

# **La Chine à travers le spectre de la balance des paiements**

Alice Schwenninger

---

**SCIENCES PO OFCE WORKING PAPER n° 22**

---



## EDITORIAL BOARD

**Chair: Xavier Ragot** (Sciences Po, OFCE)

**Members: Jérôme Creel** (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer** (Sciences Po, OFCE), **Lionel Nesta** (Université Nice Sophia Antipolis), **Xavier Timbeau** (Sciences Po, OFCE)

## CONTACT US

OFCE  
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France  
Tél. +33 1 44 18 54 87

[www.ofce.fr](http://www.ofce.fr)

## WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:

Alice Schwenninger

**La Chine à travers le spectre de la balance des paiements**

*Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 22

Downloaded from URL : [www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWPP2018-22.pdf](http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWPP2018-22.pdf)

DOI - ISSN

### **ABOUT THE AUTHOR**

**Alice Schwenninger,**

Stagiaire au Département Analyse et Prévision, OFCE, Sciences Po, Paris, France  
sous la conduite de Christine Riffart

**Email Address:** [alice.swger@gmail.com](mailto:alice.swger@gmail.com)

### **RÉSUMÉ**

La balance des paiements chinoise permet d'analyser les récentes évolutions qu'a connu le pays, puisqu'elle reflète le rééquilibrage du modèle de croissance chinois, à plusieurs niveaux. L'analyse de la balance des transactions courantes nous indique que l'économie chinoise repose moins sur son industrie exportatrice qu'auparavant, et l'importance croissante la balance des services souligne la transition d'une économie industrielle vers une économie de services. Le bas de la balance des paiements évolue également, sur fond de fuites de capitaux et de restrictions par les autorités compétentes.

### **KEY WORDS**

Chine, balance des paiements, flux de capitaux, épargne, investissement.

### **JEL**

F1, F4, O53.

# La Chine à travers le spectre de la balance des paiements

*Juin 2018*

## 1 Introduction

Le Treizième Plan Quinquennal présente les piliers de la croissance économique chinoise de 2016 à 2020. Le mot d'ordre de ce plan était de soutenir la croissance en la rendant plus soutenable, mais aussi plus inclusive socialement, par une réduction des inégalités de revenus, et géographiquement, en veillant à ce que les provinces chinoises participent de manière homogène à la création de valeur ajoutée.

Jusqu'en 2016, la croissance croissait rapidement, avec un taux de croissance annuel moyen du PIB réel d'environ 8% sur la période 2010-2016, mais au prix d'importants déséquilibres : le surinvestissement nourrissait l'endettement, et ce, en peu de temps. L'endettement des ménages est passé en un an de 44,9% du PIB<sup>1</sup> en 2016 à 49% en 2017. En 2008, ce ratio était à 17,9% du PIB<sup>2</sup>.

Le Plan Quinquennal a en réalité confirmé la dynamique qui s'opérait déjà depuis 2010, déjà soutenue par les recommandations du FMI, à savoir, un triple rééquilibrage de l'économie chinoise :

- Un rééquilibrage extérieur, la satisfaction de la demande intérieure par le marché domestique devenant ainsi une priorité ;
- Un rééquilibrage intérieur, où la consommation des ménages contribue davantage à la création de richesses que l'investissement ;
- Enfin, le développement de l'industrie tertiaire est encouragé, avec en parallèle une modernisation et une montée en gamme de l'industrie manufacturière chinoise.

Aujourd'hui à mi-chemin du Plan Quinquennal 2016-2020, nous avons choisi d'analyser le rééquilibrage économique chinois par une analyse de la balance des paiements, et plus particulièrement, le « haut » et le « bas », cette partie se concentrant uniquement sur le haut i.e. la balance des transactions courantes. Cette dernière regroupe les flux de marchandises, de services, de revenus, et de transferts courants, entre un pays et le reste du monde.

---

<sup>1</sup> Source : CEIC

<sup>2</sup> Le graphique présentant l'évolution du ratio crédit/PIB de la BRI se trouve en annexe.

La balance des transactions courantes a fortement évolué ces dernières années, tant du point de vue de sa tendance que de sa composition. Son solde reste excédentaire, mais se contient sous les 3% de PIB depuis 2012. La balance des services joue davantage qu'avant la crise de 2008, époque où la balance commerciale représentait les deux tiers de la balance courante.

La section de cette première partie se concentre sur la dynamique structurelle de la balance des transactions courantes, qui suit le rééquilibrage du modèle économique chinois. Les deux sections suivantes s'intéressent aux deux composantes principales de la balance courante, à savoir, la balance commerciale et la balance des services. La troisième section montre comment la Chine a modifié son mix imports exports, mais aussi son industrie exportatrice, se détachant ainsi de son statut d'usine du monde. Ensuite, dans la quatrième section, nous nous pencherons sur la récente contribution déficitaire de la balance des services à la balance courante, principalement due aux importations de tourisme. La dernière partie conclut sur ce rééquilibrage économique chinois, analysé par le spectre du « haut » de la balance des paiements.

## **2 Un rééquilibrage de la balance des transactions courantes chinoises qui va de pair avec celui du modèle économique chinois**

L'ambition qui sous-tend le Plan Quinquennal est celle d'une croissance économique soutenue, plus inclusive, et qui ne nourrisse pas d'importants déséquilibres économiques et financiers comme précédemment. D'autres objectifs, qui retiennent moins notre attention ici, concernent des sujets sociaux (amélioration du niveau de qualification, du niveau de vie, et des conditions de vie) et environnementaux, devant aboutir à une croissance plus harmonieuse. L'amélioration du niveau de vie est nécessaire pour accompagner et soutenir le marché domestique chinois. Cela passe par de meilleurs services publics, et ce notamment dans l'éducation, la santé et le logement. Les dépenses de l'État dans le domaine de la santé sont vivement encouragées, dans le sillage des recommandations du FMI. Enfin, l'urbanisation et la participation des provinces à la croissance s'accompagneront d'investissements conséquents dans le domaine des transports et des infrastructures.

Le Plan Quinquennal (Tableau 1) affiche des objectifs chiffrés pour certaines variables économiques, que nous avons reportés dans le tableau ci-dessous, en faisant le point sur ce qui est déjà acquis.

La croissance du PIB désirée est élevée, et reste conforme aux attentes du gouvernement pour le moment, puisque le PIB réel a cru de 6,5% minimum en 2016 et 2017 (Graphique 1). Par ailleurs, entre 2010 et 2016, le PIB nominal a augmenté de 81,7%, ce qui est ligne avec l'exigence du gouvernement de doubler le PIB entre 2010 et 2020. Depuis 2016, la croissance du PIB réel chinois évolue dans un intervalle proche, mais en-dessous de 7%. Les risques à la baisse de la croissance seront développés plus bas : il s'agit, entre autres, d'un rééquilibrage trop rapide ou trop lent de son modèle économique, qui introduit des risques sur la gestion des ajustements macroéconomiques en cours. Le FMI, dans ses dernières recommandations, a d'ailleurs insisté sur le savant dosage que nécessitaient les rééquilibrages menés en Chine aujourd'hui.

Graphique 1

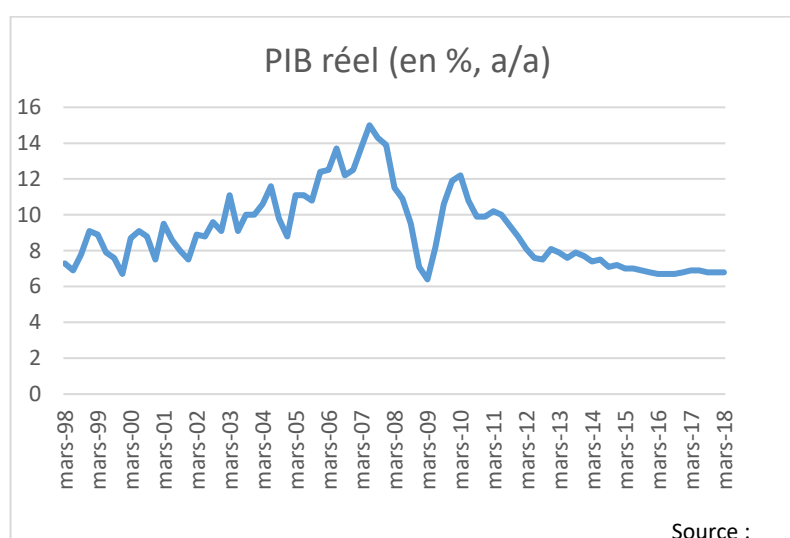


Tableau 1

Indicateur	2015	2016	2020	Moyenne annuelle
<b>PIB courant (en trillions de yuans)</b>	67,7	74,4	92,7	> 6,5 %
<b>Croissance du revenu disponible par habitant (en %)</b>	n/a	8,4	n/a	> 6,5 %
<b>Valeur ajoutée du secteur tertiaire (en % du PIB)</b>	50,5	58,2	56	5,5
<b>Dépenses de R&amp;D (en % du PIB)</b>	2,1	n/a	2,5	0,4

Source : Plan Quinquennal 2016-2020, Statistical Yearbook

Ces objectifs traduisent la volonté du gouvernement d'avoir une croissance soutenue par la consommation des ménages, comme le souligne l'objectif du revenu disponible par habitant. Ensuite, le secteur tertiaire devrait davantage contribuer à la création de richesses que le secteur agricole et l'industrie manufacturière, reflétant ainsi la transition vers une économie de services. Les dépenses de Recherche & Développement vont dans le sens d'une modernisation de l'industrie chinoise. Si l'investissement avait atteint des niveaux peu soutenables à moyen terme, il doit aujourd'hui être plus modéré, mais surtout alloué de manière plus efficace vers des secteurs stratégiques. Cela permettra ainsi à la Chine de se positionner sur des segments du marché auxquels elle avait peu accès jusqu'en 2012, nécessitant de forts coûts d'entrées, et une main d'œuvre qualifiée (secteur des télécommunications notamment).

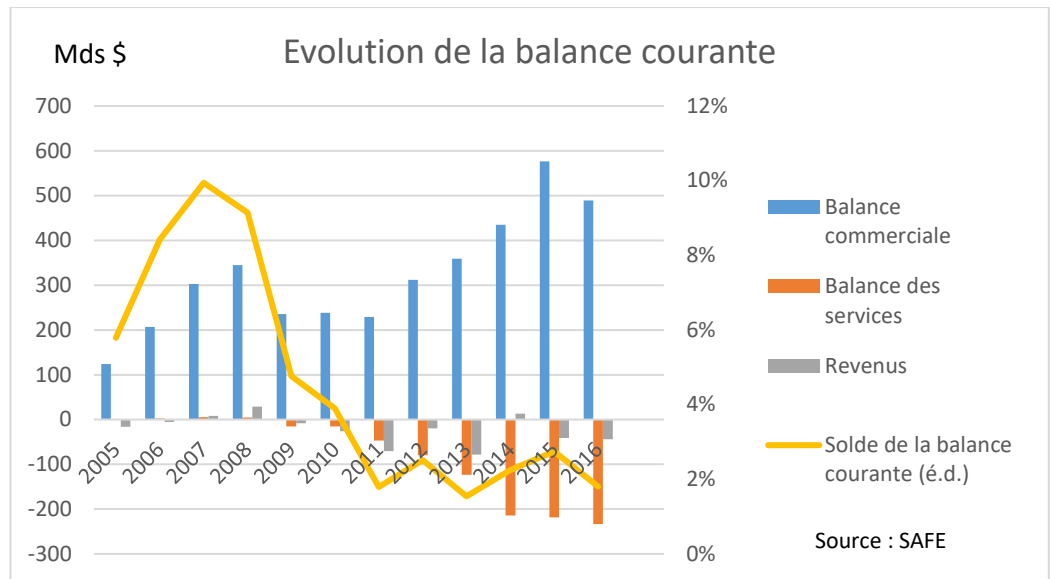
Cette partie est organisée en suivant les trois rééquilibrages économiques chinois, qui sont la trame du Plan Quinquennal que nous venons de présenter. Nous étudierons tout d'abord le rééquilibrage entre la demande intérieure et la demande extérieure, puis le rééquilibrage extérieur, et enfin, la transition vers une économie de services.

Le rééquilibrage extérieur est défini par le FMI par le rôle joué par la demande domestique et la demande étrangère. L'institution définit deux indicateurs pour le mesurer :

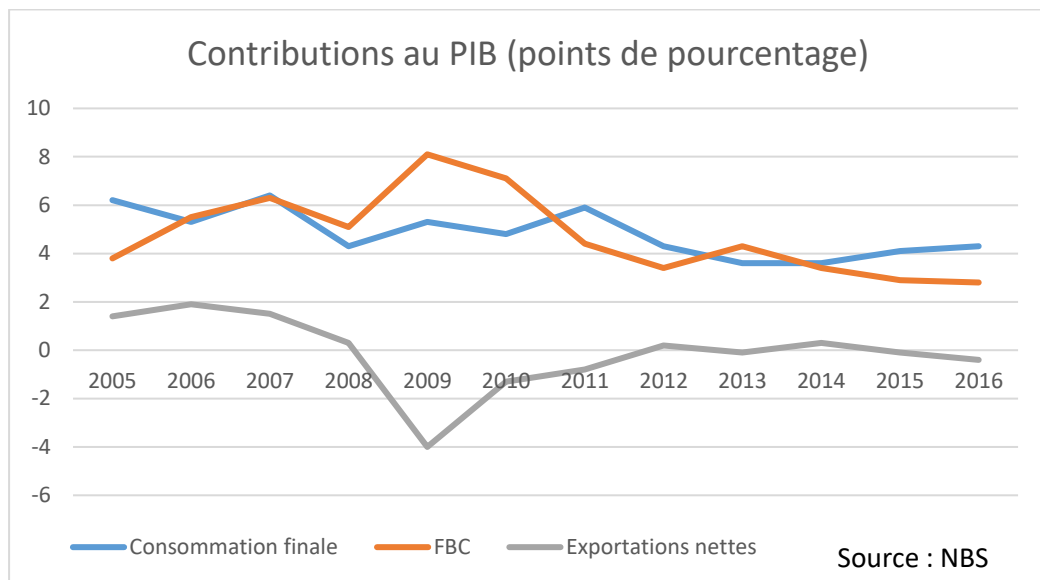
- Le surplus de la balance des transactions courantes en pourcentage du PIB. Néanmoins, cette mesure est sensible aux termes de l'échange. Le graphique 2 montre que le surplus de la balance courante se résorbe progressivement, mais reste sous les 3% de PIB depuis 2011.
- La contribution des exportations nettes (Graphique 3) en volume à la croissance du PIB, qui permet de prendre en compte les volumes, sans les prix. La tendance est à la baisse, notamment depuis la crise de 2008, et cela est en ligne avec la volonté du gouvernement de ne pas avoir une croissance économique qui repose de façon trop importante sur les exportations nettes.

Nous pouvons remarquer un point d'inflexion en 2010. La consommation prend une part plus importante dans le PIB nominal, alors que celle des exportations nettes décroît. Les évolutions des deux postes sont inversées, ce qui montre une certaine substitution de ces postes pour la création de richesses, mesurée par le PIB. Toutefois, les exportations vont bien continuer à soutenir la croissance, permettant ainsi aux acteurs nationaux d'obtenir de nouveaux débouchés à l'international. Il est intéressant de se pencher sur la part des différentes postes dans le PIB à prix constants, afin de voir que le rééquilibrage est moins important de ce point de vue.

Graphique 2

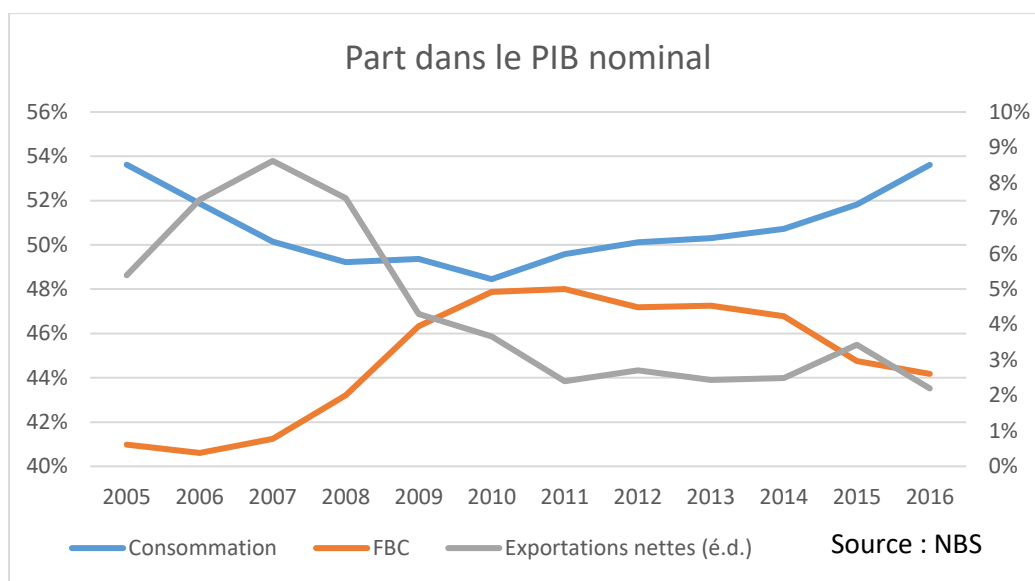


Graphique 3

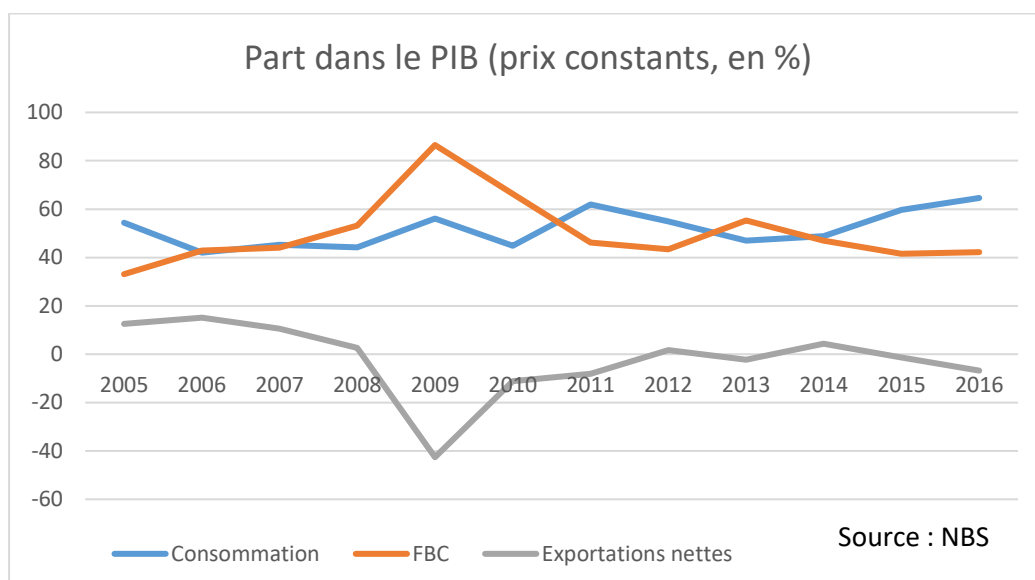




Graphique 4



Graphique 5



Le rééquilibrage intérieur, quant à lui, encourage le passage de l'investissement à la consommation afin de soutenir la croissance économique.

