



Lettre du Président

La Chine continuera-t-elle à faire trembler le monde?

Impressions à la suite du Forum financier asiatique

Hong Kong, 16-21 janvier 2012

Dans sa tombe, Napoléon doit hocher gravement la tête avec approbation. En effet, le petit empereur avait déjà déclaré : « Laissons dormir la Chine, car quand elle s'éveillera, elle fera trembler le monde ». La Chine s'est réveillée – d'une façon on ne peut plus convaincante – et un déplacement majeur du pouvoir financier et économique est en cours.

Nous sommes confrontés au choix suivant : ou bien nous profitons de ces nouvelles tendances économiques, ou bien nous prenons le risque de les ignorer. Cela ressort clairement des discussions et des exposés qui ont eu lieu durant le Forum financier asiatique (AFF) tenu à Hong Kong (16-21 janvier) et du voyage de suivi à Guangzhou.

L'AFF a réuni des dirigeants qui ont beaucoup d'influence. Ils ont interprété et discuté des tendances et changements dans les marchés financiers asiatiques. Le gouvernement de Hong Kong et le Hong Kong Trade Development Council (HKTDC) m'ont demandé de diriger la délégation canadienne cette année. Cela m'a donné l'occasion d'assister aux exposés présentés par la Hong Kong Monetary Authority, Deloitte et E&Y, et de rencontrer des dirigeants gouvernementaux, des chefs d'entreprise et aussi des responsables de l'Asian Financial Markets Association pour discuter des réformes réglementaires. Le HKTDC a aussi organisé un voyage de sensibilisation d'une journée à Guangzhou, au sud de la Chine, pour les délégués canadiens au Forum.

L'avenir immédiat de la Chine : quatre questions clés

Avant d'entreprendre le voyage, je me posais quatre questions :

- Quel est le scénario probable de la libéralisation des taux de change et du marché du renminbi?
- À la suite du ralentissement de la croissance mondiale, la Chine connaîtra-t-elle un atterrissage brutal ou prépare-t-elle un atterrissage en douceur?
- La Chine continuera-t-elle à se fier davantage à la demande intérieure plutôt qu'aux exportations pour assurer sa croissance économique?
- Et finalement, quels seront la grandeur et le type probables des rentrées et sorties de capitaux? Par exemple, la Chine continuera-t-elle à recourir aux marchés étrangers pour

financer les dépenses d'infrastructures dans le pays? La Chine augmentera-t-elle les investissements directs et son portefeuille de placements à l'étranger, surtout pour obtenir un accès fiable aux marchés des matières premières?

Les réponses définitives à ces questions sont difficiles à obtenir. Cependant, j'ai acquis beaucoup de connaissances et certaines sont utiles pour évaluer les perspectives de croissance de la Chine et l'impact sur l'économie du Canada.

Libéraliser le marché du renminbi

Dans les discussions au sujet de la résistance de la Chine à relâcher le contrôle sur la convertibilité de sa monnaie, souvent on ne se rend pas compte que les capitaux libellés en renminbi échangés lors d'activités commerciales sont déjà librement convertibles en d'autres devises les plus négociées. Le renminbi est utilisé comme monnaie de règlement de seulement 10 % des échanges commerciaux de la Chine, le reste est en dollars américains et euros – cependant, les échanges commerciaux réglés en renminbi demeurent importants, car le volume annuel des échanges commerciaux de la Chine atteint 1,7 T RMB. Le marché de Hong Kong est le plus important pour le règlement des échanges commerciaux en renminbi, représentant 83 % de toutes les opérations.

