NATIXIS

Flash
Économie

3 octobre 2007 - N° 364

Déséquilibres extérieurs de la Chine : défis et opportunités

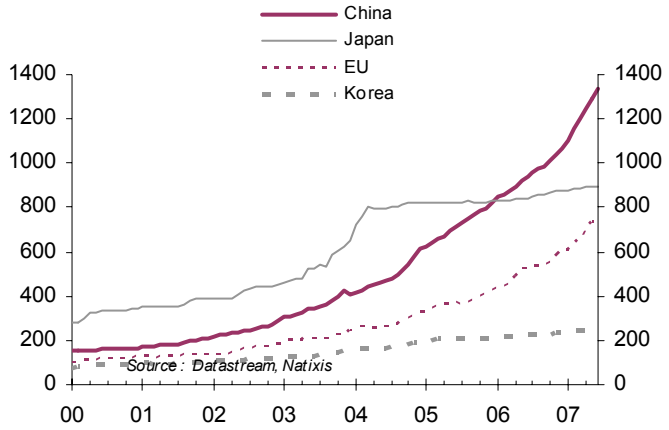
Le déséquilibre extérieur grandissant de la Chine est devenu l'un des principaux casse-tête des autorités chinoises non seulement parce qu'il rend encore plus épineux la surabondance de liquidités dans ce pays mais aussi parce qu'il favorise fortement une appréciation du RMB. La Chine a déjà déployé des efforts considérables pour remédier à ce problème, en tentant essentiellement de diminuer son excédent commercial, de sélectionner de façon plus rigoureuse les investissements directs étrangers, d'encourager les sorties de capitaux, de mieux utiliser ses réserves de change et de gérer l'évolution du taux de change du RMB à l'intérieur de sa plage de fluctuations. Pour l'instant, cette politique est loin d'avoir produit les résultats escomptés.

A l'avenir, nous nous attendons à ce que : 1) l'excédent commercial finisse tôt ou tard par diminuer ; 2) le RMB continue de s'apprécier par rapport au dollar US à un rythme de 5 à 7 % par an au cours des cinq prochaines années ; 3) les autorités chinoises encouragent fortement les sorties de capitaux ; 4) le nouveau fonds public d'investissement (sovereign wealth fund) joue un rôle de plus en plus important dans la gestion des réserves de change de la Chine.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Auteur :
Yifan HU

Les réserves de change de la Chine ont fortement augmenté depuis la fin des années 90. En dix ans elles ont été multipliées par dix, passant de USD139, 9 Mds en 1997 à USD1 410 Mds en août 2007. Elles excèdent celles du Japon et sont devenues les plus importantes du monde en mars 2006 (**cf. Graph. 1**). Elles représentent actuellement un cinquième des réserves mondiales et sont égales à la somme des réserves de l'Union européenne, du Royaume-Uni et du Canada.

Chart 1. FX reserves (bn US$)



Les réserves de change de la Chine augmentent à un rythme impressionnant et leur hausse s'est même accélérée au premier semestre de cette année (**cf. Graph. 2**). En janvier, elles ont progressé de USD38, 4 Mds (alors qu'en 2006 elles avaient augmenté en moyenne de USD20, 6 Mds par mois), puis de USD52, 7 Mds en février, un record. Au cours des quatre mois suivants, leur hausse s'est stabilisée entre USD40-45 Mds par mois. Compte tenu du rythme soutenu de cette accumulation, les réserves de change de la Chine devraient atteindre USD2 000 Mds d'ici les Jeux olympiques de 2008, ou d'ici l'Exposition universelle de Shanghai qui aura lieu en 2010 si on retient l'hypothèse plus prudente d'une progression mensuelle de USD20 Mds (**cf. Graph. 3**).

Chart 2. FX reserves accumulation

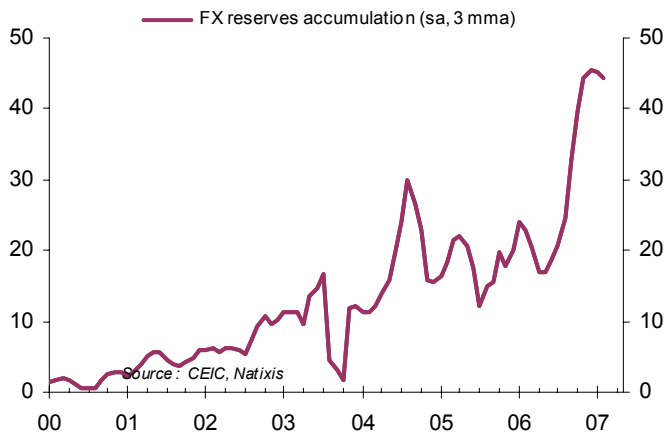
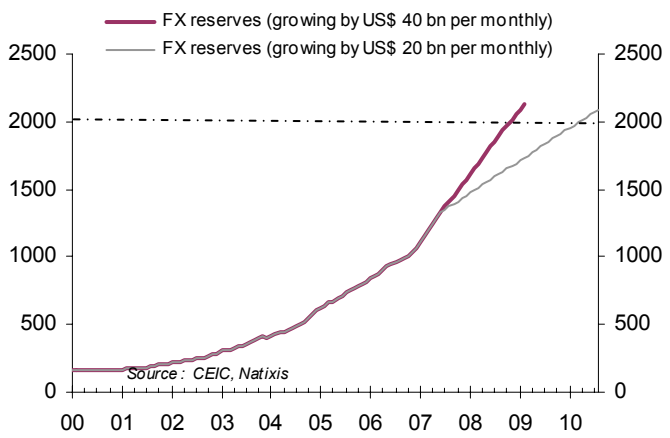


