



©DG Trésor



Bulletin Economique Chine

©DG Trésor

N°86 – Avril 2017
(chiffres à mars 2017)

Sommaire

ARTICLES

La politique monétaire chinoise : des hausses de taux qui ne changent pas encore l'orientation globalement accommodante	2
Sorties de capitaux et depreciation du RMB : les autorités à la recherche d'un nouvel équilibre	13
Le plan de développement ambitieux de la zone de libre-échange de Qianhai (shenzhen)	18
Les relations commerciales entre la France et la Chine en 2016	23

INDICATEURS DE L'ECONOMIE CHINOISE

Croissance : la croissance du PIB accélère au T1 pour le second trimestre consécutif, à 6,9%	25
Demande intérieure : les dépenses en infrastructure contribuent au rebond des investissements	26
Commerce extérieur : reprise du commerce extérieur au T1 2017 ; diminution de l'excédent commercial	27
Monnaie et banque : la PBoC remonte ses taux de marché et renforce la supervision macroprudentielle	28
Marchés des actifs : la dynamique des prix immobiliers ralentit dans les grandes villes	29
Flux de capitaux : les IDE chinois ralentissent nettement depuis les mesures de restriction	31
Finances publiques : poursuite de la politique d'allègement des charges en 2017	31
Energie : la Chine met en service la plus grande plateforme d'exploration pétrolière du monde	32
Indicateurs économiques mensuels	33
Indicateurs économiques annuels	34
Prévisions de croissance du PIB chinois	35



La politique monétaire chinoise : des hausses de taux qui ne changent pas encore l'orientation globalement accommodante

La PBoC a depuis décembre 2016 envoyé plusieurs signaux de durcissement de sa politique monétaire : (i) remontée de vingt points de base de ses principaux taux d'opérations de marché, (ii) abaissement de ses prévisions de croissance de la masse monétaire (M2) et des crédits à l'économie (TSF) de 13% en 2016 à 12% en 2017, (iii) adoption d'une nouvelle qualification de politique monétaire (« prudente et neutre »), (iv) renforcement du cadre macro-prudentiel pour mieux contrôler la croissance du crédit. La PBoC cherche ce faisant à lutter contre les sorties de capitaux et à dégonfler les bulles d'actifs, en particulier sur l'obligataire.

Le durcissement affiché de la politique monétaire est à relativiser. D'abord, la PBoC n'a pas modifié ses principaux « taux de référence » sur les prêts et les dépôts, qui influencent bien davantage les conditions de financement de l'économie chinoise, depuis octobre 2015. Par ailleurs, les taux de réserves obligatoires ont été baissés pour la dernière fois en mars 2016. La politique monétaire chinoise demeure pour l'essentiel une politique de distribution de quotas de crédit, bien que prenant de nouvelles formes, telles que la politique « macro-prudentielle » ou les facilités de crédit sélectives. Ensuite, la croissance du crédit – déjà importante au regard de la croissance nominale du PIB – est en réalité bien supérieure, à plus de 15% en rythme annuel dès lors que l'on intègre les émissions de dette publique, voire davantage encore en tenant compte du « shadow banking ».

Le gouverneur de la PBoC, M. ZHOU Xiaochuan, reconnaît lui-même que la politique monétaire chinoise est rendue difficilement lisible par la recherche simultanée de multiples objectifs : soutien à la croissance et à l'emploi, stabilité des prix, préservation de la balance des paiements, développement des marchés financiers et maîtrise des risques. La poursuite d'une politique quantitative de crédit est un frein au développement des deux derniers objectifs ; pour cette raison, la PBoC prépare depuis plusieurs années une transition progressive vers une politique monétaire par les taux.

Prise globalement, la politique monétaire peut continuer à être qualifiée d'« accommodante » : la liquidité dans l'économie continue de croître à un rythme soutenu, avec un endettement global à plus de 260% du PIB en 2016, selon la BRI. La hausse des taux, si elle devait se poursuivre, ne pourrait être que très progressive étant donné les risques de déclencher des défauts en particulier sur le marché interbancaire, très interconnecté avec le reste du secteur financier. Les autorités se retrouveraient contraintes à un calibrage fin pour le reste de l'année 2017, alors que l'exigence de stabilité est plus prégnante encore à l'approche du renouvellement des instances dirigeantes en novembre.

1. La PBoC a remonté à trois reprises ses principaux taux d'opérations de marché depuis le début de l'année afin de lutter contre les sorties de capitaux et de dégonfler les bulles d'actifs

Les principaux taux de marché de la banque centrale chinoise PBoC ont été relevés les 25 janvier, 3 février et 16 mars de vingt points de base en cumulé¹, signalant un léger durcissement de la politique monétaire. Dans la même optique, les autorités

ont (i) requalifié la politique monétaire de « prudente et flexible » à « prudente et neutre » lors de la « Conférence centrale sur le travail économique » des 14-16 décembre 2016, (ii) abaissé les deux objectifs de croissance de la masse monétaire (M2) et de croissance des crédits à l'économie (TSF) de 13% en 2016 à 12% en 2017 lors de la présentation du rapport annuel de travail par le Premier ministre le 5 mars, (iii) renforcé le cadre macro-prudentiel

¹ Dans le détail, les taux « reverse repo » (« reverse repurchase rate ») sur le marché interbancaire ont été portés à 2,45% pour le taux à 7 jours, 2,6% pour le taux à 14 jours et 2,75% pour le taux à 28 jours. Les taux des facilités de crédit à moyen-terme (« medium-term lending facility », MLF) pour les maturités de 6 mois et 1 an ont

également été relevés à 3,05% et 3,2%. Les taux des facilités de crédit permanentes (« Standing Lending Facility », SLF) pour les maturités de 1 jour, 7 jours et 1 mois ont été relevés à respectivement 3,2%, 3,45% et 3,8%. Le taux de la « SLF » à 1 jour est le seul à avoir été relevé de 40 ppb en cumulé.



©DG Trésor

afin notamment de mieux contrôler la croissance du « shadow banking » (cf. *infra*).

Le signal de durcissement témoigne de la volonté des autorités chinoises de lutter contre les sorties de capitaux et de dégonfler les bulles d'actifs, en particulier sur le marché obligataire, dans un contexte inflationniste favorable.

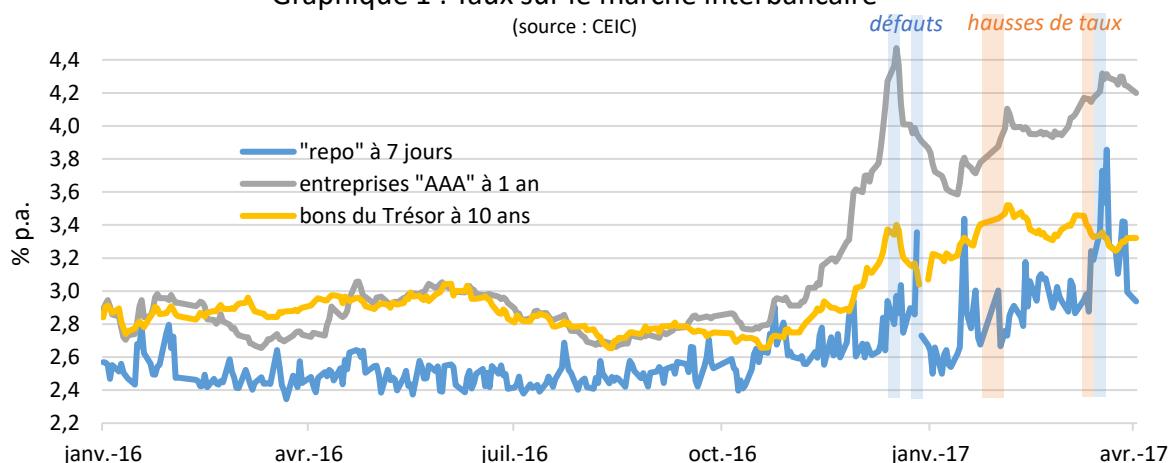
Dans son communiqué de presse du 16 mars, la PBoC justifie (pour la première fois) sa hausse des taux de marché par un contexte caractérisé par (i) une accélération de l'inflation, (ii) une croissance importante des prix de l'immobilier et des actifs, et (iii) la hausse du taux directeur de la Fed annoncée le 15 mars. S'il est vrai que la reprise de l'inflation, en particulier sur les prix à la production, ainsi que la croissance des prix de l'immobilier peuvent inciter à une politique de hausse des taux, cela n'apparaît pas être la motivation principale des autorités chinoises. D'une part, la situation inflationniste demeurerait maîtrisée (+2,1% des prix à la consommation sur le premier trimestre 2017, prévision de +3% du gouvernement pour 2017²) et n'aurait pas nécessité de hausses rapides et à intervalle court des taux. D'autre part, les autorités chinoises disposent d'autres instruments plus efficaces et plus ciblés pour lutter contre l'envolée des prix de l'immobilier

(quotas de prêts, hausse des acomptes, limitations du nombre de biens par individus...). En revanche, les autorités sont très attentives au creusement du différentiel de taux entre la Fed et la PBoC, qui encouragerait les sorties de capitaux et accentuerait les pressions à la baisse sur le taux de change³. Enfin, les autorités cherchent à favoriser un « *deleveraging* » sur le marché obligataire. Une hausse du coût de la liquidité rend en effet moins attractive l'opération consistant à lever de l'argent sur le marché interbancaire pour le placer, avec un effet de levier, sur le marché obligataire. Cela concerne essentiellement les petites et moyennes banques, les plus exposées au financement de marché selon le FMI⁴, ainsi que les institutions financières qui émettent des « *wealth management products* » (composante principale du « *shadow banking* », souvent détenus indirectement par les banques), investis à environ 40% sur le marché obligataire (soit plus de 10 000 Mds RMB)⁵.

Les hausses de taux se sont répercutées sur les conditions de financement sur le marché interbancaire, alimentant une volatilité déjà importante depuis les incidents de crédit survenus fin 2016 (cf. graphique 1). En décembre et à nouveau en mars, plusieurs défauts ont entraîné une forte volatilité du

Graphique 1 : Taux sur le marché interbancaire

(source : CEIC)



² La croissance des prix à la production s'élève quant à elle à +7,4% à fin mars en glissement annuel ; toutefois cette dynamique est en partie due à un fort effet de base, suite à 4 années de déflation qui ont pris fin en septembre 2016.

³ Cf. « Sorties de capitaux et dépréciation du taux de change : les autorités chinoises à la recherche d'un nouvel équilibre », J.Deslandes, A.Aubel, F.Chimits, Bulletin économique Chine n°86, mars-avril 2017

⁴ Le « Rapport sur la stabilité financière en Chine » du FMI d'octobre 2016 du FMI souligne en particulier la « dépendance croissante des petites et moyennes banques chinoises au financement de marché ».

⁵ Environ 40% des portefeuilles de WMP détenus par les banques étaient investis sur le marché obligataire à juin 2016, selon la BRI (« *From wealth management products to the bond market* », BIS Quarterly Review, 03/2017).



©DG Trésor

marché interbancaire, obligeant les autorités à intervenir pour clarifier au cas par cas les responsabilités sur les pertes⁶. Suite aux hausses de taux de la PBoC sur le marché interbancaire en début d'année, les conditions de liquidité se sont resserrées : le taux de référence « repo » à 7 jours, une des principales maturités échangées sur le marché interbancaire des « repo » obligataires, a ainsi atteint 3,86% le 23 mars, un niveau record depuis 2014, contre environ 2,50% mi-2016. Le taux des bons du Trésor à 10 ans atteint plus de 3,3% début avril, contre 2,9% un an plus tôt. La forte volatilité observée sur les marchés a conduit les autorités à intervenir de plus en plus sur le marché interbancaire via ses opérations d' « open market ».