Esmond Lee, directeur général à la Hong Kong Monetary Authority, a comparé le marché du renminbi à l'étranger pour les échanges commerciaux à celui des eurodollars – avec une différence importante. Les autorités chinoises restreignent les rentrées de renminbis en Chine, alors que les autorités américaines n'exercent aucun contrôle sur les rentrées de dollars américains sur le marché américain. Cette restriction diminue la liquidité du marché du renminbi à l'étranger; cependant, les banques de compensation de Hong Kong, avec leur accès au CNAPS (China National Automatic Payment System) et aux banques de la Chine continentale, peuvent faciliter les règlements en renminbi sur le marché interbancaire international par l'intermédiaire du marché interbancaire chinois. Il persiste cependant des inefficiences, car ces règlements exécutés à Hong Kong doivent être autorisés au préalable par la Banque populaire de Chine.

Un haut fonctionnaire du gouvernement chinois, Li Wei, président du Development Research Centre, a souligné dans son discours aux participants au Forum qu'il y a quelque 900 sociétés affiliées étrangères en Chine continentale, environ 160 filiales inscrites à Hong Kong – les titres chinois de premier ordre – et les autres sont inscrites dans différents pays dans le monde, la plupart dans les îles Vierges britanniques et ailleurs dans les Caraïbes, et elles ont des activités commerciales mondiales. Ces opérations commerciales prévoient déjà la conversion en renminbi et vice-versa.

Sous la pression de l'OCDE, Hong Kong a augmenté la transparence des informations fiscales sur les sociétés affiliées inscrites à Hong Kong, en partie pour renforcer son image de marché international reconnu et signer des ententes afin d'éviter la double imposition (conventions fiscales) avec des pays européens, asiatiques et sud-américains. En vertu de ces conventions, les dividendes générés par ces filiales ne seront pas assujettis à des retenues par le pays étranger. De telles conventions ont déjà été signées par 21 pays et le Canada négocie actuellement une convention fiscale avec Hong Kong. On s'attend à ce que grâce à ces conventions fiscales, les sociétés chinoises affiliées à l'étranger reviendront à Hong Kong pour en profiter. Une conséquence intéressante est qu'après la conclusion d'une convention fiscale avec le Canada, les sociétés affiliées à Hong Kong pourront constituer au Canada des sociétés affiliées pour faire affaire directement avec les États-Unis, profitant ainsi d'efficiences fiscales, tout en se faisant plus discrètes aux États-Unis. Par exemple, la société Cheung Kong Group (Li Ka-Shing) pourra augmenter ses activités commerciales aux États-Unis dans les domaines de l'énergie, des communications et de la logistique par l'intermédiaire d'une filiale canadienne.

Renminbi par \$US



Source : Federal Reserve

Même si le renminbi est tout à fait convertible pour les opérations commerciales, il y a des restrictions qui s'appliquent à la conversion des mouvements de capitaux. En effet, depuis plusieurs années les Chinois ont établi des quotas aux investissements directs et aux placements détenus dans les portefeuilles qu'ils soient faits en Chine ou à l'étranger à partir de la Chine. Les institutions de la Chine continentale reconnues comme investisseurs institutionnels nationaux qualifiés (QDII) peuvent acheter des placements

à l'étranger en se conformant à des quotas. De même, les institutions étrangères reconnues comme des investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (QFII) peuvent acheter des placements en renminbi. À cause de l'augmentation des activités commerciales et des mouvements de capitaux, la plupart passant par Hong Kong, les dépôts en renminbi détenus par des banques situées à Hong Kong ont atteint 600 milliards.

Tout cela indique clairement que les autorités chinoises libéralisent graduellement le marché du renminbi en surveillant attentivement l'impact de leurs actions sur les marchés des devises et les activités commerciales. Le premier facteur à tenir compte est d'éviter une brusque appréciation du renminbi afin de maintenir la compétitivité commerciale. Jusqu'à maintenant, le taux de change informel du renminbi suit de très près le taux officiel. Deuxièmement, en cas de la convertibilité totale du renminbi, il pourrait y avoir une augmentation des sorties de capitaux, ce qui diminuerait le contrôle des autorités sur les marchés financiers intérieurs, car les emprunteurs et les prêteurs chinois pourraient respectivement se financer et faire des placements à l'étranger. Il serait alors difficile de limiter le crédit et garantir des prêts préférentiels aux entreprises qui appartiennent à l'État. Nous sommes très loin de cette situation. Cela explique pourquoi le consensus actuel est que la convertibilité totale du renminbi ne se fera pas avant au moins 5 à 10 ans.