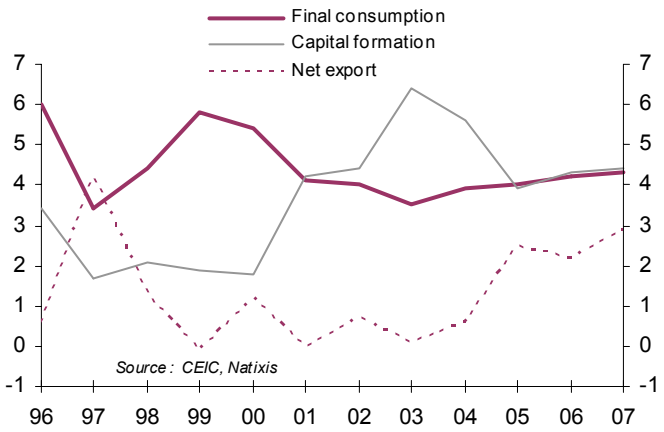
Chart 3. FX reserves (US$ bn)



Cette accumulation rapide et continue est imputable à deux facteurs conventionnels : la hausse de l'excédent commercial et un afflux régulier d'investissements directs étrangers. De fait, l'excédent commercial de la Chine a augmenté à un rythme impressionnant ces six dernières années, notamment au S1 2007 (**cf. Graph. 4**). La croissance des exportations nettes contribue à hauteur d'environ 3 % à la croissance du PIB (**cf. Graph. 5**).

Chart 4. Trade surplus

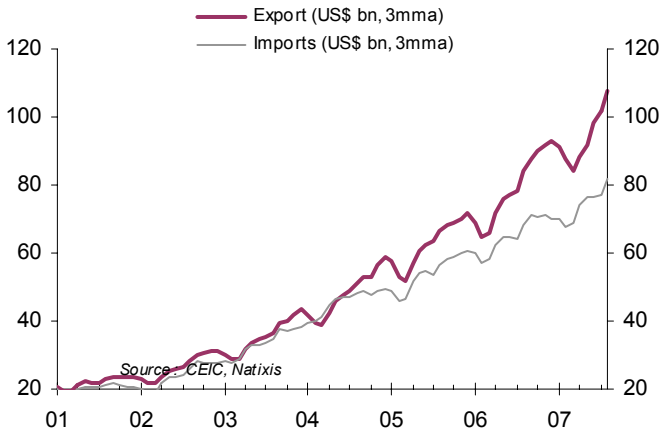
Chart 5. Contribution to GDP growth (%)



Les exportations et les importations ont augmenté très rapidement mais la forte accélération des premières depuis 2006 a généré une augmentation de l'excédent commercial (**cf. Graph. 6 & 7**). Cette tendance s'est à nouveau renforcée depuis le début de cette année. Comme le montre le graphique, l'excédent commercial mensuel moyen est passé de USD15 Mds l'an dernier à environ USD20 Mds au S1 2007.

Chart 6. Export & import growth

Chart 7. Trade balance



Le rythme des investissements directs étrangers est passé à USD5, 5 Mds par mois en moyenne depuis la mi-2006 (**cf. Graph. 8**). L'apport de ces investissements se traduit surtout par la propagation des technologies de pointe et des compétences efficaces dans le domaine du management si l'on en croit la diminution de leur pourcentage de l'investissement total qui est tombé de 20 % en 1997 à 5 % en 2006 (**cf. Graph. 9**).

Chart 8. FDI (US$ bn, 3mma)

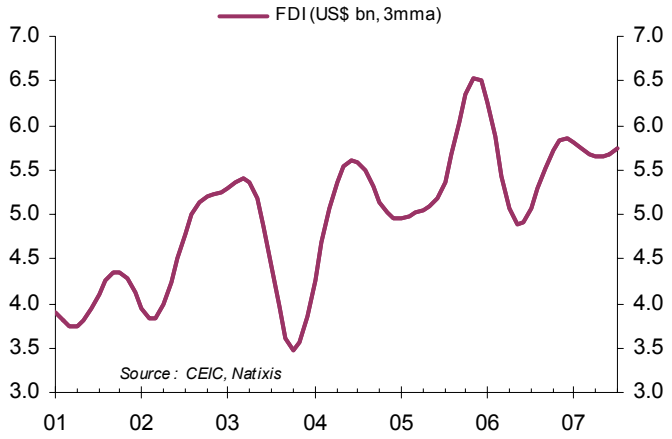
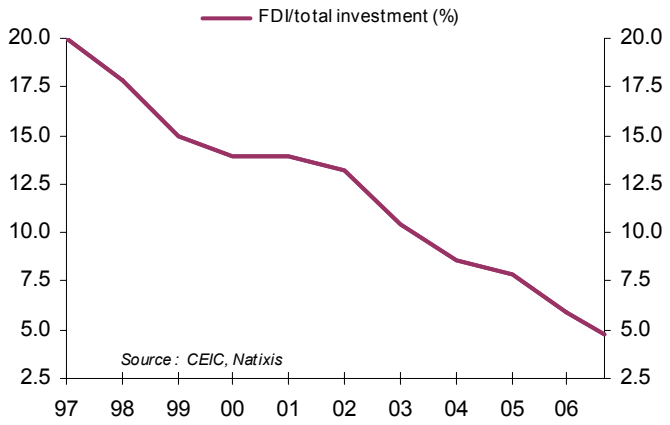


