMB soit inclus dans le panier des DTS et qu'à long terme le RMB poursuive son internationalisation, la libéralisation progressive du compte de capital et l'exposition de la Banque centrale au trilemme monétaire est inévitable<sup>(46)</sup>. Alors que la Chine a adopté des mesures favorables à une réforme monétaire orientée vers le marché, d'autres signes indiquent que l'État n'est pas prêt à s'éclipser non plus. Yam Chi-kong 任志剛, ex-Directeur général de l'Autorité monétaire de Hong Kong a insisté dans un article sur la nécessité d'un contrôle du capital même dans le cas où le RMB deviendrait parfaitement convertible<sup>(47)</sup>. En avril, le gouverneur de la Banque centrale indiquait que la Chine ne chercherait pas à mettre en place un régime de RMB libre ou parfaitement convertible, mais plutôt un régime de convertibilité contrôlée afin de maintenir la valeur de la devise et un environnement financier sûr<sup>(48)</sup>.

### Conclusion

Rétrospectivement, la dévaluation du RMB semble davantage faire partie du processus d'internationalisation de la monnaie chinoise plutôt qu'être une démarche arbitraire visant à contrecarrer le ralentissement de la crois-

36. « Li Keqiang cheng guzai hou cuoshi fang xitong fengxian » (Le premier ministre Li Keqiang cherche à prévenir le risque systémique après le crash boursier), *Cable TV*, 10 septembre 2015, [http://cablenews.i-cable.com/webapps/news\\_video/index.php?news\\_id=465962](http://cablenews.i-cable.com/webapps/news_video/index.php?news_id=465962) (consulté le 10 septembre 2015).
37. Nicholas Lardy, « False Alarm on a Crisis in China », *The New York Times*, 26 août 2015, [www.nytimes.com/2015/08/26/opinion/false-alarm-on-a-crisis-in-china.html](http://www.nytimes.com/2015/08/26/opinion/false-alarm-on-a-crisis-in-china.html) (consulté le 2 septembre 2015).
38. Les Droits de tirage spéciaux sont des réserves de devises étrangères du FMI, dont la valeur est actuellement déterminée par un panier de devises incluant le dollar US, l'euro, la livre anglaise, et le yen japonais.
39. « Quannian ziyou duihuan lu yao » (Un long chemin encore à parcourir avant la convertibilité libre et totale du RMB), *Hong Kong Economic Journal*, 20 juillet 2015.
40. Keith Bradsher, « China's Devaluation of the Its Currency Was a Call to Action », *The New York Times*, 18 août 2015, <http://cn.nytimes.com/business/20150818/c13chinaecon/en-us> (consulté le 12 septembre 2015).
41. Patrick Hess, « China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State », *art. cit.*, p. 37.
42. Arthur R. Kroeber, « Making Sense of China's Stock Market Mess », *Brookings*, 13 juillet 2015, [www.brookings.edu/research/opinions/2015/07/13-china-stock-market-kroeber](http://www.brookings.edu/research/opinions/2015/07/13-china-stock-market-kroeber) (consulté le 21 septembre 2015).
43. Patrick Hess, « China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State », *art. cit.*, p. 23.
44. Yung Chul Park, « RMB Internationalization and Its Implications for Financial and Monetary Cooperation in East Asia », *China and World Economy*, vol. 18, n° 2, 2010, p. 1-21.
45. « Beijing Faces Up to its Monetary Trilemma », *Financial Times*, 7 septembre 2015, [www.ft.com/cms/s/0/a8c9b500-555a-11e5-a28b-50226830d644.html#axzz3n1Axcf00](http://www.ft.com/cms/s/0/a8c9b500-555a-11e5-a28b-50226830d644.html#axzz3n1Axcf00) (consulté le 26 septembre 2015).
46. Duncan Weldon, « China's Impossible Trinity », *BBC*, 8 septembre 2015, [www.bbc.com/news/business-34178247](http://www.bbc.com/news/business-34178247) (consulté le 26 septembre 2015).
47. Chi-kong Yam, « Rang renminbi ke duihuan wentuo de banfa » (Une approche sûre de la convertibilité du RMB), Thematic Study No. 5, Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong, avril 2011.
48. Xiaochuan Zhou, « Statement by the Honorable Zhou Xiaochuan Governor of the IMF for China to the Thirty-First Meeting of the International Monetary and Financial Committee Washington, D.C. », 18 avril 2015, p. 6.

sance chinoise. Suite à l'épopée estivale de la dévaluation de sa monnaie, la Chine, en tant que deuxième économie mondiale, se doit de tirer une leçon de communication avec le monde de la finance. La majorité des critiques attribuèrent les turbulences du marché en août aux problèmes de communication de la part des décideurs chinois<sup>(49)</sup>. De plus, si le gouvernement chinois souhaite une alternative aux prêts bancaires pour financer l'investissement, et être mieux équipé pour fournir des financements aux entreprises d'États ou aux entreprises privées, il se doit de réformer plus en profondeur le marché boursier.

Il reste à voir si la Chine, sous la bannière de l'internationalisation du yuan, sera en mesure d'établir un régime de taux de change axé sur le marché tout en maintenant une indépendance monétaire et en contrôlant les flux de capitaux. Il est néanmoins certain que la réforme financière en générale, et monétaire en particulier, continuera à progresser. Cependant, compte tenu à la fois du rôle du secteur financier dans la puissance politique du PCC et de la sensibilité importante que revêtent les relations

étrangers-locaux dans la finance aux yeux de celui-ci, le résultat de cette réforme financière pourrait bien être surprenant aux yeux des observateurs occidentaux. Après tout, au-delà d'une prospérité économique durable, d'autres composantes telles que la légitimité politique, la stabilité sociale, et le monopole du pouvoir par le PCC sont également essentielles aux dirigeants du pays dans leur souci d'établir le « capitalisme avec des caractéristiques chinoises »<sup>(50)</sup>.

■ Traduit par Elie Rosenberg.

■ Anthony H. F. Li est assistant de recherche au CEFC  
(anthonylihfg@gmail.com).

Cette synthèse de presse est compilée à partir d'une sélection des revues de presse bimensuelles du CEFC, disponibles sur [www.cefc.com.hk](http://www.cefc.com.hk).

49. Jamil Anderlini, « China: Credibility on the Line », *art. cit.* ; « Beijing's Policy Flops Don't Spell Doom for China's Real Economy », *art. cit.* ; Koichi Hamada, « China's Political Interventions », *Project Syndicate*, 28 août 2015, [www.project-syndicate.org/commentary/chinese-market-intervention-by-koichi-hamada-2015-08#dgMjM5XwXib31wzF.99](http://www.project-syndicate.org/commentary/chinese-market-intervention-by-koichi-hamada-2015-08#dgMjM5XwXib31wzF.99) (consulté le 28 septembre, 2015).

50. Patrick Hess, « China's Financial System: Past Reforms, Future Ambitions and Current State », *art. cit.*, p. 23.