

## QIAO YIDE

Vice-président et secrétaire général, Shanghai Development Research Foundation

**PARK In-kook, président de la Korea Foundation for Advanced Studies**

Notre prochain intervenant est le Professeur Professor Qiao Yide, qui est Vice-président et Secrétaire général de la Shanghai Development Research Foundation. C'est un spécialiste des questions financières, économiques et boursières. Qiao est diplômé de la Kennedy School of Government, Université d'Harvard, et a beaucoup travaillé sur ce qu'on appelle l'écart cognitif entre Shanghai et l'étranger.

**Qiao YIDE, vice-président et secrétaire général, Shanghai Development Research Foundation**

Merci, Monsieur l'ambassadeur, pour votre aimable présentation et pour avoir organisé et présidé l'atelier sur la Chine. Je tiens également à remercier le professeur Cooper dont l'intervention constitue une excellente base sur laquelle m'appuyer pour parler en profondeur de l'économie chinoise. Je vais m'attacher aujourd'hui à présenter une autre perspective et à analyser quelques-unes des raisons de l'écart cognitif entre les décideurs chinois, les économistes et investisseurs internationaux sur certaines questions spécifiques. Je me propose plus particulièrement d'expliquer et d'interpréter les turbulences du marché boursier en Chine survenues en juin et la réforme des taux de change. Le professeur Cooper a décrit la tendance générale de l'économie chinoise et même s'il existe un consensus général entre les investisseurs, les économistes étrangers et les économistes chinois, des différences subsistent sur certaines questions spécifiques. Je souhaiterais m'appuyer sur le cas de la réforme des taux de change du 11 août pour expliquer les raisons de ces différences et examiner les moyens de les atténuer à l'avenir.

La Banque populaire de Chine (BPC) – la banque centrale chinoise – a annoncé le 11 août la réforme des taux de change. Cette annonce s'inscrivait dans le cadre de la réforme de la cotation de la parité centrale. Elle prévoyait par ailleurs une dépréciation du renminbi de 3 %. Tel était le contexte de l'annonce du 11 août. Cependant, cette annonce a suscité de vives réactions dans le reste du monde. Les principaux indices boursiers ont chuté dès le lendemain, enregistrant une baisse spectaculaire sur certains marchés. Pourquoi ? Tout simplement parce que le marché boursier avait connu des turbulences en juin et d'aucuns se demandaient pourquoi le gouvernement chinois voulait réformer le taux de change. Cette incompréhension pose problème.

Je citerai ici Martin Wolf : « c'est une bonne initiative, mais elle arrive au mauvais moment ». Les observateurs étrangers ont donc conclu que le gouvernement chinois tentait désespérément d'éviter l'effondrement de l'économie chinoise en recourant à une dépréciation conséquente du renminbi. Le reste du monde a donc vivement réagi. Chose intéressante, les responsables chinois ont été choqués et surpris par ces vives réactions. Derrière les portes closes d'une conférence internationale à laquelle j'ai assisté, j'ai entendu un responsable chinois de rang intermédiaire se plaindre – car il y avait également des participants étrangers – en ces termes : « Nous avons subi de fortes pressions pour mener des réformes orientées vers le marché. Et maintenant que nous réformons, nous sommes toujours la cible de critiques virulentes. Pour quelle raison ? Nous ne comprenons pas ». Je suppose que cela illustre cet écart cognitif entre les décideurs chinois et les observateurs et investisseurs étrangers.

Comment expliquer cet écart cognitif ? J'ai tenté d'identifier trois motivations principales sous-tendant l'annonce du 11 août. La première motivation du gouvernement chinois était de réformer le mécanisme de cotation de la parité centrale. Chacun sait que la Chine applique ce qu'on appelle un système ou mécanisme de taux de change flottant géré, lequel comporte trois composantes. Premièrement, le taux de change du renminbi chinois est calculé par rapport à un panier de devises. Nous ignorons cependant quelles devises le composent et comment elles sont pondérées. Deuxièmement, la cotation de la parité centrale est fixée chaque jour par la Banque centrale. La troisième composante est la bande de fluctuation journalière autour de la cotation de la parité centrale. Initialement, cette bande était de 0,5 %, puis elle est passée à 1 % et dernièrement à 2 %. Chaque jour, le taux de change est autorisé à fluctuer à la hausse ou à la baisse dans une fourchette de deux points. Tel est donc le tableau d'ensemble.