Chart 9. The ratio of FDI to total investment



Cela étant, ces facteurs ne suffisent pas à eux seuls à expliquer la hausse des réserves de change. Pris ensemble, l'excédent commercial et les investissements directs étrangers représentent à peine 60 % des entrées de devises étrangères, le reste résultant d'un afflux de capitaux mobiliers. Trois types d'opérations comptabilisées dans le compte de capital ont contribué à la hausse des réserves de change au S1 2007 :

- le dénouement des swaps de devises de la Banque centrale visant à limiter l'appréciation du RMB.
- le rapatriement des fonds levés lors d'introductions en bourse réalisées à l'étranger. Plusieurs grandes entreprises publiques chinoises, notamment Industrial & Commercial Bank of China (ICBC, la plus grosse introduction en bourse jamais réalisée) et Bank of China (BOC) ont été admises à la Cote officielle de la bourse de Hong Kong ou d'une bourse américaine l'an dernier et la Chine a commencé à rapatrier le produit de ces opérations cette année.
- un afflux de capitaux spéculatifs attirés par l'effervescence du marché des actions À et par les perspectives d'appréciation du RMB.

L'aggravation du déséquilibre extérieur est devenu l'un des principaux casse-tête des autorités chinoises. D'un point de vue domestique, l'accumulation de réserves de change suscite un accroissement de la masse monétaire d'environ 300 Mds de RMB par mois en moyenne et rend donc plus épineuse encore la surabondance de liquidités en Chine (cf. Graph. 10). Les autorités chinoises ont redoublé d'efforts pour stériliser la liquidité en émettant des bons du Trésor et en relevant les taux d'intérêt. La Banque populaire de Chine (PBOC) à relevé le ratio des réserves obligatoires (le RRR) à dix reprises depuis juillet 2006 et ses taux directeurs sept fois depuis avril 2006 (**cf. Graph. 11 & 12**).

Chart 10. Money growth

Chart 11. Reserve ratio (%)

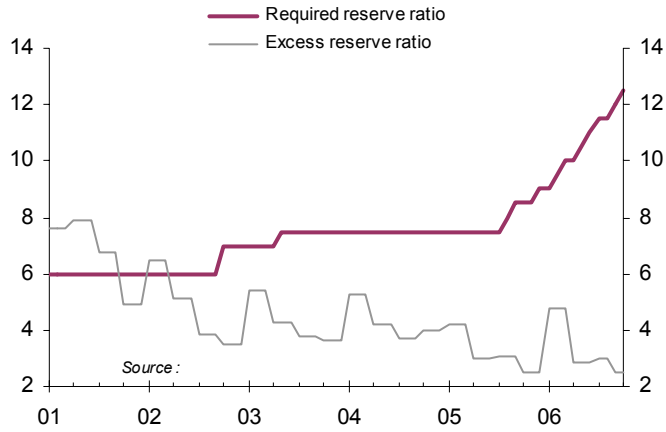
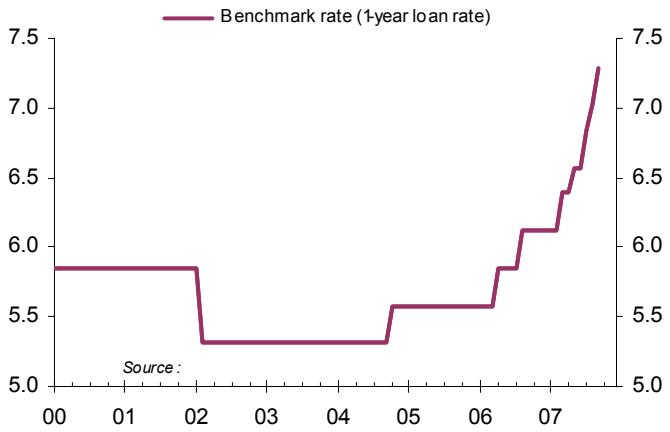


Chart 12. Benchmark rate (1-year loan rate)



L'aggravation du déséquilibre extérieur favorise aussi une appréciation importante du RMB. Depuis l'adoption d'un nouveau régime de change en juillet 2005, le RMB s'est apprécié par rapport à toutes les autres devises. Il a surtout gagné du terrain par rapport au yen japonais (+20 % en deux ans), et au dollar US (+10 %) (**cf. Graph. 13**). Le taux de change effectif nominal du RMB et son taux de change effectif réel ont augmenté respectivement de 6,2 % et 6,3 % au cours de deux dernières années (**cf. Graph. 14**). Toutefois, l'ampleur et le rythme de cette appréciation font l'objet de sévères critiques, compte tenu de la hausse de 30 % en glissement annuel de l'excédent commercial et des réserves de change. Les États-unis, entre autres, ont demandé à la Chine de favoriser une nouvelle appréciation du RMB afin de réduire leur déficit commercial avec ce pays.