2. Malgré le signal de léger durcissement envoyé aux marchés, la PBoC n'a pas modifié ses taux « de référence » sur les prêts et les dépôts, qui influencent bien davantage les conditions de financement de l'économie chinoise

Bien qu'ayant avancé dans son processus de libéralisation des taux, la PBoC dispose encore de taux « de référence ». Le ratio « prêts sur dépôts » continue d'être publié mais n'a plus qu'une valeur indicative depuis août 2015. La libéralisation des taux s'est faite par

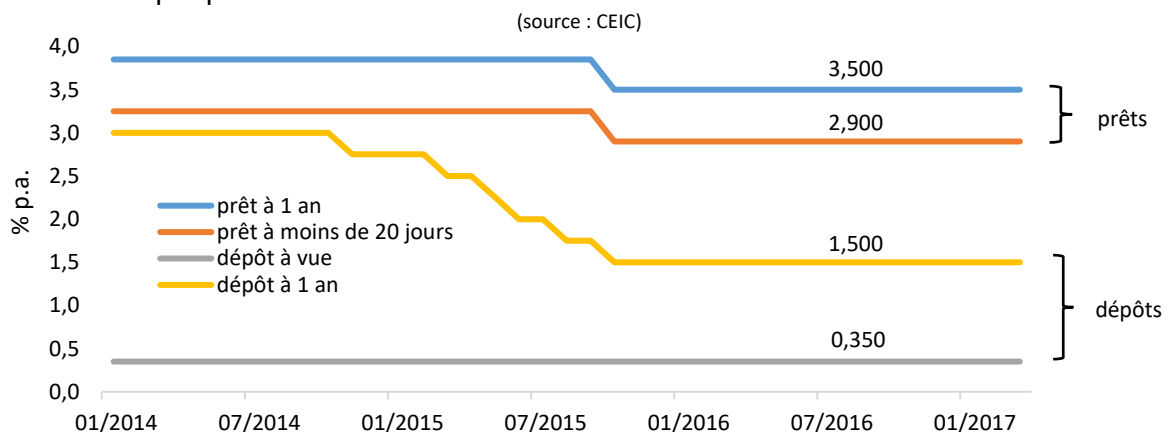
étape et s'est achevée en juillet 2013 pour les taux prêteurs (plancher) et en octobre 2015 pour les taux de dépôt (plafond). Néanmoins, la PBoC publie toujours des « taux de référence » indicatifs pour les prêts et les dépôts⁷, afin de « guider » les banques dans le processus de libéralisation (« *window guidance* »).

Dans son communiqué de politique monétaire du 16 mars, la PBoC précise que « la hausse des taux des opérations de marché n'est pas une hausse des taux d'intérêt [de référence] à l'économie », qui demeurent inchangés depuis octobre 2015. Les banques commerciales ne s'écartent encore qu'assez peu des taux de référence pour l'octroi de crédits immobiliers et de crédits aux entreprises : selon les statistiques de la PBoC, seuls 28% des prêts à l'économie étaient octroyés à des taux inférieurs aux taux de référence fin 2016⁸.

3. Les autorités chinoises maintiennent de fait un contrôle étroit sur la distribution de crédit, notamment via leur politique « macro-prudentielle » et leurs facilités de crédit

La politique monétaire chinoise repose toujours essentiellement sur l'allocation quantitative de crédits. Celle-ci se fait en

Graphique 2 : "Taux de référence" de la PBoC aux institutions financières



⁶ Dans le détail : (i) défauts sur des obligations falsifiées détenues par l'entreprise Sealand Securities le 19 décembre 2016, (ii) défauts d'obligations de l'entreprise Cosun sur la plateforme en ligne Zhaocaibao le 26 décembre 2016, (iii) défaut de remboursement de banques rurales le 20 mars (cf. *infra*).

⁷ Quatre taux pour les prêts (moins de 20 jours, 3 mois ou moins, 6 mois ou moins, 1 an) et six taux pour les dépôts (inférieur à 1, 3, 6 mois, 1, 2, 3 ans).

⁸ Cette part serait encore moins élevée si elle n'incorporait pas les prêts préférentiels octroyés aux entreprises publiques.



©DG Trésor

grande partie de manière informelle, via des instructions verbales : les instructions prennent la forme d'appels des autorités directement aux dirigeants des banques pour leur fixer des quotas de crédit sur un rythme annuel, voire trimestriel. Les quotas seraient généralement communiqués de façon *ad hoc*. Selon un rapport de Caixin⁹, un quota spécifique pour les prêts immobiliers aurait été introduit en début d'année afin de lutter contre l'envolée des prix : la croissance des prêts immobiliers au premier trimestre 2017 ne doit pas excéder la croissance moyenne au dernier trimestre 2016. Les autorités ne communiquent pas sur ces quotas de crédit.

Les autorités chinoises ont récemment mis en place un « cadre d'évaluation macro-prudentiel » (*macro-prudential assessment framework*, MPA) qui, selon des informations concordantes, pourrait également servir de fondement à la politique de distribution de quotas de crédit¹⁰. La PBoC a progressivement mis en place à partir de janvier 2016 une revue macro-prudentielle semestrielle. Dans le cadre de cet exercice, les institutions financières obtiennent un score final fondé sur sept composantes : (i) les ratios de capitaux et de levier, (ii) la solidité du bilan, (iii) la liquidité, (iv) le comportement de fixation des prix, (v) la qualité des actifs, (vi) les financements transfrontaliers, et (vii) la mise en œuvre des orientations de la PBoC (cf. détails de la notation en annexe 2). Le cadre macro-prudentiel a en particulier été amendé en décembre 2016 pour inclure les « *wealth management products* » à partir de la prochaine revue du premier trimestre 2017. En fonction du score obtenu (sur 500), la PBoC déterminera un taux de rémunération des réserves obligatoires¹¹. Par ailleurs, en cas de mauvais score, les banques peuvent faire l'objet de sanctions selon des modalités à la discrétion de la PBoC ; selon l'hebdomadaire Caixin, la PBoC aurait imposé en mars des sanctions nouvelles

à trois banques commerciales suite au mauvais score obtenu lors de l'évaluation macro-prudentielle, en raison d'un accroissement trop important des encours de crédit. Bank of Nanjing se serait vu retirer pour trois mois l'accès aux facilités de crédit de moyen-terme fournies par la PBoC sur le marché interbancaire, tandis que Bank of Ningbo et Bank of Guiyang se seraient vues retirer leur statut de « *primary dealer* » auprès de la PBoC.

La PBoC a également créé plusieurs programmes visant à distribuer des crédits, souvent à taux bonifiés, à des secteurs spécifiques, dont les encours sont en forte expansion et représentent plus de 50% du bilan (hors réserves) de la banque centrale.

Il existe actuellement cinq programmes visant à fournir des liquidités pour encourager l'investissement en infrastructures, la lutte contre la pauvreté, les prêts aux microentreprises et au secteur agricole, ainsi que quatre autres programmes visant à répondre à des besoins de liquidité d'acteurs spécifiques (cf. détails des programmes en annexe 1). En particulier, deux facilités de crédit créées en 2014, le « *Pledged Supplementary Lending* » (PSL) et la « *Medium-term Lending Facility* » (MLF), représentent à elles seules plus de 90% des encours de ces programmes, qui s'élevaient à environ 6200 Mds RMB fin 2016, soit 50% du bilan (hors réserves) de la banque centrale. Le PSL est un programme de taux bonifiés (non publics) visant à fournir des liquidités aux trois banques de développement chinoises (*policy banks*) pour des projets divers tels que de la rénovation urbaine, de la conservation d'eau et un programme de promotion du Renminbi à l'international. L'encours du PSL début mars 2017 s'élevait à 2216 Mds RMB. La MLF permet à la PBoC de fournir de la liquidité de moyen terme aux banques de développement et aux grandes banques commerciales ; son encours début

⁹ Cité par le SCMP du 16 mars "Chinese banks halt mortgage lending after reaching 1st quarter quota on new loans: report"

¹⁰ Bloomberg cite une source prenant part aux discussions sur le cadre macro-prudentiel et ne souhaitant pas être identifiée (« *China Said to Order Banks to Curb New Loans in First Quarter* », 26 janvier 2017).

¹¹ Le taux standard de rémunération des réserves obligatoires est de 1,62%. Pour mémoire, la PBoC dispose

de taux de réserves obligatoires (RRR) très élevés, aujourd'hui de 17% du total des prêts pour les grandes banques et de 15% pour les petites et moyennes banques. Les hausses de taux RRR ont longtemps servi à « stériliser » les entrées de devises (jusqu'en 2014). Dans le contexte actuel, le maintien d'un taux élevé n'est plus vraiment justifié, mais les autorités chinoises ne souhaitent pas envoyer un signal à contretemps d'assouplissement de la politique monétaire.



©DG Trésor

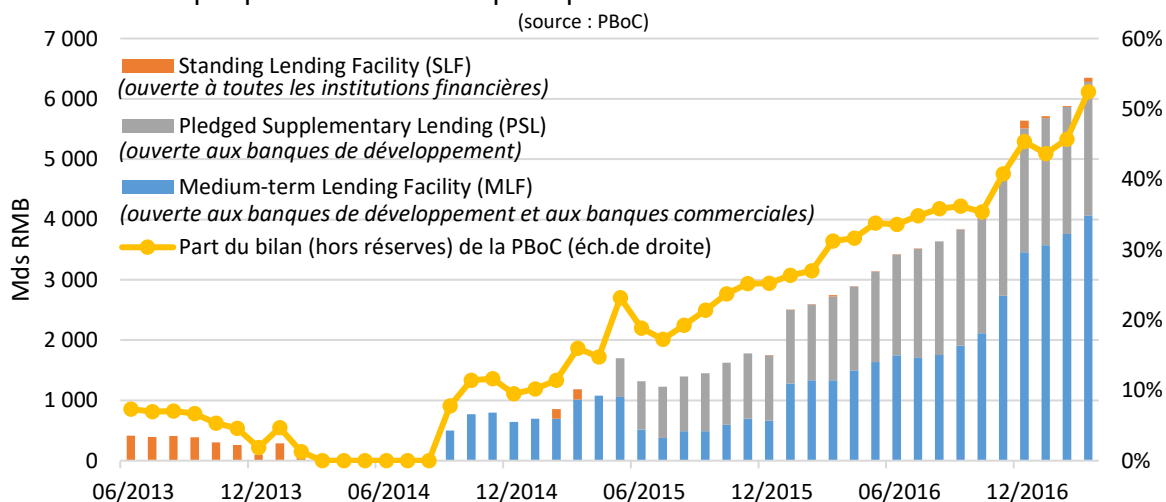
mars 2017 s'élevait à 4064 Mds RMB (cf. graphique 3).

4. Afin de favoriser le développement de marchés financiers stables, la PBoC prépare depuis plusieurs années une transition progressive vers une politique monétaire par les taux

La politique quantitative de crédit est un frein au développement de marchés financiers stables. Dans un discours au FMI du 24 juin 2016, le gouverneur de la PBoC, Zhou Xiaochuan, identifiait six objectifs de la politique monétaire chinoise¹² : (i) les trois objectifs « classiques » de soutien à la croissance, à l'emploi et de préservation de la stabilité des prix ; (ii) un objectif caractéristique des pays émergents, à savoir la préservation de la balance des paiements, (iii) deux objectifs « dynamiques », que sont le développement des marchés financiers et la maîtrise des risques. Si les quatre premiers objectifs peuvent être réalisés via une politique quantitative de crédit, le développement de marchés financiers stables nécessite une politique monétaire capable de fournir suffisamment de liquidités aux acteurs de marché.

La forte croissance du « shadow banking » témoigne de la difficulté pour la PBoC de maîtriser les canaux de transmission de sa politique monétaire. Le « shadow banking », défini par le FSB comme de l'intermédiation de crédit par des institutions financières non-bancaires, s'est fortement développé en Chine ces dernières années¹³. En particulier, les banques chinoises ont eu fortement recours aux « wealth-management products » (WMP) – gérés par des institutions financières tierces telles que des trusts ou des fonds de gestion – pour « sortir » une partie de leurs prêts de leur bilan et ainsi circonvenir aux exigences de provisionnement en capital et aux quotas de crédits. D'après le rapport du 4^{ème} trimestre 2016 de la PBoC, les WMP « hors-bilan » détenus par les banques se sont élevés à 26 000 Mds RMB fin 2016, en croissance de 30% par rapport à 2015 (contre une croissance de 10% des prêts au bilan). Ces produits financiers sont investis en grande partie sur le marché obligataire interbancaire (à hauteur de 40% à juin 2016). Cela rend toute hausse des taux d'opérations de marché de la PBoC très délicate, car les défauts sur les obligations qu'une telle hausse peut entraîner se répercutent sur les WMP, source importante de financement pour les petites et moyennes banques chinoises¹⁴. Plusieurs défauts de

Graphique 3 : Encours des principales facilités de crédits de la PBoC



¹² «Managing Multi-Objective Monetary Policy : From the Perspective of Transitioning Chinese Economy», Michel Camdessus Central Banking Lecture, 24 juin 2016

¹³ Cf. « Situation financière des banques chinoises », J.Deslandes, A.Aubel, J.Pan, Bulletin économique Chine n°83, octobre 2016

¹⁴ Le dernier Rapport sur la stabilité financière d'octobre 2016 du FMI souligne en particulier la dépendance croissante des petites et moyennes banques chinoises au financement de marché.