Je voudrais maintenant parler du changement du système de cotation de la parité centrale, qui était la première motivation de l'annonce. Le marché des changes interbancaire est basé à Shanghai et affilié à la BPC. La BPC a la capacité, ou l'autorité, d'intervenir sur le marché. Les banques commerciales effectuent des opérations en devises étrangères via le marché des changes interbancaire. Les résidents et les entreprises donnent de l'argent aux banques commerciales pour ces opérations. C'est la parité centrale. Auparavant, la Banque centrale fixait la cotation de la parité centrale, qui déterminait, comme je l'ai décrit, la bande de fluctuation du jour et le prix de clôture du jour.

La Banque centrale a essayé de réformer ce mécanisme. Elle a rompu le lien entre la Banque centrale et la cotation de la parité centrale et a autorisé les banques commerciales à déterminer directement la parité centrale sur la base du cours de clôture de la veille. Donc, du point de vue de la Banque centrale, ce mécanisme est davantage orienté vers le marché.

J'aimerais vous raconter une anecdote intéressante. Il y a quinze jours environ, j'ai dîné avec un membre du conseil d'administration de Cathay Pacific Airlines, une compagnie aérienne très connue en Asie, qui m'a expliqué comment ils calculaient chaque jour le prix d'un billet d'avion à l'aide d'un logiciel et en se basant sur un grand nombre de dates. Par exemple, chaque année le billet Londres-Hong Kong pour le 16 décembre est le plus cher car tous les étudiants veulent rentrer chez eux pour Noël. Avant, ils avaient du mal à identifier le taux de change du renminbi pour le lendemain. Ils savent désormais quel sera le taux de change car ils peuvent se baser sur le cours de clôture de la veille, puis entrer la date dans leur calcul. Il s'agit là d'une étape importante dans un mécanisme orienté vers le marché.

Je dois néanmoins souligner que le système n'est pas totalement libéralisé car la BPC peut toujours intervenir. Comme vous le savez sans doute, il n'a jamais été dit que la Banque centrale ne peut pas intervenir dans le marché des changes, et c'est l'une des raisons du malentendu des deux côtés. Le contre-argument sera le suivant : « D'accord. Vous avez déjà fait cela. Pourquoi la BPC intervient-elle encore sur le marché ? »

La deuxième motivation est que la Banque centrale s'efforce d'accéder à la demande du FMI afin de faire intégrer le renminbi dans le panier des DTS. En juillet, le FMI a publié un rapport sur l'examen de la méthodologie d'inclusion d'une devise dans le panier des DTS. Celui-ci soulignait les progrès accomplis à ce jour, indiquant que le renminbi était 'librement utilisable', ce qui constitue un critère d'inclusion d'une devise dans le panier des DTS. Un autre critère est qu'il faut être un pays exportateur de premier plan, et la Chine remplissait déjà ce critère en 2010. Cependant, elle ne remplissait pas à l'époque le critère de libre utilisation. Le rapport était positif quant aux progrès réalisés, mais pointait également du doigt certains problèmes opérationnels. Il rappelait que le taux onshore encadré du renminbi n'était pas un taux représentatif basé sur le marché. Il faisait également état d'autres problèmes opérationnels.

Suite à ce rapport, le gouvernement chinois a pris des mesures importantes afin d'accéder à la demande du FMI, mais je n'entrerai pas ici dans le détail car certaines étaient très techniques. Le gouvernement chinois a décidé de publier des données conformément à la norme spéciale de diffusion des données (NSDD), un système statistique créé par le FMI pour améliorer la transparence, répondant ainsi à une exigence du FMI. Le ministre des Finances a commencé à émettre des obligations à trois mois de manière hebdomadaire, conformément à la demande du FMI. Par ailleurs, la Banque centrale prévoit d'étendre jusqu'à minuit les horaires de cotation sur le marché des changes interbancaire afin que les marchés nord-américains et européens puissent faire la transition après l'heure de clôture en Chine. Cela permettra également aux banques centrales étrangères, aux fonds souverains et aux institutions financières internationales de participer au marché des obligations interbancaire et au marché des changes.

Le 13 novembre, Mme Lagarde a publié une déclaration selon laquelle les autorités chinoises ont résolu tous les problèmes opérationnels restants identifiés dans l'analyse préliminaire du FMI soumise au comité exécutif en juillet.

Il est donc clair qu'il s'agit là d'une des motivations de la réforme des taux de change engagée par le gouvernement chinois. Vous pouvez bien sûr soutenir que le gouvernement chinois n'aurait pas dû y consacrer autant de ressources politiques. Je pense que c'est une question légitime, mais elle est hors sujet aujourd'hui.