Chart 13. RMB FX rates to US$ and JPY

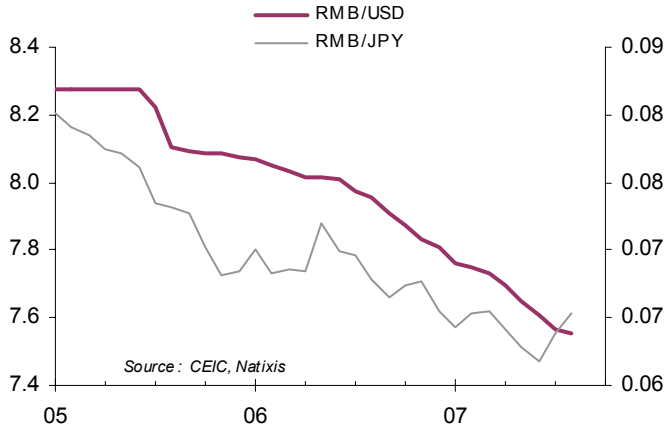
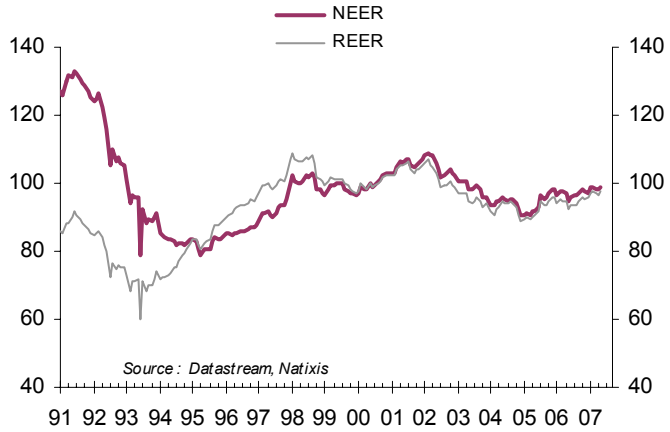


Chart 14. Nominal & real effective exchange rates



Stratégie adoptée par la Chine pour réduire son excédent commercial

Les autorités chinoises réalisent peu à peu que des échanges commerciaux trop élevés et un excédent commercial excessif ne sont pas forcément une bonne chose, en particulier pour un pays émergent, dans la mesure où ils peuvent être une source de dissensions avec les pays occidentaux et déclencher une crise des marchés financiers chinois. Depuis 2006, les autorités chinoises ont déployé des efforts considérables pour tenter de trouver une solution à ce problème, démontrant ainsi que la Chine cherche à rééquilibrer son économie en la rendant moins dépendante de ses exportations.

La stratégie adoptée par la Chine pour réduire son excédent commercial peut se résumer en cinq points : réduire l'excédent commercial en favorisant les importations et en améliorant la structure des exportations ; contrôler les investissements étrangers de manière sélective ; encourager les sorties de capitaux ; optimiser l'utilisation des réserves de change ; et gérer l'évolution du taux de change du RMB à l'intérieur de sa plage de fluctuations.

1) Réduire l'excédent commercial en favorisant les importations et en améliorant la structure des exportations

La politique commerciale de la Chine a radicalement changé depuis 2006, son but n'étant plus désormais d'encourager les exportations mais au contraire de favoriser les importations, un changement de cap qui reflète la détermination du pays à réduire son excédent commercial.

Bo Xilai, ministre du Commerce, a déclaré en septembre que les autorités adopteraient des mesures draconiennes visant à réduire l'excédent commercial et à encourager la production de biens à plus forte valeur ajoutée. Elles devraient bientôt publier la liste des produits dont elles encouragent l'importation. Les entreprises qui importeront ces biens bénéficieront de prêts subventionnés et d'allègements fiscaux. Les autorités visent avant tout à promouvoir les importations de biens d'équipements sophistiqués et à forte intensité technologique.

D'un autre côté, pour améliorer la structure des exportations, les autorités ont adopté plusieurs mesures visant à freiner les exportations de biens dont la production nécessite une quantité élevée de matières premières/d'énergie telles que les produits sidérurgiques et les minerais, ou à faible valeur ajoutée comme les produits textiles et les vêtements. Pour ce faire, elles ont :

- aboli ou réduit les abattements fiscaux. En septembre dernier, les autorités chinoises ont annoncé qu'elles annuleraient les abattements fiscaux dont bénéficiaient les exportations de minerais, de charbon, de métaux non ferreux et de produits du bois et qu'elles abaisseraient de 11 % à 8 % les abattements dont font l'objet 142 produits sidérurgiques et 13 % à 11 % ceux dont jouissent les produits textiles et les vêtements. Parallèlement, les abattements fiscaux dont bénéficient les exportations de biens d'équipement, de produits informatiques et pharmaceutiques ainsi que d'autres produits à forte intensité technologique ont été relevé de 13 % à 17 %.

- imposé des tarifs douaniers sur les exportations. Les autorités ont annoncé cette année l'imposition de tarifs douaniers allant de 5 % à 10 % sur plus de 80 produits sidérurgiques, dont les fils et les tôles d'acier, et un relèvement de 10 % à 15 % de ceux sur des produits de base comme les billettes d'acier, les lingots et la fonte brute.

- rendu obligatoire l'obtention de licences d'exportation visant à restreindre les exportations d'acier.

- limiter le traitement de certains échanges commerciaux relatifs à une liste de produits, sidérurgiques notamment.

2) Abolir les politiques fiscales avantageant les entreprises étrangères, et sélectionner plus rigoureusement les investissements directs étrangers.

Les politiques fiscales préférentielles favorables aux investissements directs étrangers adoptées dans les années 80 et 90 seront bientôt abolies. La loi ratifiée par le Congrès populaire national (le NPC) en mars dernier stipule que le taux d'imposition applicable aux entreprises étrangères et chinoises sera harmonisé à 25 % le 1er janvier 2008. En conséquence, le taux d'imposition des entreprises étrangères sera relevé de 5 %-10 % alors que celui des entreprises chinoises baissera de 7 %.