©DG Trésor

remboursement par des banques rurales le 20 mars ont par exemple entraîné le taux « repo » à sept jours sur le marché interbancaire à un niveau record depuis fin 2014. La PBoC a dû alors intervenir fortement sur les marchés les 21 et 22 mars¹⁵ (cf. graphique 1).

La PBoC se prépare depuis plusieurs années à une transition vers une politique monétaire par les taux afin d'accompagner le développement de marchés financiers. Le 13^{ème} plan quinquennal pour la période 2016-2020, adopté en mars 2016, a acté la nécessité d'une transition vers un cadre de politique monétaire davantage orienté par le marché. La PBoC développe depuis quelques années des instruments de politique monétaire similaires aux autres grandes banques centrales : depuis février 2016, les opérations « open market » sont devenues quotidiennes, et la PBoC a développé plusieurs facilités de prêt.

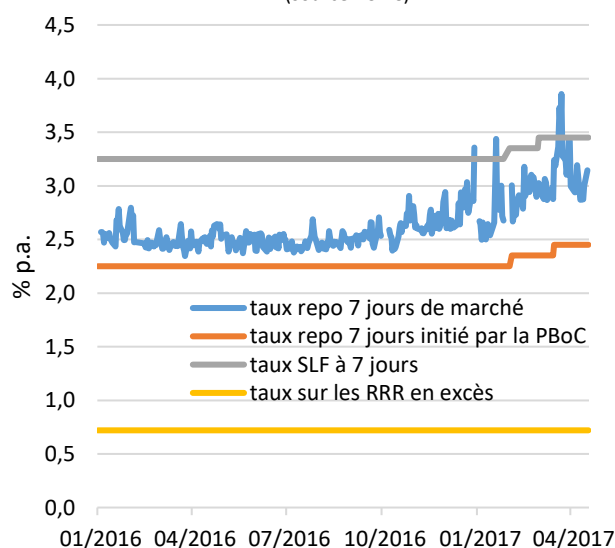
La transition vers une politique monétaire par les taux nécessite à court terme l'élargissement des collatéraux éligibles, ce que la PBoC a commencé à entreprendre depuis 2014. La PBoC n'admettait jusque-là comme collatéral que les titres d'Etat, des collectivités locales, des obligations d'entreprise de haute qualité, des institutions financières, des « policy banks » et des obligations émises par la PBoC. Afin d'augmenter le gisement de collatéraux, la PBoC a lancé en 2014 un programme pilote dans les provinces de Shandong et de Guangdong afin d'accepter les créances des banques comme collatéral pour le refinancement auprès de la Banque centrale. Ce programme a été étendu à 9 provinces (Shanghai, Tianjin, Liaoning, Jiangsu, Hubei, Sichuan, Shanxi, Beijing and Chongqing) en octobre 2015 et poursuivi en 2016¹⁶. Il revient aux succursales de la PBoC de noter les entreprises; seules les créances des entreprises qui sont jugées de bonne qualité sont qualifiées au refinancement auprès de la banque centrale (cette expérimentation rejoint

la pratique de nombreuses banques centrales de l'Eurosystème¹⁷).

A terme, la PBoC cherche à établir un système de « corridor de taux » pour conduire sa politique monétaire via les taux d'intérêt de court terme. Pour cela, elle compte s'y prendre en plusieurs étapes, selon l'économiste en chef du bureau de recherche de la PBoC, Ma Jun¹⁸ : (i) établir un taux de politique monétaire principal, explicite ou implicite, autour duquel puisse s'établir un corridor de taux ; (ii) réduire le corridor pour renforcer les anticipations des banques autour du taux de court terme ; (iii) supprimer complètement les taux de référence de prêt et de dépôt et annoncer une nouvelle politique monétaire conduite autour d'un taux directeur de court terme, avec une référence de moyen-long terme à une fourchette de croissance de M2. Comme le montrent les graphiques 4 et 5 (ci-dessous), il semblerait que les autorités chinoises cherchent pour l'instant à adopter le taux « repo » à 7 jours comme principal taux directeur, et un corridor avec comme plafond le taux de la SLF et comme plancher le taux de rémunération des réserves excédentaires.

Graphique 4 : corridor de taux à 7 jours

(source : CEIC)



¹⁵ "PBOC Said to Inject Funds After Missed Interbank Payments", Bloomberg, 21 mars 2017

¹⁶ Cf. « Rapport d'exécution de la politique monétaire chinoise pour le 4^{ème} trimestre 2016 », PBoC, 17/02/2017

¹⁷ Les créances privées sont éligibles – sous réserve de leur qualité – au refinancement de l'Eurosystème dans le cadre de l'External Credit Assessment Framework.

¹⁸ « Interest Rate Transmission in a New Monetary Policy Framework », in *Modernizing China*, FMI, 2017



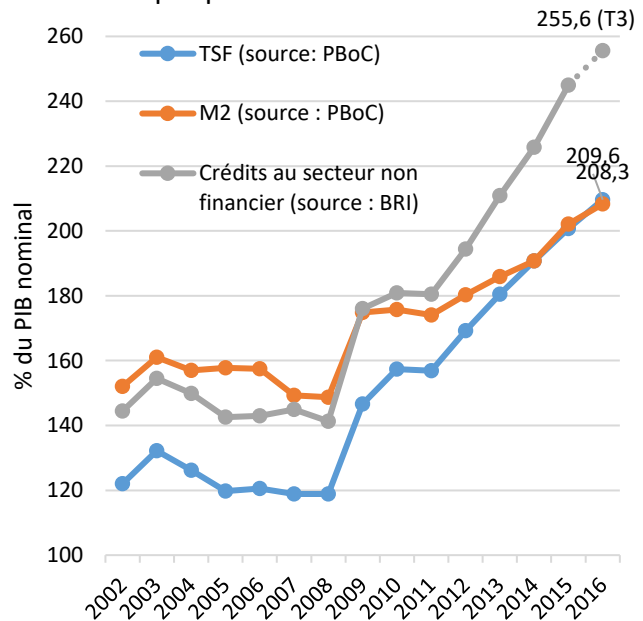
©DG Trésor

5. La liquidité dans l'économie chinoise continue de croître à un rythme soutenu, témoignant d'une politique monétaire globalement accommodante

La croissance des agrégats larges de crédit, bien qu'en légère décélération, se poursuit à un rythme soutenu. La croissance de la masse monétaire mesurée par M2 – objectif intermédiaire de la politique monétaire chinoise¹⁹ – s'est établie à +11,3% en 2016, contre une croissance du PIB nominal de 8,0% (+11,8% sur le premier trimestre 2017 en g.a.). L'agrégat de financement de l'économie réelle hors autorités publiques « total social financing » (TSF), calculé par la PBoC et officiellement cité par le rapport annuel du gouvernement depuis 2016, enregistre quant à lui une croissance de 12,8% en 2016 (+12,5% à la fin du premier trimestre 2017 en g.a.). La croissance de ces agrégats larges de crédit est en réalité plus élevée dès lors que l'on intègre les émissions de dette publique et une part plus importante du « shadow banking »²⁰. Ainsi, la banque d'investissement chinoise CICC, citée par l'agence de presse officielle Xinhua²¹, rapporte une croissance du « TSF ajusté [des émissions de dette publique²²] » de 15,6% en mars 2016 (en glissement annuel). Selon la

même méthodologie, la banque UBS prévoit une croissance de 14,9% du crédit en 2017, contre 16,1% en 2016²³. Au final, l'endettement de l'économie chinoise se poursuit à un rythme rapide, à 256% du PIB au troisième trimestre 2016 selon la Banque des règlements internationaux (les banques internationales font état d'estimations allant jusqu'à 275% pour la fin 2016), contre 239% au T3 2015 et 141% en 2008 (cf. graphique 6).

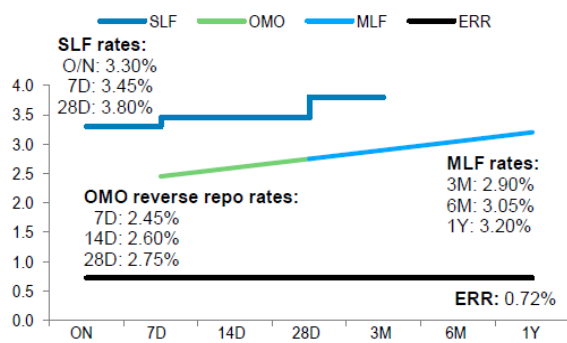
Graphique 6 : Crédits à l'économie



NB : La différence entre le TSF et les données de la BRI s'explique par le fait que le TSF ne prend pas en compte le financement du secteur public.

La poursuite d'une politique monétaire globalement accommodante vise à répondre à l'impératif de stabilité, invitant les autorités chinoises à la « prudence ». La stabilité des marchés financiers et de la croissance du PIB est encore plus importante cette année, alors que se prépare le renouvellement des plus hautes instances dirigeantes chinoises en novembre. Dans ce

Graphique 5 : le futur corridor de taux chinois ?



Source: PBoC, Standard Chartered Research

¹⁹ Pour MA Jun (*op.cit.*), chef économiste du bureau de recherche de la PBoC, la croissance de M2 est un « objectif intermédiaire de la politique monétaire [chinoise] », jouant « un rôle centrale dans la décisions des décideurs publics ». Il est à noter que, contrairement à 2016, le gouvernement a communiqué dans son rapport de travail annuel sur une « prévision » de M2 et non plus un « objectif ». Pour rappel, cette prévision s'établit à +12% en 2017, contre +13% en 2016.

²⁰ Selon une étude de Moody's de mai 2016, le TSF n'incorporait que 42% du « shadow banking » en 2015.

²¹ « Nation tightens financial conditions more visibly: CICC report », Xinhua, 16 avril 2017

²² En particulier dans le cadre du programme d'échange de dettes contre des obligations (« debt to bond swap »), mis en place en 2015 pour restructurer une partie de la dette des collectivités locales.

²³ « Understanding China (III) – How serious is China debt problem ? », UBS Global research, 20/01/2017



©DG Trésor

contexte, les principaux taux « administrés » de politique monétaire (taux de référence sur les prêts et les dépôts, taux de réserves obligatoires) ne devraient pas être modifiés en 2017. La remontée des taux d'opérations de marché pourrait se poursuivre mais de manière très progressive, les autorités chinoises étant contraintes à la « prudence » afin d'éviter tout défaut de nature à mettre en danger le système financier (cf. *supra*), comme l'a souligné le gouverneur Zhou lors d'une conférence de presse de la PBoC le 10 mars. Néanmoins, compte tenu du « bon » chiffre de croissance du PIB au premier trimestre 2017, à 6,9%, les autorités pourraient avoir moins besoin d'avoir recours à l'expansion monétaire pour soutenir la croissance. La croissance réelle du PIB au T1 2017 est essentiellement portée par les investissements en infrastructures, à +21% sur le trimestre (en glissement annuel), contre +6% en 2016. Cela devrait rendre plus facilement réalisable l'objectif de croissance du gouvernement pour 2017, « autour de 6,5% », sans solliciter davantage le soutien par la politique monétaire. Le gouverneur Zhou a ainsi souligné lors d'une intervention publique au Forum de Boao (26 mars) « l'importance de ne pas trop dépendre de la politique monétaire ».

Le caractère « neutre » de la politique monétaire, mis en avant par les autorités,

prête d'avantage à débat, et risque d'accentuer le déséquilibre en faveur des grandes banques d'Etat. En effet, le durcissement des conditions de liquidité sur le marché interbancaire affecte en priorité les petites et moyennes banques, davantage dépendantes du financement de marché (cf. *supra*). Les collatéraux éligibles au refinancement de la banque centrale introduisent également un biais en faveur des grandes banques d'Etat, dont les obligations sont éligibles, contrairement aux petites et moyennes banques. Enfin, les principales facilités de crédit sélectives auxquelles a recours la PBoC, la MLF et la PSL (cf. graphique 3 et annexe 1), s'adressent exclusivement aux grandes banques d'Etat et aux banques de développement. En conséquence, les petites et moyennes banques se tournent vers d'autres sources de liquidité non-collatéralisées, comme par exemple l'émission de certificats de dépôt négociables (dont les encours ont été multipliés par 7,8 en deux ans à mars 2017), à des taux plus élevés que les « repo » sur le marché interbancaire, ce qui pèse sur leur rentabilité. Inversement, ce sont les banques d'Etat, ayant un accès privilégié à la liquidité banque centrale, qui achètent les certificats de dépôt négociables et améliorent leurs marges²⁴.

