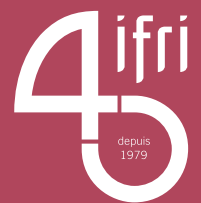


**NOTES
DE L'IFRI**



MAI
2024

Puissance et interdépendance financière



Brad SETSER

Initiative
géoéconomie
et géofinance

L’Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d’information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l’Ifri est une fondation reconnue d’utilité publique par décret du 16 novembre 2022. Elle n’est soumise à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

L’Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et experts à l’échelle internationale.

Les opinions exprimées dans ce texte n’engagent que la responsabilité de l’auteur.

ISBN : 979-10-373-0863-4

© Tous droits réservés, Ifri, 2024

Couverture : © Pla2na/Shutterstock.com

Traduit par Cadenza Academic Translations

Comment citer cette publication :

Brad Setser, « Puissance et interdépendance financière »,
Notes de l’Ifri, Ifri, mai 2024.

Ifri

27 rue de la Procession 75740 Paris Cedex 15 – FRANCE

Tél. : +33 (0)1 40 61 60 00 – Fax : +33 (0)1 40 61 60 60

E-mail : accueil@ifri.org

Site internet : ifri.org

Auteur

Brad Setser est Whitney Shephardson *senior fellow* au Council on Foreign Relations (CFR). Avant de rejoindre le CFR, Brad Setser a été conseiller principal auprès du représentant américain au Commerce et secrétaire adjoint à l'analyse économique internationale du Trésor américain. Il est l'auteur de l'ouvrage *Sovereign Wealth and Sovereign Power* et le co-auteur, aux côtés de Nouriel Roubini, de *Bailouts and Bail-ins: Responding to Financial Crises in Emerging Economies*. Brad Setser tient régulièrement le blog [Follow the Money](#), qui traite de commerce mondial et de flux de capitaux, d'analyse de la vulnérabilité financière et de restructuration de la dette souveraine.

Remerciements

Cet article est publié dans le cadre de l'Initiative géoéconomie et géofinance de l'Ifri. L'auteur souhaite remercier Brad Parks de AidData de lui avoir fourni des données essentielles à cet article, Rory MacFarquhar pour ses précieux commentaires, Michael Weilandt pour son aide lors des étapes de recherche et de révision, et Cadenza Academic Translations pour la traduction en français de la présente Note. Toute erreur est imputable à l'auteur.

Résumé

Le rapport entre autonomie financière et puissance géopolitique fait depuis longtemps débat. Le déséquilibre des relations commerciales sino-américaines a créé des liens financiers asymétriques qui ont doté les deux parties de moyens de pression potentiels et qui s'annoncent durables. En l'absence d'une crise majeure qui clarifie la situation, il est difficile de déterminer avec certitude laquelle des deux parties dispose de la plus grande marge de manœuvre.

Aux États-Unis, beaucoup s'inquiètent de l'endettement du pays auprès de son principal adversaire stratégique et des risques posés par un retrait soudain de la Chine des marchés financiers américains. Les responsables politiques américains ont activement encouragé les dirigeants chinois à ne pas retirer leurs financements du marché des titres d'agences américains au cours de la période qui a précédé la crise financière mondiale.

Côté chinois, on perçoit aussi des risques dans cette relation financière asymétrique. Les responsables politiques chinois ont exprimé leur inquiétude quant aux conséquences politiques nationales des pertes sur leurs avoirs en bons du Trésor ou en titres d'agences, et ont résolument cherché à diversifier les réserves de la Chine, notamment en préférant l'octroi risqué de prêts aux économies en développement à la visibilité qu'implique la possession d'importants avoirs en bons du Trésor auprès de dépositaires américains. La Chine craint de plus en plus que ses avoirs en dollars et le rôle mondial du dollar n'augmentent sa vulnérabilité face à d'éventuelles sanctions financières.

Les deux parties s'inquiètent donc que l'interdépendance financière puisse être utilisée comme une arme stratégique, tout en ayant du mal à échapper à l'inéluctabilité de cette interdépendance financière en l'absence de rupture avec un modèle établi de déséquilibres commerciaux.

Abstract

The link between financial self-reliance and geopolitical power has long been debated. The unbalanced Sino-American trade relationship has created asymmetric financial ties which generate potential sources of leverage for both parties and will not quickly disappear. Absent a clarifying major crisis, it will be difficult to definitively determine which party has greater leverage.

Many in the United States (US) are concerned about indebtedness to its primary strategic rival, and the risks posed by a sudden Chinese withdrawal from US financial markets. US policymakers actively sought to encourage China's top leadership not to withdraw financing from the market for US Agency securities in the run-up to the global financial crisis.

Yet China also sees risks in this unbalanced financial relationship. Chinese policymakers have expressed concern about the domestic political consequences of losses on either their Treasury or Agency holdings and actively have sought to diversify China's reserves – including by substituting the risk of lending to developing economies for the visibility associated with large holdings of Treasuries in US custodians. China increasingly worries that its dollar holdings and the dollar's global role increase its vulnerability to potential financial sanctions.

Both parties thus worry about the possibility that financial interdependence can be weaponized yet find it hard to extricate themselves from the inevitability of financial interdependence absent a clean break from an entrenched pattern of trade imbalances.

Sommaire

INTRODUCTION	6
L'ÉQUILIBRE DE LA TERREUR FINANCIÈRE	10
Le constat de Summers.....	10
Poursuite de l'accumulation	12
HANK PAULSON AU COEUR DE LA TOURMENTE.....	16
Une relation tendue.....	16
La diplomatie financière à la rescousse ?	19
Le déséquilibre dévoilé	21
LES NOUVELLES ROUTES DE LA SOIE :	
L'ALTERNATIVE CHINOISE AUX BONS DU TRÉSOR	25
La Chine se diversifie	25
L'inconvénient de prêter massivement	28
INVERSER LA VULNÉRABILITÉ :	
LES SANCTIONS COMME SOURCE D'INFLUENCE.....	30
Le développement des sanctions comme armes financières.....	31
Le point de vue chinois	32
CONCLUSION	35

Introduction

Le lien entre l'autonomie financière et la puissance géopolitique d'un pays fait depuis longtemps débat, sans qu'une réponse claire ne puisse être identifiée. Charles de Gaulle estimait que l'indépendance économique était essentielle à l'autonomie stratégique d'un pays : « Sans indépendance économique, il n'y a pas d'indépendance tout court¹. » De Gaulle, conseillé par Valéry Giscard d'Estaing, a suivi une politique de rigueur budgétaire qui a généré des excédents et réduit la dette publique de la France, et a maintenu un dosage de politiques budgétaires et monétaires qui a induit des excédents de la balance des paiements et l'augmentation des réserves de change françaises.

Le point de vue de De Gaulle s'appuie sur l'expérience historique de la fin du XIX^e siècle, lorsque les difficultés de l'Empire ottoman avec sa balance des paiements, ainsi que les difficultés financières personnelles du khédivé d'Égypte, ont réuni les conditions nécessaires pour que la Grande-Bretagne prenne le contrôle effectif d'atouts stratégiques, notamment le canal de Suez. La conviction de De Gaulle a sans doute été renforcée par la crise de Suez de 1956 lorsque la Grande-Bretagne, alliée de la France, a retiré ses troupes face à la menace de la perte des financements américains et de la dévaluation forcée de la livre britannique.

Néanmoins, la position britannique sur la relation entre dette et pouvoir est complexe. Pour l'historien Niall Ferguson, le succès de la Grande-Bretagne au XX^e siècle s'expliquerait en partie par la capacité exceptionnelle de l'État britannique à emprunter, et donc à répartir le coût des guerres napoléoniennes dans le temps. Plutôt que d'entraver l'ascension de la Grande-Bretagne au rang de puissance mondiale, la capacité du pays à supporter un niveau d'endettement élevé lui a permis de retrouver sa prééminence mondiale après la révolution américaine².

Dans le contexte actuel, le débat sur la relation entre les différentes définitions de la puissance financière et du pouvoir politique et stratégique ressort clairement dans l'analyse de la relation financière complexe entre la puissance mondiale émergente, la Chine, et la principale puissance en place, les États-Unis. Après la crise financière asiatique, les dirigeants chinois semblent avoir décidé que la Chine avait besoin d'une position forte à l'extérieur pour maintenir une autonomie politique totale à l'intérieur, et

1. M. Avaro, « A Gold Battle? De Gaulle and the Dollar Hegemony during the Bretton Woods Era », Philadelphie, Université de Pennsylvanie, 2022.

2. N. Ferguson, *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World*, New York, Basic Books, 2002.

que cette position forte à l'extérieur l'équiperait d'atouts supplémentaires pour renforcer son influence à l'échelle mondiale. Les excédents de la balance commerciale sont considérés comme une preuve de la vigueur des exportations nationales, et des réserves importantes sont généralement vues comme un signe de solidité financière. Les mandarins de Pékin estiment généralement que les capitaux doivent circuler essentiellement à l'intérieur du système financier étatique, et non pas librement à travers le monde.

Pékin admire également le pouvoir financier, ou du moins le pouvoir de sanction, créé par l'utilisation mondiale du dollar. Son désir de maintenir un stock important de réserves étrangères a toutefois été tempéré par des craintes quant à la sécurité de ses importants avoirs libellés en dollars : des bons du Trésor, mais aussi des titres d'agences. La volonté de la Chine de développer sa capacité à se protéger des sanctions américaines a contribué à motiver des initiatives visant à étendre l'utilisation mondiale du renminbi. Cependant, les efforts de la Chine ont souvent été entravés par le désir encore plus fort de maintenir un contrôle étroit sur sa monnaie et sur les flux transfrontaliers.