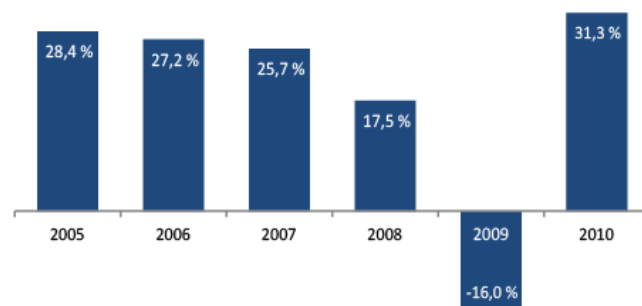
Tout en libéralisant prudemment le marché du renminbi, la Chine a adopté des mesures afin de désigner Hong Kong comme le centre pour la négociation à l'étranger des actions, obligations et options libellées en renminbi. Le gouvernement a lancé avec succès à Hong Kong (voir ci dessous) un marché d'obligations libellées en renminbi et il a annoncé qu'il autorisera plus tard des moyennes et grandes entreprises chinoises à inscrire des titres libellés en renminbi à la Bourse de Hong Kong, et aussi la création de FNB et de dérivés qui seront négociés à cette bourse.

Atterrissage brutal ou en douceur? Tout dépend de la demande intérieure

L'impact du ralentissement mondial sur l'économie de la Chine continentale a fait l'objet de beaucoup d'hypothèses. Le pourcentage des exportations dans l'économie est passé de 40 % à 30 % au cours de la période qui a suivi l'effondrement de 2008. En même temps que les exportations diminuaient à la suite de la crise financière, la Chine a lancé un programme de dépenses massives dans les infrastructures (routes, aéroports, édifices, etc.) pour stimuler la croissance économique. Non seulement ces dépenses ont été largement réparties et d'une ampleur inédite, mais elles ont été mises en œuvre rapidement. Les projets majeurs sont prêts à démarrer rapidement. Un bon exemple est la transformation de Guangzhou dans les deux ou trois dernières années qui est tout à fait remarquable : des tours de bureaux de 100 étages, des immeubles commerciaux, des réseaux ferroviaires, des musées, des projets de construction d'habitations ont surgi de nulle part en l'espace de deux ans. La rapidité de

la transformation urbaine est extraordinaire. Les entreprises qui appartiennent à l'État sont responsables de la plus grande partie de cette croissance. Nous avons visité la société Yu Xie Group, un modèle type de structure d'entreprise en Chine qui détient des actifs importants dans les secteurs de l'immobilier, de l'énergie et des finances dans la province de Guangdong.

Croissance des exportations chinoises



Source : Bureau national des statistiques de la RPC

Les dépenses de consommation ont progressé régulièrement au cours des dernières années à cause de l'essor de la croissance économique et de l'apparition d'une classe moyenne. Le gouvernement a encouragé les dépenses de consommation en obligeant les entreprises qui appartiennent à l'État à augmenter les salaires des employés de 10 à 20 %. L'absence de mesures de sécurité sociale ayant trait aux soins de santé et à la retraite continuera à freiner les dépenses de consommation. Cependant, il est probable que les dépenses de consommation continueront d'augmenter à moins que ne survienne un événement catastrophique imprévisible, comme l'effondrement du marché immobilier.

Prix du vin à la baisse – le prix des immeubles suivra-t-il?

L'État, les gouvernements locaux, et les multinationales qui ont des activités commerciales en Chine se sont servis du marché des obligations libellées en renminbi qui se développe rapidement, le marché « Dim Sum », pour financer des projets à long terme en Chine continentale. Quarante-sept émissions d'obligations libellées en renminbi ont été lancées à Hong Kong en 2011, totalisant 17 G \$US. Par exemple, Caterpillar a émis en novembre des obligations d'une valeur de 1 milliard RMB et McDonald a recueilli 200 millions RMB en août dernier. Ces fonds ont servi à financer des projets d'infrastructures en Chine continentale.