La Chine se montrera également plus sélective en matière d'investissements directs étrangers. A titre d'exemple, pour encourager les investissements étrangers dans le secteur technologique, les autorités ont promis de continuer d'octroyer des avantages aux entreprises de pointe qui installent leurs sièges sociaux, leurs laboratoires de recherche et développement, leurs centres d'approvisionnement et leurs centres de formation régionaux en Chine. Les autorités donneront la priorité à neuf secteurs de pointe au cours des prochaines années, dont celui des circuits intégrés et des logiciels, des télécommunications, des services internet, de la reconnaissance vocale, de la vidéo numérique, de l'informatique, de la médecine biologique, des compagnies aériennes, des satellites et des nouveaux matériaux.

En revanche, elles s'efforceront de décourager les investissements étrangers dans le secteur immobilier. Les prix immobiliers ayant fortement augmenté depuis 2005, les autorités ont imposé des règles strictes pour dissuader les investisseurs étrangers d'acquérir des actifs immobiliers en Chine. Le détail de ces mesures a été publié en juillet 2006 et stipule notamment : 1) qu'un étranger doit résider en Chine depuis plus d'un an avant de pouvoir acheter un bien immobilier à usage personnel ; et 2) que les entreprises et les particuliers étrangers souhaitant investir dans l'immobilier doivent se constituer en société moyennant l'agrément préalable des autorités. Le capital social de ces sociétés doit excéder 50 % de la valeur de l'investissement concerné si cette dernière dépasse USD10 M.

3) Contrôler plus sévèrement les opérations de fusion/acquisition effectuées par des entreprises étrangères

Depuis 2005, la Chine contrôle plus sévèrement les opérations de fusion/acquisition effectuées par des entreprises étrangères. L'été dernier, le ministère du Commerce (le MOC) a annoncé que ces transactions devraient faire l'objet d'un agrément spécial si l'acquisition concernée affectait la sécurité économique du pays, avait lieu dans un secteur stratégique ou impliquait le transfert de propriété de marques chinoises à forte notoriété. En novembre dernier, le Conseil d'état a publié une liste de secteurs stratégiques dont l'État souhaite conserver le contrôle et dans lesquels il interdit aux entreprises étrangères de lancer des offres de fusion/acquisition. Parmi ces secteurs figurent ceux des produits manufacturés à usage militaire, de l'énergie et des réseaux de distribution, du pétrole, du gaz, de la pétrochimie, des télécommunications, du charbon, de l'aviation et du transport. En août, le Comité permanent du NPC a ratifié la loi anti-monopole prévoyant l'application de règles de sécurité plus draconiennes aux opérations de fusion/acquisition effectuées par des entreprises étrangères.

La *China Securities Regulatory Commission* (la CSRC, l'autorité de tutelle des marchés financiers chinois) élabore actuellement un projet de loi visant à restreindre le nombre d'opérations de fusion/acquisition relatives à des entreprises cotées afin de protéger les actionnaires minoritaires et accroître la transparence du marché. La CSRC a déclaré qu'une opération de fusion/acquisition portant sur une entreprise cotée devait faire l'objet d'un agrément spécial si :

- la valeur des actifs cédés ou acquis dépassait la moitié de celle de l'actif total de l'entreprise, ou

- ces actifs généraient plus de la moitié du chiffre d'affaires de l'entreprise au cours du dernier exercice, ou

- le montant de l'opération excédait RMB50 M et la moitié de la valeur de l'actif net de l'entreprise acquéreuse.

Une entreprise cotée doit également obtenir l'agrément de ses actionnaires à la majorité des deux tiers de ses actions assorties d'un droit de vote. En outre, elle n'est pas autorisée à émettre de nouvelles actions ou d'obligations pendant l'année de la fusion ou de l'acquisition en cas de changement de contrôle ou de structure à la suite de cette opération

4) Limiter les afflux de capitaux mobiliers

Les investisseurs étrangers ne peuvent investir directement sur les marchés d'actions chinois à moins d'être enregistrés comme « Investisseur institutionnel étranger qualifié » (QFII). 52 institutions étrangères ont déjà obtenu ce statut et leur quota total actuel s'établit à USD9 995 Mds. A l'avenir, ce quota pourrait être relevé si la demande étrangère d'actions chinoises connaît une hausse aussi rapide que le marché des actions A.

5) Encourager les sorties de capitaux

Les principaux transferts de capitaux hors de Chine sont ceux effectués par les QDII (*qualified domestic institution investor*) dans le cadre du programme entré en vigueur en avril 2006. Les autorités ont annoncé qu'elles autorisaient les QDII à gérer le patrimoine étranger d'institutions et de particuliers chinois. Avant de pouvoir assurer ce rôle, les QDII doivent demander l'agrément des autorités de tutelle concernées puis demander à la *State Administration of Foreign Exchange* (la SAFE) de leur octroyer un quota limitant le montant de devises qu'ils peuvent acheter dans le but de financer des investissements à l'étranger.

Les banques commerciales ont été les premières à obtenir le statut de QDII, suivies des sociétés de gestion et des compagnies d'assurance. Fin 2006, les autorités concernées avaient octroyé un quota de USD13, 4 Mds à 15 banques, un quota de USD5, 17 Mds à 15 compagnies d'assurance et un quota de USD500 M à une société de gestion, soit un quota total de USD19, 07 Mds. 8 autres banques et 2 autres sociétés de gestion ont obtenu ce statut cette année.