La position des États-Unis sur la question est tout aussi contradictoire. L'impact que les ventes chinoises pourraient avoir sur la stabilité du marché des bons du Trésor continue de susciter des inquiétudes. La menace que ces ventes représentent pourrait vraisemblablement limiter les options politiques des États-Unis. Hillary Clinton l'a résumé dans une question restée célèbre : « Comment les États-Unis peuvent-ils imposer leur droit commercial à leur banquier ?³ » Si le président Trump n'a pas été gagné par de telles craintes, l'administration de George W. Bush s'était inquiétée du fait que les ventes chinoises puissent perturber la réponse des États-Unis à la crise financière de 2008. Bien que les flux chinois aient été moins importants après 2014, de nombreux responsables (et banquiers) américains craignaient que le recours à « l'équilibre de la terreur financière » pour assurer une stabilité financière et stratégique ne frôle le désastre.

Pourtant, l'inquiétude suscitée par une dépendance excessive envers la Chine en matière de financement cohabite difficilement avec la conception courante, bien qu'infondée, selon laquelle le rôle mondial du dollar (en particulier en tant que monnaie de réserve dominante) est essentiel au maintien de la puissance mondiale américaine. Selon de nombreux observateurs, la demande mondiale de réserves en dollars permet aux États-Unis de supporter le poids des déficits budgétaires grâce auxquels ils conservent une présence mondiale sans afficher des niveaux d'imposition

3. H. Clinton, « Hillary Clinton Campaign Press Release – Hillary Clinton's Trade Agenda Making Trade Work for Indiana Workers and Families », Université de Santa Barbara, 30 avril 2008, disponible sur : www.presidency.ucsb.edu.

nationale inacceptables⁴. Le rôle mondial du dollar crée une demande à la fois pour les réserves d'actifs en dollar et pour les bons du Trésor – et cette demande revêt un intérêt capital pour les États-Unis –, même si cela implique un endettement croissant envers leur rival stratégique.

Le débat visant à déterminer si la dette extérieure constitue une vulnérabilité stratégique ou un atout stratégique est aujourd'hui particulièrement important. Les risques géopolitiques sont de retour : « l'Histoire » n'a pas laissé la place à un « monde plat ». En témoignant l'invasion russe de l'Ukraine, l'interruption des flux de gazoducs vers l'Union européenne (UE), le partenariat « sans limite » de la Chine avec la Russie et le sérieux des débats quant aux scénarios de crise dans le détroit de Taïwan. Toutefois, la fragmentation économique demeure limitée tant que les deux grands blocs géopolitiques entretiennent des relations commerciales déséquilibrées. La dette extérieure des États-Unis, qui s'élève aujourd'hui à environ 50 % de son produit intérieur brut (PIB) net, est l'héritage inévitable des déséquilibres commerciaux passés. En conséquence, les États-Unis et la Chine sont « condamnés à se faire concurrence et à coopérer » sur le plan financier⁵.

La présente note n'apporte pas de réponse définitive à la question de savoir qui détient les moyens de pression les plus forts dans une relation déséquilibrée sur le plan financier ; il est en effet probable qu'aucune réponse définitive ne puisse être apportée en l'absence de crise réelle. Nous essayerons toutefois d'éclairer la discussion en examinant le débat sur le déséquilibre financier de la relation sino-américaine au cours des vingt dernières années, ainsi que l'évolution des perceptions sur la manière dont l'interdépendance financière peut être exploitée comme arme stratégique.

Nous analysons tout d'abord le débat côté américain et notamment les craintes que les États-Unis aient créé une vulnérabilité stratégique en s'appuyant sur le gouvernement chinois pour financer leur déficit commercial entre 2004 et 2008. Nous examinons ensuite le débat côté chinois sur les risques présumés liés au vaste stock de créances financières déteu par la Chine auprès des États-Unis (la contrepartie d'une relation commerciale déséquilibrée) après la crise financière mondiale. Nous soulignons également les efforts déployés par la Chine pour développer l'initiative des Nouvelles routes de la soie afin de limiter son exposition financière aux États-Unis tout en conservant les déséquilibres commerciaux sous-jacents. Enfin, nous examinons comment le recours aux sanctions a

4. P. Krugman, « What's Driving Dollar Doomsaying? » *New York Times*, 7 mars 2023, disponible sur : www.nytimes.com ; B. S. Bernanke, « The Dollar's International Role: "An Exorbitant Privilege" ? », Brookings Institution, 7 janvier 2016.

5. « External Sector Report 2023: External Rebalancing in Turbulent Times », Fonds monétaire international, 2023, disponible sur : www.imf.org ; G. Allison, « Can Two Great Powers Cooperate to Build a Safer World? It Has Happened Before », *Washington Post*, 14 juin 2023, disponible sur : www.washingtonpost.com.

fait de l'interdépendance financière une arme stratégique, ainsi que le potentiel des sanctions à transformer la détention d'un grand nombre d'obligations et d'autres actifs financiers en vulnérabilité financière.

L'équilibre de la terreur financière

L'ancien secrétaire américain au Trésor, Larry Summers, est sans doute celui qui a lancé débat autour des conséquences stratégiques du déséquilibre des relations commerciales et financières des États-Unis avec la Chine. Tout en admettant que les conditions économiques limitaient le risque d'une liquidation de titres émis par le Trésor, l'avertissement de Summers quant au danger de voir la stabilité financière dépendre des choix politiques d'un rival stratégique était prémonitoire et a été largement partagé aux États-Unis.

Le constat de Summers

Avant l'élection présidentielle américaine de 2004, Summers avait affirmé que la stabilité financière mondiale reposait sur un nouvel « équilibre de la terreur financière⁶ » :

« Il y a certainement quelque chose d'étrange à ce que la plus grande puissance du monde soit aussi le plus grand débiteur du monde. Pour financer leurs niveaux actuels de consommation et d'investissement, les États-Unis doivent-ils dépendre à ce point des actes discrétionnaires d'entités inévitablement politiques dans d'autres pays ? Il est vrai, et on peut l'affirmer avec force, que le Japon ou la Chine n'ont pas grand intérêt à se débarrasser rapidement de leurs bons du Trésor compte tenu des conséquences que cela aurait pour leurs propres économies. Il s'agit là d'un argument de poids et d'une raison évidente pour toute personne raisonnable d'éviter toute inquiétude immédiate. Mais il n'est certainement pas raisonnable que nous, en tant que pays, comptions sur une sorte d'équilibre de la terreur financière pour empêcher les ventes de réserves qui menaceraient notre stabilité. »

La remarque de Summers s'inscrit dans un contexte très simple : les déficits commerciaux et courants des États-Unis augmentaient et, contrairement à la fin des années 1990, le déficit extérieur des États-Unis n'était plus principalement financé par des flux financiers privés. Une énorme accélération de la croissance des réserves dans les pays excédentaires (le Japon en 2003 et 2004, suivi par la Chine et d'autres économies émergentes asiatiques) a entraîné une demande tout aussi

6. L. Summers, « The United States and the Global Adjustment Process », Conférence au Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 23 mars 2004.

énorme en obligations américaines de la part des gestionnaires de réserves. Ces pays ont acheté ces obligations car ils ne voulaient pas que leur monnaie s'apprécie par rapport au dollar (ni, d'ailleurs, par rapport aux monnaies de leurs rivaux commerciaux qui étaient indexées sur le dollar). Par conséquent, le flux net de capitaux qui finançait l'important déficit extérieur américain provenait des choix politiques d'un petit nombre de gouvernements, et non des agissements d'acteurs autonomes du marché. Summers avait insisté sur ce point plus tard au cours de la même année⁷ :

« J'ai utilisé précédemment l'expression "l'équilibre de la terreur financière" pour désigner une situation dans laquelle nous comptons sur ce que cela coûterait aux autres de ne pas financer notre déficit courant pour garantir la pérennité de ce financement. Le terme dramatisé peut-être le problème, mais il s'agit sans aucun doute d'une situation préoccupante. »

L'analogie de Summers est sans doute imprécise. Pendant la guerre froide, la Russie et les États-Unis possédaient tous deux l'arme nucléaire : l'équilibre engendré par la terreur nucléaire reflétait les conséquences d'une course à l'armement où les deux parties avaient acquis des capacités militaires similaires. L'ordre financier post-guerre froide qui s'est instauré après la crise financière asiatique et l'éclatement de la bulle Internet était marqué par des asymétries évidentes. Le gouvernement chinois détenait beaucoup plus d'obligations américaines que le gouvernement américain ne détenait d'obligations chinoises et l'économie chinoise dépendait beaucoup plus de la demande américaine que l'économie américaine ne dépendait de la demande chinoise.

Cette asymétrie se traduisait par le fait que, si les responsables politiques chinois décidaient de vendre des obligations américaines de manière intempestive, le gouvernement américain n'aurait pas pu répondre par une vente équivalente d'obligations chinoises, ou, du moins à l'époque, par des sanctions qui forceraient les investisseurs privés américains à vendre des obligations chinoises. Mais toute action chinoise qui aurait mis en péril l'économie américaine aurait entraîné une baisse de la demande américaine de biens, qui aurait à son tour mis en péril l'économie déjà déséquilibrée de la Chine, d'où ce postulat d'une incitation fragile à la stabilité⁸.