Les indicateurs selon le FMI sont les suivants :

- La part nominale de la consommation et de l'investissement dans la croissance ;
- La contribution relative de la consommation et de l'investissement à la croissance réelle du PIB.

Le même type d'indicateur est utilisé pour mesurer la transition d'une économie tournée vers l'industrie, à une économie de services.

L'investissement diminue, et laisse davantage de place à la consommation. Ce dernier avait nourri d'importants déséquilibres macroéconomiques avant la crise, que les autorités se sont attachées à résorber. Elles mènent une politique de crédit plus restrictive, tout comme les mesures liées au marché immobilier, qui est en surchauffe depuis de nombreuses années. Dans l'industrie manufacturière, la réduction des capacités a pris le pas sur l'investissement.

La consommation totale, et notamment celle des ménages, devient ainsi un moteur prépondérant de la croissance économique. Depuis 2010, les ventes au détail ne cessent de croître, tout comme la part de la consommation totale, qui gagne presque cinq points de PIB entre 2010 et 2016.

Tableau 2

<i>En yuans</i>	2013	2014	2015	2016
Revenu disponible	18 310,8	20 167,1	21 966,2	23 821,0
Consommation	13 220,4	14 491,4	15 712,4	17 110,7
Logement	2 998,5	3 200,5	3 419,2	3 446,4
Transports & Communication	1 627,1	1 869,3	2 086,9	2 337,8
Dépenses de santé	912,1	1 044,8	1 164,5	1 307,5
<i>Part dans le revenu disponible</i>				
Consommation	72,20%	71,86%	71,53%	71,83%
Logement	22,7%	22,1%	21,8%	20,1%
Transports & Communication	12,3%	12,9%	13,3%	13,7%
Dépenses de santé	6,9%	7,2%	7,4%	7,6%

Source : Statistical Yearbook

Le revenu disponible des ménages a augmenté de 30% entre 2013 et 2016 (Tableau 2), ce qui a permis de soutenir la croissance économique et la consommation des ménages. La part de la consommation des ménages dans le revenu disponible est toutefois stable, même si en valeur, elle augmente. Si l'on regarde le détail de certains postes de consommation des ménages chinois, on observe une hausse des dépenses en transports et communication (de 12,3% du revenu disponible en 2013 à 13,7% en 2016), secteur défini comme stratégique dans le cadre du Plan Quinquennal, mais également une hausse des dépenses de santé, encouragée par le FMI. Ce tableau permet de calculer le taux d'épargne des ménages, qui s'accroît légèrement entre 2013 et 2016, passant de 27,8% à 28,2%. C'est donc davantage une augmentation des revenus qui soutient la consommation des ménages qu'une réduction de leur taux d'épargne.

Les autorités souhaitent une baisse du taux d'épargne au profit de la consommation, ce qui n'est pas encore le cas aujourd'hui. Une fraction importante de l'épargne des ménages chinois est une épargne de précaution non compressible permettant de faire face aux dépenses importantes dans le domaine du logement, de la santé, et de l'éducation. Les politiques œuvrent à la baisse de la propension à épargner depuis 2011, notamment en élargissant la couverture sociale des

travailleurs, et en construisant davantage de logements sociaux. Les dépenses gouvernementales dans le domaine de la santé devraient également réduire le taux d'épargne des ménages : un renminbi de dépense gouvernementale supplémentaire réduirait l'épargne des ménages de deux renminbi (Barnett & Brooks, 2010).

Néanmoins, le taux d'épargne des ménages est une décision, et est soumis à des habitudes et des obligations qui persèverent dans le temps ; la diminution sera donc très progressive.

Après la crise, l'équilibre extérieur était presque atteint, et l'épargne domestique était majoritairement absorbée par le marché intérieur. Néanmoins, cet équilibre reposait sur un ratio d'investissement excessif, que le gouvernement s'est attaché à réduire.

Afin de palier au surinvestissement des dernières années, qui a en partie mené à des niveaux d'endettement très élevés, l'investissement sera alloué à des secteurs jugés stratégiques pour le développement de l'industrie chinoise. Ainsi, la qualité de l'investissement sera privilégiée. Les secteurs considérés comme stratégiques sont des secteurs à forte valeur ajoutée, et nécessitant une main d'œuvre qualifiée. Il s'agit de l'information, la technologie (plan d'action Made In China 2025), le digital, la biotechnologie, la technologie permettant de réduire les émissions de CO<sub>2</sub>, la robotique ; mais également l'océanographie, les réseaux d'information, l'aérospatial, les sciences de la vie, et la technologie nucléaire. Ces secteurs devront contribuer à 15% du PIB chinois d'ici 2020, d'après le Plan Quinquennal.

Nous pouvons remarquer que la relative stabilisation du surplus de la balance courante s'est accompagnée de la baisse des ratios d'investissement et d'épargne. Le ratio d'investissement, qui avait énormément augmenté jusqu'en 2010, diminue, sous l'effet de certaines politiques publiques visant à réduire ce surinvestissement. La concurrence croissante, ainsi que la normalisation des profits et des salaires confirmeront la dynamique baissière de l'investissement.

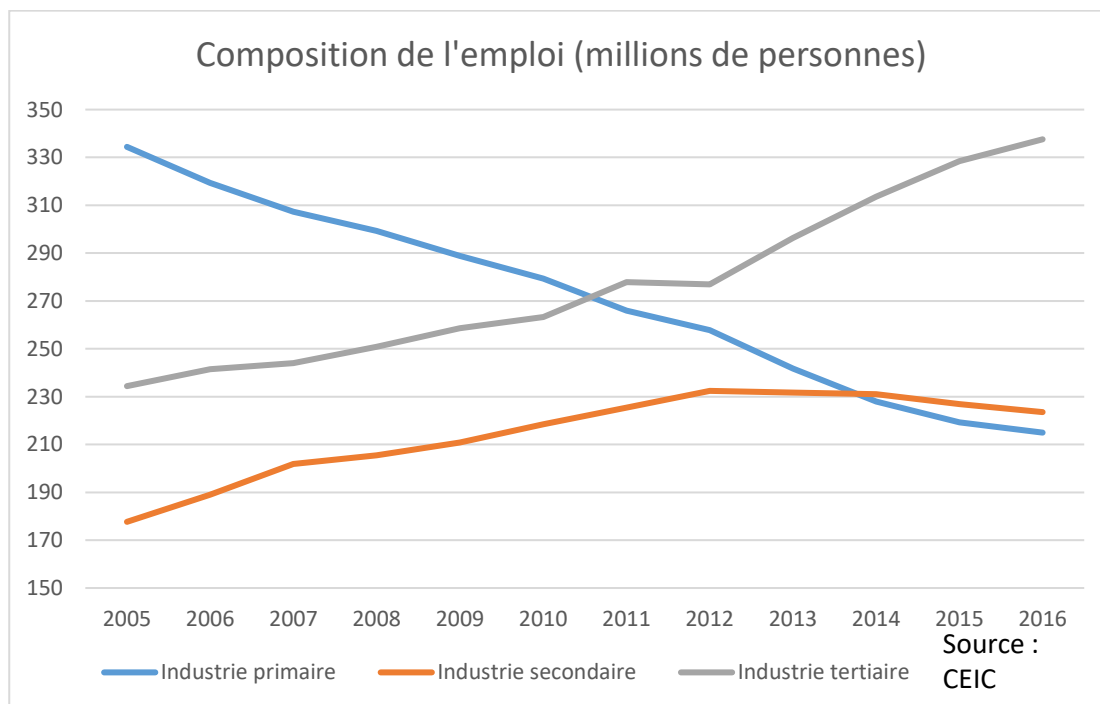
Les risques principaux au rééquilibrage intérieur résident donc dans une diminution conséquente de l'investissement, mais non accompagnée d'une baisse du taux d'épargne, ce qui augmenterait le surplus de la balance courante à moyen terme, ainsi qu'une forte appréciation du renminbi. A l'inverse, une diminution du taux d'épargne couplée à un investissement toujours soutenu aurait pour effet un déficit de la balance courante, et une dépréciation de la monnaie.

Finalement, les rééquilibrages extérieur et intérieur vont de pair : une économie tournée vers la consommation aura une demande plus faible pour les biens industriels, et une consommation plus importante vers les biens de consommation, dont les services. Ainsi, la part des services dans la consommation des ménages va augmenter, ce qui bénéficiera au secteur tertiaire. Cela augmentera la part des revenus du travail dans le PIB, et augmentera la consommation. Enfin, la productivité croissance du secteur des services poussera à la baisse le prix relatif des services de marché par rapport à la production domestique, ce qui encouragera la consommation de services de la part des ménages (Buera et Kaboski, 2012).

Dans un discours<sup>3</sup> de 2017, Zhou Xiaochuan mettait en avant le transfert de l'avantage comparatif de la Chine du secteur manufacturier vers le secteur tertiaire. Selon lui, le secteur tertiaire chinois n'était pas encore aussi compétitif que le secteur manufacturier. Si dans le secteur manufacturier la Chine a su se faire une place au niveau mondial de par sa compétitivité prix (faible coût unitaire salarial avant la crise), le secteur tertiaire requiert une compétitivité hors-prix afin de se développer<sup>4</sup>.

La transition d'une économie industrielle vers une économie de services peut s'observer par le biais de la part de l'industrie et des services dans le PIB (Graphique 7), mais également dans la part qu'ils représentent dans l'emploi (Graphique 6).

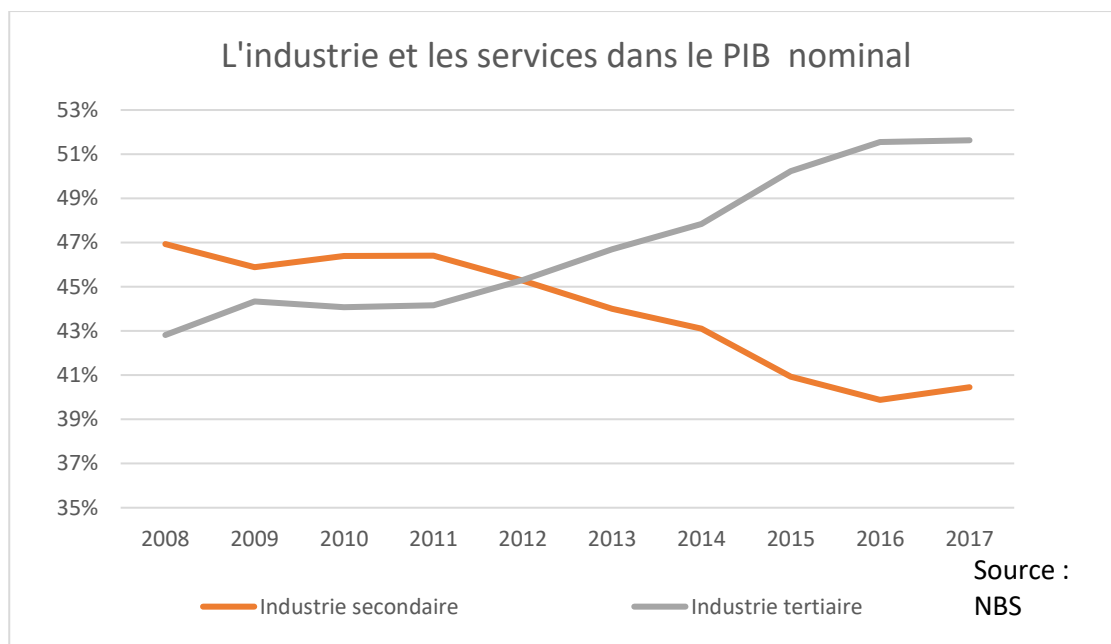
Graphique 6



<sup>3</sup> Zhou Xiachuan. The opening-up of Chinese economy – from manufacturing industry to service industry, 2017.

<sup>4</sup> « We will expand the export of services, improve after-sale maintenance and repair services », extrait du discours.

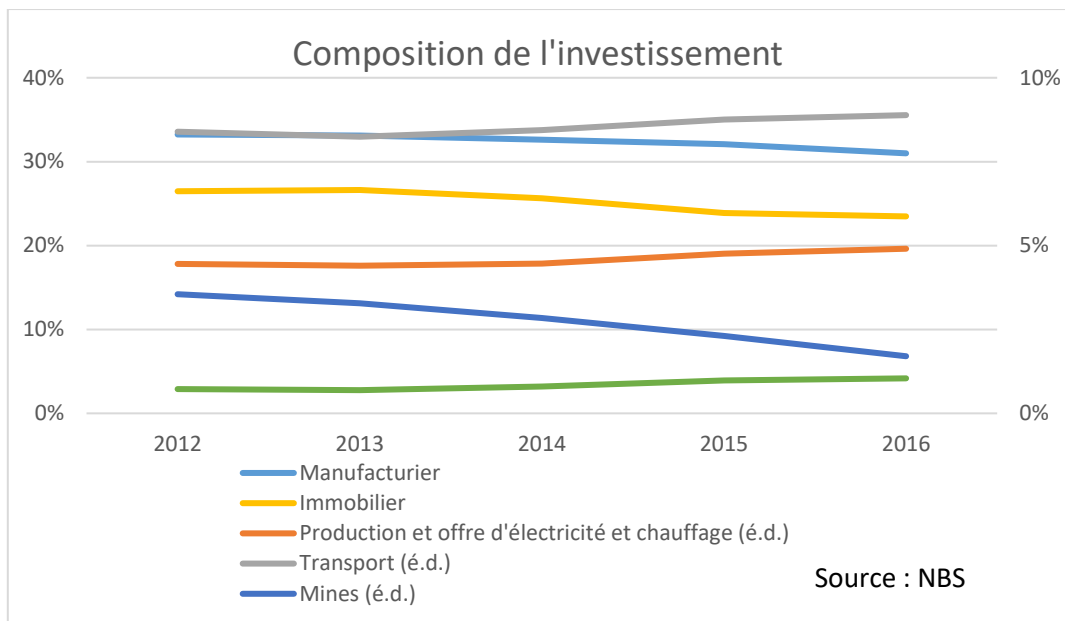
Graphique 7



Ainsi, nous remarquons depuis 2012 un inversement de la tendance entre la part de l'industrie et des services dans le PIB nominal. L'écart s'accroît de manière plus intense à partir de 2014, pour atteindre un pallier en 2016. Si les autorités chinoises ont encouragé le développement de l'industrie tertiaire dans l'économie chinoise, au détriment du secteur secondaire, ce dernier va maintenant se concentrer sur sa modernisation. La même tendance se reflète dans la composition de l'emploi en Chine, où la part des services croît, au détriment de l'industrie. La part nominale des services dans le PIB devrait augmenter de 50% actuellement à 56% d'ici 2020, dans le cadre du Plan Quinquennal. Cela sera rendu possible par un effet de prix, le déflateur des services étant supérieur au déflateur de l'industrie du fait du différentiel de productivité, et par un effet réel, le taux d'emploi du secteur tertiaire étant supérieur au taux d'emploi du secteur industriel<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Longmei Zhang. Rebalancing in China – progress and prospects. IMF Working Paper, 2016.

Graphique 8



Le gouvernement chinois encourage également les investissements vers les secteurs jugés stratégiques (Graphique 8). Comme nous l'avons vu précédemment, ces secteurs sont tournés vers les services, et cela se voit dans les données statistiques : l'investissement croît depuis 2013 dans le secteur des technologies et de l'information (secteur stratégique), alors que le secteur manufacturier voit la part des investissements qui lui sont alloués diminuer.

Ainsi, les services sont mis au premier plan de l'économie chinoise. Néanmoins, le secteur industriel doit se moderniser, tout comme l'agriculture. De plus, la réduction des capacités de production n'est pas terminée, et devrait permettre aux prix de remonter, impactant ainsi les profits des industriels à la hausse. La réduction des capacités de production se fera notamment par le biais de régulations dans le processus de production, la consommation d'énergie, la qualité des biens, et la sécurité. Dans le domaine de l'acier et du charbon, les surcapacités seront principalement gérées par des fusions et des réorganisations, mais également par des restructurations de dette, et des liquidations<sup>6</sup>. C'est aussi la volonté du plan « Made in China 2025 », qui incite à la modernisation des usines, à leur automatisation, et à une montée en gamme de l'industrie chinoise.

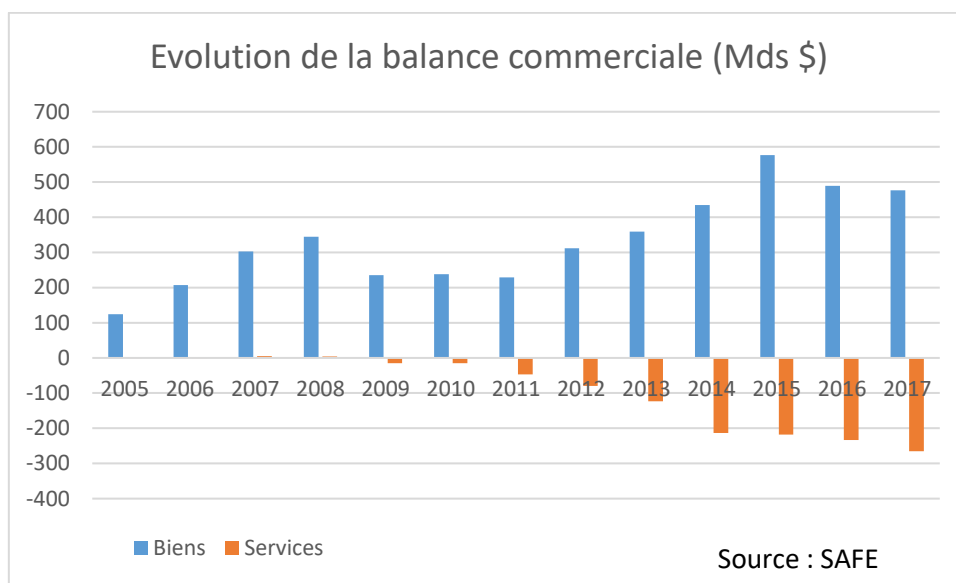
Enfin, le FMI prévient qu'il ne faut pas « brusquer » la désindustrialisation. Pour le moment, la productivité est plus élevée dans le secteur industriel. Il faut donc que la désindustrialisation soit progressive, car si la croissance repose sur les services peu productifs, cela risquerait de la ralentir à moyen terme.