*

La politique monétaire menée par les autorités chinoises est à « mi-chemin » entre une politique quantitative de crédit et une politique de taux. Plusieurs conditions seront nécessaires pour achever la transition, nécessaire pour améliorer les conditions de financement de l'économie chinoise : (i) mettre un terme aux limitations informelles sur la quantité de crédit (faute de quoi la transmission de la politique monétaire par les taux devient largement inefficace), (ii) élargir les sources de collatéraux éligibles au refinancement banque centrale, notamment les créances privées des petites et moyennes banques, (iii) réduire l'opacité du financement de certains segments de l'économie chinoise, qui rendent risquée toute modification des conditions de liquidité sur le marché interbancaire. Pour ce faire, les autorités monétaires pourraient par exemple, dans la lignée de la mise en place de la politique macro-prudentielle, imposer une consolidation au bilan des « wealth management products » garantis implicitement par les banques. Cette « opération transparence » ne serait envisageable, en l'état du système bancaire chinois, qu'à la condition d'importantes opérations de recapitalisation, qui nécessiteront du temps.

A. AUBEL, F. CHIMITS, J. YANG

²⁴ Voir notamment « *Liquidity arbitrage in China's banking sector : another bias towards large state-owned banks* », Alicia Garcia-Herrero, Natixis, 13 avril 2017



Annexe 1 : Les instruments d'opérations de marché de la PBoC

1. Les opérations d' « open-market » (OMO)

Chaque jour, la PBoC intervient sur le marché interbancaire afin d'injecter ou de retirer de la liquidité¹, sous la forme de cessions temporaires (prêts garantis par la prise en pension d'actifs, « repo ») de différentes maturité auprès des institutions homologuées sur le marché interbancaire².

Pour *injecter* de la liquidité, la banque centrale peut effectuer des opérations de « reverse repo³ » à différentes maturités : à 7, 14, 21, 28, 84, 91, 182 jours, ce sont des opérations classiques ; à 1, 2, 3, 4, 5 ou 6 jours ce sont des « Short-term Lending Operations » (SLO), disponibles depuis fin 2013⁴. Les bons de la banque centrale arrivés à maturité (donc récupérés par la banque centrale) entraînent, « mécaniquement », une injection de liquidité.

Depuis fin 2016, la PBoC semble se concentrer sur trois couples de maturité-taux : 7 jours, 14 jours et 28 jours, dont les taux sont de respectivement 2,35%, 2,5%, 2,65% (augmentation de 10pdb le 3/02/17).

Pour *retirer* de la liquidité, la banque centrale peut émettre des bons/effets sur des maturités de 3, 6 mois, 1, 3 ans, à des taux variables soumis à enchère, ou effectuer des opérations de « repo ». Les actifs détenus arrivés à maturité (donc rendus) retirent également, « mécaniquement », de la liquidité.

2. Les programmes de prêts sélectifs

Les facilités de crédit permettent de fournir ou de retirer des liquidités de manière sélective à certains établissements / secteurs d'activité :

- La **Standing Lending Facility** (SLF) : établie en juillet 2013, elle permet de fournir de la liquidité de manière sélective à toutes les institutions financières, en particulier les banques, contre mise en pension d'actifs. La SLF s'apparente à la facilité de prêt marginal de la BCE. Elle comprend trois taux en fonction de la maturité des prêts : au 1^{er} janvier 2017, 2,75%, 3,25%, 3,6% pour les maturités respectives de 1 jour, 7 jours et 1 mois.
- La **Temporary Liquidity Facility** (TLF) : établie en janvier 2017, elle permet de fournir de la liquidité temporaire à 28 jours aux grandes banques commerciales. Elle pourrait ne pas nécessiter de collatéral afin d'être utilisée pour les fins de trimestre ou avant les vacances. Son taux est similaire aux opérations de marché de 28 jours.
- La **Medium-Term Lending Facility** (MLF) : créée en 2014, elle permet à la PBoC de fournir de la liquidité de moyen terme (3, 6 mois ou 1 an) aux banques de développement et aux grandes banques commerciales. Cette facilité a été utilisée 40 fois en 2016, et peut théoriquement être actionnée quotidiennement. Elle comprend trois taux prêteurs en fonction de la maturité : au 7 février 2017, 2,75%, 2,95% et 3,1% pour les maturités respectives de 3 mois, 6 mois et 1 an.
- La **Pledged Supplementary Lending** (PSL) : créée en avril 2014, elle permet de fournir des liquidités aux banques de développement chinoises, i.e. Agricultural Development Bank, China Development Bank et Exim Bank (ex. prêt de 800 Mds RMB sur 3 ans à la China Development Bank pour la rénovation urbaine). Les taux pratiqués ne sont pas publics.
- Le **Micro Supporting Loan** (MSL) est un prêt à taux préférentiel (non public) accordé aux institutions financières locales et aux banques privées afin de favoriser le crédit aux micro-entreprises. Les maturités sont de 3 mois, 6 mois et 1 an, et peuvent être renouvelées deux fois.

¹ En 2016, la PBoC est intervenu 342 fois par le moyen d'opérations « open-market » (OMO), pour un montant net d'injections de 1100 Mds RMB à un taux moyen de 2,38%. Avant février 2016, la fréquence des OMO était bi-hebdomadaire.

² A novembre 2016, 14685 établissements étaient autorisées à participer au marché interbancaire.

³ La banque qui fournit des titres en échange de cash est dans une transaction « repo » (*seller side*) ; inversement, la banque qui fournit du cash et prend en pension des titres est dans une transaction de « reverse repo » (*buyer side*).

⁴ Les SLO permettent de réduire la volatilité du marché à court terme et de compenser le manque temporaire de liquidités sur le marché. Ce mécanisme a été utilisé à deux reprises en 2016 afin d'injecter 205 Mds RMB (à 3 et 6 jours). Il était utile lorsque la PBoC ne conduisait que des opérations « open-maket » bi-hebdomadaire, mais il semble désormais être tombé en désuétude.



©DG Trésor

- Le **Rural Supporting Loan (RSL)** : prêt à taux préférentiel (non public) accordé aux institutions financières locales pour favoriser les prêts au secteur agricole. Même fonctionnement que le MSL.
- Le **Poverty Relief Loan (PRL)** : prêt à taux préférentiel (non public) accordé aux institutions financières locales pour favoriser les prêts agricoles aux régions pauvres. Même fonctionnement que le MSL et le RSL, mais peut être renouvelé quatre fois.

Tableau récapitulatif :

	Open market operations				Standing facilities	Non-standard tools
	Reverse repo/repo	SLO	MLF	TLF	SLF	PSL
	-	(Short-term Liquidity Operation)	(Medium-term Lending Facility)	(Temporary Liquidity Facility)	(Standing Lending Facility)	(Pledged Supplemental Lending)
	逆回购/回购	短期流动性调节	中期借贷便利	临时流动性便利	常备借贷便利	抵押补充贷款
Initiation	1999	Jan 2013	Sep 2014	Jan 2017	Jan 2013	Apr 2014
Frequency	Daily	Irregular	Monthly	Before Chinese New Year	Upon request	Monthly
Tenor	Usually 7D, 14D and 28D	Less than 7 days	3M, 6M, 1Y	28D	O/N, 7D, 1M	Long term (reportedly 3Y and above)
Placement	Auction	Auction	Bilateral operation or auction	Auction	Bilateral operation	Bilateral operation
Participant	Primary dealers (48)	Qualified primary dealers (19)	Select banks	Big banks with high cash withdrawal ratios during holidays	Banks, local financial institutions	Policy banks
Collateral	CGBs, PBoC bills, PFBs, GSE bonds, commercial bank bonds	CGBs, PBoC bills, PFBs, GSE bonds, commercial bank bonds	CGBs, LGBs, PBoC bills, PFBs, high-rating corp bonds, NCDs	Unknown (reportedly not required)	CGBs, LGBs, PBoC bills, PFBs, NCDs, high-rating bonds and credit assets* (*for qualified banks)	LGBs, high-rating bonds and credit assets
Similar to	ECB MRO	ECB MRO	ECB LTRO	-	Fed Discount Window and ECB marginal lending facility	ECB TLTRO

* CGB=China Government Bond, LGB=Local Government Bond, PFB=Policy Financial Bond (issued by policy banks), GSE=Government Sponsored Enterprise (for example, Central Huijin), NCD= Negotiable Certificate Of Deposit, ECB = European Central Bank, MRO = Marginal Refinancing Operation, LTRO = Long-term Refinancing Operation, TLTRO = Target LTRO. Source: PBoC, MoF, SG Cross Asset Research/Economics

Source : Société générale Cross Asset Research



©DG Trésor

Annexe 2 : Critères d'évaluation de la politique macro-prudentielle (MPA) de la PBoC

Eléments		Critères d'évaluation		
		N-SIFIs	R-SIFIs	CFIs
Liquidité (100 points)	Ratio de liquidité à court terme (LCR) (40 points)	- Conforme aux indicateurs de contrôle pendant la période (40 points) - Non conforme (0 point)	- Conforme aux indicateurs de contrôle pendant la période (40 points) - Non conforme (0 point)	- Conforme aux indicateurs de contrôle pendant la période (40 points) - Non conforme (0 point)
	Ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) (40 points)	≥100% : 40 points <100%: 0 point	≥100% : 40 points <100%: 0 point point	≥100% : 40 points <100%: 0 point
	Conformité avec le régime de réserves obligatoires (20 points)	1. Conforme : 20 points 2. Non conforme : 0 point	1. Conforme : 20 points 2. Non conforme : 0 point	1. Conforme : 20 points 2. Non conforme : 0 point
Comportement de fixation des prix	Fixation des taux d'intérêt (100 points)	Le comportement de fixation des taux d'intérêt satisfait aux exigences de l'ordre concurrentiel du marché : 0-100 points		
Qualité des actifs	Ratio de créances douteuses (NPL) (50 points)	1. Pas plus élevé que celui des institutions de même type : 50 points 2. Identique aux institutions de même type jusqu'à 5% (inclus) : 30-50 points 3. Supérieur à 5% : 0 point	1. Pas plus élevé que celui des institutions de même type de la même région : 50 points 2. Pas deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région : 30-50 points 3. Deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région et/ou supérieur à 5% : 0 point	1. Pas plus élevé que celui des institutions de même type de la même région : 50 points 2. Pas deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région : 30-50 points 3. Deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région et/ou supérieur à 5% : 0 point
	Couverture des provisions (50 points)	≥150% : 50 points 100-150% : 30-50 points <100% : 0 point	≥150% : 50 points 100-150% : 30-50 points <100% : 0 point	≥150% : 50 points 100-150% : 30-50 points <100% : 0 point
Risques liés au financement transfrontalier	Solde du financement transfrontalier avec pondération des risques (100 points)	Evaluation d'ensemble en fonction de plusieurs critères : dépassement du solde du financement transfrontalier avec pondération des risques, composition des devises et répartition des échéances du financement transfrontalier : 0-100 points		
Mise en œuvre de la politique de crédit	Exécution des crédits (70 points)	Evaluation d'ensemble en fonction de l'exécution des orientations politiques de crédit : 0-70 points		
	Utilisation des fonds de la banque centrale (30 points)	Points de départ : 20 points Evaluation d'ensemble en fonction des destinataires, des taux d'intérêt et du remboursement sur les fonds de la banque centrale : 0-30 points		



Sorties de capitaux et dépréciation du RMB : les autorités à la recherche d'un nouvel équilibre

Les autorités chinoises ont récemment pris des mesures fortes pour freiner les sorties de capitaux, reparties en forte hausse à partir d'octobre 2016, et qui exercent des pressions continues sur le taux de change.

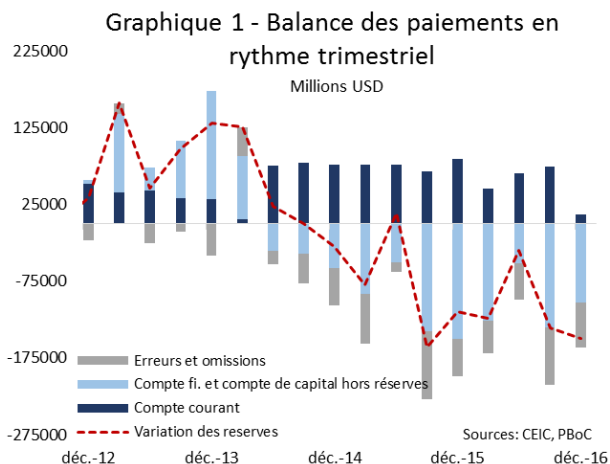
Dans son discours du 14 février 2016, le gouverneur Zhou Xiaochuan avait réaffirmé l'objectif de stabilité du renminbi – vis-à-vis d'un panier de monnaie et non plus de l'unique dollar américain –, au moyen d'une « pause » dans l'ouverture du compte financier, mais sans nouvelles mesures restrictives, jugées peu efficaces.