7. L. Summers, « The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy », Conférence à la Per Jacobsson Foundation, Washington, D.C., 3 octobre 2004. Dans « Proceedings of the 2004 Annual Meetings of the Boards of Governors of the International Monetary Fund and the World Bank », édité par Archana Kumar, Washington, D.C. : IMF Multimedia Services Division, 2004, p. 8 ; S. S. Cohen et J. Bradford DeLong, *Concrete Economics: The Hamilton Approach to Growth and Policy*, Cambridge, Harvard Business School Review Press, 2016 ; J. Fallows, « The \$1.4 Trillion Question », *The Atlantic*, 15 février 2008, disponible sur : www.theatlantic.com.

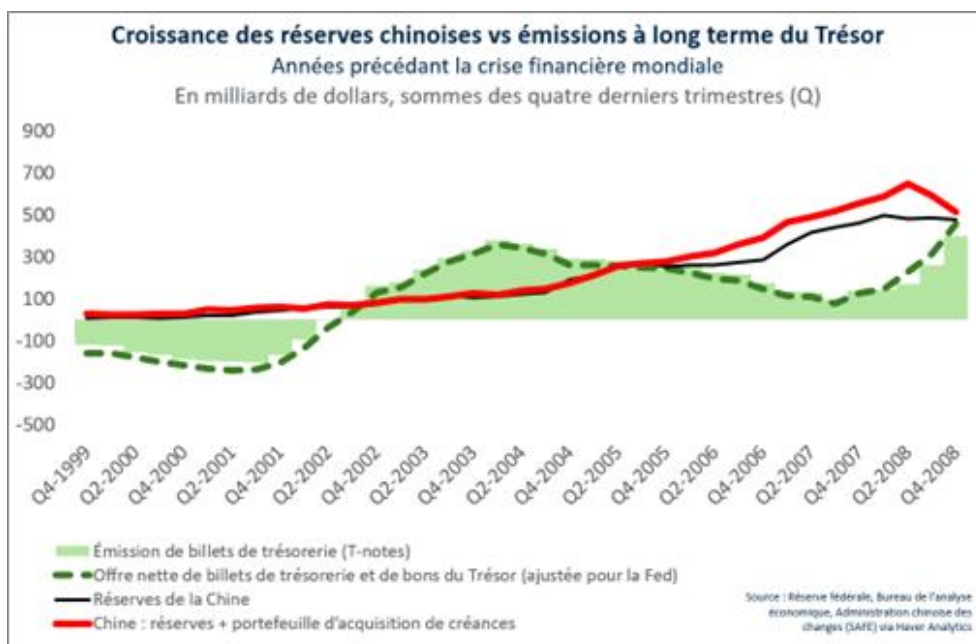
8. T. Gomart et S. Jean, « Impossible Decoupling, Improbable Cooperation: Economic Interdependencies in the Face of Power Rivalries », *Études de l'Ifri*, novembre 2023.

Poursuite de l'accumulation

L'argument de Summers était en avance sur son temps, d'une certaine manière. En 2004, la Chine ne détenait que 600 milliards de dollars de réserves de change⁹. Les banques d'État disposaient des 45 milliards de dollars d'actifs étrangers obtenus lors de la recapitalisation de la Chine en 2003, mais guère davantage. C'est une somme considérable compte tenu du PIB de la Chine qui s'élève à environ 1 700 milliards de dollars, mais les 235 milliards de dollars en avoirs sur des bons du Trésor américain (et les 135 milliards de dollars en avoirs sur des titres d'agences américaines) n'étaient pas particulièrement conséquents par comparaison avec l'économie américaine à la fin de l'année 2004.

Toutefois, l'accumulation d'actifs américains par la Chine s'est accélérée après l'avertissement de Summers. À la moitié de l'année 2008, la Chine disposait de plus de 1 800 milliards de dollars de réserves, dont 520 milliards de dollars en bons du Trésor et 527 milliards de dollars en titres d'agences à long terme.

Graphique 1 : Croissance des réserves chinoises vs émissions à long terme du Trésor



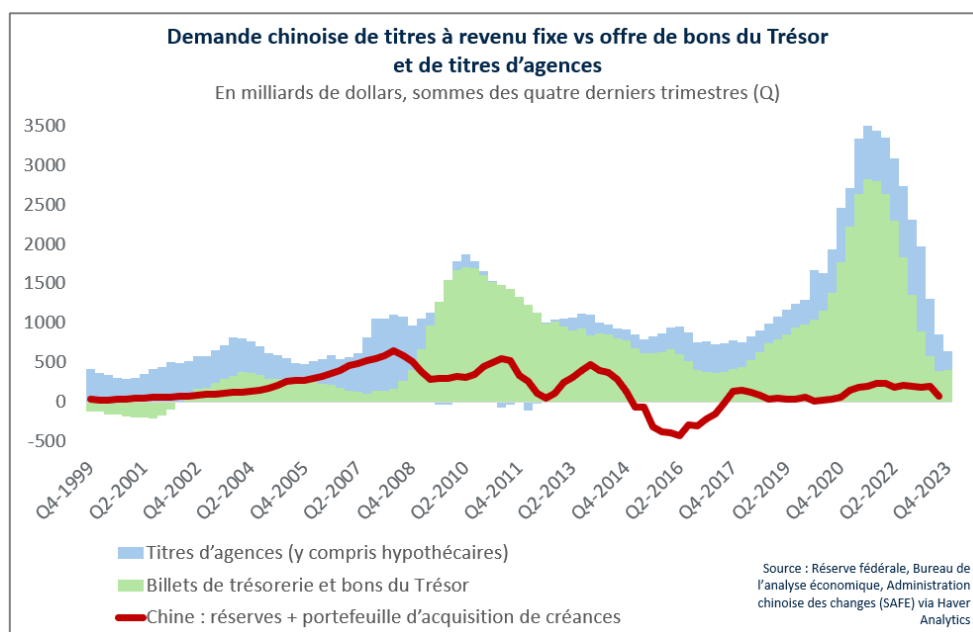
Ce montant aurait été plus élevé sans les 100 milliards de dollars transférés aux banques d'État en 2006 à travers des swaps de devises, les plus de 60 milliards de dollars transférés aux banques d'État dans le cadre d'une série de recapitalisations, et les plus de 200 milliards de dollars en devises que la Chine a demandé à ses banques d'État de détenir dans des

9. « Foreign Currency Reserves, 2004 », Banque populaire de Chine, Haver Analytics.

réserves obligatoires en 2007 et 2008. En comptant ces réserves plus ou moins dissimulées, les réserves de la Chine ont dépassé les 2 milliards de dollars, tandis que son PIB n'était alors que de 4 000 milliards de dollars¹⁰.

La demande chinoise en actifs financiers américains était tout aussi insatiable. Nous savons aujourd'hui que la Chine a commencé après 2005 à réduire la part, toujours croissante jusque-là, du dollar dans ses réserves (selon les données publiées dans les rapports annuels de l'administration chinoise des changes, la SAFE, la part de réserves en dollar détenue par la Chine est passée de 79 % en 2005 à près de 59 % en 2015). La Chine a ajouté environ 250 milliards (de dollars) à ses réserves en 2005, près de 300 milliards en 2006 et plus de 450 milliards en 2007 et 2008, de sorte que la SAFE a dû augmenter ses réserves en dollars d'environ 1 000 milliards de dollars en quatre ans¹¹.

Graphique 2 : Demande chinoise de titres à revenu fixe vs offre de bons du Trésor et de titres d'agences



La croissance des réserves chinoises a été rapide par rapport aux émissions nettes de billets par le Trésor américain au cours de ces mêmes années (respectivement 216 milliards de dollars, 203 milliards de dollars et 134 milliards de dollars au cours des exercices 2005, 2006 et 2007¹²). Ce détail financier, dont l'importance n'est pas toujours bien appréciée, permet

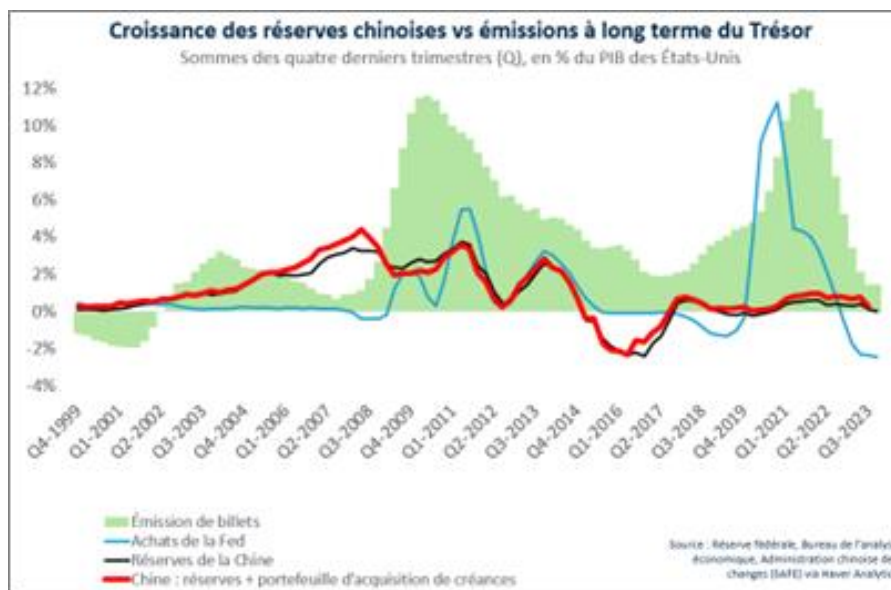
10. R. McGregor, « China Ponders its Foreign Exchange Riches », *Financial Times*, 24 septembre 2006, disponible sur : www.ft.com.