<sup>6</sup> Plan Quinquennal 2016-2020.

### 3 La balance commerciale et le commerce international

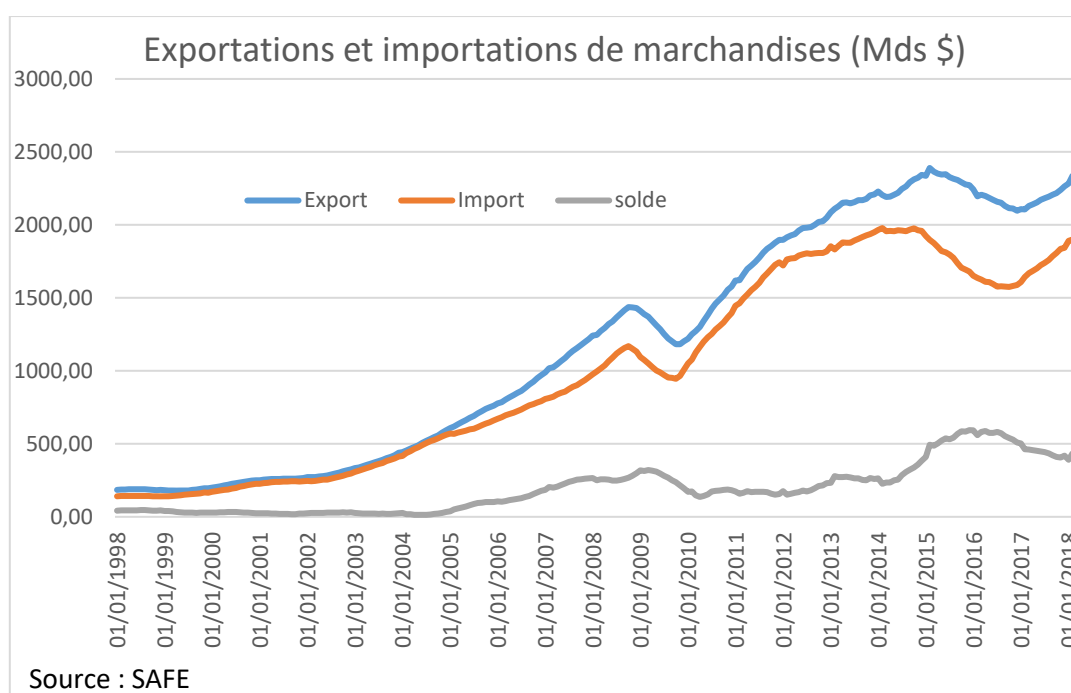
La crise économique mondiale a réduit la demande adressée à l'économie chinoise en 2008 et 2009, ce qui a réduit le solde, fortement excédentaire, de la balance commerciale chinoise. Néanmoins, les échanges de biens reprennent de leur vigueur depuis 2012, et marquent le pas après un plus haut atteint en 2015 (Graphique 9).

Graphique 9



Même si l'on note une tendance à la hausse depuis le début de l'année 2016, les exportations et les importations chinoises n'ont pas encore retrouvé son niveau de pré-crise en volume (Graphique 10). L'atonie de la demande mondiale est en partie responsable de la faiblesse des exportations chinoises, même si 2017 a marqué une forte progression de ce côté. L'appréciation du yuan en termes effectifs a également pesé sur les exportations, tout comme la hausse du coût du travail en Chine.

Graphique 10



Nous allons maintenant nous attacher à montrer comment l'industrie chinoise s'est modifiée, en passant d'une industrie d'assemblage à une industrie à plus haute valeur ajoutée. Dans un second temps, nous verrons l'évolution de ses partenaires commerciaux.

Comme nous l'avons vu précédemment, le rééquilibrage du modèle économique chinois a impliqué une transition de l'économie de l'investissement vers la consommation domestique. La faiblesse, récente (2010-2016), de l'investissement en Chine explique entre 40% et 50% du ralentissement des importations (Kang et Liao, 2016). « L'onshoring » i.e. la substitution de biens de production intermédiaires importés par une production domestique, commence également à avoir un effet négatif sur les importations, même s'il est moindre. (Référence bas de page)

Kang et Lio ont calculé un indicateur permettant d'évaluer la demande ajustée de l'intensité d'importations qu'elle requiert, qui est une moyenne pondérée des différentes composantes de la demande agrégée i.e. la consommation privée, la consommation gouvernementale, l'investissement, et les exportations. Les poids attribués aux variables prennent en compte le poids de l'intensité en importations à travers le temps. Parmi ces composantes, les auteurs indiquent que l'investissement était celle qui avait la plus forte intensité en importations, suivi des exportations et de la consommation privée. L'intensité en importations de la consommation

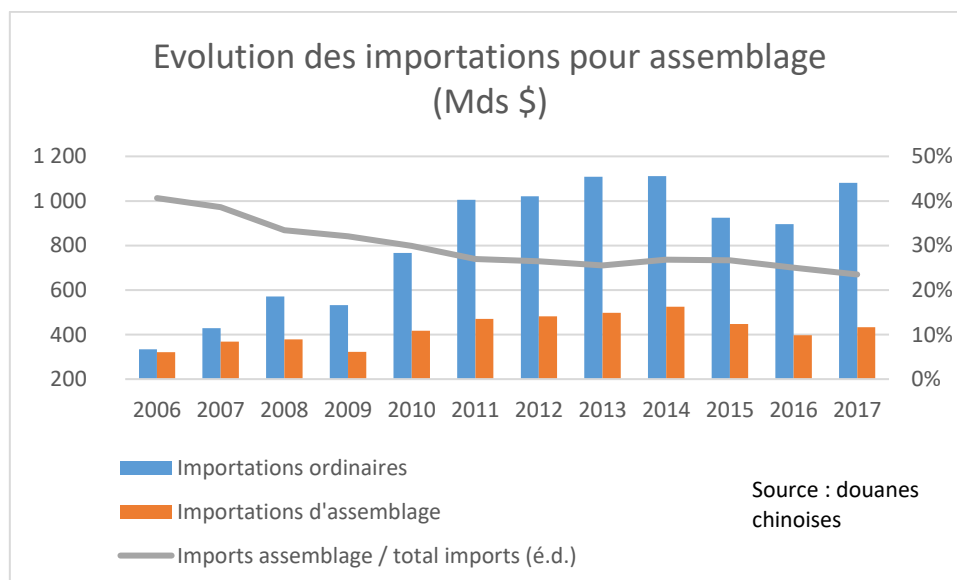


gouvernementale est la plus faible dans la mesure où les dépenses gouvernementales couvrent principalement des services.

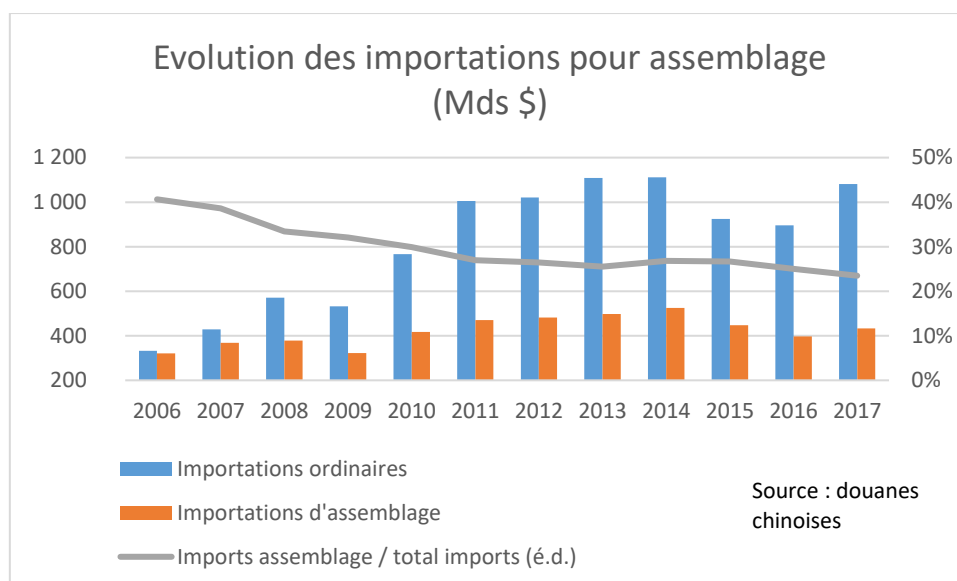
Ensuite, l'auteur s'est intéressé au onshoring chinois, en se basant sur les données des douanes. En effet, elles permettent une décomposition des biens importés en différentes catégories qui permettent de déduire les importations pour les biens ordinaires, et pour les autres. L'une des catégories, « *processing and assembling* », regroupe les entreprises étrangères qui fournissent sans droits de douanes des composantes à une industrie chinoise qui va les assembler, tout en gardant le contrôle de l'ensemble du processus de production. En d'autres termes, cela signifie que les entreprises chinoises importent gratuitement (au sens d'absence de droits de douanes) les composantes nécessaires à l'élaboration du bien, et renvoient les biens dans le pays d'origine. Dans la catégorie « *processing with imported materials* », l'entreprise chinoise qui assemble le bien a un contrôle sur les biens importés, et paie donc des droits de douanes pour ces biens de production intermédiaires.

Avec la croissance de la substitution domestique (« *onshoring* »), la part du commerce d'assemblage a diminué, tant côté exports que côté imports (Graphiques 11 &12).

Graphique 11

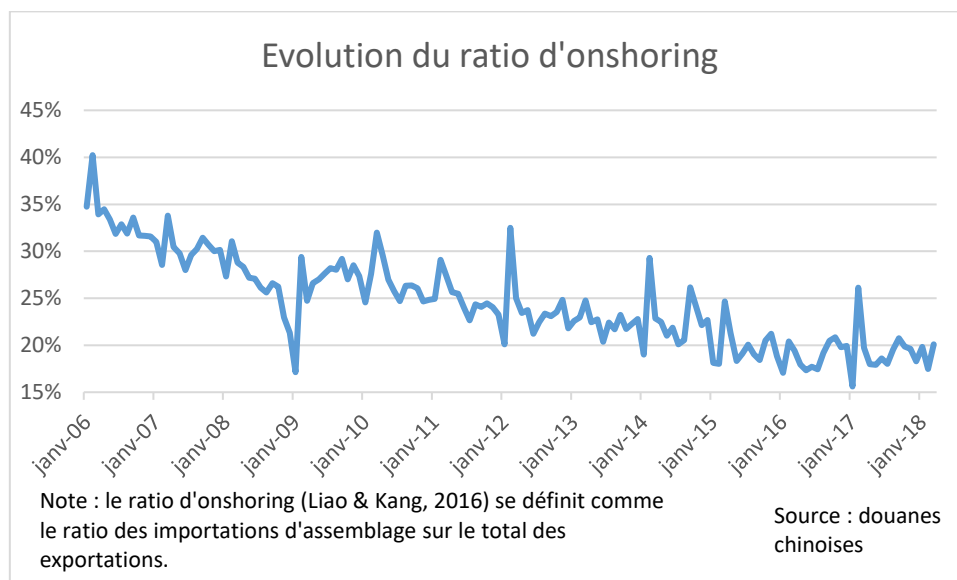


Graphique 12



L'auteur a construit une variable afin d'approximer *l'onshoring*. Il l'a définie comme le ratio des importations pour assemblage (« *processing imports* ») sur le total des exportations (Graphique 13). On observe que ce ratio est sur une tendance baissière depuis 2006, malgré une certaine volatilité. Cela souligne le fait que les activités d'assemblage destinées au ré-export déterminent moins l'évolution de la balance commerciale chinoise qu'avant la crise.

Graphique 13



Nous avons actualisé les données des auteurs pour les années 2010, 2014 et 2017 (Tableau 3).

Tableau 3

Année 2010	Proportions (en % de la valeur totale)	
Trade mode	Exports	Imports
Ordinary trade	45,7%	54,9%
Processing and assembling trade with imported materials	7,1%	7,1%
Processing trade with imported materials	39,8%	22,8%

Année 2014	Proportions (en % de la valeur totale)	
Trade mode	Exports	Imports
Ordinary trade	51,4%	56,7%
Processing and assembling trade with imported materials	3,9%	5,0%
Processing trade with imported materials	33,9%	21,9%

Année 2017	Proportions (en % de la valeur totale)	
Trade mode	Exports	Imports
Ordinary trade	54,9%	58,7%
Processing and assembling trade with imported materials	3,5%	4,6%
Processing trade with imported materials	30,0%	18,9%

Sources : Statistiques de douanes chinoises

Tableau 4

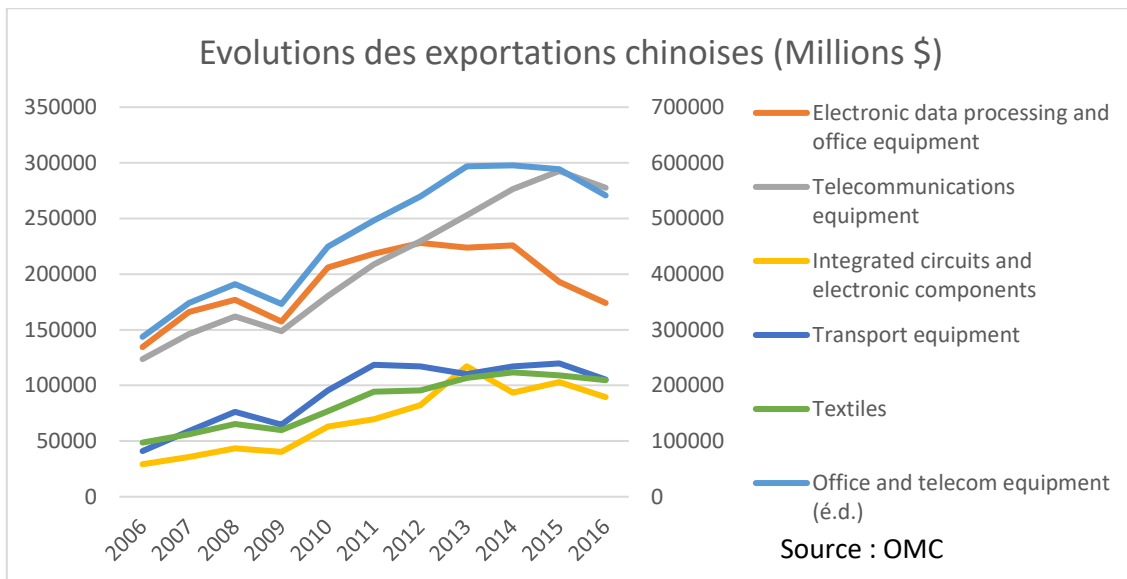
	2014	2017
<i>Solde de commerce d'assemblage/PIB courant</i>	3,53%	2,79%
<i>Solde de commerce ordinaire/PIB courant</i>	0,90%	1,24%

Sources : Banque mondiale, données de douanes chinoises

La diminution du commerce d'assemblage en Chine traduit également la montée en gamme de l'industrie chinoise. Auparavant, la Chine était une base d'exportation pour des entreprises basées à l'étranger. Elle souhaite maintenant avoir une chaîne de valeur globale sur son marché domestique. Le plan d'action « Made in China 2025 » souhaite arriver en 2025 à produire des biens réalisés à 70% avec des matériaux chinois, et 40% d'ici 2020. Lorsque nous rapportons les soldes des commerces d'assemblage et ordinaire au PIB courant, la tendance que nous décrivons jusqu'ici est confirmée : le solde du commerce d'assemblage en pourcentages du PIB courant augmente, à l'inverse de celui du commerce ordinaire, qui diminue (Tableau 4).

Ces tendances se traduisent également dans la composition des importations et des exportations chinoises (Graphique 14).