La troisième motivation est que cette réforme pourrait en partie compenser l'appréciation du renminbi survenue au cours de la période passée. L'an dernier, d'autres devises se sont fortement dépréciées face au dollar américain, alors



que le renminbi s'est apprécié face à d'autres devises, dont le dollar américain. Par conséquent, la dépréciation de 3 % a compensé en partie seulement l'appréciation du renminbi enregistrée par le passé. La dépréciation du renminbi n'a été que de 2,4 % entre août 2011 et vendredi dernier. Nous pouvons également voir la différence entre les taux *offshore* et *onshore* du renminbi, l'écart s'étant réduit. Pour mémoire, le rapport du FMI indiquait que la parité centrale n'était pas basée sur le marché, ce qui montre que les Chinois ont accompli d'importants progrès afin d'accéder à la demande du FMI.

Pourquoi ces écarts cognitifs existent-ils et comment les réduire ou les éliminer ? J'ai beaucoup apprécié l'article de Larry Summers paru il y a quelque temps et dans lequel il disait que le monde, y compris la Chine elle-même, n'était pas préparé à l'essor de la Chine. Cet article a été publié dans le Washington Post et je vous conseille vivement de le lire. Je conclus ainsi sur la raison de l'écart cognitif. Je voudrais cependant entrer dans le détail et voir ce que nous devons faire pour y remédier.

Le reste du monde doit comprendre la philosophie de réforme chinoise, laquelle est fondée sur le gradualisme. En examinant l'approche adoptée par la Chine ces 30 dernières années, nous pouvons constater qu'il s'agit d'une approche graduelle qui est radicalement différente de la thérapie de choc mise en œuvre par l'ancienne Union soviétique. Les Chinois appliquent également cette philosophie pour la réforme financière. C'est très important. Comme je l'ai expliqué, la réforme des taux de change constitue un pas en avant. A ce jour, le mécanisme n'est pas entièrement flottant. Cependant, il a été changé en partie dans le cadre de la modification de la cotation de la parité centrale. L'intervention de la Banque centrale dans les marchés des changes n'est pas totalement interdite.

Deuxièmement, nous devons faire la distinction entre une erreur politique et la tendance générale des réformes, bien que cette erreur politique soit en partie responsable des turbulences sur le marché boursier. Je pense que les autorités chinoises ont fait une erreur en intervenant sur le marché boursier. Au départ, les médias officiels affirmaient que 4 000 points n'était qu'un début pour le marché haussier et je pense que c'était une erreur de la part du gouvernement d'indiquer quel niveau est adéquat. Par ailleurs, les autorités chinoises ont par la suite mal géré certaines choses. L'important toutefois est de faire la distinction entre une erreur politique et la tendance générale des réformes ; nous devons également garder à l'esprit que ce ne sont pas les mêmes personnes qui prennent les décisions sur le marché boursier et qui décident de la réforme du taux de change, c'est une autorité différente.

Je voudrais également aborder la question des données. Je sais qu'il y a de nombreux débats concernant l'exactitude de certaines données, mais je ne suis pas en mesure de dire si cette remise en question est justifiée ou non. Cependant, cette question n'a pas une grande importance. En effet, il est impossible de falsifier systématiquement les données sur une longue période.

Par ailleurs, en Chine, les processus de décision doivent être rationalisés de deux façons. Il doit y avoir une démarcation nette entre le gouvernement et le marché. Comme le préconise un document du Parti, « laissons le marché jouer un rôle décisif dans l'affectation des ressources ». Il est important également de réduire le poids de la bureaucratie dans la prise de décision, et il est nécessaire que les processus soient transparents. Si le gouvernement chinois veut vraiment que le renminbi devienne une devise de réserve, il doit aller plus loin.

Lorsque le moment sera venu, il devra rendre publics les documents liés à la prise de décision, peut-être pas maintenant mais dans le futur.

Il doit également améliorer sa communication avec le reste du monde.

Je vais m'arrêter là.

### **PARK In-kook, président de la Korea Foundation for Advanced Studies**

Thank you. I am not an expert on financial issues but if I were to speak on behalf of outside people, to be a reserve currency the textbooks say that there are two elements. One is free capital flows and the other is a flexible exchange rate. The focus was therefore on the second of those and how China could improve on the issue of a flexible exchange rate, and I recognise that China has made some improvement. However, there is still silence on the free capital flows issue.



People outside of China still have chronic complaints. As of now, only 3% of China's stock market is open to foreigners. Until there is an improvement on that basic problem, outsiders will still have lingering hesitations and doubts. I would therefore highly appreciate it if we could have a blueprint for further improvements on that.

**Qiao YIDE, vice-président et secrétaire général, Shanghai Development Research Foundation**

It will be fully liberalised by 2020.