11. « Annual Balance of Payments Statistics », Fonds monétaire international, Haver Analytics.

12. « Quarterly Refunding Charts », Département du Trésor américain, Diaporama PowerPoint, 3 octobre 2006, diapositive 2, consulté le 26 mars 2024, disponible sur : <https://home.treasury.gov> ; « Quarterly Refunding Charts », Département du Trésor américain, Diaporama PowerPoint, 29 octobre 2007, diapositive 2, consulté le 26 mars 2024, disponible sur : <https://home.treasury.gov>.

d'expliquer pourquoi les flux de réserves, *via* des intermédiaires internationaux, ont fini par financer le marché immobilier américain¹³.

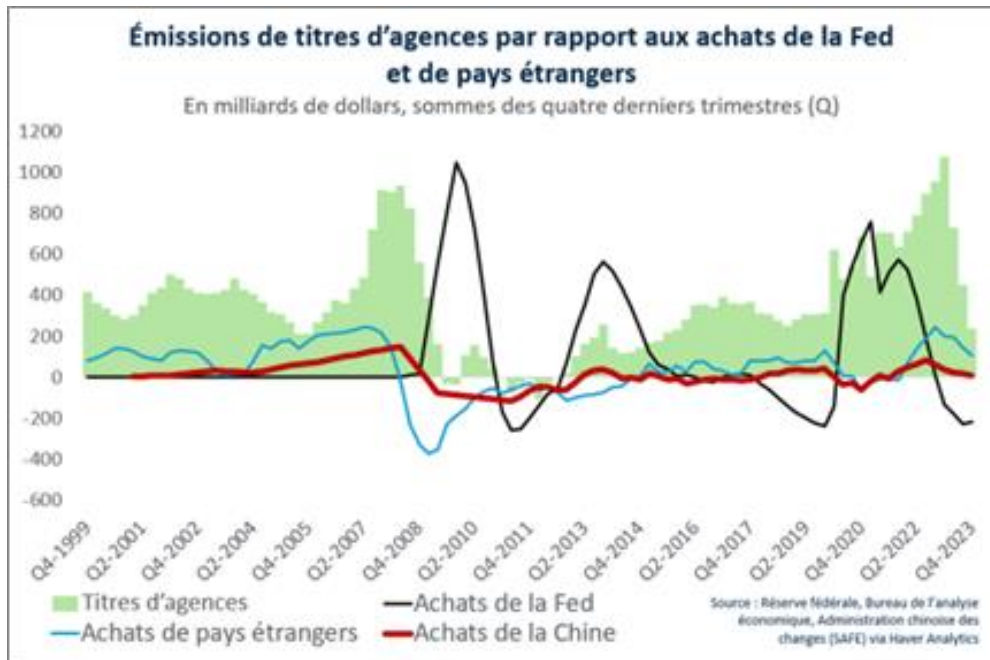
Graphique 3 : Croissance des réserves chinoises vs émissions à long terme du Trésor



À la question de savoir où, en dehors des bons du Trésor, elle pouvait placer ses réserves, la Chine a répondu en détenant un portefeuille toujours plus important d'obligations d'entreprises soutenues par l'État fédéral (GSEs, pour *government-sponsored enterprises*), également appelées titres d'agences. En réalité, à la moitié de l'année 2008, à la veille de la crise financière mondiale, la Chine détenait un peu plus de ces titres que de bons du Trésor, et ses avoirs en titres d'agences dépassaient 10 % de son PIB à la moitié de l'année 2008.

13. A. Brender et F. Pisani, « Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance », Bruxelles, Centre for European Policy Studies, 2010 ; B. Setser, « Capital Flows into the United States Ahead of the Great North American Financial Crisis », présenté à « The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect », Reykjavik, 30-31 août 2018, New York, Center for Financial Stability, 2018.

Graphique 4 : Émissions de titres d'agences par rapport aux achats de la Fed et de pays étrangers



Ce flux vers les titres d'agences n'a pas été très suivi ni bien compris à l'époque ; le discours public a eu tendance à se concentrer exclusivement sur les avoirs en bons du Trésor détenus par la Chine. Mais l'épreuve de stabilité la plus importante dans le cadre de « l'équilibre de la terreur financière » est apparue sur le marché des titres d'agences et non sur celui des bons du Trésor.

Hank Paulson au coeur de la tourmente

Hank Paulson a construit sa carrière à Goldman Sachs en grande partie sur les relations financières sino-américaines. Au cours des années qui ont séparé la crise financière asiatique de la crise financière mondiale (ou nord-atlantique), le gouvernement chinois, sous la houlette de la Banque populaire de Chine (BPC), a sollicité des investisseurs étrangers pour participer à la structure du capital des grandes banques commerciales d'État tout juste recapitalisées. Hank Paulson a personnellement conseillé les Chinois pendant cette période et, en 2006, Goldman Sachs a investi 2,6 milliards de dollars dans la Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) pour une participation à hauteur de 5,75 %. À l'époque, il s'agissait de l'investissement le plus important dans l'histoire de la société¹⁴.

Une relation tendue

Quand Paulson a accepté le poste de secrétaire au Trésor américain au cours du second mandat de George W. Bush, il espérait institutionnaliser les relations financières sino-américaines qu'il avait facilitées lorsqu'il était à la tête de la principale banque d'investissement des États-Unis. Au cours de l'été 2008, ces relations financières ont été mises à rude épreuve. Le ralentissement du marché immobilier aux États-Unis a exercé une forte pression sur le bilan financier des deux grandes GSE (les « agences ») qui soutenaient une part importante du marché hypothécaire américain : la Federal Home Loan Mortgage Corporation (« Freddie Mac ») et la Federal National Mortgage Association (« Fannie Mae »).

Paulson (tout comme la majeure partie de Wall Street) pensait que, pour pouvoir assurer la stabilité du marché de la dette des agences pendant que les États-Unis s'efforçaient de mettre au point un filet de sécurité pour le capital des agences, la Chine devait poursuivre ses achats de titres d'agences. La Chine a, semble-t-il, été surprise de découvrir que la sûreté de ses investissements américains dépendait de la volonté (et de la capacité) du gouvernement américain à soutenir les GSE et à veiller à ce qu'elles disposent d'un capital suffisant pour absorber les pertes liées à la crise de l'immobilier.

14. K. Linbaugh, « Goldman to Reap Handsome Profit on Chinese IPO », *Wall Street Journal*, 28 septembre 2006, disponible sur : www.wsj.com.

Alors même que les États-Unis craignaient que la Chine ne vende ses obligations américaines, mettant ainsi en péril la stabilité financière des États-Unis, la Chine craignait que la santé du bilan de sa banque centrale ne soit compromise si les États-Unis n'apportaient pas leur soutien aux GSE. C'est cet élément-là qui s'est avéré être le véritable point d'équilibre de la terreur financière. Selon Paulson¹⁵ :

« Si la Chine avait subi des pertes sur ses innombrables avoirs en obligations Fannie ou Freddie, cela aurait entraîné d'énormes problèmes politiques et une perte de confiance dans le gouvernement. »

De hauts fonctionnaires du Trésor, dont le sous-secrétaire chargé des Affaires internationales David McCormick, ont passé leur temps au téléphone à rassurer la SAFE chinoise durant l'été 2008. Ces craintes n'ont fait qu'augmenter lorsque Paulson a appris, lors des Jeux olympiques de Pékin, que la Russie se débarrassait de ses avoirs (alors considérables) en titres d'agences à court terme¹⁶ :

« Pendant mon séjour à Pékin, j'ai appris une nouvelle inquiétante : on m'a dit que des représentants russes avaient approché les Chinois au plus haut niveau pour leur suggérer de vendre conjointement certaines de leurs obligations GSE afin de forcer les États-Unis à déployer leurs dispositifs d'urgence pour soutenir les entreprises. Je ne savais pas à quel point les Russes étaient sérieux avec cette proposition qui aurait pu nuire aux GSE et aux marchés financiers [...]. Les Chinois avaient refusé de suivre ce plan et fait preuve d'une détermination admirable dans leur coopération avec notre gouvernement et dans le maintien de leurs avoirs en obligations américaines tout au long de la crise. »

Paulson a indiqué que la Chine avait promis de ne pas vendre ses avoirs et lui a attribué le mérite de ne pas avoir aggravé la situation financière des agences. Les données sont en fait plus ambiguës. Les avoirs chinois (principalement ceux de la SAFE) en titres d'agences ont culminé à 527 milliards de dollars en juin 2008 et semblent avoir légèrement baissé entre l'été 2008 et la fin de l'année 2008, lorsqu'ils sont tombés à 490 milliards de dollars, alors même que les réserves de la Chine continuaient d'augmenter. Cette diminution pourrait s'expliquer en grande partie par le roulement passif des titres d'agences déjà acquis ; elle n'implique pas nécessairement des ventes. Mais il ne fait aucun doute que la Chine a considérablement réduit ses avoirs en titres d'agences après le départ de Paulson, ces avoirs ayant rapidement chuté en 2009 et 2010 avant de se stabiliser autour de 200 milliards de dollars.

15. H. M. Paulson, *Dealing with China: An Insider Unmasks the New Economic Superpower*, New York, Twelve Books, 2015, p. 256.

16. *Ibid.*, p. 249-250.