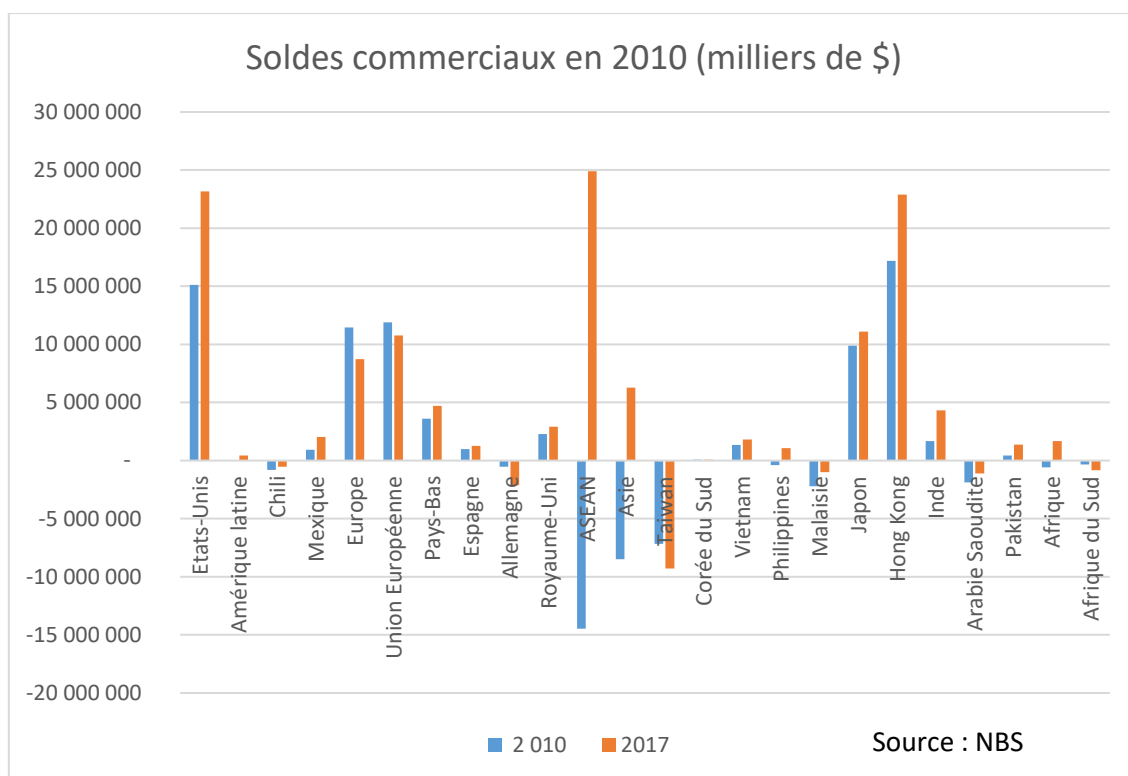
Graphique 14



Les équipements de télécommunications continuent leur augmentation, tout comme les circuits et composants électroniques, et le matériel de transport. La Chine monte donc en gamme en se positionnant sur des secteurs à plus forte valeur ajoutée, et davantage tournés vers les services, ce qui requiert une main d'œuvre plus qualifiée. Parallèlement à cela, reste en position dominante dans le secteur du textile et des vêtements. Elle pourrait d'ailleurs gagner davantage de parts de marché dans ce secteur si elle délocalisait sa production vers des pays asiatiques aux coûts de production inférieurs aux siens. Le détail des importations et des exportations par produits se situe en annexe.

Si le rythme des importations a diminué, leur composition a également évolué. Les prix des matières premières, sur une tendance baissière ces dernières années, ont profité aux importations chinoises ; en dix ans, leur part dans ces dernières a doublé.

Graphique 15



Enfin, ses partenaires commerciaux évoluent en même temps que son modèle économique (Graphique 15). Si la Chine résorbe peu à peu l'excédent de son solde commercial, les déséquilibres bilatéraux persistent. La Chine exporte davantage vers ses voisins asiatiques, principalement au Japon et à Hong Kong. Cette tendance peut être mise au regard des projets dans la région Asie-Pacifique, notamment le « One Road, One Belt », qui nécessite des infrastructures importantes, et des échanges entre pays de la région. La Chine affiche également une volonté de s'intégrer plus profondément sur le marché régional.

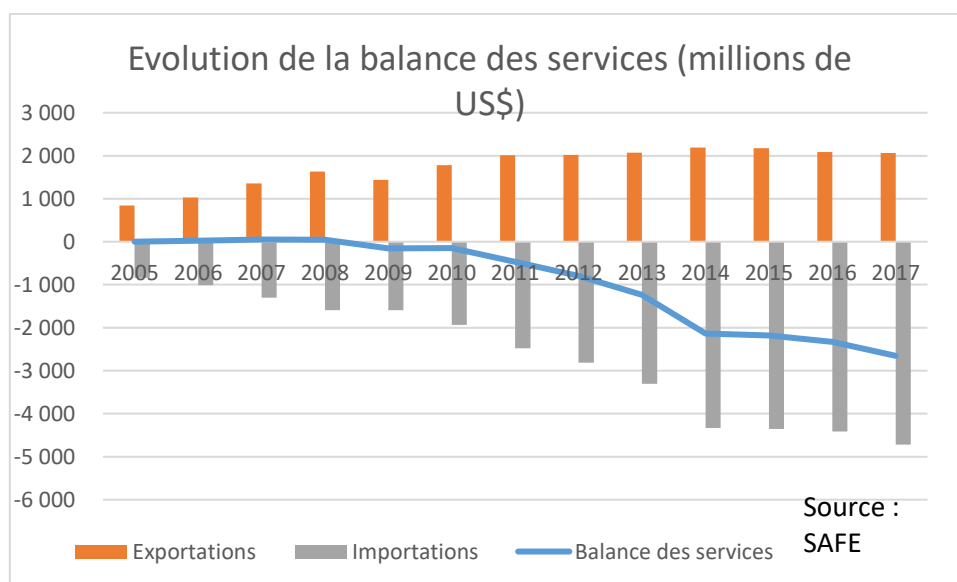
La balance commerciale avec les Etats-Unis reste forte excédentaire, ce qui souligne que des déséquilibres bilatéraux persistent. Par ailleurs, si l'on s'intéresse aux droits de douane que les Etats-Unis souhaitent introduire à l'égard de Pékin, on note qu'ils visent les secteurs jugés stratégiques. La politique industrielle chinoise a été énoncée dans le plan « Made In China 2025 », et les droits de douanes américains visent ces secteurs, ainsi que ceux vers lesquels Pékin investit. Par exemple, la haute technologie est touchée, contrairement aux jouets.

## 4 La balance des services, entre changement méthodologique et évolution économique

Depuis le début des années 2010, la balance des services de la Chine devient de plus en plus déficitaire : de 0,25% du PIB en 2010, le déficit passe à 2,08% du PIB en 2016. (Graphique 16) Derrière ce fort déficit, la contribution des importations de tourisme a fortement augmenté, et ce en peu de temps. Nous allons voir que si cette évolution de la balance des services peut en partie refléter la transition de la Chine vers une économie de services, un changement méthodologique du SAFE l'explique également. L'évolution de l'emploi souligne également la part prise par les services, puisque l'industrie tertiaire capte davantage d'emplois que l'industrie manufacturière.

Le fait que la contribution de la balance des services à la balance courante soit déficitaire n'est pas nouveau ; en réalité, depuis 2000, les seules années excédentaires étaient entre 2005 et 2008, et l'excédent était faible, de l'ordre de 5,19 milliards de dollars en 2007. En 2009, la balance des services devient déficitaire, et ce de 15,35 milliards de dollars. Depuis, le déficit se creuse de façon continue, sauf en 2015, où la croissance du déficit a ralenti. La nouvelle donne par rapport au début des années 2010 tient à la contribution des importations tourisme à la balance des services.

Graphique 16



Le graphique 16 présente l'évolution des exportations et des importations de service. On remarque tout d'abord que le solde suit davantage l'évolution des importations de services que précédemment, lorsque le déficit était plus contenu. Ensuite, on note un point d'inflexion en

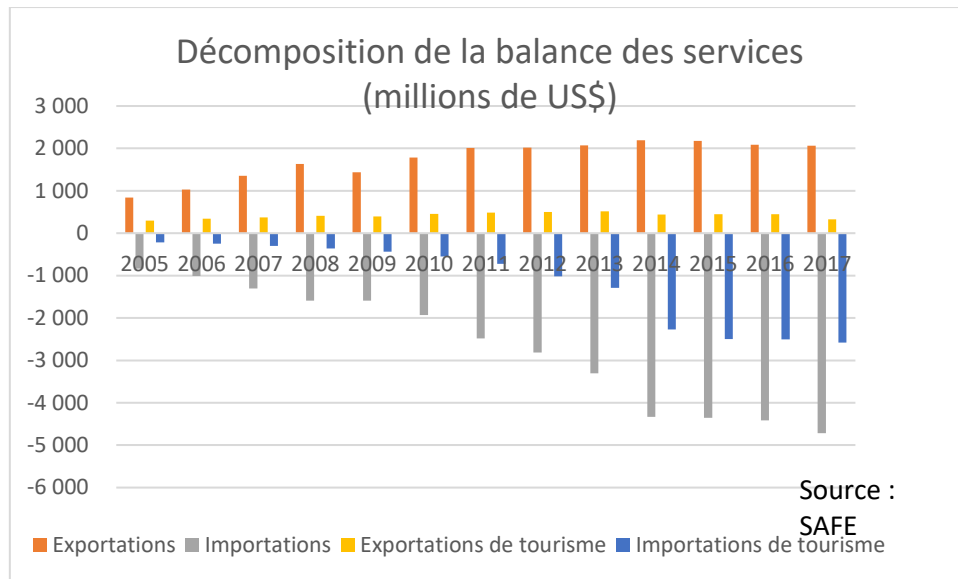
2014, où les importations de services ont diminué de presque 30% entre 2013 et 2014 ; nous verrons par la suite que ce saut est en partie dû à un changement de méthodologie de la SAFE. Les exportations de services sont sur une tendance à la hausse depuis 2009, même si cette hausse ne suffit pas à contenir le déficit de la balance des services.

Lorsque l'on s'intéresse à la décomposition de la balance des services par secteur, on note que certaines inflexions reflètent le changement de modèle économique énoncé dans le Plan Quinquennal 2016-2020. Ainsi, les exportations de services de production manufacturière utilisant des facteurs physiques de production appartenant à des tiers ont fortement diminué depuis 2012, alors que la tendance était à la hausse auparavant. Nous pouvons mettre cela en au regard de la volonté « d'onshoring » de l'industrie chinoise i.e. le fait d'avoir une chaîne de valeur globale sur le marché domestique, et de ne plus seulement être l'usine du monde.

Dans la même veine, lorsque l'on s'intéresse aux services de maintenance et de réparation, on note une forte croissance des services exportés. Lors du dernier Plan Quinquennal, la volonté de privilégier la compétitivité hors-prix, notamment via le service après-vente des produits et l'image de marque. Le poste des transports prend également plus d'importance, ce qui va dans le sens des dépenses liées à l'urbanisation de la société chinoise, puisque les importations de ce poste croissent. Les exportations de télécommunications, secteur considéré comme stratégique par le Plan Quinquennal, ressortent également en hausse soutenue depuis 2014. Les exportations pour charges pour l'utilisation de la propriété intellectuelle croissent également (i.e. les résidents chinois achètent des droits de propriété intellectuelle), ce qui pourrait être le signe de la volonté de montée en gamme de l'industrie chinoise. Les importations de service semblent ainsi prendre le pas sur les exportations, ce qui pourrait traduire la transition d'une économie industrielle à une économie de services.

Enfin, le tourisme suit une évolution particulière : sa contribution à la balance des services devient négative à partir de 2009, et les importations de tourisme ont presque doublé entre 2010 et 2012 (Graphique 17).

Graphique 17



Le graphique ci-dessus décrit l'évolution de la balance des services chinoise depuis 2010, et représente notamment la décomposition entre les exportations et les importations de services. On remarque que les importations de tourisme représentent en 2017 54,6% des importations totales de services en Chine. La part des importations de tourisme en 2010 était de seulement 28,3%, et marque un saut de 2013 (39%) à 2014, où elle passe à 53%.

Les graphiques ci-dessous permettent de voir la place importante prise par le tourisme dans les importations de services, contrairement aux exportations, où sa part reste stable.

En 2017, Anna Wong <sup>7</sup> s'est penchée sur la question afin de savoir si l'évolution de la balance courante chinoise était plus le fait d'un rééquilibrage extérieur ou d'une potentielle fuite de capitaux.

Elle remarque que depuis 2014, les dépenses touristiques des Chinois à l'étranger croissent de manière anormale. Tout d'abord que les dépenses touristiques des Chinois augmentent, soutenues par le relâchement par de nombreux pays des contraintes sur les visas, afin d'attirer des touristes chinois. Néanmoins, cela n'explique pas pourquoi la croissance des importations de tourisme est largement supérieure à la croissance du nombre de touristes chinois à l'étranger, alors que les deux variables devraient avoir des tendances similaires. Cela indiquerait donc que les dépenses par Chinois augmentent fortement. En 2013, un voyageur chinois dépensait en

<sup>7</sup> Anna Wong. China's current account: external rebalancing or capital flight? International Finance Discussion Papers, 2017



moyenne 1300 dollars, contre 2300 dollars en 2015, et 2600 en 2016 <sup>8</sup>. Anna Wong avance en parallèle le fait que la Chine est l'un des pays avec le plus faible nombre de jours congés par an, ce qui implique des dépenses très importantes en peu de jours. Ensuite, les destinations les plus populaires en Asie rapportent des achats en baisse de la part des touristes chinois.

Ainsi, selon elle, la part « d'importations inexplicables » semble davantage être des actifs financiers plutôt que des biens de consommation.

L'une des pistes avancées réside dans le changement de méthodologie opéré par la SAFE en 2014, qui prend désormais en compte dans les dépenses de tourisme les transactions effectuées par carte bancaire, et les données de transactions bancaires. Avant 2014, les données reposaient sur une estimation des dépenses de cash, en se basant sur des données de contrepartie. La SAFE a reconnu que la nouvelle méthodologie pouvait être moins précise dans l'allocation des transactions par carte bancaire entre des biens de consommation et des biens d'investissements<sup>9</sup>. Le fait que les transactions par carte bancaire soient dorénavant prises en compte augmente mécaniquement les volumes, d'où le saut observé dans les données.

L'auteur cite ensuite des exemples de touristes chinois à Hong-Kong, qui achètent des produits d'assurance à l'étranger, qui appartiennent à la catégorie des investissements<sup>10</sup>, afin de contourner les mesures de contrôles des capitaux en Chine. L'auteur cite l'exemple des contrats d'assurance achetés par des résidents chinois à Hong Kong, et payés par des cartes bancaires UnionPay, qui sont comptabilisés dans les importations, alors qu'il s'agit en réalité d'actifs financiers, et donc de flux de capitaux masqués.

Ainsi, l'interprétation de la balance des services chinoises oscille entre reflet du changement de modèle économique chinois et évolution qui comptable qui masquerait certaines transactions financières.

Enfin, la balance des revenus et transferts courants est devenue largement déficitaire depuis 2010. Cela est en partie lié à la faiblesse des taux américains, qui pèse sur les investissements chinois aux Etats-Unis. Les entreprises étrangères installées sur le territoire chinois rapatrient en général rapidement leurs profits, ce qui pousse à la baisse le balance des revenus.

---

<sup>8</sup> Source : China Luxury Advisors

<sup>9</sup> « China's Implementation of BPM6 », SAFE

<sup>10</sup> "For instance, it was widely reported in news media outlets that, Mainland Chinese visitors to Hong Kong were snapping up investment-type insurance products on their trips, paid for with their UnionPay bank cards"

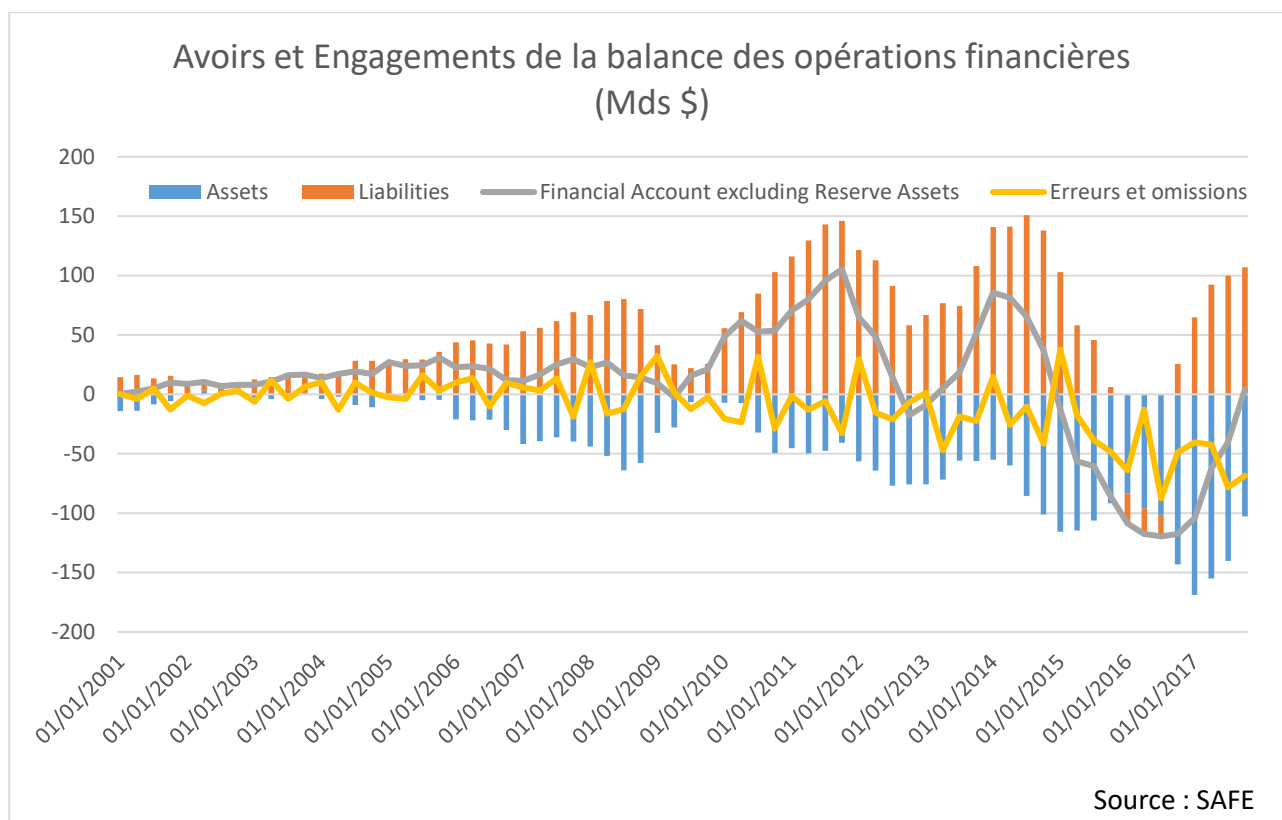
## 5 Les flux de capitaux

Cette section se consacre à l'évolution des flux de capitaux chinois, et de leur composition, qui évolue depuis ces dernières années. Les flux de capitaux considérés sont les trois catégories comprises dans le compte financier de la balance des paiements i.e. les investissements directs (entrants et sortants), les investissements de portefeuille, et les autres investissements.

Le processus de libéralisation des mouvements de capitaux, couplé à l'internationalisation du renminbi, a modifié la structure des flux de capitaux chinois, tout en augmentant leur volatilité.

Après avoir présenté les tendances générales de la balance des opérations financières, nous ferons une analyse détaillée par type de flux de capitaux.