Il est évident que les dépenses d'infrastructure ont soutenu la croissance au cours des dernières années – le pourcentage de la croissance économique annuelle pour l'année 2011 vient tout juste d'être publié : il est de 8,9 %. Une autre croissance phénoménale a été celle des investissements immobiliers en Chine pour les projets résidentiels et commerciaux. Certains prédisent que l'éclatement de la bulle immobilière pourrait freiner brutalement la croissance en Chine, ce qui aura des

impacts négatifs sur le marché des matières premières et par conséquent, sur l'économie canadienne. L'an passé, les investissements dans le secteur immobilier ont augmenté de 31 %. S'il n'y a plus de croissance et que les investissements restent au même niveau très élevé que ceux de l'an passé, cela diminuera de 2,5 % le taux de croissance nationale. Est-ce probable? De combien les prix peuvent-ils chuter? Les banques ont-elles suffisamment de réserves? Qu'est-ce qui se passera avec les dépenses de consommation? Tom Holland, chroniqueur respecté au South China Morning Post, a remarqué une forte corrélation entre le prix des grands vins et celui des immeubles – le prix du vin est un bon indicateur de l'excès de liquidité en circulation dans le système financier. Les trois ventes aux enchères de grands vins cette année à Hong Kong ont été désastreuses.

Conclusion : une forte croissance est encore possible – mais des réformes majeures sont nécessaires

La croissance de l'économie de la Chine continentale pourrait certainement ralentir cette année, et ce, pour diverses raisons, et non la moindre est la possible détérioration rapide du marché de l'immobilier. Cependant, rien de cela ne change le fait que la Chine est devenue une puissance économique. Elle a pris la place du Japon et s'approche des États-Unis. Il est probable que l'économie devienne plus équilibrée, plus vite que prévu à cause de l'accroissement de la classe moyenne et l'augmentation des revenus par habitant. Les économies asiatiques, notamment celle de la Chine, sont maintenant devenues le moteur de la croissance mondiale. L'économiste lauréat du Prix Nobel, Joseph Stiglitz, a mis l'accent sur cette observation lors de son allocution pendant le Forum.

Il est paradoxal de constater qu'alors que s'accélérait la croissance des pays asiatiques entre 2006 et 2008 et qu'ils offraient des occasions de placement intéressantes, les capitaux ont afflué vers les pays industrialisés. Cela découle surtout des inefficiences inhérentes aux marchés des capitaux, incluant une devise chinoise contrôlée qui a encouragé les marchés des capitaux à financer le déficit et les faibles taux d'imposition des États-Unis – et d'une mauvaise gestion des risques, avec la complicité des agences des notations, qui, en sous-estimant les risques inhérents, a canalisé des capitaux vers le marché immobilier aux États-Unis et les produits dérivés.

Cependant, il faut faire la part des choses. Malgré son succès économique, le pays a besoin de réforme en profondeur comme l'a souligné avec insistance Tomson Li, chef de la direction de l'une des entreprises privées de Chine les plus importantes, la société TCL. Le capitalisme d'État permet de prendre des décisions rapidement, mais souvent ces décisions rapides affectent des ressources de façon inefficace.

L'écart de croissance économique et du rendement relatif des placements entre l'Asie et les pays industrialisés est devenu encore plus frappant alors que les perspectives de croissance aux États-Unis et en Europe se sont effondrées. Le Canada et les sociétés de courtage en valeurs mobilières canadiennes

doivent désormais concentrer leurs efforts à l'Est. Deux cents ans plus tard, les paroles de Napoléon sont plus pertinentes que jamais.

Veillez agréer mes salutations distinguées.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'I. C. W. Russell', with a long, sweeping underline.

Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Janvier 2012