Graphique 5 : Chine : avoirs en titres d'agences et bons du Trésor



Finalement, les États-Unis ont recapitalisé les GSE. En outre, la Réserve fédérale est entrée sur le marché pour acheter des obligations d'agences en 2009 et en 2010, ce qui a permis à la SAFE et à d'autres importants investisseurs étrangers sur le marché des obligations d'agences de réduire leurs risques. Les États-Unis ont ainsi fourni à la Chine, par l'intermédiaire de la Réserve fédérale et du Trésor américain, des liquidités (la possibilité de vendre leurs obligations sans que le marché ne se retourne contre eux) et ont respecté l'engagement conclu en privé par Paulson, après avoir personnellement examiné le plan de sauvetage des agences, selon lequel l'investisseur public chinois ne subirait pas de pertes¹⁷ :

« Plus tard dans la journée j'ai appelé Zhou Xiaochuan et Wang Qishan pour leur expliquer notre décision [de fournir un soutien en capital pouvant aller jusqu'à 100 milliards de dollars pour Freddie et Fannie]. Dès le début de la crise, nous avons décidé d'être francs en cas de problème, et ils nous ont fait confiance et ont contribué à stabiliser les marchés à un moment difficile [...]. "Vos investissements sont entre de bonnes mains". »

Comme la plupart des grands acteurs du marché, la Chine était exposée aux institutions financières américaines en difficulté à plusieurs niveaux. Lors d'un incident aujourd'hui largement oublié à Washington, mais dont on se souvient encore certainement dans certains cercles en Chine, le nouveau fonds souverain de la Chine, le China Investment Corporation

17. *Ibid.*, p. 251-252.

(CIC), avait placé 5 milliards de dollars de son apport initial dans un « Reserve Primary », un fonds du marché monétaire. Il s'est avéré que ce Reserve Primary était investi en grande partie dans des titres de créance à court terme de Lehman Brothers, au point qu'après la faillite de cette dernière, la valeur de ce « fonds monétaire sécurisé » est tombée en dessous de sa valeur d'achat (« *it broke the buck* »), occasionnant des pertes sèches pour les investisseurs.

Ces pertes ont incité d'autres institutions chinoises à limiter leur exposition aux banques américaines avant que la BPC, encouragée par Paulson, n'intervienne¹⁸ :

« Dave McCormick, [sous-secrétaire au Trésor] s'est précipité dans mon bureau pour m'annoncer : “J'ai une très mauvaise nouvelle. Les Chinois déplacent leur argent.” [... Après la “Reserve Primary”,] Dave avait commencé à entendre à Wall Street que des banques chinoises inquiètes avaient retiré d'importantes sommes du marché monétaire. Nous avons également entendu dire que les Chinois se retiraient des financements garantis au jour le jour, par crainte du risque de contrepartie. Ils avaient par ailleurs commencé à raccourcir l'échéance de leurs avoirs en GSE. Nous ne savions pas trop quoi penser de tout cela, mais les implications étaient de mauvais augure... J'ai demandé à Dave de trouver ce qu'il se passait. »

Le gouverneur Zhou a ensuite indiqué que les institutions chinoises étaient en effet en train de se retirer, mais il a assuré au Trésor américain que cela ne se faisait pas de manière coordonnée. Il a également dit aux États-Unis que les Chinois allaient « [...] donner des directives, notamment en ce qui concerne les financements au jour le jour et leur retrait du fonds de réserve », même si les États-Unis avaient déjà garanti les fonds du marché monétaire. Peu de temps après, les institutions chinoises inquiètes ont fait marche arrière¹⁹.

La diplomatie financière à la rescousse ?

Sans surprise, Paulson a conclu que la Chine avait été une force stabilisatrice sur le marché au cours de l'année 2008, en partie grâce à la diplomatie du Trésor américain²⁰ :

« Certes je ne peux établir un rapport direct entre la confiance personnelle et les échanges informels fréquents qui ont eu lieu dans le cadre des discussions du [Dialogue économique et stratégique], et la retenue de la Chine pendant la crise financière, mais il ne fait aucun doute dans mon esprit qu'il y a

18. *Ibid.*, p. 254.

19. *Ibid.*, p. 254.

20. *Ibid.*, 256.

un lien. Ce succès ne figurait peut-être pas dans la liste des objectifs, mais on ne saurait trop insister sur son importance dans une période difficile pour les États-Unis. »

Plus généralement, le sauvetage des GSE, ainsi que celui du marché monétaire, semble donc être un parfait exemple d'une situation dans laquelle la Chine a exercé une pression en tant que créancier. Le gouvernement américain a pris une série de mesures qui ont eu pour effet de protéger la valeur des principaux investissements de la Chine aux États-Unis et a fait savoir aux décideurs chinois que les États-Unis comprenaient leurs intérêts financiers, étant clairement convaincus que les actions de la Chine pouvaient avoir un impact sur l'état du marché américain. Wang Qishan a déclaré à Paulson : « Nous observons cela de très près. Nous voulons nous assurer que vous allez protéger nos intérêts financiers.²¹ »

La réalité est cependant plus complexe. Le sauvetage fédéral des GSE a été déterminé par plusieurs facteurs. La Chine était certes un créancier important, détenant près de 7 % de l'encours de leur dette. Toutefois, le système financier américain en détenait une part bien plus importante. En outre, les GSE jouaient un rôle central dans l'octroi de prêts hypothécaires aux États-Unis, en particulier après l'effondrement de l'activité de titrisation des actifs « private label » pendant la crise. De manière réaliste, la recapitalisation des GSE était prévisible quel que soit le détenteur de leurs obligations. Ces institutions sont tout simplement trop grosses (et trop importantes pour le système financier américain) pour faire faillite.

De même, le soutien que le gouvernement américain a apporté au secteur des fonds du marché monétaire n'était pas principalement motivé par la nécessité de protéger les flux de capitaux chinois aux États-Unis. Les investisseurs nationaux étaient des sources de financement bien plus importantes pour les marchés monétaires, et l'effondrement des fonds du marché monétaire aurait eu un impact dévastateur sur de nombreuses institutions financières américaines et européennes qui en dépendaient pour leur financement à court terme²².

Pourtant, il ne fait aucun doute que la crainte que la Chine vende ait occupé une place importante dans l'esprit du secrétaire au Trésor Paulson tout au long de l'été et de l'automne 2008. L'expérience de Paulson l'a rendu particulièrement sensible aux préoccupations chinoises et a sans doute participé à renforcer l'influence de la Chine.

21. B. Davis et L. Wei, *Superpower Showdown: How the Battle Between Trump and Xi Threatens a New Cold War*, New York, Harper Business, 2020, p. 129.

22. T. F. Geithner, *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, New York, Crown Publishing Group, 2015.

Si l'on met de côté ces contingences historiques, il s'agit du parfait exemple d'une situation dans laquelle la menace (réelle ou supposée) de la vente de ses titres par la Chine a eu un impact sur la politique américaine. Hank Paulson l'a affirmé à plusieurs reprises²³ :

« Notre capacité à communiquer et à nous coordonner avec les principaux dirigeants chinois 24 heures sur 24, 7 jours sur 7, au plus fort de la crise, nous a grandement aidés à éviter une autre Grande Dépression car la Chine était un important détenteur de titres de sociétés, de banques, de Fannie Mae et de Freddie Mac. »

Mais les leçons à tirer pour les États-Unis sont peut-être encore plus importantes. Le recours intensif à la diplomatie n'a pas permis d'éviter toutes les ventes chinoises. La Chine a sans aucun doute apprécié les appels réguliers du sous-secrétaire au Trésor, David McCormick, mais elle a quand même décidé de réduire son exposition aux obligations d'agences, même si elle a initialement évité les ventes directes. En fin de compte, ce n'est pas la volonté de la Chine d'acheter en pleine crise qui a permis de soutenir le marché des obligations d'agences, mais plutôt la capacité fiscale du Trésor américain combinée à la capacité de la Réserve fédérale à acheter des obligations d'agences. L'assouplissement quantitatif est aujourd'hui largement associé aux achats de titres du Trésor, mais le « QE1 » était bien plus axé sur les achats de titres d'agences²⁴.

Le déséquilibre dévoilé

Quelles conclusions tirer de cette époque caractérisée par un financement toujours plus important des États-Unis par la Chine, ou par ce que l'on pourrait appeler une escalade constante dans l'équilibre de la terreur financière ?

Tout d'abord, cette période a mal fini pour les États-Unis, mais pas pour les raisons initialement redoutées ; le problème n'est pas que la Chine aurait cessé d'acheter des obligations américaines, mais bien plutôt que la demande chinoise d'actifs américains sûrs (liée à sa propre monnaie sous-évaluée) a créé une pénurie d'actifs sûrs qui a incité les acteurs financiers aux États-Unis et en Europe à rechercher des rendements *via* le marché hypothécaire américain. « Les chaînes d'intermédiation financière se sont rompues » avant que l'ère de la terreur financière ne prenne fin. La capacité des acteurs autres que le gouvernement américain à créer des actifs sûrs

23. B. Davis et L. Wei, *Superpower Showdown*, *op. cit.*, p. 130.

24. A. Krishnamurthy et A. Vissing-Jorgensen, « The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy », Washington, D.C., Brookings Institution, 2011.

était limitée. Les déficits extérieurs importants n'étaient en réalité pas un signe de force²⁵.

Les États-Unis ont également appris qu'ils pouvaient s'adapter à une réduction de la demande chinoise pour la deuxième catégorie la plus importante d'obligations américaines. La Réserve fédérale a dû adopter un ensemble de mesures qui ont abouti à un bilan plus flexible (QE1) afin d'éviter un élargissement des spreads des obligations d'agence et un effondrement global du marché hypothécaire. Mais les obligations d'agences ont fini par se redresser et les prêts hypothécaires garantis par les GSE ont conservé leur place centrale dans le système financier américain, même si les banques centrales étrangères ne sont pas revenues sur le marché.