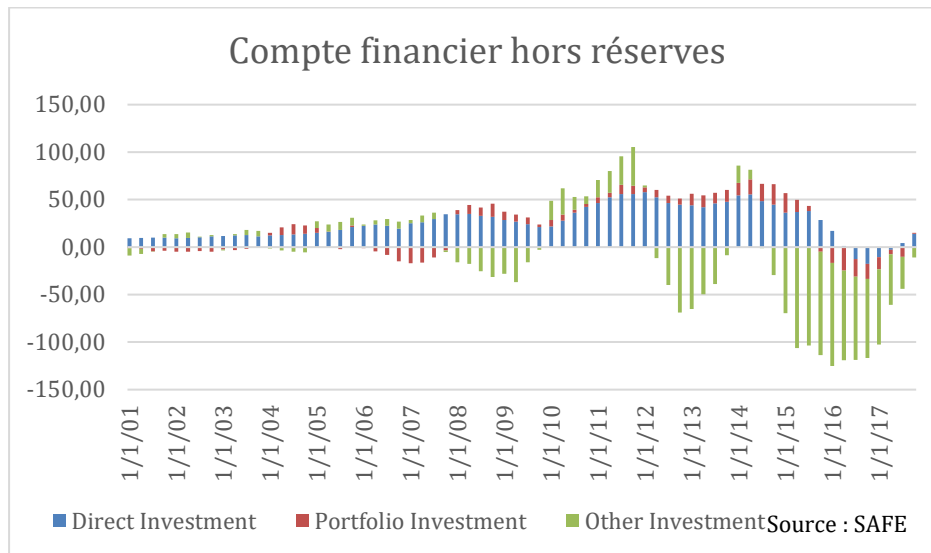
Graphique 18



Le solde de la balance des opérations financières est déficitaire en 2015 et 2016, et est seulement repassé dans le vert au premier trimestre 2017, pour y rester sur les quatre trimestres de

l'année (Graphique 18). Néanmoins, l'excédent est encore faible, de 35 milliards de dollars environ ; le solde de la balance financière n'a donc pas retrouvé son niveau de pré-crise.

Graphique 19



Si les investissements directs étaient les principaux flux de la balance financière jusqu'en 2015, ils laissent depuis une place plus importante à la catégorie des autres investissements nets (Graphique 19). Jusqu'en 2015, les investissements directs contribuaient positivement à la balance financière, pour ensuite devenir légèrement négatifs, jusqu'en 2017, où les flux nets redeviennent positifs. Le solde des investissements de portefeuille a certes une part stable dans le total des flux nets, mais sa contribution s'est également modifiée, puisqu'elle était négative ces deux dernières années. Au-delà du déficit important de la catégorie « Autres investissements », c'est surtout la part prise dans la balance financière qui est le principal changement : ils ont pris le pas sur les investissements directs, qui déterminaient en grande partie le solde de la balance financière jusqu'en 2014.

Nous allons tout d'abord retracer l'évolution des mesures des contrôles de capitaux en Chine, puis résumer celles qui sont en vigueur depuis 2017 (Tableau 5). Les mesures de contrôle des capitaux ont été durcies en Chine en 2015, en réponse à l'évolution constatée depuis 2014 d'une diminution des entrées nettes, et d'une augmentation des sorties nettes de capitaux de résidents chinois à l'étranger. Au départ, les restrictions concernaient principalement les achats de devises par les ménages chinois. Ensuite, les investissements non industriels par les résidents chinois ont été temporairement interdits. Enfin, dans un autre registre, les banques se sont

vues imposer des limites de montant sur les transferts de renminbis à l'étranger, les autorités voulant éviter une fuite vers les marchés offshore. Les mesures évoluent depuis, au gré de l'évolution du compte de capital.

Les flux de capitaux sont encadrés par trois programmes principaux en Chine :

- Le Qualified Foreign Institutional Investor (QFII). Il s'agit d'un programme d'investissements pour les étrangers souhaitant opérer sur les marchés obligataires et boursiers en Chine.
- Le Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) s'adresse quant à lui aux investissements que les Chinois réalisent à l'étranger, en définissant des quotas d'investissements à certains institutionnels.
- Le R-QDII et le R-QFII sont des programmes similaires aux deux précédents, mais pour les titres libellés en renminbis.

Tableau 5 : Restrictions du compte financier en Chine (AREAR 2017)

<b>IDE</b>	
<b><i>Restrictions sur les flux entrants</i></b>	<p>Les investissements entrants sont classés en 4 catégories : encouragés, autorisés, interdits, restreints.</p> <p>Pour le rapatriement des profits, les banques doivent vérifier les documents pour ceux supérieurs à 50 000 dollars.</p> <p>Les investisseurs étrangers ont accès aux titres libellés en Renminbi sur le Chinese Shanghai Stock Exchange ("A shares") sous certaines conditions.</p>
<b><i>Restrictions sur les flux sortants</i></b>	<p>Les investisseurs étrangers peuvent réaliser des IDE avec des renminbi obtenus à l'étranger.</p> <p>Les entités chinoises doivent enregistrer leurs investissements auprès du NDRC pour approbation si la zone d'investissement est considérée comme sensible.</p> <p>Pour les autres, surtout les State-Owned Enterprises il faut une approbation du Ministère du Commerce, ou des agences locales de commerce.</p>

## Investissements de portefeuille

### Equity

#### *Restrictions sur les flux entrants*

Achetés localement par des non-résidents	<p>Les QFII et les RQII peuvent investir sur les titres libellés en RMB sous certaines conditions.</p> <p>Les investisseurs ne doivent pas détenir plus de 30% des A shares d'une entreprise.</p> <p>La limite d'investissement pour les QFII est de 150 milliards de dollars au total.</p> <p>La période gelée pour les rapatriements de profits dure trois mois pour tous les QFII.</p> <p>Après ces trois mois, l'approbation de la SAFE est nécessaire.</p> <p>Il n'y a pas de restrictions sur les titres libellés en dollars US ou HK i.e. les B shares.</p>
Vendus ou émis à l'étranger par des résidents	Approbation nécessaire CSRC et SAFE

#### *Restrictions sur les flux sortants*

Vendus ou émis localement par des non-résidents	Les non-résidents peuvent acheter des A shares ou B shares, mais ne peuvent pas les émettre.
Achetés à l'étranger par des résidents	<p>QDII dans la limite décidée pour chaque institution.</p> <p>"In the context of large capital outflow, the PBC suspended the approval of new RQDII quota applications in December 2015"</p>

### Obligations

#### *Restrictions sur les flux entrants*

Achetés localement par des non-résidents	Dans le cadre du QFII et du RQFII.
	Pour l'émission de titres avec une maturité supérieure à 1 an, approbation préalable du NDRC.

Vendus ou émis à l'étranger par des résidents	Les filiales domestiques des banques étrangères (i.e. Hong Kong, Taiwan, Macao) n'ont plus besoin de l'autorisation préalable depuis 2017.
---	--

***Restrictions sur les flux sortants***

Achetés ou émis localement par des non-résidents	Pour l'émission de titres libellés en RMB, approbation MOF, PBC, NDRC.
Achetés à l'étranger par des résidents	Dans le cadre du QDII et du RQDII.

**Marché monétaire**

***Restrictions sur les flux entrants***

Achetés localement par des non-résidents	Dans le cadre du QFII + clause de non-rapatriement pendant trois mois.
Vendus ou émis à l'étranger par des résidents	Pour les maturités inférieures à 1 an L'approbation de la SAFE ou de la PBC n'est plus nécessaire dans le cadre de la régulation macroprudentielle

***Restrictions sur les flux sortants***

Vendus ou émis localement par des non-résidents	Les non-résidents ne sont pas autorisés à vendre ou émettre.
Achetés à l'étranger par des résidents	Dans le cadre du QDII.

**Autres investissements**

**Collective investments**

***Restrictions sur les flux entrants***

Achetés localement par des non-résidents	Dans le cadre du QFII et RQFII.
--	---------------------------------

Vendus ou émis à l'étranger par des résidents	Les fonds publics chinois qui satisfont certains critères peuvent être vendus à Hong Kong sous approbation.
---	---

<b><i>Restrictions sur les flux sortants</i></b>	
Vendus ou émis localement par des non-résidents	Les fonds publics de Hong Kong qui satisfont certains critères peuvent être vendus en Chine sous approbation.
Achetés à l'étranger par des résidents	Dans le cadre du QDII.

<b>Financial Credits</b>	
<b><i>Restrictions sur les flux entrants</i></b>	<p>Maturité supérieure à 1 an du prêt : approbation NDRC</p> <p>Les filiales chinoises des banques de Hong Kong, Macau, et Taiwan n'ont plus de restriction sur le financement transfrontier, que ce soit en devise étrangère ou en monnaie locale.</p> <p>27 institutions financières n'ont plus besoin d'un accord préalable pour accorder des prêts dans les quatre Zones Economiques Spéciales de Chine.</p>
<b><i>Restrictions sur les flux sortants</i></b>	Aucune

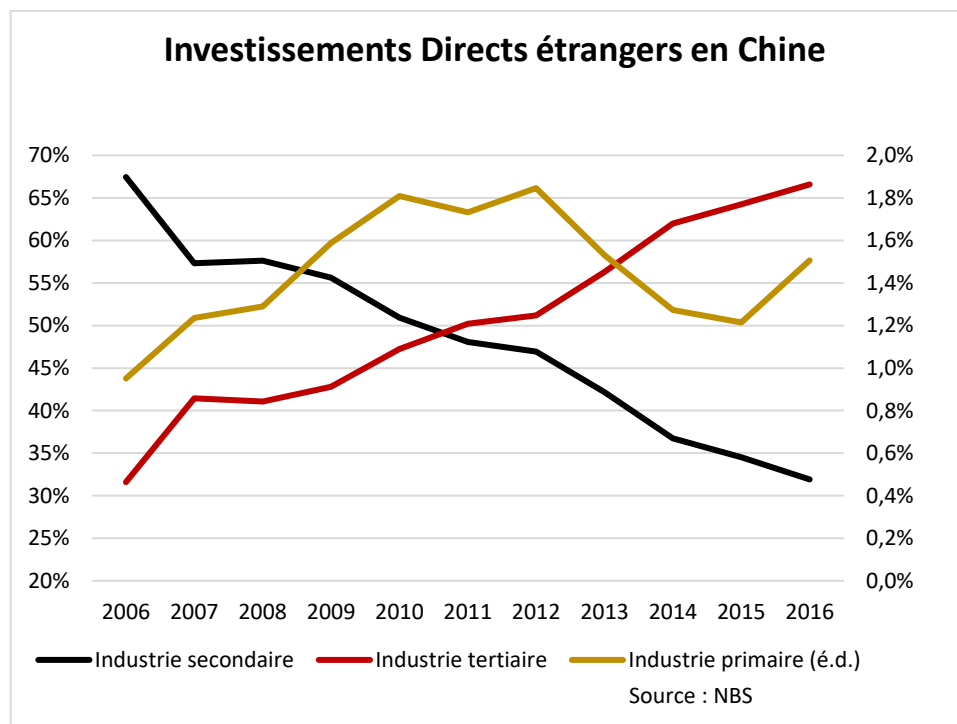
La modification des flux d'investissements directs reflète en réalité les mutations de l'économie chinoise.

Les flux d'investissements directs ont accompagné l'essor de la Chine sur le plan économique, et notamment industriel. Attirés par la main d'œuvre bon marché, les investisseurs investissaient en Chine pour bénéficier de sa compétitivité-prix. Mais le niveau d'éducation de la population chinoise s'améliore, et les coûts salariaux augmentent, ce qui réduit en partie la compétitivité-prix de la Chine, et les entrées d'investissements directs dans le secteur manufacturier. Si l'on ajoute à cela l'incertitude à propos du contexte macroéconomique mondial et d'un possible ralentissement chinois à partir de 2015, cela explique pourquoi les flux d'investissements directs ont diminué ces dernières années. Enfin, l'environnement des affaires

chinois est toujours difficile, même si des mesures sont prises pour faciliter les investissements étrangers, et l'État de droit est peu développé.

L'étude des IDE entrants permet néanmoins de voir que les investisseurs étrangers accompagnent l'évolution de l'industrie chinoise (Graphique 20). Les données de la SAFE permettent une décomposition des IDE par secteur. On remarque qu'entre 2006 et 2016, la part des IDE dédiés à l'industrie manufacturière s'est fortement contractée, passant de 64% à 28% en 2016 ; cela reflète la volonté des autorités chinoises de réduire la dépendance de l'économie chinoise au secteur manufacturier. Ce dernier doit se moderniser et a commencé sa mutation en montant en gamme. Les investisseurs devraient donc l'accompagner à l'avenir. Parallèlement à cela, la part de l'industrie tertiaire est passée en dix ans de 31,6% à 66,5% des IDE entrants.

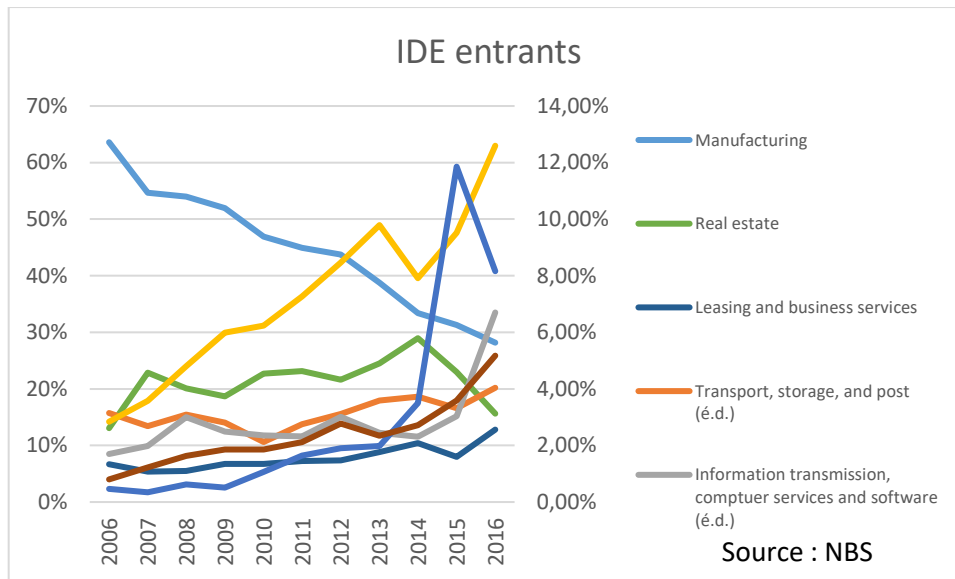
Graphique 20



Les autres secteurs reflètent également les mutations de l'économie chinoise. La part de la recherche scientifique est passée de 0,8% en 2006 à 5,1% en 2016. Ces secteurs sont à forte valeur ajoutée, et permettent à la Chine de se détacher de son image d'usine du monde. Les IDE orientés vers le secteur tertiaire augmentent également. La vente au détail, qui recevait en 2006 2,8% des IDE en recevait 12,6% en 2016. Enfin, le secteur de l'informatique, identifié secteur stratégique par le Plan Quinquennal 2016-2020, est passé en dix ans de 1,7% à 6,7% des IDE entrants en Chine.



Graphique 21



Pour attirer les IDE sur son territoire, la Chine a mis en place six Zones Économiques Spéciales et quatorze Zones Nationales de Développement Économique et Technologique dans les régions côtières, depuis 1980. Ces zones concentrent des industries à forte valeur ajoutée, et permettent également d’avoir une allocation des IDE plus homogène sur le territoire chinois. Historiquement, les régions côtières sont celles qui attirent le plus d’IDE, puisqu’elles sont spécialisées dans les infrastructures, la haute technologie, et les produits manufacturés (Kelly Liu, Kevin James Daly, 2011).

De plus, les IDE entrants sont nécessaires au développement économique de la Chine et à sa montée en gamme, puisque cela permet un transfert de connaissances et de savoir-faire sur son territoire (Graphique 21). Mais les déterminants des IDE à haute et faible valeur ajoutée sont différents, ce qui explique que le passage de l’un à l’autre se traduise temporairement par une faiblesse des entrées d’IDE, dans la mesure où cela nécessite une adaptation. En effet, les IDE vers les industries à haute valeur ajoutée recherchent de la main d’œuvre qualifiée, alors que ceux vers les industries à faible valeur ajoutée préfèrent une meilleure compétitivité-prix, et donc une main d’œuvre peu onéreuse.

Néanmoins, les données des IDE liées aux services peuvent présenter certaines anomalies (UNCTAD, 2017). Les classifications d’industrie sont basées sur l’activité économique des filiales étrangères, plutôt que sur l’industrie dans laquelle opère la multinationale à laquelle elles sont rattachées. Or, beaucoup de filiales de multinationales du secteur manufacturier ont

des activités qui semblent relever de l'industrie tertiaire (fonctions de back-office, hubs logistiques). De plus, ces filiales sont souvent celles qui agrègent la valeur des actifs au sein des groupes. Ainsi, une part significative des IDE du secteur financier sont rapportés par un petit nombre d'économies qui oeuvrent comme des hubs pour les sièges sociaux des multinationales. Par exemple, les IDE dans les activités de management sont rapportés par Hong Kong, ce qui fait d'Hong Kong le second pays qui investit le plus d'investissements directs en Chine, derrière les États-Unis.