Face à l'insuffisance de cette politique, qui s'est manifestée par l'utilisation massive des réserves de change, les autorités ont depuis fin 2016 : (i) fortement durci les contrôles des sorties de capitaux sur les banques, les entreprises et les particuliers, prenant le risque d'affecter le commerce extérieur, (ii) amorcé une hausse progressive des taux sur le marché monétaire dont l'un des effets est de réduire le différentiel de taux avec la Fed. Parallèlement, les autorités ont l'espoir de rééquilibrer la balance des capitaux en attirant de nouveaux flux entrants, en particulier sur le marché obligataire, largement ouvert aux investisseurs étrangers depuis l'année dernière.

1. Les sorties de capitaux sont reparties à la hausse au second semestre 2016, exerçant des pressions à la baisse sur le RMB malgré une intervention massive des autorités sur le marché des changes.

Les sorties de capitaux, mesurées par le déficit du compte de capital et du compte financier (hors réserves), se sont à nouveau accélérées à partir de septembre (-207 Mds USD au T3 et 161 Mds USD au T4), après avoir considérablement décéléré sur la première partie de l'année (162 Mds au T1, 98 Mds au T2).

L'essentiel des sorties de capitaux s'explique par les comportements des entreprises chinoises dans leurs activités de commerce



international : (i) une demande accrue de

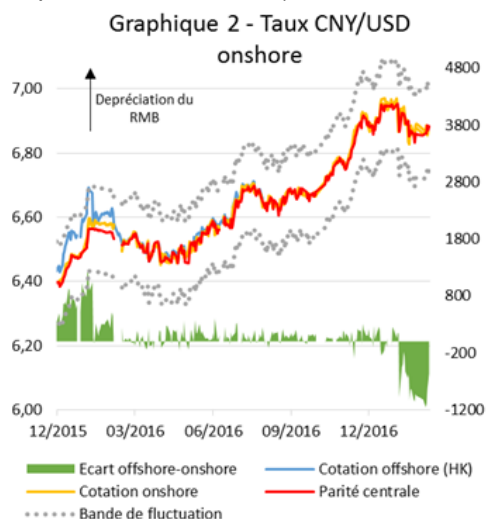
devises de la part des importateurs, (ii) une moindre propension des entreprises exportatrices à convertir leurs devises, (iii) des « fuites » de capitaux via différentes techniques, en particulier la pratique des surfacturations. Selon une analyse de la Société Générale¹, les deux premiers facteurs auraient entraîné à eux seuls une hausse de la demande nette de devises de 1000 Mds USD sur les deux dernières années, équivalent à la baisse des réserves de change. Par ailleurs, les sorties peuvent probablement s'expliquer en partie par une propension plus importante des particuliers à utiliser leurs quotas de change annuel (50 000 USD/an). Ainsi, au troisième trimestre, 80% des sorties de capitaux sont enregistrées dans les postes « autres investissements » (44%) et « erreurs et omissions » (36%) du compte financier. Par ailleurs, pour la première fois en 2016 les IDE sortants de Chine devraient dépasser les IDE entrants, apportant ainsi une contribution négative au compte financier. Les contributions des composantes actions, obligations et dérivés demeurent faibles (6% au T3).

¹ « Anatomy of China's outflows », Wei Yao, 23 janvier 2017, Société Générale Cross Asset Research



©DG Trésor

Les sorties de capitaux exercent une pression à la baisse sur le RMB, alors que les autorités entendent poursuivre leur stratégie de stabilisation du taux de change². Le RMB s'est déprécié de 6,6% face au dollar en 2016. Afin de s'éloigner de la référence à l'USD et de « modifier la manière dont le public et le marché regardent les mouvements du cours du RMB », la PBoC publie depuis décembre 2015 trois paniers de devises de référence (CFETS, BRI, DTS). La composition du principal panier de référence, le CFETS, a été révisée au 1^{er} janvier 2017³. Face au nouveau panier, le RMB s'est déprécié de 4,1% en 2016 (4,0% vis-à-vis du panier préalablement utilisé).



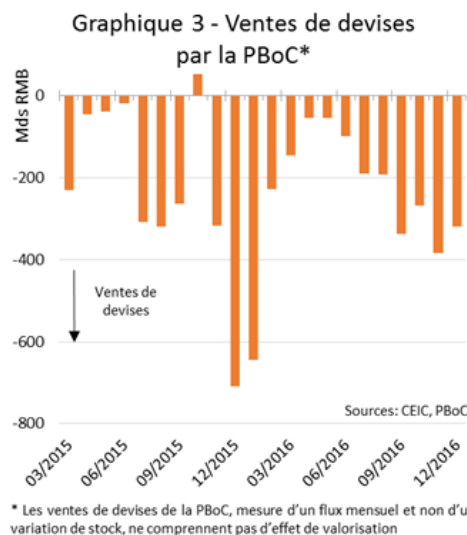
Les autorités sont intervenues à plusieurs reprises sur le marché des changes pour freiner la dépréciation, mais conservent encore des réserves jugées largement « adéquates » par le FMI. Les réserves ont ainsi baissé de 320 Mds USD en 2016. Officiellement, la banque centrale n'a plus d'objectif de niveau

² Cf. « Politique de change : les modalités d'application de la réforme du 11 août », J.Deslandes, W.Su, BEC n°82, juin 2016

³ La PBoC a annoncé le 29 décembre une modification de la composition de son principal panier de devises de référence dans la conduite de sa politique de change (l'indice CFETS). Onze nouvelles devises viennent s'ajouter aux treize préalablement utilisées pour composer ce panier, dont la monnaie coréenne et les monnaies de quatre pays de l'Union européenne (Pologne, Suède, Danemark et Hongrie), dont les pondérations sont inférieures à 1 %. Les pondérations des monnaies préalablement utilisées diminuent toutes, à l'exception du franc suisse. Les diminutions les plus importantes concernent, en termes absolus, l'euro et l'USD (respectivement -5,1 pts et -4,0 pts, à 16,3 % et 22,4 %).

⁴ Du 1^{er} au 6 janvier, la monnaie chinoise a connu sa plus forte appréciation hebdomadaire face à l'USD depuis 2012,

de change par rapport au dollar ; toutefois, la PBoC est fortement intervenue sur le marché du RMB off-shore début janvier⁴ lorsque le niveau du RMB s'est approché très près de 7 RMB pour 1 USD, seuil qualifié de « barrière psychologique » par la PBoC le 29 décembre. Les intervenants de marché à Hong Kong témoignent de l'effet dissuasif de ce type d'interventions sur les positions « short » (pari à la baisse sur le RMB) ainsi que de la crédibilité acquise par la PBoC en la matière. Le niveau des réserves de change s'établit à 3009 Mds USD à mars 2017 ; il est toujours jugé bien au-dessus du seuil d'adéquation établi par le FMI⁵ appliqué au cas de la Chine (régime de change fixe et existence de contrôles de capitaux), qui s'établit en 2016 à 1800 Mds USD⁶.



2. Pour freiner les sorties de capitaux, les autorités chinoises ont renforcé drastiquement à partir de fin 2016 les contrôles sur les capitaux sortants.

aussi bien sur le marché domestique (+1,1% à 6,92) que sur le marché « off-shore » (+2,0% à 6,84).

⁵ Le cadre théorique a été développé dans un papier du FMI de 2011, « *Assessing Reserve Adequacy* », et les poids des composantes du calcul ont été modifiés en 2014, « *Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals* ». La formule de calcul du montant de réserves « adéquat » est une pondération de la masse monétaire, des exportations et de la dette externe à court et long terme en fonction de caractéristiques du régime de change : flottant/fixe et présence/absence de contrôles de capitaux.

⁶ Dans le cadre du même régime de change (fixe) mais sans contrôle de capitaux, les réserves jugées adéquates par le FMI s'établiraient à 3000 Mds USD. Dans le cadre d'un régime de change flottant, les montants seraient de 1700 Mds sans contrôle des capitaux et de 1100 Mds avec contrôle des capitaux.



©DG Trésor

Les mesures de renforcement du contrôle concernent (i) les entreprises chinoises, dont les opérations à l'étranger sont soumises à autorisation plus stricte voire à suspension jusqu'en septembre 2017, en particulier pour les acquisitions importantes (supérieures à 10 Mds USD) et pour l'achat de biens immobiliers⁷ ; l'autorité de contrôle des changes (SAFE) a également introduit le 26 janvier de nouvelles obligations administratives afin de s'assurer de l'authenticité des investissements (ex. un « plan d'usage des fonds ») ; (ii) les banques, qui selon des sources concordantes mais non publiques⁸, doivent depuis début 2017 respecter un ratio flux entrants/flux sortants en RMB au niveau de chaque province et sur une base hebdomadaire ; (iii) les particuliers, avec depuis fin décembre des contrôles plus stricts sur l'utilisation du quota annuel de 50 000 USD par personne à compter du 1^{er} janvier 2017. En particulier, le nouveau ratio flux entrants/flux sortants en RMB a pour particularité d'affecter le compte courant, puisqu'il s'applique indifféremment aux flux de commerce comme aux flux d'investissement.

Selon des sources concordantes, les autorités auraient durci les contrôles sur les points suivants : (i) les autorités auraient donné instruction aux banques chinoises de faire entrer des devises en émettant des obligations en USD à l'étranger afin de rapatrier les sommes⁹, (ii) la SAFE imposerait la conversion des devises détenues par les entreprises publiques chinoises.

L'efficacité des mesures de contrôle des capitaux ne fait pas l'unanimité. Il convient de souligner que le gouverneur Zhou, dans son interview du 14 février 2016, mettait en avant la forte ouverture commerciale (4000 Mds USD de commerce réalisés par des millions d'entreprises) et touristique de la Chine (100 millions de touristes annuels) – difficilement réversible – et l'existence de nombreux canaux

de contournement des restrictions. A fortiori, le renforcement de ces mesures, en complexifiant le règlement en devises des importations, pourrait affecter les chaînes internationales de production et d'assemblage passant par la Chine, et *in fine* conduire à un ralentissement du commerce extérieur et du PIB chinois.

Par ailleurs, ces mesures semblent aller à rebours de la politique d'internationalisation du RMB développée par la Chine depuis 2009 : (i) les interventions de change menées par la PBoC sur la place de Hong Kong conduisent à assécher les liquidités disponibles ; (ii) plus fondamentalement, les restrictions affectent les investissements et le commerce chinois avec l'étranger, diminuant les besoins de disposer de relais *offshore*. Ainsi, les dépôts en RMB sur les places *offshore* ont diminué de 29% en 2016¹⁰ et, selon l'opérateur de paiements internationaux SWIFT, la part du RMB dans les transactions internationales a chuté de 30% en 2016, à 1,82% en moyenne.

Les autorités chinoises ne reconnaissent pas de resserrement du compte de capital. La plupart des mesures ne sont pas publiques. Selon la PBoC, le renforcement récent de certains contrôles sur les flux transfrontaliers s'inscrivent exclusivement dans une politique de lutte contre les malversations et les fraudes.

3. La banque centrale chinoise (PBoC) a également amorcé fin 2016 une remontée progressive des taux sur le marché monétaire, dont l'un des effets est de réduire le *spread* avec la Fed¹¹.

La remontée des taux sur le marché monétaire interbancaire est conduite de manière progressive. A partir de septembre 2016, la PBoC a conduit des opérations « open market » afin de resserrer progressivement les conditions de crédit¹². Cela s'est traduit par une hausse des

⁷ Cf. « Vers une nouvelle inflexion de la politique d'ouverture du compte de capital ? », J.Deslandes, F.Chimits, E.Jacques, Bulletin économique Chine n°85, janvier 2017

⁸ Le Financial Times relaye des exemples concrets pour les villes de Shanghai et Pékin, « *China clamps down on banks moving currency overseas* », 23 janvier 2017

⁹ « *Why China's 'Creative' Way to Fight Capital Outflows Won't Be Sustainable* », Bloomberg, 27/01/2017. Les émissions obligataires d'entreprises chinoises à l'étranger en devises atteignent un montant record en 2016 à 113 Mds USD, contre 88 Mds en 2015.