Initialement, les QDII étaient uniquement autorisés à investir dans des produits étrangers à taux fixe. Depuis début 2007, ils peuvent également acquérir des actions cotées à Hong Kong. Le marché s'attend à ce que les autorités chinoises élargissent l'univers d'investissement des QDII aux marchés d'actions mondiaux d'ici la fin de l'année ou au début de l'an prochain.

En dépit de la rapide hausse des quotas, les investisseurs institutionnels et les particuliers chinois ne donnent pas l'impression de se ruer sur ces produits QDII. Selon la *China Bank Regulatory Commission* (la CBRC), les banques commerciales possédant le statut de QDII avaient utilisé seulement 26 % de leurs quotas en juin 2007. La plupart des investisseurs préfèrent conserver leurs RMB dans l'optique d'une appréciation de cette devise. L'effervescence du marché des actions A dissuade également les investisseurs chinois d'investir à l'étranger dans l'immédiat.

En 2005, les autorités ont également commencé à encourager les entreprises privées chinoises à investir directement à l'étranger, en particulier dans le secteur de l'énergie et des matières premières. Elles n'ont pas eu beaucoup de succès jusqu'à présent, les pays occidentaux étant réticents à l'idée de céder à la Chine leurs actifs dans ce secteur pour des raisons de sécurité nationale.

6) Encourager les particuliers à investir à l'étranger par l'intermédiaire de QDII

Les actifs étrangers détenus par les particuliers chinois sont soumis à une réglementation draconienne. Depuis 2006, ces restrictions ont été progressivement assouplies du fait de la forte augmentation des réserves de change de la Chine au cours des dernières années. En mai 2006, les autorités ont annoncé que les particuliers chinois étaient désormais autorisés à acheter jusqu'à USD20 000 d'actifs étrangers par an, puis ont relevé ce quota à USD50 000 en février 2007. En avril dernier, les particuliers chinois ont également été autorisés à investir à l'étranger par l'intermédiaire de QDII.

Bien que les autorités aient promis de continuer d'assouplir les restrictions auxquelles sont soumis les investissements étrangers des particuliers chinois, la SAFE a causé une surprise considérable en annonçant le 20 août qu'à titre d'essai, les particuliers chinois seraient autorisés à acheter librement des actions cotées à Hong Kong au travers de la succursale de la Banque centrale chinoise située à Tianjin. Le fait que ces investissements ne soient pas soumis au quota annuel de USD50 000 suggère que ceux réalisés par les particuliers à l'étranger à l'avenir pourraient ne pas être plafonnés. En s'empressant d'ignorer l'annonce de la SAFE, la PBOC, la CSRC et la CBRC n'ont pas laissé au marché le temps de saluer cette importante décision des autorités. Le 6 septembre, les représentants de trois ministères ont déclaré qu'un assouplissement trop rapide des restrictions auxquelles étaient soumis les investissements étrangers des particuliers chinois risquait de déclencher des sorties de capitaux excessives durant une courte période, et qu'en conséquence aucun « calendrier » concernant les achats d'actions cotées à Hong Kong réalisés par ces investisseurs ne serait défini dans l'immédiat.

7) Créer un fonds public d'investissement

La Chine avait l'habitude de gérer ses réserves de change de façon passive. Dans ce domaine, l'objectif de la SAFE était d'éviter les pertes plutôt que de générer des gains. Actuellement, près de 70 % des réserves chinoises sont constitués d'actifs libellés en USD (d'emprunts souverains et garantis par un gouvernement essentiellement), 20 % concernent des actifs libellés en euros et les 10 % restants des actifs libellés en d'autres devises. Le rendement annuel des réserves de change est extrêmement faible. En 2006 il a par exemple été inférieur à 3 %, alors que Temasek, le fonds public d'investissement de Singapour, s'est apprécié en moyenne de 18 % par an depuis sa création en 1974. Le rendement des réserves de change chinoises pourrait encore baisser cette année du fait de la crise du marché américain des « subprime » et de la baisse des taux d'intérêt aux États-unis. De plus en plus, les autorités chinoises doivent donc se donner comme priorité d'optimiser ce rendement et de diversifier les risques.

L'an dernier, s'inspirant du succès rencontré par d'autres pays (Singapour, la Corée et la Norvège notamment), les autorités chinoises ont décidé de créer un fonds public d'investissement (un SWF) pour optimiser la gestion des réserves de change pléthoriques du pays. Le nouveau fonds, baptisé China Investment Corp. Limited (CIC), a été lancé le 29 septembre. Avec un capital initial de USD200 Mds, le fonds est le cinquième plus grand SWF au monde, après l'Abu Dhabi Investment Authority des Emirats Arabes Unis, la Government Investment Co. & Temasek de Singapour, le SWF de l'Arabie saoudite et le Fonds de pension public de Norvège. A l'avenir, la Chine pourrait injecter USD100 Mds par an dans CIC, soit la moitié de son excédent commercial annuel.