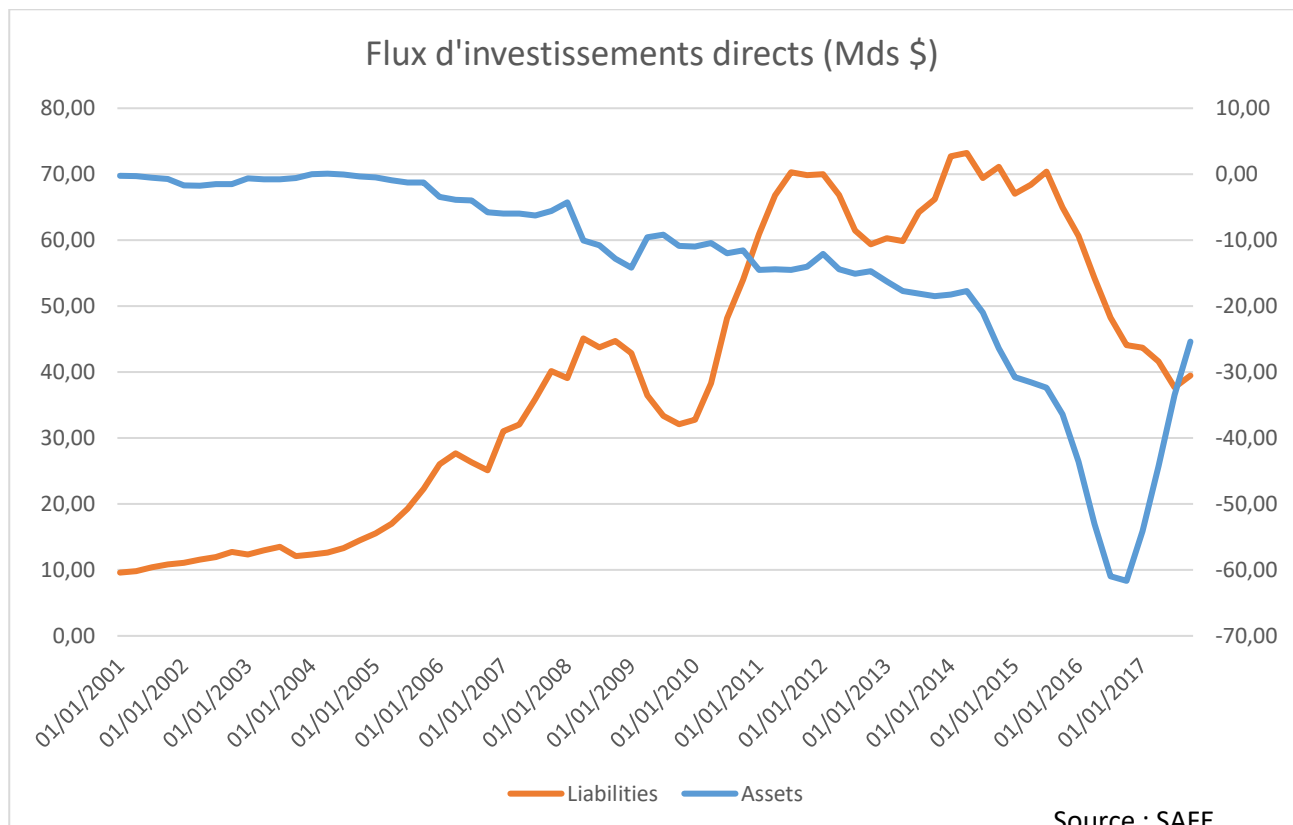
Nous allons maintenant nous intéresser à la géographie des investissements directs. En dix ans (2006-2016), les IDE entrants en Chine ont doublé. L'Asie reste le continent qui investit le plus en Chine (78% en 2016 selon les données du Statistical Yearbook). En Asie, Hong Kong est toujours en tête, comme il y a dix ans. La part de Macao augmente, tout comme celle de Singapour et de la Corée du Sud. On remarque que les pays asiatiques qui investissent le plus en Chine ont un degré de développement élevé, même si la part du Japon diminue depuis 2013. Ainsi, la Chine peut profiter de transferts de connaissance et de technologie. En revanche, les IDE en provenance de l'Indonésie, de la Malaisie, et des Philippines se sont contractées sur la période considérée. La part des IDE en provenance d'Europe et des États-Unis a diminué.

Néanmoins, ces données doivent être considérées avec précaution. Il y a trois sources de données pour les IDE : l'UNCTAD, le Statistical Yearbook au niveau national, et celui au niveau provincial, les trois donnant des données sensiblement différentes.

De plus, certaines données peuvent présenter des anomalies, notamment avec « l'investissement aller-retour » entre la Chine et Hong Kong, qui permet d'optimiser les avantages liés aux investissements étrangers en Chine. Les estimations varient entre 25% et 40%, en 2008, du stock d'IDE entrants en Chine (Dunning avec les bases UNCTAD). La borne haute, 40%, prend en compte les paradis fiscaux que sont le Panama, les îles Caïmans, l'archipel des Bermudes, et les îles vierges britanniques. Mais la part des IDE entrants en provenance des Îles Samoa et des Îles vierges britanniques diminue depuis 2011. Mais pour ces derniers pays, plutôt que des investissements aller-retour, il s'agirait davantage de flux originés au Japon, à Taïwan, et aux États-Unis. Les flux seraient acheminés par des centres financiers offshore afin de profiter de l'évasion fiscale (Prasad et Wei, 2007).

Nous allons maintenant nous intéresser aux flux sortants, qui ont fortement augmenté en dix ans (Graphique 22), pour dépasser les IDE entrants en 2014 (données NBS). Les investissements directs sortants ont augmenté sous l'effet de l'incertitude économique à propos de la Chine en 2015. De plus, le gouvernement encourage les entreprises chinoises à s'internationaliser, ce qui se reflète dans l'évolution des IDE. Ces facteurs expliquent donc la tendance d'une diminution des entrées nettes d'IDE.

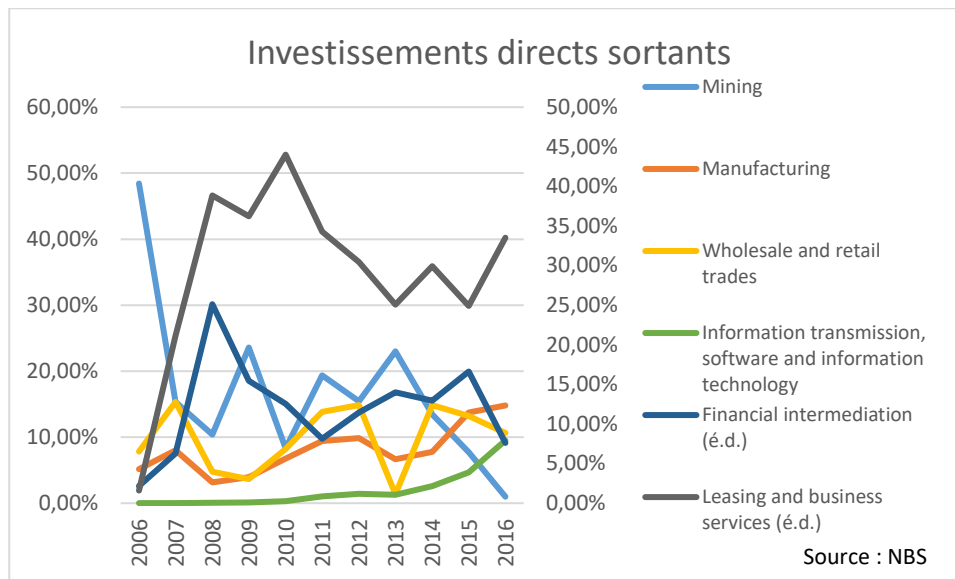
Graphique 22



La Chine investit beaucoup dans les pays asiatiques (66% en 2016), principalement à Hong Kong (mais comme nous l'avons vu précédemment, les investissements aller-retour semblent gonfler les statistiques entre les deux pays). La part des États-Unis est également croissante, même si en réalité elle ne représente que 9% des IDE chinois. La structure des données NBS est intéressante, puisque l'Inde fait son apparition dans les données en 2016. La même année, le Brésil remplace les Bahamas. On observe donc une légère modification des destinations des IDE chinois. Les entreprises chinoises sont vivement encouragées à investir à l'étranger, et notamment en Asie, et dans les secteurs de la technologie et des infrastructures (Graphique 23). En 2013, le projet « One Belt, One Road » lance la route de la Soie et encourage l'intégration régionale en Asie, tout en visant l'Europe. Trois ans après, en 2016, l'Asian Infrastructure

Investment Bank est créée afin de financer les projets d'infrastructures des pays participants au projet « One Belt, One Road ». La Chine œuvre donc à son intégration régionale.

Graphique 23



Enfin, nous allons nous intéresser aux approches utilisées par les entreprises chinoises pour s'intégrer sur un marché à l'étranger. Trois moyens sont à leur disposition :

- Les investissements « greenfield » i.e. lorsque la maison-mère installe une usine dans un autre pays pour produire les biens localement ;
- Les fusions-acquisitions ;
- Les joint ventures.

Les fusions-acquisitions transfrontalières permettent de rapidement s'intégrer sur un marché domestique. Les entreprises chinoises les utilisent de plus en plus, d'autant plus qu'elles obtiennent des parts de marché plus importantes, et montent dans la chaîne de valeur, notamment dans l'industrie manufacturière. Ces dernières années, les investissements « greenfield » sont également en croissance.

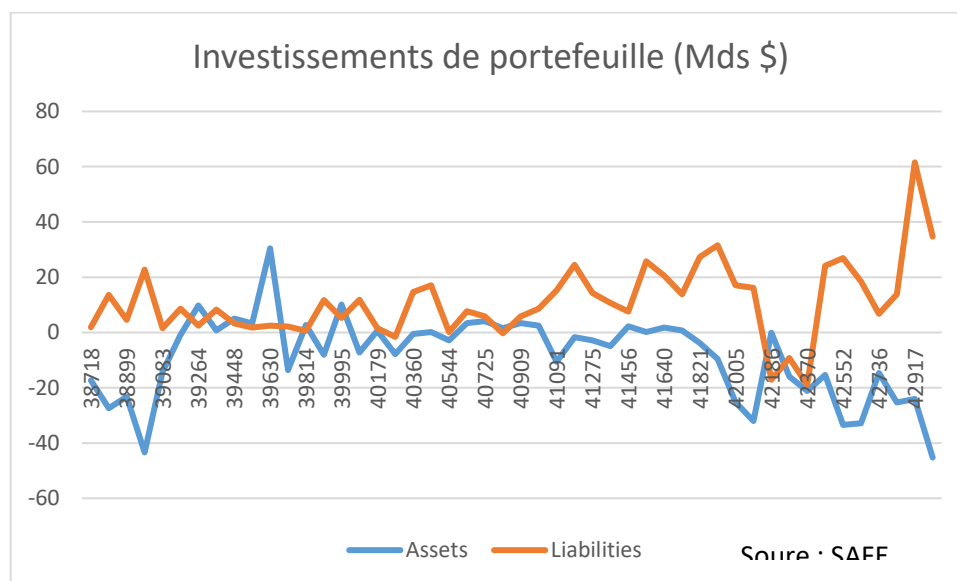
Ainsi, les investissements directs se sont modifiés ces dernières années, d'un point de vue géographique et sectoriel. Les différents moyens d'intégrer un marché local à l'étranger ont eux

aussi évolué. Mais l'une des principales évolutions réside dans la place que prennent dorénavant les investissements de portefeuille et la catégorie « autres investissements » dans la balance financière.

Les évolutions des investissements de portefeuille reflètent la levée progressive des contrôles de capitaux en Chine.

Aujourd'hui, les mesures visant à encadrer les entrées et sorties d'investissements de portefeuille demeurent. Mais les efforts réalisés par les autorités chinoises afin d'ouvrir les marchés domestiques aux investisseurs étrangers devraient contribuer à attirer les investissements de portefeuille à l'avenir, puisque les flux de ces investissements sont très liés aux contrôles de capitaux, mais également à la politique de change et à l'orientation du taux de change sur les marchés. Les dernières grandes évolutions présentées dans le tableau ci-dessus sont la suppression de quotas d'investissement pour les fonds souverains et les banques centrales, mais aussi la suppression d'une demande préalable pour les filiales chinoises des banques taïwanaises, hongkongaises et de Macao pour intervenir sur les marchés de capitaux chinois.

Graphique 24



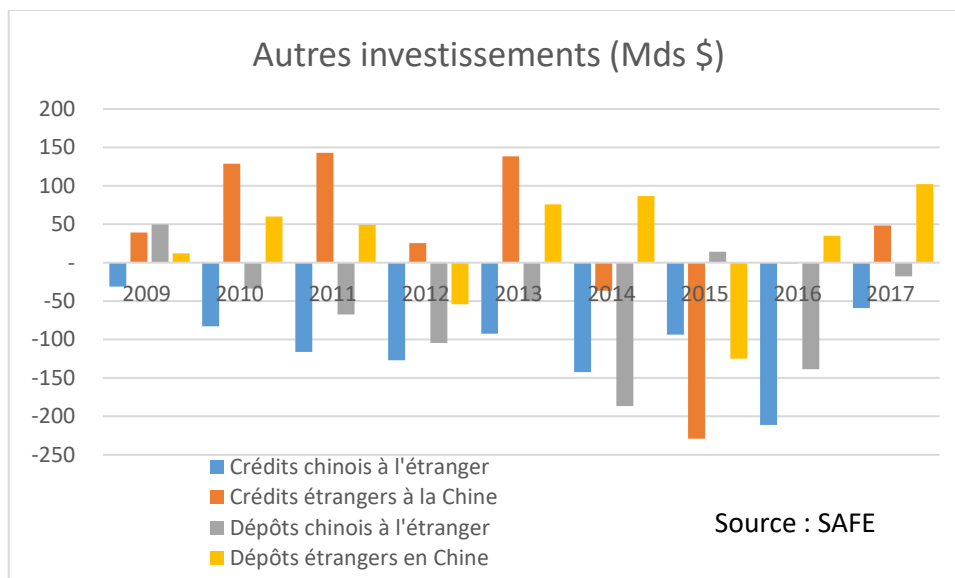
Ainsi, même si les flux des investissements de portefeuille restent faibles, ils émergent (Graphique 24).

L'appétit des résidents chinois pour des investissements à l'étranger s'accroît également, même s'il reste très limité.

L'un des revers de l'accroissement des flux de portefeuille réside dans l'accroissement de leur volatilité, qui pourrait fragiliser la stabilité financière de la Chine.

L'une des nouvelles données des flux de capitaux de ces dernières années réside dans la place importante prise par la catégorie « autres investissements » dans la balance financière (Graphique 25). De même, les erreurs et omissions prennent une place croissante depuis 2014.

Graphique 25



Ce graphique nous enseigne plusieurs choses :

- On note ainsi une certaine volatilité des *emprunts des résidents chinois à l'étranger*, qui est due au fait que ces emprunts servent principalement à financer les activités de commerce extérieur.
- Concernant les emprunts des *non-résidents auprès des banques chinoises*, on note un accroissement, bien qu'irrégulier. Cela doit être mis au regard de l'internationalisation des entreprises chinoises, qui doivent être financées.

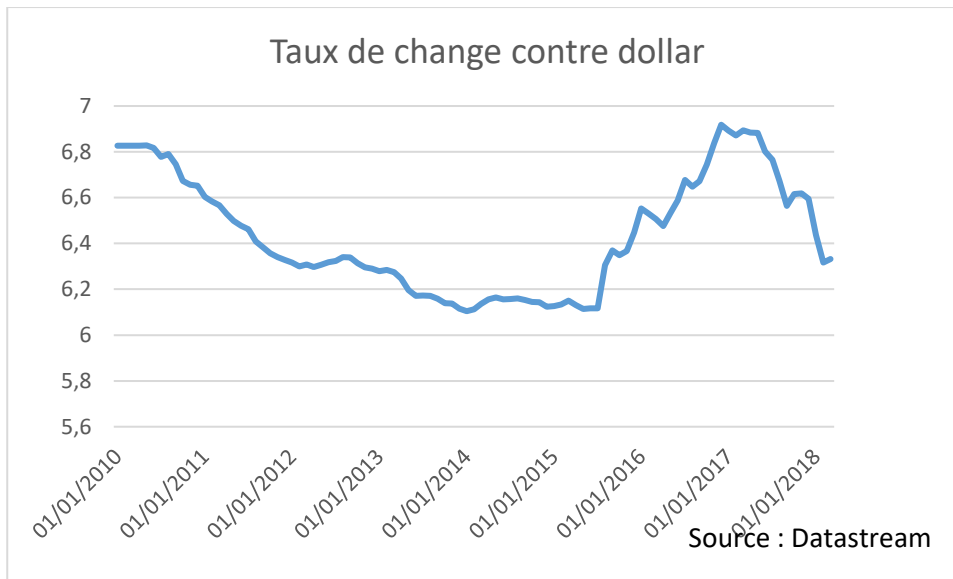
Ainsi, les flux de capitaux ont été affectés par les différents processus en cours en Chine, et notamment la libéralisation du compte de capital et l'internationalisation du renminbi. Si cela a contribué à augmenter leur volatilité et à modifier leur composition, ils reflètent principalement l'importance que prend la Chine à l'échelle internationale.

## **6 Les conséquences de la transformation des flux de capitaux**

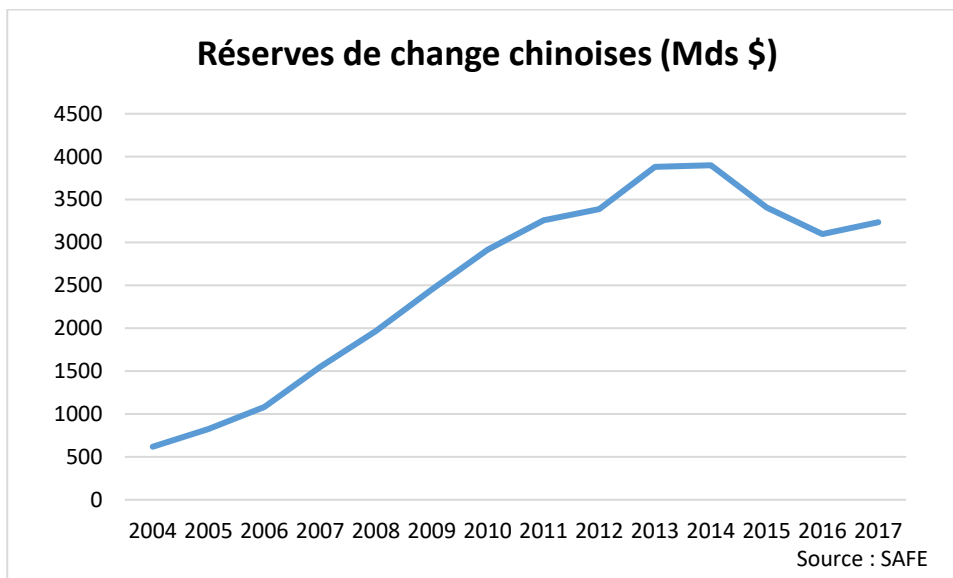
L'une des conséquences réside dans les réserves de change de la Chine.

Comme nous l'avons précédemment vu, les sorties nettes de capitaux, notamment résidents, se sont réduits en 2017, et cette dernière a vu le solde de la balance financière revenir dans le vert. Parallèlement à cela, les réserves de change ont augmenté en 2017 (Graphique 27), et le renminbi s'est apprécié (Graphique 26).