¹⁰ Source : « *Regulatory tightening overtakes OMO hike* », 13/04/2017, Standard Chartered. La principale place offshore de la Chine, Hong Kong, a vu ses dépôts en RMB baisser de 42% depuis décembre 2014, à 590 Mds RMB fin 2016.

¹¹ Pour les détails sur la politique monétaire, voir note « Politique monétaire chinoise : des hausses de taux qui ne changeraient pas l'orientation globalement accommodante » ci-dessous.

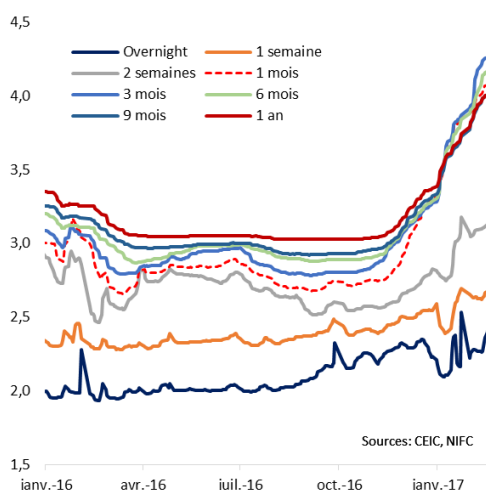
¹² En pratique, la PBoC obtient une augmentation des taux en intervenant moins qu'à l'accoutumé sur le marché interbancaire. En effet, les interventions de change qu'elle



©DG Trésor

taux interbancaires, l'indice de référence « overnight » (SHIBOR) augmentant de 40 pb en quatre mois, à 2,4% (cf. graphique 4). Dans un deuxième temps, les plus hautes autorités ont confirmé la tendance au durcissement modéré : lors de la « Conférence centrale sur le travail économique » de décembre, les autorités sont passées d'une politique monétaire qualifiée de « prudente et flexible » à « prudente et neutre ». Dans ce cadre, la PBoC a relevé de 10 points de base ses principaux taux de politique monétaire les 25 janvier et 3 février : les taux « repo » sur le marché interbancaire¹³, ainsi que les taux de deux de ses facilités de crédit¹⁴. Le taux de la « Standing Lending Facility » à 1 jour est le seul à avoir été relevé davantage, de 35 pb, à 3,1%, en raison de sa fonction de borne supérieure de corridor des taux établi par la PBoC.

Graphique 4 - Taux SHIBOR



Si la hausse des taux sur le marché monétaire s'inscrit dans un contexte particulièrement favorable, elle ne pourra être que très progressive et limitée en raison des risques de défauts sur le marché obligataire. La hausse des taux permet pour l'heure de

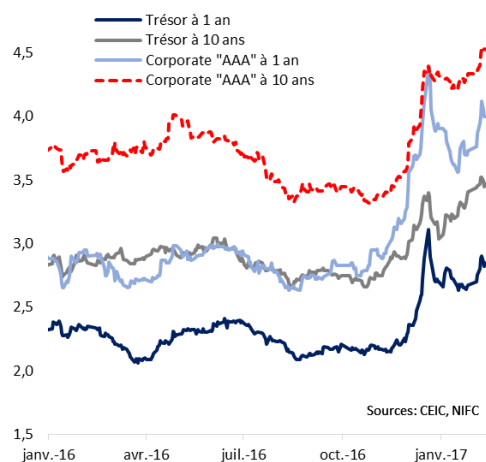
mène pour défendre la parité du RMB correspondent à un retrait de liquidités qui entraîne une hausse « mécanique » des taux. Pour contrecarrer cet effet, elle injecte ordinairement des liquidités en contrepartie (opérations de « stérilisation inversée »), ce qu'elle a moins besoin de faire si la hausse des taux est l'effet recherché.

¹³ Les taux « reverse repurchase rate » de 7, 14 et 28 jours, qui s'adressent à l'ensemble des participants au marché interbancaire, ont été passés respectivement de 2,25 à 2,35%, 2,4 à 2,5%, 2,55 à 2,65%.

¹⁴ Les taux de la « Standing Lending Facility » (SLF) pour les maturités de 1 jour, 7 jours et 1 mois sont passés de 2,75 à 3,1%, 3,25 à 3,35%, 3,6 à 3,7%. Les taux de la « Medium-

répondre de manière simultanée aux objectifs économiques interne (« déleveraging » du marché obligataire¹⁵) et externe (soutien du taux de change). Elle s'inscrit par ailleurs dans un contexte de reprise de l'inflation, qui autorise des marges de durcissement (les prix à la production augmentent à nouveau depuis octobre, à +5,5% en décembre en glissement annuel, après plus de quatre ans de déflation ; les prix à la consommation sont globalement stables, à +2,1%). Néanmoins, la remontée des taux ne pourra être que très progressive, en vue des risques de défauts sur le marché obligataire (en décembre, deux défauts¹⁶ ont entraîné une forte volatilité du marché obligataire, obligeant les autorités à intervenir pour clarifier les responsabilités sur les pertes) (cf. graphique 5). Le risque systémique lié aux défauts sur le marché obligataire est aggravé par « l'opacité » et « l'interconnectivité »¹⁷ importantes du système financier chinois.

Graphique 5 - Taux sur le marché obligataire interbancaire (spot)



4. Parallèlement, les autorités chinoises cherchent à rééquilibrer la balance des capitaux en attirant de nouveaux flux

term Lending Facility » (MLF) à 6 mois et 1 an sont passés respectivement de 2,85 à 2,95% et de 3,0 à 3,1%.

¹⁵ Pour mémoire, le marché obligataire chinois est essentiellement interbancaire (utilisation d'obligations comme contrepartie aux opérations « repo »), pour 89% des émissions en 2016 et 88% du stock (source : PBoC).

¹⁶ Défauts sur des obligations falsifiées détenues par l'entreprise Sealand Securities le 19 décembre 2016 et défauts d'obligations de l'entreprise Cosun sur la plateforme en ligne Zhaocaibao le 26 décembre 2016.

¹⁷ Cf. « Situation financière des banques chinoises », J.Deslandes, A.Aubel, J.Pan, Bulletin économique Chine n°83, octobre 2016 et le « China's financial interlinkages », Working paper, FMI, août 2016.



©DG Trésor

entrants, ce que favorise la remontée progressive des taux.

Plusieurs mesures ont été prises en 2016 pour favoriser les flux de capitaux entrants¹⁸, et en particulier l'ouverture du marché obligataire interbancaire, troisième marché au monde avec 9300 Mds USD d'actifs en 2016, aux investisseurs étrangers. Cela s'est traduit par une hausse de la participation étrangère (+13% en 2016), mais moins rapide que la croissance du marché lui-même (+21%), ce qui fait que leur part reste très faible, à 1,3% du stock total. Pourtant, les taux sont attractifs : pour comparaison, le taux à 10 ans des obligations d'Etat chinoises était le fin février de 3,41%, contre 2,51% pour les Etats-Unis, 1,02% pour la France et 0,07% pour le Japon.

La politique chinoise d'ouverture asymétrique du compte financier affecterait la capacité des investisseurs étrangers à rapatrier leurs capitaux, ce qui freine leur participation. D'après la PBoC, les actifs financiers détenus par les étrangers sont ainsi en baisse de 19% en 2016 sur un an, à 3700 Mds CNY (-40% pour les dépôts, -28% pour les prêts, +13% pour les obligations et +8% pour les actions). La difficulté de rapatrier les capitaux a notamment motivé le nouveau report par le fournisseur d'indices MSCI. Cette l'inclusion des actions chinoises A dans son indice « Emerging Markets » en juin 2016, qui aurait eu pour effet « automatique » de faire entrer de nombreux investisseurs sur les marchés chinois (près de 1500 Mds USD de fonds sous gestion suivent cet indice). MSCI sera amené à reconsidérer sa position, le cas échéant, en juin 2017. Ces

nouvelles restrictions pourraient également affecter la décision d'un certain nombre d'autres fournisseurs d'indices.

5. Si ce « nouvel » équilibre monétaire échoue à enrayer les fuites de capitaux, les autorités pourraient rechercher davantage de flexibilité dans leur politique de change, ce qui serait néanmoins un pari risqué. Plusieurs économistes chinois, considérant l'inefficacité des mesures de contrôle des capitaux et la possible « prise en otage » de la politique monétaire par l'objectif de stabilité externe, ont récemment suggéré à la banque centrale chinoise d'amender sa stratégie en laissant le RMB se déprécier¹⁹.

Toutefois, une dépréciation trop importante du RMB pourrait envoyer un signal négatif sur l'état réel de l'économie chinoise, qui ne ferait qu'alimenter les anticipations à la baisse sur la valeur de la monnaie ainsi que les sorties de capitaux. Par ailleurs, une monnaie faible aurait plutôt tendance à favoriser le secteur exportateur traditionnel, ce qui irait à l'encontre de la stratégie de montée en gamme de l'industrie chinoise et, plus généralement, du rééquilibrage du modèle de croissance poursuivi par les autorités. Enfin, une éventuelle forte dépréciation ne serait pas sans conséquences sur l'économie mondiale : elle risquerait d'entraîner une succession de dévaluations compétitives parmi les principaux partenaires commerciaux de la Chine, particulièrement en Asie, et d'entraîner un choc déflationniste sur le reste du monde, par le canal des exportations et des matières premières.

*

Les autorités chinoises semblent désormais être allées très loin dans les mesures de restriction sur les flux de capitaux sortants ; imposer davantage de contraintes risquerait d'affecter le commerce extérieur chinois, en plus de remettre en cause la stratégie d'internationalisation du renminbi menée depuis 2009. L'ouverture commerciale et touristique de la Chine contrevient fortement à l'efficacité des récentes mesures de contrôle pour freiner durablement les sorties de capitaux.

A. AUBEL, F.CHIMITS

¹⁸ Assouplissement du programme RQFII (09/2016), octroi aux banques centrales et entreprises étrangères du droit de participation au marché interbancaire, en particulier obligataire, développement des émissions obligataires d'entités étrangères, ouverture de la connexion boursière entre Hong Kong et Shenzhen en décembre.

¹⁹ En particulier : YU Yongding, ex-membre du comité monétaire de la PBoC et chercheur à la CASS, ZHANG Bin, chercheur à la CASS (Global Times, 28/12/2016), ZHU Ning, professeur de finance à l'université Tsinghua (SCMP du 5 janvier 2017), ZHU Baoliang, chercheur au think-tank proche de la NDRC, State Info. Centre (Bloomberg, 3/01/2017).



Le plan de développement ambitieux de la zone de libre-échange de Qianhai (Shenzhen)

Les Zones de libre-échange pilotes doivent-elles être analysées à la seule aune de l' « ouverture » de l'économie chinoise? En quoi consistent concrètement les appels des plans quinquennaux successifs à promouvoir la coopération économique entre la Chine continentale et sa périphérie immédiate (Hong Kong, Macao et Taïwan)? Approuvée dès 2010 dans un contexte où les relations entre la région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong et le continent étaient exclusivement envisagées au travers du prisme de l' « intégration », la zone de Qianhai – située à Shenzhen, à quelques kilomètres de Hong Kong - a pour ambition de répliquer, sur une portion de territoire sous administration communiste, les principaux piliers de l'environnement d'affaires de la RAS. Le tribunal de Qianhai s'essaie par exemple à appliquer la common law, tandis que certaines activités bénéficient de taux d'imposition légèrement inférieurs à ceux en vigueur à Hong Kong – au risque d'entrer en concurrence. Mais pareille greffe de l'environnement des affaires de Hong Kong peut-elle prendre? Pour des raisons aussi bien circonstancielles (au niveau économique : pressions à la baisse sur le CNY ; au niveau politique : recentralisation depuis 2012) que structurelles (des traditions intellectuelles différentes), les réformes semblent ralentir : alors qu'approche 2020 (date à laquelle l'édification de la zone de Qianhai doit être finalisée), la ZLE ne réunit donc pas encore les conditions propices à l'installation, dans le Guangdong, de larges pans de l'industrie des services à haute valeur ajoutée de Hong Kong, qui succéderait à la migration des entreprises manufacturières de la ville intervenue, elle, dans les années 1980 et 1990.