- **Structure de CIC**

La structure de CIC sera essentiellement similaire à celle de Temasek, le SWF de Singapour. Dans les premières années suivant sa création, Temasek a investi des sommes considérables dans des grandes entreprises singapouriennes appartenant à des secteurs stratégiques, et ces dernières années elle a progressivement diversifié son portefeuille dans des entreprises étrangères. Avec un rendement annuel moyen de 18 % depuis 1974, ses investissements se sont avérés très rentables. Temasek est co-gérée par le gouvernement singapourien et des entrepreneurs privés. Le rôle des représentants de l'État membres de son conseil d'administration étant de faire en sorte que le fonds soit géré pour servir au mieux les intérêts de État singapourien et celui des membres issus du secteur privé de veiller à la rentabilité des investissements réalisés, en pratique le fonds respecte ces deux priorités. En revanche, le marché n'est pas informé des investissements réalisés par le fonds. Depuis son lancement, ce dernier n'a jamais publié aucune information concernant son bilan.

CIC devrait se fixer deux priorités en matière d'investissement. La première sera d'investir dans des actifs financiers chinois et des grandes entreprises publiques chinoises afin de contrôler les secteurs nationaux revêtant une importance stratégique. CIC investira un tiers de son capital (USD67 Mds) dans des actifs de la Central Huijn, une agence d'investissement gérée par État, afin de faire en sorte que ce dernier conserve ses participations dans les banques et les sociétés de placement étatisées. La seconde sera d'identifier des opportunités d'investissement à l'étranger, sur les marchés financiers et dans les secteurs de l'énergie et des matières premières notamment.

Lou Jiwei, Secrétaire délégué du Conseil État, a été nommé Président du conseil d'administration de la CIC en mars. Le directeur général du fonds est Gao Xiqing, le vice-président du Conseil national du Fonds de sécurité sociale. Parmi les principaux dirigeants de la CIC figurent Zhang Hongli, le ministre adjoint des Finances, Wang Jianxi, le vice président du conseil d'administration de Central Huijin Investment Co., Hu Huaibang, le directeur de la conformité (*Commissioner of Discipline Inspectio*n) de la CBRC, et Yang Qingwei, le directeur du département investissements obligataires de la NDRC. Cinq experts financiers ont été choisis pour conseiller la CIC : Li Yang (un employé de la CASS), Xia Bin (Centre de recherche et de développement du Conseil d'état), Zhang Shuguang (Centre de recherche économique de Tianze), Ding Zhijie (University of International Business and Economics) et Lu Lei (Guangdong University of Finance).

- **Financement de CIC**

Le 29 juin 2007, le NPC a ratifié le projet de loi du Conseil autorisant le ministère des Finances (le MOF) à émettre RMB 1 550 Mds (soit environ USD200 Mds) d'obligations longues spéciales destinées à financer CIC. CIC se servira des fonds ainsi levés pour racheter les réserves de change de la PBOC. Le segment des emprunts souverains spéciaux représente une part très importante du marché chinois, l'encours des emprunts souverains émis ces deux dernières années s'élevant à seulement RMB 500 Mds.

Le 29 août, le MOF a émis une première tranche d'emprunts souverains spéciaux à 10 ans pour un montant de RMB 600 Mds, à un rendement de 4,3 %, soit environ 10 pb au dessus de celui du marché. La PBOC n'est pas légalement autorisée à financer directement le déficit budgétaire, Agriculture Bank of China (ABC) a joué le rôle d'intermédiaire lors de cette émission. Le 29 août, elle a acheté ces emprunts souverains spéciaux au MOF, puis les a revendus à la PBOC le 30 août. Le MOF s'est servi des fonds ainsi levés pour racheter les réserves de change de la PBOC, comptabilisées par la suite comme un investissement du MOF dans CIC.

L'opération n'a, paraît-il, eu aucun impact en termes de liquidités, puisque le bilan d'ABC n'a pas été modifié, la PBOC s'est contentée de procéder à un swap d'actifs, et le MOF a émis des obligations pour acheter des devises. Ce mécanisme relativement compliqué présente en réalité plusieurs avantages par rapport à un transfert direct de devises de la PBOC à CIC :

- Il donne à la PBOC la possibilité d'intervenir plus facilement sur le marché. Jusqu'alors, la PBOC stérilisait la liquidité en émettant des bons du Trésor et devait donc honorer seule le paiement des intérêts jusqu'à l'échéance. A titre d'exemple, le rendement d'un bon du Trésor à 1 an émis le 28 août ressort déjà à 3,3165 %, soit un niveau proche de celui du marché. Le fait d'émettre des emprunts souverains pourrait en pratique permettre à la PBOC de réduire le coût de cette stérilisation et celui de son intervention sur le marché.

  Le 4 septembre, la PBOC a par exemple recommencé à effectuer des opérations de pension-livrée à six mois garanties sur le marché interbancaire. La transaction réalisée ce jour-là portait sur un montant de RMB 100 Mds et son collatéral était constitué d'emprunts souverains spéciaux. Cette opération a permis à la PBOC de stériliser plus facilement la liquidité qu'une émission de bons du Trésor classique puisque la PBOC n'est pas autorisée à utiliser ces emprunts spéciaux comme collatéral pour emprunter sur le marché interbancaire.

- Il permet à la PBOC et au MOF de collaborer plus étroitement.

- Il incite CIC à améliorer sa performance en lui imposant un objectif de rendement. Le rendement des réserves de change doit être d'au moins 10 % pour compenser celui des emprunts souverains spéciaux (4,3 %) et le potentiel d'appréciation annuelle (5 %) du RMB.