Graphique 26



Graphique 27



Nous assistons à une nouvelle donne depuis 2012 dans la mesure où l'évolution de la balance commerciale ne dicte plus celle de la balance courante. Lorsque c'était le cas, l'accumulation des réserves de change chinoises étaient dictées par l'excédent courant et les entrées nettes d'investissements directs à l'étranger. Nous observons donc une tendance à l'accumulation du taux de change contrée par les autorités, via le taux de change fixe (jusqu'en 2015). Mais comme nous l'avons vu précédemment, les autres investissements ont pris de l'importance, et sont plus volatiles que les IDE. La modération des excédents courants a donc induit un ralentissement des réserves de change jusqu'en 2016. Cette évolution des réserves de change est aussi due à un



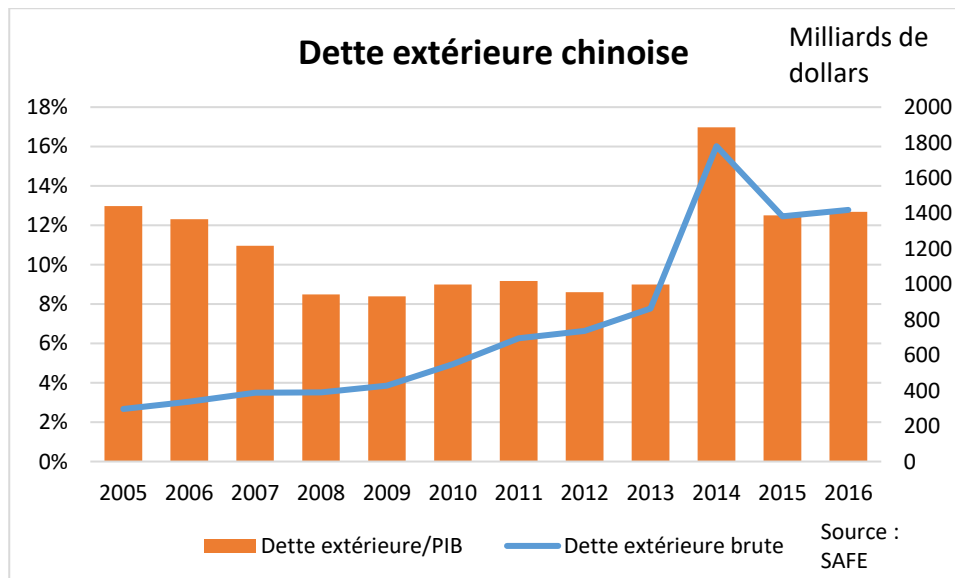
effort des autorités monétaires pour engluer la dépréciation du taux de change sur la période 2015-2017, dans un contexte de fuite des capitaux, et d'assouplissement du contrôle des capitaux. Le régime de change s'est également modifié ces dernières années, devenant plus flexible et davantage soumis aux marchés. Ceci peut également augmenter la volatilité du taux de change contre dollar.

En 2017, le regain de confiance envers la Chine couplé aux mesures de contrôles des capitaux ont permis une diminution des sorties nettes de capitaux. Les réserves de change se sont redressées, et le renminbi s'est apprécié contre dollar.

Nous allons maintenant nous intéresser à la solvabilité externe de la Chine.

Le ratio dette sur PIB est sur une tendance à la hausse depuis 2012. En 2016, il était de 12,7%, contre 8,6% en 2012. Le faible ratio de dette externe de la Chine s'explique en partie par un besoin de financement faible, dans la mesure où elle peut se reposer sur un taux d'épargne nationale structurellement élevé : la Chine est en capacité de financement externe, davantage qu'en besoin.

Graphique 28



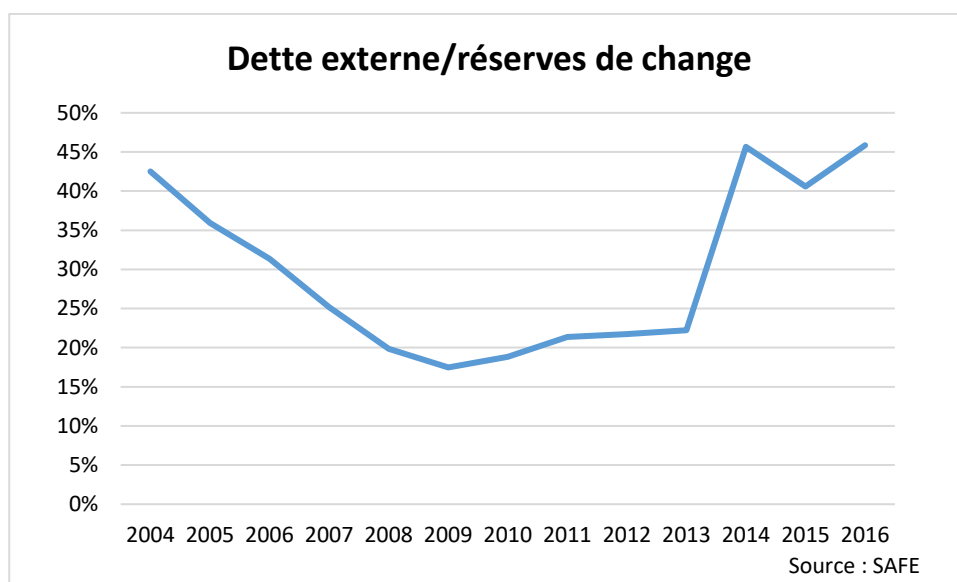
La composition du ratio dette sur PIB nous indique que si la dette a augmenté ces dernières années, cette hausse a été compensée par une augmentation encore plus forte du PIB nominal chinois (Graphique 28). Couplée à l'appréciation du renminbi (sauf entre 2015 et 2017), cela a contribué à maintenir le ratio dette/PIB à un niveau très satisfaisant.

Deux autres indicateurs permettent d'évaluer la solvabilité externe d'un pays :

- La dette externe en pourcentages des exportations des biens et services
- Le service de la dette en pourcentage des exportations de biens et services
- La dette externe en pourcentages des réserves de change

Entre 2005 et 2015, le service de la dette par rapport aux exportations de biens et services se maintenait sous les 4%, avec un point bas en 2008 à 2,07%<sup>11</sup> (Graphique 30). Le ratio est reparti à la hausse en 2016, à 5,25%. Néanmoins, ce ratio est faible, ce qui indique une bonne capacité de remboursement de la dette.

Graphique 29

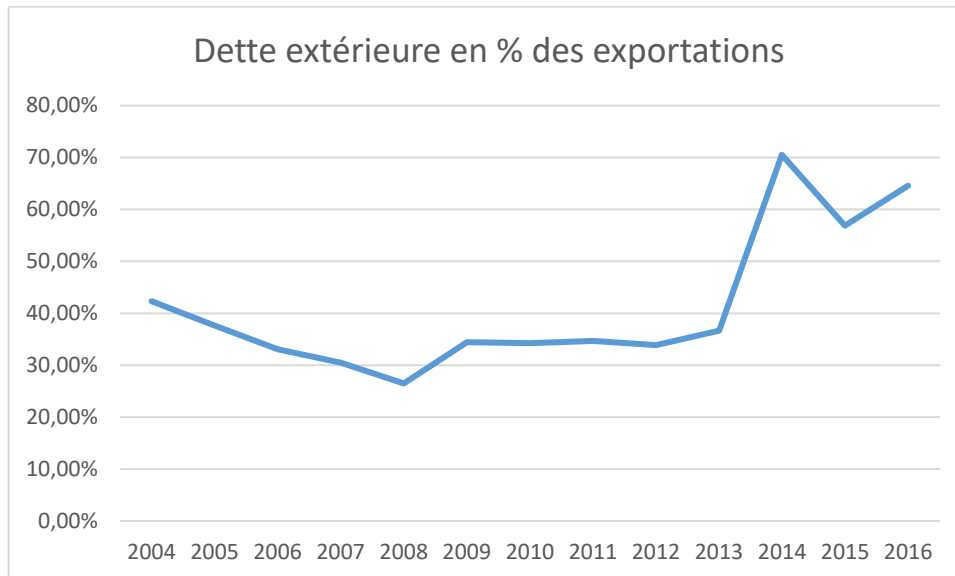


On note une forte hausse de ce ratio sur les trois dernières années (2014-2016), qui ramènent la Chine à des niveaux qu'elle n'avait pas connu depuis 2004. Si le numérateur et le dénominateur suivent la même tendance simultanément jusqu'en 2014, ce n'est plus le cas pour les années suivantes, ce qui explique la modification du ratio. Si la dette décroît de 2014 à 2015, elle repart à la hausse jusqu'en 2017, alors que les réserves de change ont connu une diminution plus forte dans le temps, pendant trois ans. Ainsi, de 2015 à 2016, alors que les réserves de change sont orientées à la baisse, la dette extérieure brute repart à la hausse (Graphique 29).

<sup>11</sup> Source : Banque Mondiale

Enfin, la dette externe en pourcentage des exportations de biens et services a elle aussi marqué une hausse ces dernières années.

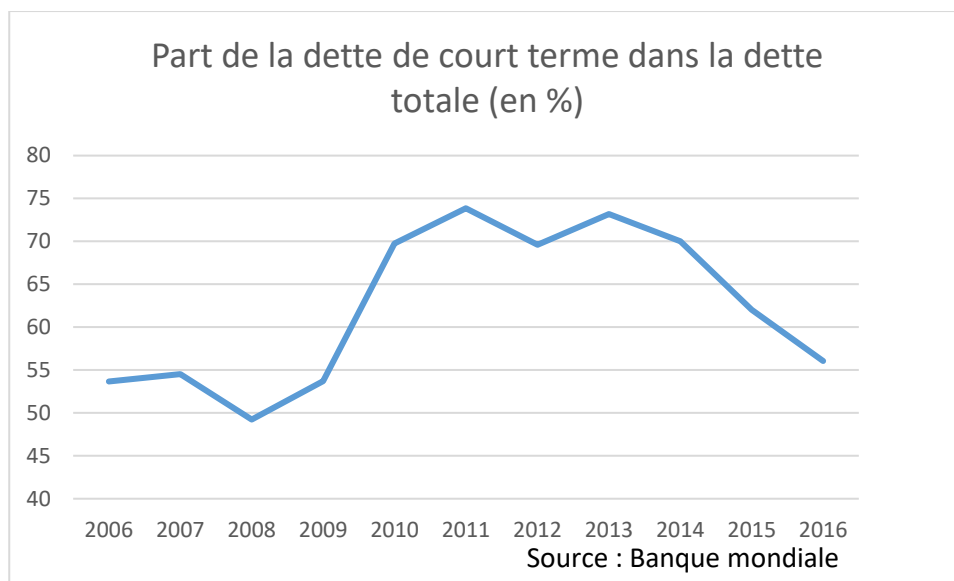
Graphique 30



Jusqu'en 2014, le ratio se maintient sous les 40%, mais marque une forte hausse depuis, pour venir s'établir à presque 64,58% en 2016. Cette forte hausse est due à la hausse de la dette extérieure, puisque les exportations sont orientées à la baisse depuis 2014.

La répartition de la maturité de la dette entre court terme et long terme est également un bon indicateur de la solvabilité externe d'un pays (Graphique 31).

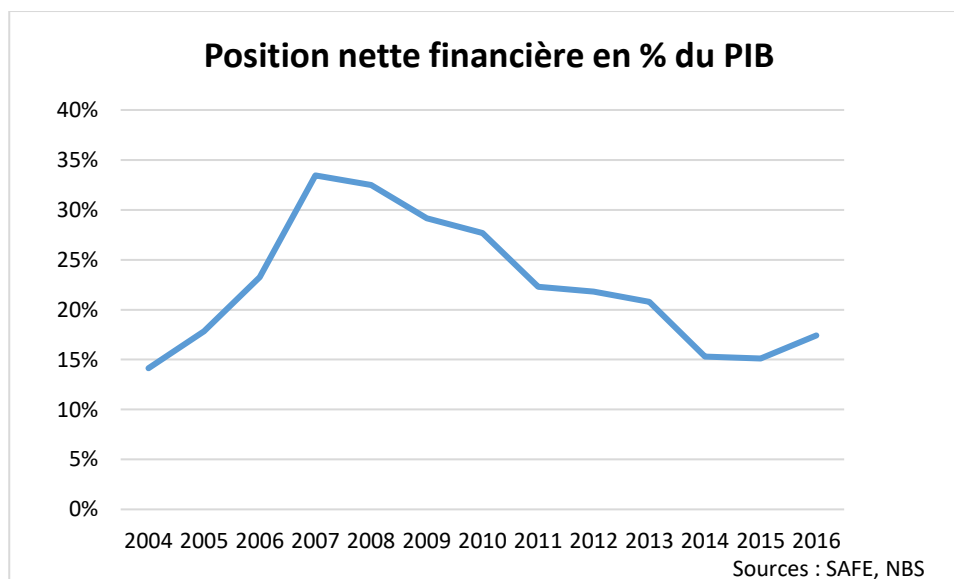
Graphique 31



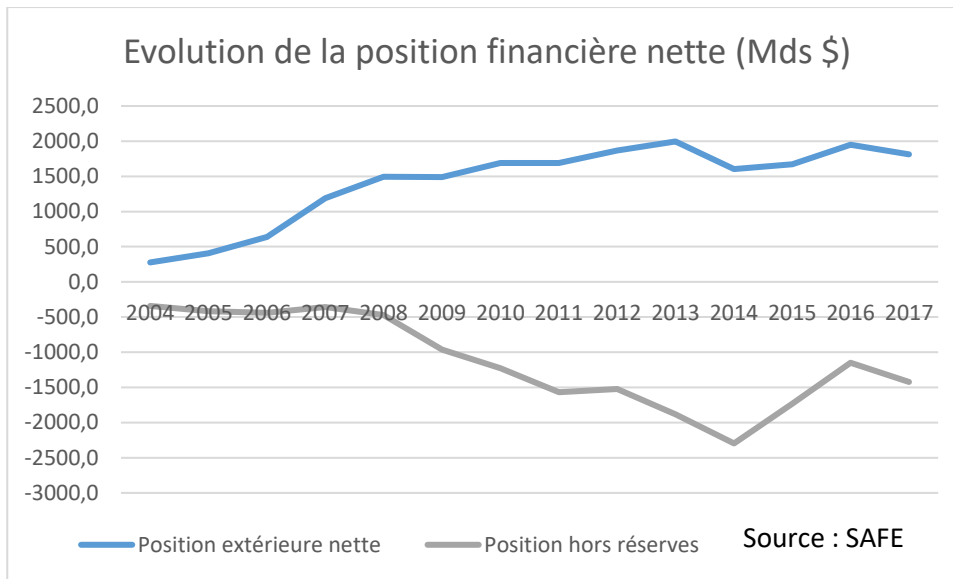
Nous remarquons que la part de la dette de court terme sur la dette extérieure totale diminue depuis 2014. En 2013, ce ratio était de 73,1% ; en 2016, il n'était plus que de 56%.

Enfin, la dette des entreprises en devise reste préoccupante, car elles sont par ce biais exposées au risque de change, et sont rarement couvertes contre ce dernier.

Graphique 32



Graphique 33



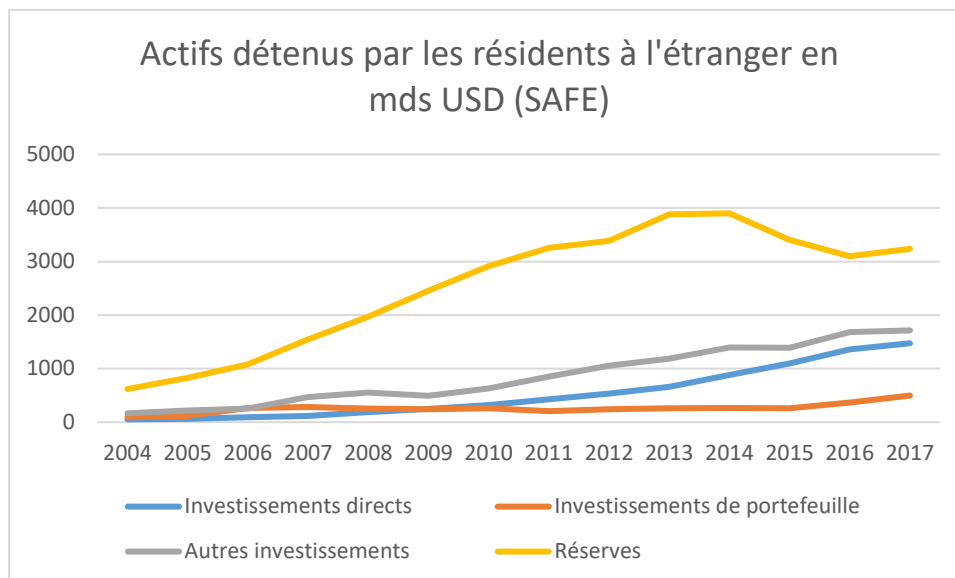
Il est intéressant de comparer la position extérieure nette chinoise avec et sans les réserves de change, afin de se rendre compte du rôle croissant pris par ces dernières. Ainsi, si la position extérieure nette de la Chine est excédentaire, ce n'est plus le cas lorsque l'on soustrait les réserves de change (Graphique 33).

La position financière de la Chine est toujours confortable, couvrant 17% environ du PIB en 2016 (Graphique 32). Sur une tendance à la baisse depuis la crise de 2008, on note une stagnation de 2014 à 2015 pour ensuite observer une augmentation de 2015 à 2016. La réduction observée peut s'expliquer par le fait que les réserves en devise de la Chine augmentent moins vite que les engagements de non-résidents en Chine, qui, eux, augmentent très rapidement.