En tant que section de la Zone pilote de libre échange du Guangdong (ZLE) inaugurée le 21 avril 2015, la Zone de Qianhai propose (1) des procédures simplifiées en matière de création d'entreprises, (2) une plus grande ouverture aux investissements étrangers (régis par une « Liste négative » : les secteurs d'activités non recensés au sein de cette liste bénéficient d'un traitement national) et (3) se veut à l'avant-garde des réformes financières. Mais cette enclave expérimentale établie dès 2010 autour d'une « Zone de coopération entre Shenzhen et Hong Kong pour les services modernes » cherche avant tout à instiller un nouveau modèle de relations économiques entre Hong Kong et le continent chinois. Il convient de chercher à dégager les grandes lignes de ce modèle et à déterminer dans quelle mesure la « coopération » affichée est également teintée d'une mise en concurrence.

1. Contexte politique : l'intégration régionale d'une ancienne colonie britannique

Estomper les frontières :

Depuis le transfert de souveraineté intervenu le 1^{er} juillet 1997, Hong Kong a intégré la République populaire de Chine en tant que « Région Administrative Spéciale » (RAS). À ce titre, Hong Kong est doté de sa propre constitution, dite « Loi Fondamentale »¹, qui dispose que « le système capitaliste et le mode de vie du territoire demeureront inchangés pour les cinquante ans à venir » et garantit ainsi théoriquement, jusqu'en 2047, « un large degré d'autonomie » à Hong Kong vis-à-vis des autorités centrales (seules la défense et les affaires étrangères relevant exclusivement du gouvernement central).

Aussi, jusqu'à récemment², l'objectif de l' « intégration » (à terme) de Hong Kong à la Chine a-t-il fait l'objet d'un large consensus. Voyant l'intérêt qu'ils pouvaient en retirer, les autorités centrales et les autorités de Hong Kong

¹ Le pouvoir d'interprétation de la Loi fondamentale est toutefois dévolu au Comité permanent de l'Assemblée nationale populaire, qui peut en outre s'autosaisir.

² À Hong Kong, le mouvement dit « localist », qui a d'abord émergé vers 2005 autour de problématiques liées à la

préservation du patrimoine, et qui est devenu une force politique à part entière au lendemain du « Mouvement des parapluies » de 2014, a été le premier à contester de front cet objectif d'intégration de Hong Kong au continent.



©DG Trésor

ont œuvré à réduire les distances de toutes sortes entre la RAS et le « *mainland* » : (1) les distances géographiques³, bien sûr, mais également (2) celles qui séparent leurs régimes de traitement des flux de biens et de capitaux respectifs⁴.

Une « zone de coopération » renforcée entre Hong Kong et le continent :

C'est dans la même optique de rapprochement⁵ que le Conseil des Affaires de l'État (CAE) a approuvé, le 26 août 2010, la création d'une « Zone de coopération entre Shenzhen et Hong Kong pour les services modernes ». Située à équidistance entre les deux aéroports de Hong Kong et Shenzhen (30 km), la zone de 15 km² a notamment pour objectif de stimuler le « développement intégré » (*ronghe fazhan* 融合發展) du Guangdong et de Hong Kong. Un « plan général » est publié en octobre de la même année, qui doit guider le développement de Qianhai pour la période allant jusqu'à 2020 ; il est complété par un texte du CAE en date du 29 juin 2012, qui instaure une série de 22 mesures pilotes pour la zone, notamment en matière financière, fiscale et juridique (voir *infra*). Le 24 mars 2015, enfin, Qianhai (qui se voit alors adjoindre le district de Shekou) se voit rattaché à la Zone de libre échange du Guangdong, inaugurée à la même date.

La ZLE de Qianhai-Shekou n'est toutefois pas un parc industriel comme un autre : si, fin 2016, elle reste essentiellement en chantier, son importance *politique* est attestée par (1) la

récurrence des visites de hauts dignitaires du régime⁶ ; (2) la décision de placer à sa tête des dirigeants capables de se faire entendre en haut lieu⁷ ; et (3) le rôle « pilote » qui lui est dévolu pour définir un nouveau modèle de relations économiques entre Hong Kong et le continent⁸. L'objectif assigné à la zone est en effet de répliquer, sur une portion de territoire sous administration communiste, les principaux piliers de l'environnement d'affaires hongkongais, dans l'espoir d'y attirer – entre autres - les fleurons de la finance (17,6% du PIB hongkongais en 2015), de la logistique (6,5%), des services « professionnels » (5,9%) et des services d'information et de communication (3,5%) soit, pris ensemble, un tiers du PIB de la RAS⁹.

2. La difficile greffe de l'environnement des affaires de Hong Kong en terre chinoise

Harmonisation fiscale :

Ainsi, Qianhai est, avec Hengqin et Pingtan (situées respectivement en face de Macao et Taïwan), la seule section d'une ZLE pilote de Chine à proposer une fiscalité préférentielle à certaines catégories d'entreprises : en l'occurrence, un impôt sur les bénéfices au taux de 15%, en-deçà des taux de droit commun applicables en Chine continentale (25%) et à Hong Kong (16,5%¹⁰) applicable aux entreprises satisfaisant à certains critères et opérant dans les secteurs d'activité listés au sein d'un « catalogue préférentiel » : (1) logistique moderne ; (2) services informatiques ; (3)

³ Via le développement d'infrastructures de transport reliant la Région administrative spéciale de Hong Kong au continent, dont notamment le pont Hong Kong – Zhuhai - Macao et la ligne de train rapide Hong Kong – Canton.

⁴ Accès privilégié au marché chinois pour les biens et, dans une moindre mesure, les services hongkongais dans le cadre du *Closer Economic Partnership Agreement* ou « CEPA » signé en 2003 ; connexion boursière entre Hong Kong et Shanghai (17 novembre 2014) puis entre Hong Kong et Shenzhen (5 décembre 2016).

⁵ Les grandes lignes du projet sont en effet tracées dans la réponse de la mairie de Shenzhen au « plan de réforme et de développement de la région du Delta de la rivière des perles (2008-2020) » (珠江三角地區改革發展規劃綱要) de la NDRC (décembre 2008).

⁶ Wang Guangya, directeur du Hong Kong and Macao Affairs Office (HKMAO, CAE), s'est rendu sur place en juin 2011 ; le Secrétaire du Parti, Xi Jinping (7 décembre 2012), puis le Premier Ministre, Li Keqiang (4 janvier 2015), ont suivi.

⁷ Le premier directeur de la zone (avril 2013-août 2015), Zhang Bei張備, fut l'assistant personnel de plusieurs Conseillers d'État (ministres). L'une des autres principales

figures de la Zone est le président du *Qianhai Institute for Innovative Research*, « think tank » établi en juillet 2014 : ancien membre du Conseil exécutif (gouvernement) de Hong Kong (1992-1997) et Président de l'Université de Lingnan (1995-2007), Edward Chen 陳坤耀 possède une connaissance intime du fonctionnement du « modèle » hongkongais, en sus d'un épais carnet d'adresse...

⁸ Qianhai est citée dans les XIIème (2011-2015) et XIIIème (2016-2020) plans quinquennaux - elle apparaît dans ce dernier au titre des relations avec Hong-Kong, alors que la Zone aurait tout aussi bien pu figurer au sein du chapitre relatif à la poursuite de la politique d'« Ouverture ».

⁹ Source : Census & Statistics Department, Hong Kong.

¹⁰ Depuis l'année fiscale 2008-2009, le taux d'imposition est de 16,5% sur les bénéfices réalisés à Hong Kong par une société y étant immatriculée ; de 15% pour celles ayant des activités sur le territoire tout en n'y possédant pas de structure juridique. Notons toutefois que les méthodes de calcul de la base imposable sont différentes à Hong Kong (principe de territorialité des revenus) et en Chine continentale.



©DG Trésor

services technologiques, à l'innovation et autres « services professionnels » ; (4) industries culturelles et créatives. De même, la fiscalité individuelle permet aux « hauts talents » ainsi qu'aux catégories professionnelles en pénurie de bénéficier d'un crédit d'impôt dès lors que le montant de la retenue fiscale excède 15% de leur salaire. Ce taux est donc également inférieur au taux de 17% pratiqué à Hong Kong pour les salaires mensuels excédant 120 000 HKD, qui forment le cœur de cible (« hauts talents ») de l'administration de Qianhai¹¹.

Des réformes pilotes en matière financière :

Alors que les institutions financières représentent plus de la moitié des 61 000 entreprises immatriculées à Qianhai fin 2015, paradoxalement, la finance ne fait pas partie du « catalogue préférentiel ». Elle est pourtant la principale industrie que cherchent à promouvoir les autorités de Qianhai, qui s'appuient pour cela sur la mise en œuvre de réformes « institutionnelles » et de programmes pilotes – pour certains exclusifs à l'enclave de Qianhai. Les institutions financières hongkongaises sont ainsi censées pouvoir jouir à Qianhai de conditions d'accès au marché chinois moins contraignantes que dans le reste du pays : en septembre 2016, la Hang Seng Bank a pu ouvrir une maison de fonds communs de placement contrôlée par la partie étrangère et la Bourse de Hong Kong a annoncé la création d'une plateforme d'échange pour les métaux devant permettre aux investisseurs chinois d'acheter des produits hongkongais aux prix hongkongais sans avoir à se rendre dans la RAS (l'aval de la CSRC est encore attendu pour ces deux projets) ; pour sa part, HSBC est devenu le premier groupe étranger à mettre en place une société de courtage sous forme de coentreprise à majorité étrangère. La libéralisation promise – qui devait être réalisée dans le cadre du CEPA – se fait toutefois encore au compte-goutte, projet par projet, en fonction de critères non publiés et, fin 2016, des discussions s'engageaient tout juste avec la Banque populaire chinoise et la

China Insurance Regulatory Commission afin de libéraliser de manière systématique les conditions d'accès au marché chinois pour les compagnies d'assurance de Hong Kong.

Jusqu'ici, Qianhai s'est principalement appuyé sur l'industrie financière hongkongaise pour développer une plateforme de compensation *onshore* de la devise chinoise : (1) Qianhai propose en effet un programme autorisant les entreprises enregistrées localement et remplissant certaines conditions à emprunter des CNY *offshore* depuis 15 banques hongkongaises accréditées (l'on parle alors de *backflows*), au taux du marché¹² ; (2) et le *Qianhai Equity Trading Center* permet, lui, de lancer à Hong Kong des produits de gestion de patrimoine libellés en CNY. Parmi les autres services dérogatoires du droit commun autorisés à Qianhai : (3) le programme QFLP (*Qualified Foreign Limited Partner*), qui existe également à Shanghai, Pékin, Tianjin, Qingdao etc., permet aux investisseurs institutionnels étrangers de créer des fonds d'investissement libellés en CNY pour investir dans des entreprises chinoises ; (4) approuvé le 8 décembre 2014, le programme QDIE (*Qualified Domestic Investment Enterprise*), est lui spécifique à Shenzhen, qui autorise les investisseurs chinois à lever des fonds localement pour investir à l'étranger sur les marchés primaire comme secondaire et dans de nombreux secteurs (tous ceux couverts par les programmes ODI, QDII et QDLP).

Un « État de droit aux caractéristiques chinoises » - où règnera la *common law* ?

Dans sa volonté de « créer un environnement juridique facilitant le développement des services modernes », l'Autorité de gestion de la zone de Qianhai a très tôt proposé d'importer au sein de sa circonscription certains marqueurs d'un État de droit. Parmi ses suggestions : la création d'une commission contre la corruption indépendante (inspirée de l'ICAC hongkongais) et d'un médiateur (*ombudsman*), la nomination de résidents hongkongais au sein de son comité

¹¹ Voir : [前海深港合作區境外高端人才和緊缺人才個人所得稅財政補貼暫行辦法深府〔2012〕143號](#). L'administration de ces privilèges fiscaux reste perfectible : en effet, les employés éligibles doivent d'abord verser la somme due au taux de droit commun avant de solliciter le versement d'une subvention comblant l'écart avec la somme correspondante à 15% de leur salaire.

¹² D'après notre compréhension [des mesures de mise en œuvre de ce programme](#) (2012), la finalité des prêts en question est toutefois très restreinte : ils doivent en effet être consacrés au développement et à la construction de la zone de Qianhai elle-même. Les prêts sont par ailleurs soumis à quota, mais leur maturité (court, moyen, long terme) est à la discrétion des parties.



©DG Trésor

de direction, l'instauration de l'obligation, pour les fonctionnaires de la zone, de déclarer leurs revenus et leurs prises d'intérêt etc. Le Comité permanent de l'Assemblée populaire de Shenzhen s'est empressé de mettre son veto à ces initiatives originales (27 juin 2010) et Qianhai a finalement été décrétée « base de démonstration de l'État de droit *aux caractéristiques chinoises* ». Plusieurs projets audacieux restent néanmoins d'actualité dans ce cadre, dont celle visant à « étendre le périmètre d'application du droit hongkongais » au sein de l'enclave.