La deuxième émission d'emprunts souverains spéciaux a porté sur un montant de RMB 200Mds. Elle comportait deux tranches de même montant. La première a été émise en trois temps. Les 17, 21 et 29 septembre, le MOF a émis respectivement RMB 31,97 Mds, 35,09 Mds et 36,32 Mds d'emprunts souverains spéciaux à 15 ans assortis d'un coupon de 4,68 %, 4,46 % et 4,55 % respectivement. Ces coupons seront payés tous les semestres. Les investisseurs particuliers peuvent négocier ces obligations sur le marché secondaire avec les banques commerciales retenues pour participer au programme pilote, Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), Agriculture Bank of China (ABC), Bank of China (BOC) et China Construction Bank (CBC) notamment. Les RMB 100 Mds restants seront levés au T4 2007. Les emprunts émis à cette occasion seront placés directement auprès de grandes banques et de grandes compagnies d'assurance. Contrairement à la première émission (neutre en termes de liquidité), cette seconde émission a permis de stériliser directement la liquidité sur le marché puisqu'elle s'adressait à la fois aux banques et aux particuliers.

Les modalités de la troisième émission n'ont pas encore été définies.

- **Investissements de CIC**

Le 20 mai 2007, la CIC a annoncé son premier investissement sur le marché du capital investissement : le rachat pour USD3 Mds de 101 millions d'actions sans droit de vote de Blackstone Group, soit près de 9,37 % de son capital. Elle a également consenti à conserver ces actions pendant quatre ans et à n'investir dans le capital d'aucune société de capital investissement concurrente pendant un an. Depuis son introduction en bourse le 22 juin, Blackstone a vu le cours de ses actions bondir de USD31 à USD35, 06, une hausse de 13,1 %. Le titre ayant perdu du terrain depuis, à l'heure actuelle ce premier investissement se chiffre pour la CIC par une perte latente de USD400 M.

D'un point de vue économique, l'investissement dans Blackstone n'a pas été une réussite mais il pourrait davantage se justifier au plan stratégique et politique. Il a été réalisé juste avant le second sommet sino-américain. Il a permis d'atténuer les tensions suscitées par les dissensions relatives aux échanges commerciaux entre la Chine et les États-unis et au niveau du taux de change USD/RMB et d'instaurer une atmosphère plus sereine à la veille du sommet. Il pourrait également rassurer les pays occidentaux et les inciter à s'opposer moins farouchement aux investissements directs de la Chine dans les secteurs énergétiques et technologiques. Un investissement dans le capital investissement pourrait permettre d'éviter une confrontation directe avec ces pays et s'avérer très rentable à long terme.

Initialement, CIC avait inclus 16 entreprises publiques sur 155 dans sa liste d'investissements potentiels.

8) Gérer l'évolution du taux de change du RMB à l'intérieur de sa plage de fluctuations

Le 21 juillet 2005, la Chine a adopté un nouveau régime de change, passant d'un système de parités fixes à un mécanisme de taux flottants évoluant dans une plage de fluctuations quotidienne de -/+0,3 %. Dans le cadre de ce nouveau régime, le RMB n'est plus ancré uniquement au dollar US mais à un panier de devises incluant entre autres le billet vert, l'euro, le yen japonais, le won sud-coréen et le dollar singapourien. Elle a également créé un marché de contrats à terme sur devises et de swaps de devises.

En dépit de la hausse mensuelle en glissement annuel de 27,3 % de son excédent commercial et de 36,9 % de ses réserves de change, la PBOC est parvenue à limiter l'appréciation du RMB par rapport au dollar US à seulement 10 % en glissement annuel ces deux dernières années. L'intervention excessive de la PBOC sur le marché des changes a été sévèrement critiquée par les pays occidentaux, en particulier par les États-unis qui l'accusent d'être à l'origine de leur déficit commercial grandissant avec la Chine. Bien que nous ne pensions pas que l'appréciation du RMB puisse entraîner un redressement fondamental du solde commercial des États-unis avec la Chine, le potentiel d'appréciation de la monnaie chinoise nous paraît désormais limité, compte tenu des perspectives d'augmentation de l'excédent commercial chinois, de ralentissement de l'économie américaine et de baisse continue des taux d'intérêt aux États-unis Selon nous, le RMB subira une appréciation progressive de 5 % à 7 % par an au cours des cinq prochaines années.

Conclusion

Le déséquilibre extérieur de la Chine est devenu l'un des principaux casse-tête des autorités. Les efforts considérables déployés par la Chine pour remédier à ce problème sont loin d'avoir porté leurs fruits jusqu'à présent. A l'avenir, nous nous attendons à ce que :

1. l'excédent commercial baisse tôt ou tard en réponse aux mesures draconiennes prises pour favoriser les importations (prêts subordonnés et allègements d'impôts) et freiner les exportations ayant trait à l'énergie ou aux matières premières et/ou de biens à faible valeur ajoutée (diminution des abattements fiscaux, imposition de tarifs douaniers et de quotas relatifs à ce type d'opération).

2. le RMB continue de s'apprécier par rapport au dollar US à un rythme de 5 – 7 % par an au cours des prochaines années. La Chine réforme progressivement son économie. L'adoption d'un nouveau régime de change n'étant pas une mesure temporaire, le taux de change du RMB ne devrait subir aucune discontinuité.

3. les autorités encouragent fortement les sorties de capitaux, notamment en augmentant les quotas des QDII, en élargissant la gamme des produits dans lesquels ces investisseurs sont autorisés à investir et en favorisant les investissements des entreprises chinoises à l'étranger.

4. CIC joue un rôle de plus en plus important dans la gestion des réserves de change de la Chine. A l'avenir, le rendement des investissements réalisés par le fonds dans une large gamme d'actifs devrait dépasser 3 %.