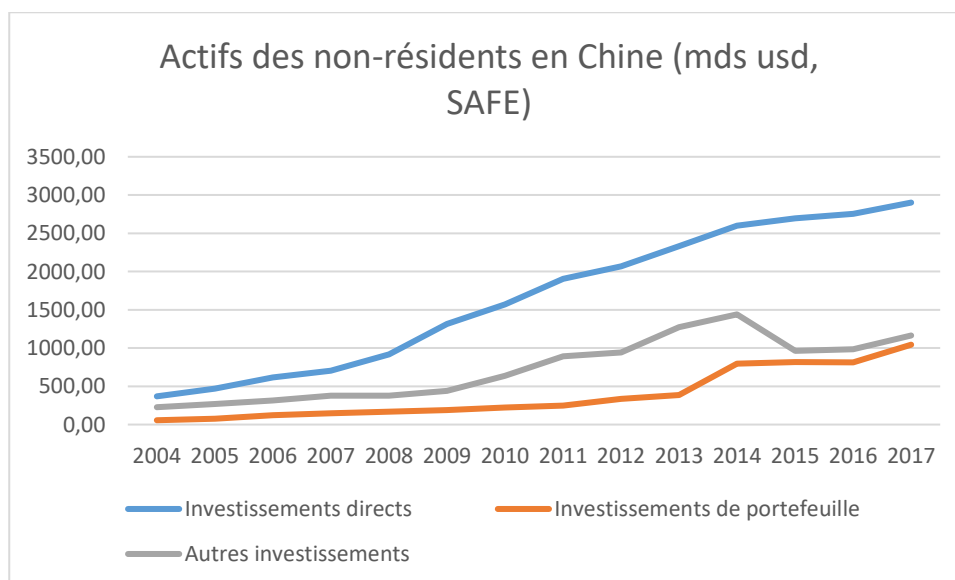
La composition de la position financière de la Chine est également intéressante.

- Les actifs des résidents chinois à l'étranger (Graphique 34) étaient traditionnellement composés de réserves de change investies en obligations libellées en dollars. Mais le poids des réserves de change dans les actifs externes diminue fortement, au profit des investissements directs, et dans une moindre mesure, des investissements de portefeuille. Ces derniers représentaient une faible part des actifs jusqu'en 2010. Mais entre 2012 et 2017, la part des investissements directs est passée de 10,20% à 21,27% en 2017.
- Les actifs des étrangers sur les résidents chinois (Graphique 35) se sont eux aussi modifiés, mais dans une moindre mesure. Les investissements directs sont orientés à la baisse, au les non-résidents préférant dorénavant les titres de dette et de participation.

Graphique 34



Graphique 35



Ainsi, la capacité de financement de la Chine reste solide malgré quelques changements importants ces dernières années. Cela permettrait à la Chine de résister à de potentiels chocs internes ou externes, et d'amortir les changements économiques et financiers liés à l'évolution de son modèle de croissance. De plus, même si les réserves de change se sont récemment réduites, elles restent abondantes, ce qui assure une liquidité externe satisfaisante au pays.

Ensuite, si l'endettement chinois reste contenu, les changements de sa composition et le rythme de croissance doivent être surveillés. L'internationalisation du renminbi et le processus d'ouverture du capital induisent certaines évolutions sur la position financière extérieure, comme la moindre part des réserves de change relativement aux investissements directs. Enfin, les actifs chinois détenus par les non-résidents augmentent, et notamment les investissements financiers (« hot money » i.e. actions et dette), ce qui peut constituer un risque en cas de stress économique et financier.

## **7 Conclusion : des ajustements macroéconomiques à risque**

Les objectifs du Plan Quinquennal et les ajustements macroéconomiques qui en découlent (rééquilibrage intérieur, rééquilibrage extérieur, transition d'une économie industrielle vers une économie de service) remettent le consommateur chinois au centre de l'attention. La croissance se veut plus inclusive socialement et l'accent est mis sur la mise en place d'une chaîne de production domestique afin de répondre aux besoins du consommateur. Néanmoins, certains ajustements pourraient modifier les équilibres macroéconomiques s'ils ne sont pas correctement dosés. Ainsi, si le gouvernement encourage une réallocation du revenu des ménages vers davantage de consommation et moins d'épargne, une diminution de l'épargne sans une réduction de l'investissement dégraderait l'excédent de la balance courant, et enclencherait une dépréciation de la monnaie.

Les autres ajustements sont également de taille. Si la libéralisation du compte de capital par les autorités chinoises répond à une volonté d'internationalisation du renminbi et des entreprises chinoises, mais aussi à celle d'accroître la place de la Chine dans les échanges mondiaux, elle implique également une plus grande volatilité des flux de capitaux, ce qui pourrait menacer la stabilité financière chinoise.

En 1997, le Comité intérimaire du FMI se réunissait à Hong Kong pour officialiser son soutien à la libéralisation des capitaux. Un an après, Stanley Fischer préconisait<sup>12</sup> la prudence : pour libéraliser le compte de capital, une économie doit bénéficier de solides fondamentaux, et d'un système bancaire tout aussi solide, afin d'accompagner la transformation. Si les ajustements

---

<sup>12</sup> Stanley Fischer, Richard N. Cooper, Rudiger Dornbusch, Peter M. Garber, Carlos Massad, Jacques K. Polak, Dani Rodrik, Savak S. Tarapore. Should the IMF pursue capital-account convertibility ? Essays in international finance, Mai 1998.

macroéconomiques devraient à terme conduire à la première condition, les efforts récents des autorités chinoises afin d'assainir le secteur bancaire devraient encore se poursuivre.

## **Bibliographie**

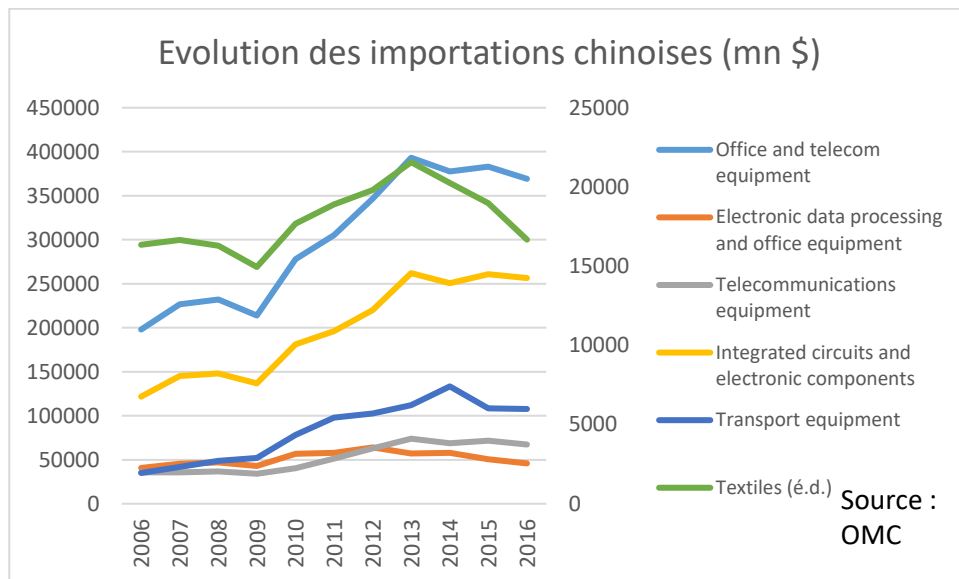
- [1] Quels effets du changement d'équilibre économique en Chine ? Flash Economie de Natixis, Mars 2014
- [2] Zhang B.T. The causes and effects of China's double surplus of balance of payments – based on the study of FDI inflow in 1993-2012. Open Journal of Social Sciences, 2017
- [3] Anna Wong. China's current account: external rebalancing or capital flight? International Finance Discussion Papers, 2017
- [4] OECD, OECD Economic Surveys: China 2017. OECD Publishing, 2017
- [5] Christine Peltier. Tensions commerciales mal venues, BNP Paribas Recherche Economique, 2018
- [6] No respite for emerging markets, Capital flows to emerging markets. Institute of International Finance, 2016
- [7] Eye of the Trumpstorm, Capital flows to emerging markets. Institute of International Finance, 2017.
- [8] Christine Peltier. Les comptes extérieurs chinois : transition et transformation. BNP Paribas Recherche Economique, 2015
- [9] David Lubin, Michel Nies. What if China runs a current account deficit? Citi Research, 2018
- [10] China Full Rating Report. Fitch Ratings, 2018
- [11] Eswar S. Prasad. China's efforts to expand the international use of the renminbi. Brookings Institution, 2016
- [12] Le problème bizarre de la Chine : l'insuffisance d'épargne. Flash Economie, Natixis, 2017
- [13] Chine : une évolution inquiétante de la balance des paiements. Flash Economie, Natixis, 2015
- [14] Françoise Lemoine, Deniz Üna. Rééquilibrage du commerce extérieur chinois. La lettre du CEPII, 2012.



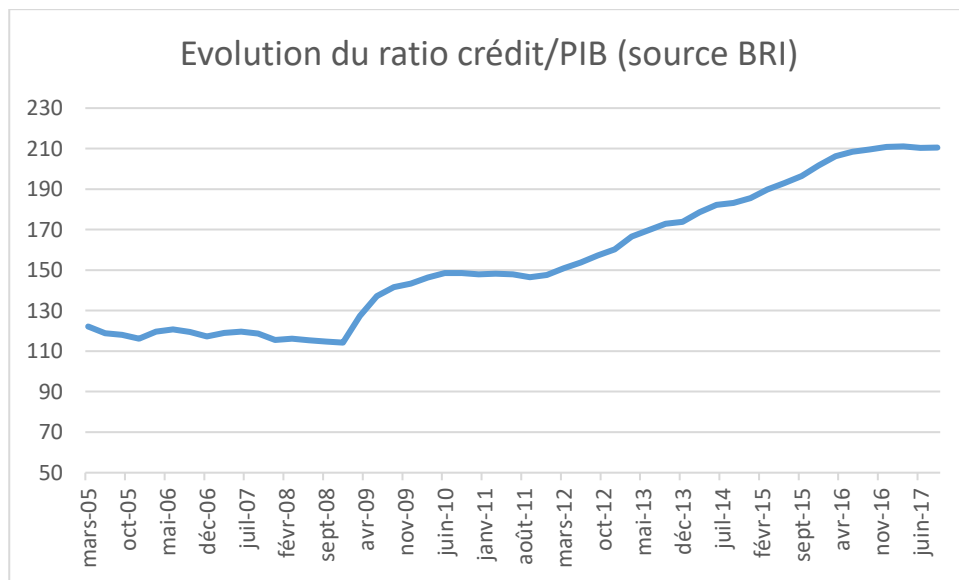
- [15] Zhou Xiachuan. The opening-up of Chinese economy – from manufacturing industry to service industry, 2017.
- [16] Zhou Xiachuan. Prospects of the Chinese economy – broad-based growth, 2017.
- [17] Françoise Lemoine, Deniz Ünal. Mutations du commerce extérieur chinois. La lettre du CEPPII, 2015.
- [18] Joong Shik, Wei Liao. Chinese imports : what's behind the slowdown ? IMF Working Paper, 2016.
- [19] Allan Dizioli, Benjamin Hunt, Wojciech Maliszewski. Spillovers of the maturing China's economy. IMF Working Paper, 2016.
- [20] Alexei Kireyev, Adrei Leonidov. China's imports slowdown: spillovers, spillins, and spillbacks. IMF Working Paper, 2016.
- [21] Longmei Zhang. Rebalancing in China – progress and prospects. IMF Working Paper, 2016.
- [22] Kelly Liu, Kevin James Daly. Foreign Direct Investment in China manufacturing industry-transformation from a low tech to high tech manufacturing. International Journal of Business and Management, February 2011.
- [23] United Nations Conference on Trade and Development. Investment and the digital economy. World Investment Report, 2017.
- [24] Christine Peltier. Les comptes extérieurs chinois : transition et transformation. BNP Paribas Recherche Economique, 2015.
- [25] Yanting Wang, Lin Zhao. Outward Foreign Direct Investment from China : recent trend and development. The Chinese Economy, 2017.
- [26] Eswar Prasad, Shang-Jin Wei. The Chinese approach to capital inflows : patterns and possible explanations. University Chicago Press, 2007.
- [27] Christine Peltier. Tensions commerciales mal venues. BNP Paribas Recherche Économique, 2018.
- [28] Alicia Garcia-Herrero. Taking stock of China's external debt : low indebttness, but rapid growth is a concern. BBVA Economic Reseach, April 2014.

# Annexes

Graphique 36



Graphique 37



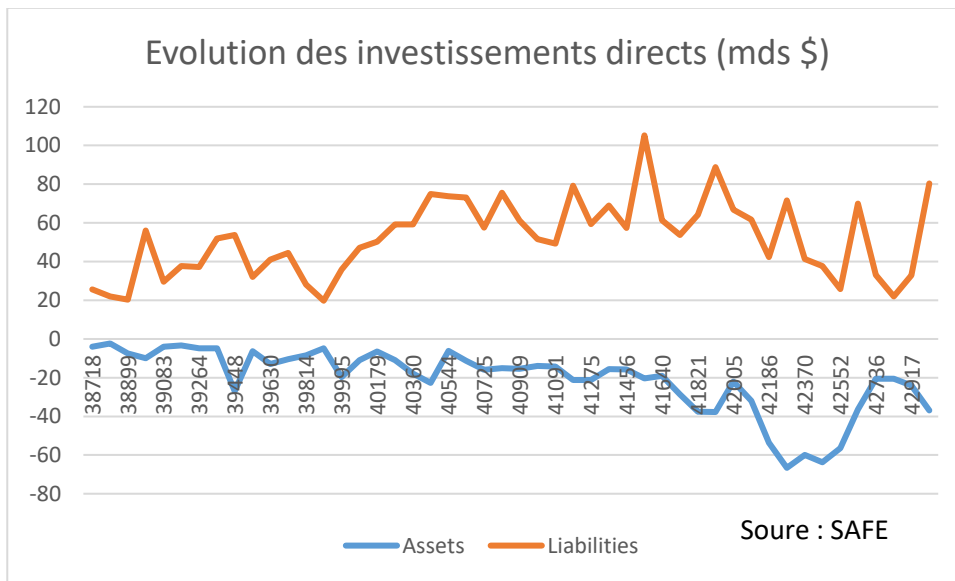
## Classifications des industries selon Kelly Liu et Kevin James Daly

- Industrie primaire : agriculture, forestry, animal husbandry and fishery
- Industrie secondaire : mining and processing, production and supply of electricity, gas and water, construction

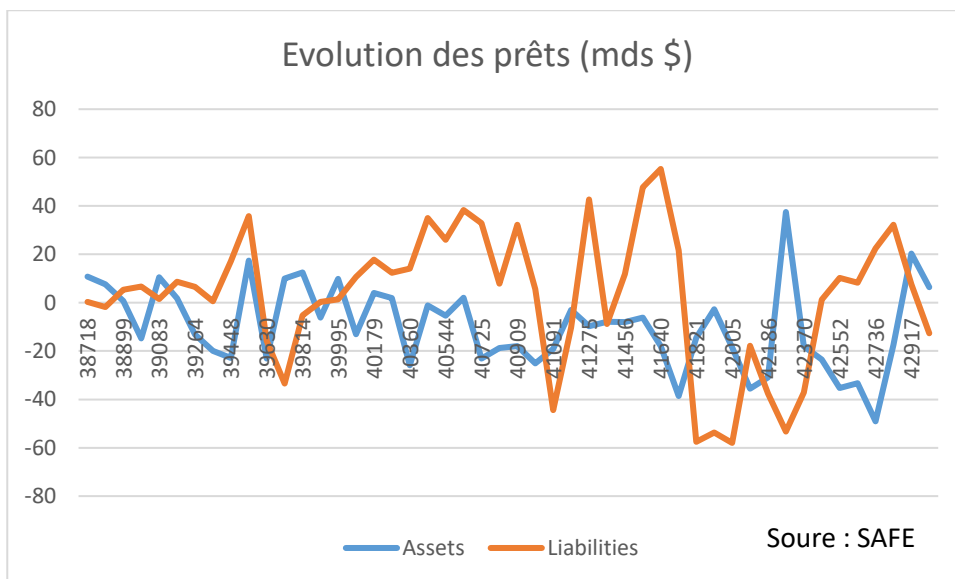
- Industrie tertiaire : transport, storage and post, information transmission, computer services and software, wholesale and retail trades, hotel and catering services, financial intermediation, real estate, leasing and business service, scientific research, technical service and geologic prospecting, management of water conservancy, environment and public facilities, services to households and other services, education, health, social security and social welfare, culture, sports and entertainment, public management and social organizations, international organizations.

Evolution des flux de capitaux par catégorie

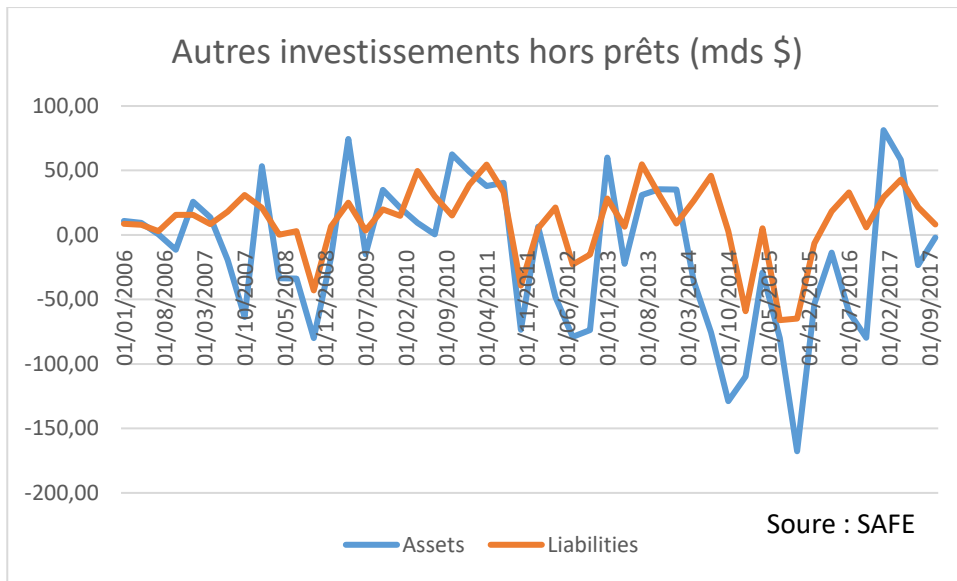
Graphique 38



Graphique 39



Graphique 40





## ABOUT OFCE

---

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po), and gave it the mission is to “ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy”. The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

## ABOUT SCIENCES PO

---

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through [ten research units](#) and several crosscutting programmes.

Its research community includes over [two hundred twenty members](#) and [three hundred fifty PhD candidates](#). Recognized internationally, their work covers [a wide range of topics](#) including education, democracies, urban development, globalization and public health.

One of Sciences Po's key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po's mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

## PARTNERSHIP

---