Bien sûr, la participation étrangère au marché du Trésor est beaucoup plus importante, mais la même conclusion générale s'impose : pour les obligations qu'elle peut acheter, la Réserve fédérale peut garantir que les taux américains à long terme soient principalement déterminés par les prévisions d'évolution des taux américains à court terme, et non par les prévisions de volume de la demande étrangère. L'impact de l'intervention de la Fed en tant qu'acheteur sur le marché est aujourd'hui évident, mais il s'agit d'une possibilité que beaucoup d'observateurs, moi y compris, n'avaient pas envisagé avant l'automne 2008. Les vagues ultérieures d'achats d'actifs, y compris les interventions de la Réserve fédérale au cours de la pandémie mondiale, ont démontré que les achats de bons du Trésor par la Réserve fédérale peuvent largement dépasser les ventes potentielles de la Chine.

En outre, l'impact global d'un retrait coordonné des bons du Trésor américain pour faire pression sur les États-Unis, que ce soit pour des motifs économiques ou de politique étrangère, n'a pas vraiment pu être évalué. Le « stress test » a consisté à délaissier les obligations d'agences et les dépôts bancaires au profit des bons du Trésor. Le dollar a connu un rebond pendant la crise, bien que cela ait davantage été dû aux opérations de portage réalisées en dollar qu'à une augmentation de la demande d'actifs américains. Le volume des créances étrangères sur les États-Unis a en fait baissé, mais c'est également le cas pour les créances bancaires américaines sur le reste du monde²⁶. En réalité, après l'effondrement de la demande américaine et après que la Réserve fédérale a ramené ses taux directeurs à zéro, de nombreuses économies exportatrices étaient encore moins disposées à accepter une appréciation de leur monnaie par rapport au

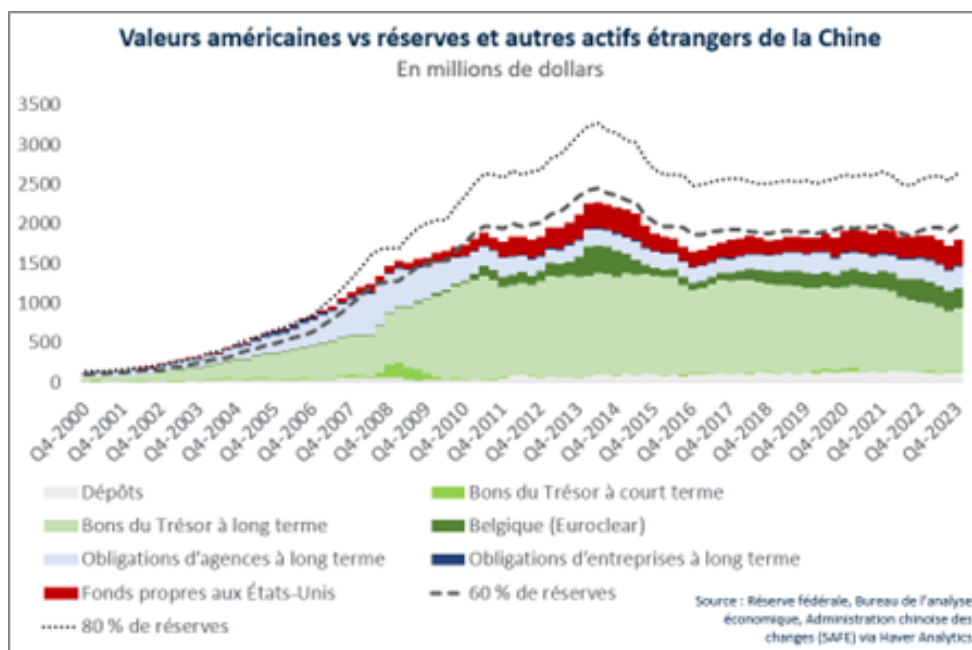
25. B. Setser, « Capital Flows into the United States Ahead of the Great North American Financial Crisis », *op. cit.*

26. B. Setser, « Three Sudden Stops and a Surge », *Follow the Money*, Council on Foreign Relations, 20 septembre 2018, disponible sur : www.cfr.org.

dollar et ont renforcé leur intervention, ce qui a entraîné une reprise rapide de la demande d'obligations américaines de la part des banques centrales.

Enfin, la Chine semble être arrivée à la conclusion que le levier stratégique dont elle a bénéficié grâce à ses importants avoirs en obligations américaines a été contrebalancé par le coût politique qu'elle a dû supporter en plaçant une si grande partie de l'épargne de ses citoyens dans des actifs financiers américains. Les responsables politiques chinois ont pris conscience que la valeur de leurs obligations d'agences dépendait en dernière instance des actions des États-Unis, et que les obligations d'agences n'étaient donc pas aussi sûres que le croyait la SAFE.

Graphique 6 : Valeurs américaines vs réserves et autres actifs étrangers de la Chine



Après avoir réorienté son portefeuille vers les bons du Trésor pendant la crise financière mondiale, la Chine s'est plainte du fait que la politique budgétaire américaine inondait le marché mondial d'un nombre trop élevé d'obligations tandis que la Réserve fédérale ajoutait trop de dollars à la masse monétaire mondiale, réduisant ainsi la valeur des avoirs de la Chine²⁷.

27. G. Dyer, « Wen "Worried" About China's US Assets », *Financial Times*, 13 mars 2009, disponible sur : www.ft.com ; A. Batson et A. Browne, « Wen Voices Concern Over China's U.S. Treasuries », *Wall Street Journal*, 13 mars 2009, disponible sur : www.wsj.com ; Z. Z. Liu, *Sovereign Funds*, Cambridge, Harvard University Press, 2023, p. 58-59. Liu écrit : « Les autres propositions reflétaient toutes une certaine inquiétude quant à la concentration des investissements chinois, jugée trop élevée, dans les bons du Trésor. Les économistes chinois considéraient que la situation était risquée pour deux raisons principales. La première était le risque de perte d'investissements causée par la chute de la valeur du

Graphique 7 : Chine : flux de réserves vs flux aux États-Unis



dollar américain. Entre 2002 et 2006, le dollar américain s'est déprécié d'environ 25 % par rapport à un panier d'autres devises principales. La deuxième raison était le rendement extrêmement faible des bons du Trésor américain, qui imposait un manque à gagner à la Chine. Depuis les années 1980, le rendement des bons du Trésor américain par rapport à presque toutes les autres catégories d'actifs était en déclin quasi perpétuel. »

Les Nouvelles routes de la soie : l'alternative chinoise aux bons du Trésor

Aujourd'hui, la part des bons du Trésor dans les actifs étrangers détenus par l'État chinois est relativement faible. En 2022, l'ensemble des actifs étrangers détenus par la Chine (en comptant les actifs des banques commerciales d'État, des banques de prêts politiques et du CIC, ainsi que les actifs de réserve de la SAFE) s'élevaient à environ 6 000 milliards de dollars. Les avoirs déclarés de la Chine en bons du Trésor, plus les bons du Trésor détenus dans Euroclear (un dépositaire belge) s'élèvent à environ 1 000 milliards de dollars²⁸.

La faible part des bons du Trésor dans le vaste portefeuille de l'État chinois n'est pas due au hasard. Comme le montrent les travaux de Zoe Liu, déjà avant la crise financière mondiale, les responsables politiques chinois s'inquiétaient du fait que les importantes réserves chinoises d'obligations américaines constituaient une vulnérabilité sur le plan de la politique intérieure. Les dirigeants chinois s'inquiétaient que l'on puisse considérer dans le pays que la Chine finançait des politiques américaines douteuses²⁹. Entre 2006 et 2010, la Chine est arrivée à la conclusion qu'elle avait mieux à faire avec son portefeuille étranger que de financer le Trésor américain et de se faire critiquer à la fois par le Trésor chinois (pour avoir acheté des dollars sur le marché des changes) et par les nationalistes chinois (pour avoir tant financé le gouvernement du rival stratégique de la Chine).

La Chine se diversifie

La création du fonds souverain CIC et, surtout, la décision de « diversifier » les réserves de la SAFE en fournissant des fonds aux banques de prêts politiques afin qu'elles soutiennent l'initiative des Nouvelles routes de la soie, ont été motivées par la volonté des responsables politiques chinois de trouver des alternatives au marché du Trésor³⁰.

28. B. Setser, « How to Hide Your Foreign Exchange Reserves – A User's Guide », *Follow the Money*, Council on Foreign Relations, 29 juin 2023, disponible sur : www.cfr.org.

29. Z. Z. Liu, *Sovereign Funds*, *op. cit.*, p. 61-62.

30. B. Setser, « How to Hide Your Foreign Exchange Reserves – A User's Guide », *op. cit.*

L'étude de Zoe Liu sur les fonds souverains chinois montre qu'il s'agit d'une décision très réfléchie, prise après de longues délibérations et débats internes³¹ :

« En mars 2011, les réserves ont dépassé pour la première fois les 3 000 milliards de dollars, ce qui est de loin le montant le plus élevé détenu par une banque centrale dans l'histoire moderne. Les appels nationaux à utiliser les réserves pour soutenir le développement économique et social se sont multipliés. L'argument le plus convaincant était que le meilleur moyen de réduire les coûts d'opportunité liés à la détention de réserves excédentaires en bons du Trésor américain était d'investir dans des actifs stratégiques à l'étranger. Les principaux responsables politiques chinois ont exprimé publiquement leurs préoccupations concernant les réserves excédentaires de la Chine et les coûts d'opportunité croissants des stratégies de gestion traditionnelles. Les banquiers centraux, tels que le gouverneur Zhou, ne se sont plus limités aux idées reçues selon lesquelles l'achat de bons du Trésor constitue le meilleur moyen d'investir dans les réserves. Le gouverneur Zhou a reconnu publiquement que les réserves de la Chine avaient déjà dépassé leur niveau optimal, qu'il était impératif de diversifier les réserves et que le CIC était un exemple pertinent à suivre. »

En d'autres termes, la Chine a conclu qu'elle pouvait minimiser sur le plan national le risque politique créé par ce qui s'apparentait à un financement des politiques américaines tout en augmentant son influence géopolitique, en dirigeant ses fonds via ses banques de prêts politiques et ses fonds souverains vers de nombreux marchés émergents à faible revenu. La volonté d'acquérir des actifs stratégiques a contribué à motiver la création du CIC avant la crise financière mondiale. Comme l'écrit Liu³² :

« [...] le lancement du CIC a été [...] un autre reflet de la volonté de l'État-parti de prendre des risques et d'utiliser la puissance financière chinoise pour orienter les marchés mondiaux. L'objectif est de transformer les réserves de devises de la Chine en actifs stratégiques à l'étranger et de rechercher des rendements financiers et politiques plus élevés sur les investissements. »

Après la crise, une motivation similaire a sous-tendu la décision de transformer les banques de prêts politiques en concurrents des banques multilatérales de développement (notamment la Banque mondiale). D'après Li Hongyan, un représentant de la SAFE cité par Liu, « la création de banques de prêts politiques et de fonds souverains assure un mécanisme

31. Z. Z. Liu, *Sovereign Funds*, op. cit., p. 153.

32. *Ibid.*, p. 91.

durable permettant de mettre les réserves de change de la Chine au service de stratégies nationales chinoises³³. »

Cette évolution était prévisible³⁴. Si la portée politique exacte des vastes campagnes de prêts politiques et des investissements stratégiques chinois provenant de divers fonds d'investissement d'État peut être discutée, leur ampleur est réellement impressionnante :

- Le CIC a un portefeuille étranger largement supérieur à 300 milliards de dollars.
- L'Export-Import Bank of China (Exim) a prêté 500 milliards de dollars, soit plus que ce que la Banque mondiale a prêté en 70 ans d'existence³⁵.
- Les prêts de la China Development Bank (CDB), bien que leur structure soit un peu différente (leurs taux sont généralement plus élevés), sont d'une ampleur comparable, de sorte que de 2010 à 2020, les prêteurs publics chinois ont prêté à peu près autant, en net sur dix ans, que toutes les banques multilatérales de développement du monde en 70 ans³⁶.
- Les rapports les plus récents d'AidData font état d'un total de prêts s'élevant à 900 milliards de dollars de la part de la CDB et d'Exim, une somme comparable aux prêts du Trésor chinois³⁷.
- Le Fonds de la route de la soie (Silk Road Fund), le Fonds de développement sino-africain et le Fonds de coopération Chine-Amérique latine-Caraïbes (LAC) ont tous été créés au cours des vingt dernières années.

33. *Ibid.*, p. 68.

34. B. Setser, « Sovereign Wealth and Sovereign Power: The Strategic Consequences of American Indebtedness », New York, Council on Foreign Relations, 2008.

35. O. Moses, I. Ratan et L. Engel, « FAQs: Data Analysis on Chinese Overseas Lending and Development Finance », Boston University Global Development Policy Center, 2023, disponible sur : www.bu.edu.

36. « Global Chinese Development Finance Dataset, Version 3.0 », AidData, 6 novembre 2023, disponible sur : www.aiddata.org.

37. « China as an International Lender of Last Resort Dataset, Version 1.0.1 », AidData, 27 mars 2023, disponible sur : www.aiddata.org.

Graphique 8 : Prêts extraterritoriaux chinois



Il serait donc erroné d'interpréter les efforts de la Chine pour transformer ses vastes ressources financières acquises grâce à son excédent extérieur prolongé en levier politique et stratégique uniquement comme une tentative d'influencer la politique américaine. Au fil du temps, la stratégie financière de la Chine a délaissé l'achat d'actifs américains classiques de réserve au profit d'une utilisation de son excédent de réserves de change pour se tisser un réseau de liens qui a consolidé sa place de rival mondial des États-Unis. Ces liens financiers ont fortement incité, au moins dans un premier temps, les pays bénéficiaires de financements chinois à offrir à la Chine le « respect » qu'elle souhaite tant acquérir et à éviter de remettre directement en cause les intérêts fondamentaux de la Chine³⁸.

L'inconvénient de prêter massivement

Il est toujours facile pour un banquier de se faire des amis lorsque la banque prête sans compter. Le défi pour la Chine aujourd'hui n'est pas tant de prêter que de se faire rembourser.

Si certains pays comme le Laos, qui ont emprunté presque exclusivement à la Chine, ont pu résoudre leurs problèmes d'endettement par des négociations bilatérales directes avec les créanciers chinois, la plupart ont emprunté à plusieurs créanciers et ont donc dû chercher à obtenir un allègement de leur dette auprès de divers créanciers, et pas seulement de la Chine. Pour ce faire, ils ont généralement dû passer par les

38. D. Brautigam, *The Dragon's Gift: The Real Story of China in Africa*, Oxford, Oxford University Press, 2011.

structures traditionnelles de gestion des difficultés financières internationales, centrées autour du Fonds monétaire international (FMI).

Par conséquent, l'influence de la Chine s'est affaiblie à la fois en Zambie et au Sri Lanka après que ces pays ont fait défaut sur les prêts chinois. Des dettes auparavant dissimulées ont dû être signalées de manière transparente, et la Chine a dû négocier la restructuration de ses créances, soit conjointement avec d'autres créanciers (comme dans le cas de la Zambie), soit en parallèle avec d'autres créanciers (Sri Lanka). Les paramètres généraux de la restructuration ont été fixés non pas par les prêteurs chinois, mais par le FMI.

Inverser la vulnérabilité : les sanctions comme source d'influence

Les États-Unis, qui dépendent de l'arrivée de capitaux extérieurs pour couvrir leur déficit extérieur permanent à un taux raisonnable, ont souvent bénéficié d'un afflux de capitaux étrangers sur leur marché obligataire. La vulnérabilité des États-Unis est par conséquent de voir les nouveaux flux financiers se tarir.

À l'inverse, les créanciers attendent d'un pays débiteur qu'il préserve la valeur de leurs investissements et leur permette finalement de récupérer leur argent. Bien sûr, ce sont généralement les entrées de capitaux d'un autre créancier qui permettent au créancier d'être payé, et non des excédents prolongés. Mais l'idée essentielle est que les créanciers mettent leur capital en péril lorsqu'ils accordent un crédit et qu'un flux régulier de crédit dote le créancier d'un stock important de créances sur le pays emprunteur.

Depuis longtemps, les États-Unis se servent du rôle central du dollar dans un grand nombre de transactions internationales comme d'un levier. Les limites imposées à un pays quant à l'utilisation du dollar le coupent du principal réseau utilisé pour les paiements internationaux et, en menaçant les banques qui utilisent une autre devise pour effectuer des transactions avec une entité sanctionnée de leur retirer l'accès aux paiements en dollars, la portée des sanctions s'est renforcée.

Le pouvoir de sanction des États-Unis comprend également la capacité d'immobiliser (ou de geler) les avoirs en dollars détenus par une entité sanctionnée, transformant ainsi les avoirs étrangers en dollars en une source de pression potentielle. Comme le résume Daniel McDowell³⁹ :

« Pour reprendre une expression célèbre de la secrétaire d'État américaine Madeline Albright, le dollar est la devise indispensable à la finance mondiale et au commerce mondial. Si Washington souhaite empêcher une entité étrangère d'accéder à ses actifs en dollars ou l'empêcher d'effectuer une transaction transfrontalière en utilisant des dollars, il peut le faire d'un simple coup de plume présidentielle. »

39. D. McDowell, *Bucking the Buck*, Oxford, Oxford University Press, 2023, p. 19.

Le développement des sanctions comme armes financières

La structure moderne des sanctions américaines a commencé à prendre forme lorsque les États-Unis ont cherché à convaincre l'Iran de renoncer à son programme nucléaire, et s'est consolidée à travers les mesures punitives prises à l'encontre de la Russie suite à l'invasion de la Crimée en 2014, puis de l'Ukraine en 2022. Ces mesures ont notamment consisté à empêcher les banques et les entreprises d'État d'accéder à de nouveaux financements en dollars (et, compte tenu de la participation totale du G7 à ces sanctions, d'accéder à des financements en euros) en 2014, puis à immobiliser les réserves russes en dollars et en euros ainsi que d'autres actifs offshore de l'État russe. Étant donné l'excédent structurel de la balance commerciale de la Chine, ses vastes réserves, sa taille et son importance mondiale, l'exemple russe revêt une importance particulière pour toute analyse du degré de vulnérabilité de la Chine aux sanctions.

Tout comme les responsables politiques russes ont cherché à réduire leur vulnérabilité aux sanctions unilatérales des États-Unis en diversifiant leurs réserves et en se distanciant du dollar (ainsi qu'en se retirant des banques de dépôt américaines) après que les États-Unis ont manifesté leur volonté de geler les réserves des banques centrales libyenne et iranienne, les responsables politiques chinois doivent être conscients que leurs actifs de réserve (et les opérations à l'étranger des grandes banques d'État chinoises) pourraient devenir des pions dans un jeu géopolitique de plus grande ampleur⁴⁰. McDowell énonce clairement cette réalité brutale : « La domination du dollar donne aux États-Unis la capacité inégalée de couper les acteurs étrangers de leurs avoirs en dollars et du système financier international basé sur le dollar⁴¹. »

Les acteurs étatiques chinois sont vulnérables face au refus d'accès à de nouveaux financements en dollar ou en euros, ainsi qu'au gel des avoirs. Le refus de nouveaux financements a représenté la majeure partie des sanctions imposées aux banques d'État russes et aux compagnies pétrolières d'État russes après l'invasion de la Crimée en 2014. Ces sanctions obligent une institution financière étatique à puiser dans ses actifs existants pour rembourser ses dettes, à obtenir un financement d'urgence auprès de la banque centrale, à vendre des devises nationales pour acheter des devises étrangères (exerçant ainsi une pression sur le taux de change), ou simplement à faire défaut et à remettre tous ses actifs extérieurs à ses créanciers.

40. *Ibid.*, p. 48-49. McDowell écrit : « La démonstration par Washington de sa volonté et de sa capacité à geler les réserves des banques centrales [en Lybie et en Iran] a marqué les responsables politiques russes de manière indélébile. L'attrait du dollar en tant que monnaie de réserve a rapidement décliné ».

41. *Ibid.*, p. 9.

Le pari de ces sanctions était que la Russie choisirait d'utiliser ses réserves pour assurer les paiements plutôt que de se retrouver en défaut de paiement, et c'est effectivement ce qu'elle a fait. Paradoxalement, l'accès à un stock important d'actifs étrangers (non sanctionnés), notamment les réserves d'une banque centrale, constitue la meilleure parade aux sanctions. Le financement en devises étrangères de la banque centrale remplace le financement externe ; la banque d'État ou l'entreprise sanctionnée est largement protégée de tout effet négatif.

Le point de vue chinois

Du point de vue de la Chine, les sanctions qui ont empêché les banques russes et, surtout, le gouvernement russe, d'accéder à leurs avoirs en dollars et en euros comportent des risques encore plus importants. Le G7 a agi collectivement pour geler les actifs extérieurs d'une partie importante du système bancaire public russe et environ 300 milliards de dollars d'actifs de la banque centrale russe. Lorsqu'un pays perd l'accès à ses actifs financiers et à ses réserves, les actifs étrangers deviennent, du moins en théorie, un handicap sur le plan politique : le pays dont les actifs ont été gelés est contraint de négocier pour en récupérer l'accès. Cela ouvre potentiellement la voie à la saisie des réserves du pays et à un transfert de propriété.

Ces différents régimes de sanctions posent un dilemme aux pays comme la Chine. Les importantes réserves que la Chine considère depuis longtemps comme une protection contre les pressions financières de l'étranger créent une source de vulnérabilité difficile à éviter en cas de « gel ». En d'autres termes, les avoirs de la Chine en obligations libellées en dollars commencent à ressembler moins à un levier que la Chine pourrait actionner pour faire pression sur les États-Unis qu'à un otage financier que les États-Unis pourraient utiliser en cas d'escalade des tensions autour de Taïwan.

Il est particulièrement difficile pour la Chine de simplement réduire son portefeuille d'actifs étrangers parce qu'il n'y a pas d'autre économie de taille comparable dans son bloc qui pourrait absorber ses 5 000 à 6 000 milliards de dollars d'actifs étrangers. La Chine ne peut pas détenir une partie de ses actifs étrangers en Chine, il lui manque donc de manière critique un moyen de diversification qui existe pour des pays comme la Russie⁴².

En outre, grâce à l'initiative des Nouvelles routes de la soie, la Chine a déjà diversifié une part importante de ses réserves au détriment des actifs américains. Bien sûr, cette décision a créé d'autres sources de

42. C. Weiss, « Geopolitics and the U.S. Dollar's Future as a Reserve Currency », Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve, 2022.

vulnérabilité étant donné les difficultés rencontrées par certains pays pour rembourser leurs prêts à la CDB et à l'Exim⁴³. La Chine est, on s'en doute, consciente de ce dilemme.

Après le gel des réserves de la Russie dans les pays du G7, la banque centrale chinoise aurait réuni un groupe de banquiers pour réfléchir à des moyens de minimiser les risques de sanction⁴⁴. Il n'est cependant pas certain que la Chine puisse faire beaucoup plus que ce qu'elle a déjà fait. Passer du dollar à l'euro n'offre aucune protection si le G7 agit de façon collective, et avec une balance courante excédentaire, la Chine ne peut réduire ses avoirs de réserve que si elle puise dans ses réserves pour couvrir d'importantes sorties de capitaux privés de la Chine. Après le gel des avoirs étrangers de plusieurs banques d'État et de la banque centrale russes, il n'y a pas eu de changement notable dans le portefeuille étranger de l'État chinois. La réduction des bons du Trésor détenus par la Chine par l'intermédiaire de dépositaires américains, qui a alimenté bon nombre de discussions, a été largement contrebalancée par une augmentation de ses avoirs en obligations d'agences détenues aux États-Unis et par la hausse probable des bons du Trésor qu'elle détient par l'intermédiaire de dépositaires offshores tels qu'Euroclear.

Il convient de souligner que dans le cas de la Chine, l'ensemble des actifs étrangers susceptibles de faire l'objet de sanctions va bien au-delà des réserves de la banque centrale. Le CIC possède 300 milliards de dollars d'actifs étrangers et les banques commerciales d'État en détiennent 1 200 milliards de dollars. Les données de la Banque des règlements internationaux relatives aux créances des banques chinoises sur des contreparties extérieures (un ensemble de données qui comprend les deux principales banques de prêts politiques ainsi que les banques commerciales) affichent 2 500 milliards de dollars d'actifs étrangers⁴⁵.

La principale parade de la Chine ne consiste pas à protéger ses actifs existants, mais à faire en sorte que ses stocks d'actifs à l'étranger occupent une place moins centrale dans sa capacité à effectuer des transactions internationales. L'utilisation du renminbi plutôt que du dollar ou de l'euro pour les paiements extérieurs lui permettrait de régler les paiements commerciaux sans toucher au dollar ni à l'euro, et sans avoir à utiliser ses actifs étrangers.

43. A. Gelpern, S. Horn, S. Morris *et al.*, « How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments », Williamsburg, AidData, 2021.

44. S. Yu, « China Meets Banks to Discuss Protecting Assets from U.S. Sanctions », *Financial Times*, 30 avril 2022, disponible sur : www.ft.com.

45. Banque des règlements internationaux, « Locational Banking Statistics », consulté le 8 avril 2024, disponible sur : <https://data.bis.org>.

La Chine a sans aucun doute suivi cette voie, bien que son succès, en dehors des paiements avec la Russie, ait été limité par la réticence de nombreuses contreparties à accepter des paiements en yuan (étant donné la difficulté d'utiliser le yuan en dehors de la Chine), ainsi que par le fait que les avoirs en yuans pourraient eux-mêmes devenir une arme stratégique.

Conclusion

Les déséquilibres commerciaux persistants ont créé de multiples formes d'interdépendance financière asymétrique qui dotent chaque partie d'un levier potentiel. En l'absence de nouveaux flux de capitaux en provenance de Chine, les États-Unis seraient contraints de s'adapter, tandis que la Chine serait exposée à de lourdes pertes sur son stock considérable de créances existantes. Il est toutefois difficile d'actionner ce levier, car toute menace financière forte comporte un risque de dommage collatéral important ; et la Réserve fédérale exerce plus d'influence sur les marchés du Trésor et des titres d'agences que la SAFE chinoise.

Les créances de la Chine sur les États-Unis restent importantes, mais elles ne le sont plus autant qu'avant. Aujourd'hui, la Chine n'est plus un gros acheteur net de bons du Trésor, seulement un important détenteur de titres acquis précédemment. En outre, les créances de la Chine représentent une part moins importante de l'économie chinoise que par le passé. Au milieu de l'année 2008, les avoirs tangibles de la Chine en actifs financiers américains représentaient 30 % de son PIB. À la fin de l'année 2023, ce chiffre était inférieur à 10 % de son PIB. L'exposition de la Chine aux marchés financiers américains n'est pas toujours visible, que ce soit auparavant ou aujourd'hui, mais la tendance générale est claire. La Chine s'est diversifiée et détient des réserves plus modestes que par le passé relativement à la taille de son économie.

Il est cependant aussi important de noter qu'en cas de crise, les pays n'ont pas tant besoin d'un accès à des financements extérieurs que d'un accès à des biens et des services réels. Le principal moyen de pression de la Chine dans une relation économique interdépendante pourrait bien ne pas être tant l'important stock d'actifs financiers contrôlés par l'État chinois que les difficultés à trouver une alternative aux composants et à l'assemblage final chinois. L'importance de la Chine dans l'offre mondiale de produits manufacturés de pointe a énormément augmenté au fil du temps. Dans l'éventualité d'une crise autour de Taïwan, la Chine perdrait probablement accès à ses réserves, mais les pays du G7 verraient leur source d'approvisionnement en nouveaux téléphones disparaître. Il est essentiel de comprendre les vulnérabilités financières potentielles, mais il convient aussi de ne pas oublier les autres sources d'influence dans un monde où la menace d'une instrumentalisation de l'interdépendance est réelle.



27 rue de la Procession 75740 Paris cedex 15 – France

Ifri.org