Le 28 octobre 2016, pour la première fois, le Tribunal de district de Qianhai a ainsi eu recours à la *common law* pour résoudre un litige commercial à l'occasion d'un jugement ayant, en outre, fait intervenir un jury composé de plusieurs résidents hongkongais. Il convient toutefois de noter que le Tribunal de Qianhai ne s'est pas transformé en tribunal de droit commun pour l'occasion : techniquement, il a en fait délégué le règlement du différend à un médiateur, avant d'apposer un « cachet d'approbation » à la décision arrêtée à l'issue de la procédure afin de lui conférer une force juridique contraignante. En cas d'échec de la médiation, les deux parties auraient bien été contraintes de plaider devant le Tribunal de Qianhai ; et la question reste entière de savoir si celui-ci aurait alors appliqué le droit hongkongais. Sans doute encore largement perfectibles, ces tentatives d'application du droit hongkongais restent potentiellement importantes : elles pourraient en effet concurrencer Hong Kong sur l'un de ses principaux avantages comparatifs, son système juridique.

D'autres mesures sont par ailleurs mises en œuvre pour favoriser la mobilité des « cols blancs » depuis Hong Kong vers la zone de Qianhai : (1) ouverture sectorielle au profit, notamment, des cabinets d'avocats

hongkongais : fin novembre 2016, six des neuf cabinets d'avocats sino-hongkongais établis en Chine sous forme de *partnership associations* étaient ainsi enregistrés à Qianhai ; le 1^{er} juin 2016, cette forme d'association – qui ouvre aux avocats hongkongais des pans entiers du marché chinois¹³ – a en outre été étendue à l'ensemble de la circonscription de la ville de Shenzhen ; (2) poursuite des efforts de simplification des procédures de reconnaissance mutuelle des certifications engagés dans le cadre du CEPA : si la reconnaissance automatique des certifications professionnelles des comptables, avocats, architectes, géomètres, etc. hongkongais reste à ce jour une gageure, quelques progrès ont été enregistrés à Qianhai pour ces deux dernières catégories professionnelles¹⁴.

3. Un projet ambitieux

Les ambitions du gouvernement central pour la zone de Qianhai semblent claires : opérer une greffe de l'environnement des affaires hongkongais en territoire de Chine continentale ; *i.e.* créer les conditions propices à l'installation dans le Guangdong de larges pans de l'industrie des services à haute valeur ajoutée hongkongaise, qui succéderait à la migration des entreprises manufacturières de la ville intervenue, elle, dans les années 1980 et 1990. La zone tient, sur son site même, le compte des entreprises hongkongaises immatriculées à Qianhai : 2 797 à la fin du mois de décembre 2016 (soit 3,2% du total), pour un capital social enregistré estimé à 378,3 Mds CNY (soit 8,4% du total). Une marginalisation de l'économie de Hong Kong aurait, s'elle se réalise¹⁵, des répercussions importantes sur les équilibres politiques.

Bien que l'initiative soit officiellement déclinée au nom de la « coopération » entre les deux

¹³ Cette formule permet aux avocats hongkongais de suppléer leurs homologues continentaux – et *vice versa* – à l'occasion de litiges civils et commerciaux (les affaires criminelles et administratives soumises au droit de la République populaire de Chine restent hors de portée des avocats hongkongais). Cette possibilité, ouverte le 1^{er} septembre 2014 dans le cadre de l'annexe VIII du CEPA, s'étend également aux deux autres sections de la ZLE du Guangdong : Hengqin (Zhuhai) et Nansha (Canton).

¹⁴ Depuis le 29 février 2016, les architectes et géomètres certifiés à Hong Kong sont censés pouvoir officier sur les

projets à majorité hongkongaise réalisés à Qianhai. L'autorisation nécessite une simple procédure d'enregistrement à Hong Kong (*Development Bureau*) puis Qianhai (*Qianhai Authority*) ; le périmètre des activités autorisées est le même qu'à Hong Kong, prospection et cartographie exceptés.

¹⁵ Manifestement peu satisfaite de ces résultats, la municipalité a rendu public, en décembre 2014, un programme de subventions pouvant aller jusqu'à 2 M CNY pour les entreprises hongkongaises immatriculées une filiale au sein de la zone ou y réalisant des emprunts en CNY.



©DG Trésor

territoires, l'existence d'une concurrence entre Hong Kong et Qianhai fait d'ailleurs l'objet d'un vaste consensus parmi les principaux commentateurs de Hong Kong, qu'ils soient libéraux ou conservateurs. Et c'est davantage sur les chances de succès du projet que se divisent ces derniers : Lam Hang-chi (libéral), fondateur du *Hong Kong Economic Journal*, estime par exemple qu'Hong Kong peut y trouver des motifs d'inquiétude, tout en précisant que le succès de Qianhai dépendra *in fine* de la volonté du pouvoir politique chinois à décentraliser et

externaliser une partie de son pouvoir de décision. Quant à l'actuel président de la MPF Schemes Authority, David Y. K. Wong (conservateur), il estime que les principaux atouts de Hong Kong, au premier lieu desquels ses institutions (il cite la liberté – de la presse, de l'information, du capital - ; celles fixant « les règles du jeu » - État de droit, société civile, organisations professionnelles indépendantes etc. – ; et la réputation de qualité associée au « Made in Hong Kong »), sont difficiles à répliquer.

*

La greffe peut-elle prendre ? L'ensemble des mesures mentionnées ci-dessus sont des mesures pilotes, pour la plupart mises en place jusqu'au 31 décembre 2020. Si certaines pourraient survivre au-delà¹ ou même se voir étendues à un périmètre plus large, d'autres pourraient aussi être suspendues à cette échéance ; et l'incertitude pesant sur leur pérennisation est peu propice à inspirer la confiance nécessaire à un mouvement massif des entreprises hongkongaises vers Qianhai. En outre, les réformes en cours, d'une amplitude déjà moindre qu'initialement envisagée, ont pu décevoir : le programme QDIE est gelé depuis décembre 2015 ; les réformes concernant l'applicabilité de la common law n'ont pas encore su dépasser les possibilités ouvertes par le recours à un simple tribunal d'arbitrage ; et Qianhai n'est pas non plus parvenu à surmonter la plupart des obstacles déjà rencontrés dans la mise en œuvre du volet « services » du CEPA.

P. MARTIN

¹ Interrogé sur le sujet en mars 2016, le vice-directeur de la zone de Hengqin, qui jouit de privilèges similaires à ceux de Qianhai en matière fiscale, pense en effet avoir de « bonnes raisons de demander leur extension au gouvernement

central » ; la principale « raison » citée est, sans surprise, l'intégration des économies des deux RAS de Hong Kong et Macao, respectivement, à celle du continent chinois...



Les relations commerciales entre la France et la Chine en 2016

1. Aperçu global de nos échanges

Les échanges entre la France et la Chine continentale (hors Hong Kong et Macao) ont représenté 62 Mds EUR sur l'ensemble de l'année 2016, en recul de -4,3% en valeur en g.a. Le déficit commercial bilatéral demeure le premier déficit au monde pour la France (à 30 Mds EUR).

La chute de nos échanges bilatéraux avec la Chine est plus brutale que celle de l'ensemble des échanges de la France avec ses partenaires (-1%), mais en ligne avec le recul du commerce extérieur chinois au cours de l'année 2016 (-7%). Elle s'explique à la fois par le ralentissement de la production industrielle chinoise, une baisse de nos exportations de matériel aérospatial (-26%) et le contrecoup d'une année record pour nos exportations de céréales en 2015.

Bien que la France conserve son rang en tant que **deuxième fournisseur européen de la Chine**, sa part de marché recule de 0,1 pt, à 1,5% en USD en 2016 selon les douanes françaises. Cette tendance à la baisse ne semble pas affecter ses principaux concurrents européens : les parts de marché de l'Allemagne et de l'Italie sont en légère augmentation (passant respectivement de 5,5% à 5,6% et de 1,0% à 1,1%) et celle du Royaume-Uni reste stable (à 1,2%).

La Chine passe du rang de 7^{ème} client de la France en 2015, à 8^{ème} destinataire des exportations française en 2016. La France, devancée par le Vietnam, perd une place dans le classement des clients de la Chine (au 14^{ème} rang).

2. Décomposition des exportations par secteurs

Les exportations françaises vers la Chine chutent de 10,9% en 2016. La Chine se place ainsi au 8^{ème} rang des pays de destination des exportations françaises, alors qu'elle figurait à la 7^{ème} place en 2015.

La structure des exportations vers la Chine (16 Mds EUR en 2016) reflète en grande partie le dynamisme des nouveaux besoins exprimés par la classe moyenne chinoise émergente. L'industrie aérospatiale représente notre premier poste d'exportations (30% du total), suivie par les secteurs des équipements mécaniques, des matériels électriques, électroniques et informatiques (22%), des industries agricoles et agroalimentaires (13%), de la chimie, des parfums et des cosmétiques (10%) et de la santé (6%).

Les exportations de matériel aérospatial en 2016 (4,8 Mds €) accusent une baisse sensible par rapport à une année 2015 exceptionnelle pour ce secteur (6,4 Mds €) et atteignent un niveau équivalent à leur moyenne 2012-2014 (4,7 Mds €).

Les exportations du secteur agroalimentaire diminuent de 18%, contrecoup de la hausse exceptionnelle des exportations de céréales sur l'ensemble de l'année 2015. **Hors céréales, les exportations de produits agroalimentaires restent très dynamiques (+14%).** Elles sont essentiellement portées par la forte hausse des exportations de **viandes de boucherie (+38%) et de produits laitiers (+35%),** ainsi que par les **exportations de vins et spiritueux qui poursuivent leur reprise (+15%).**

Hors agroalimentaire, les exportations françaises de biens de consommation restent dynamiques : +15% pour les parfums et cosmétiques, +17% pour les produits de santé tirés par les produits pharmaceutiques. Elles confirment une demande chinoise croissante pour des produits étrangers de qualité visant le bien-être des classes moyennes.

Les exportations françaises du secteur automobile sont en net recul. Nos exportations de parties et accessoires pour véhicules, qui constituent plus de deux tiers des exportations du secteur, chutent de 20% en partie en raison d'une relocalisation croissante des équipementiers automobiles en Chine.



©DG Trésor

3. Décomposition des importations par secteurs

Les importations françaises de biens chinois reculent de 1,7% en 2016 pour s'élever à 46 Mds EUR. La Chine conserve en 2016 son rang de deuxième fournisseur de la France, derrière l'Allemagne. La part de la France dans les exportations chinoises reste stable (22^{ème} client).

Malgré la volonté affichée des autorités chinoises de favoriser la montée en gamme

de son industrie, les importations françaises depuis la Chine demeurent majoritairement constituées de produits à faible valeur ajoutée locale destinés au consommateur final. Elles sont pour l'essentiel composées de produits informatiques, électroniques et optiques (30 % du total), de produits textiles, d'habillement, cuir et chaussures (22 %) et d'équipements électriques et ménagers (11 %), secteurs illustratifs du rôle d'« usine du monde » qui continue à caractériser la Chine.

E. JACQUES, A. SCHIBLER

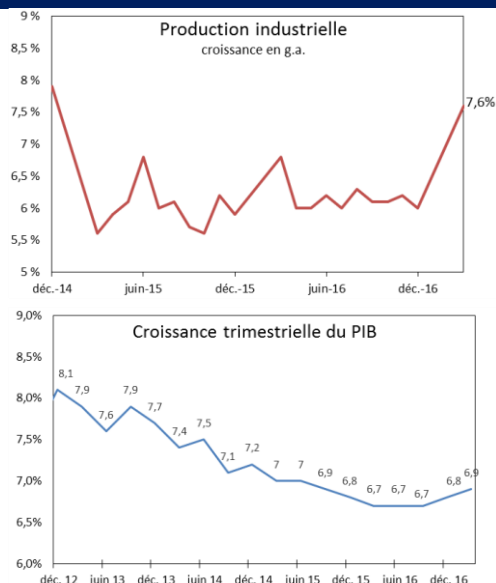


©DG Trésor

Note : Dans les commentaires des graphiques, la flèche figurant à la suite d'un indicateur précise la tendance par rapport au 12 mois précédents. Sa couleur reflète notre appréciation de l'impact de cette évolution sur l'économie chinoise (positive en vert, négative en rouge, neutre en bleu).

Croissance : La croissance du PIB accélère au T1 pour le second trimestre consécutif, à 6,9%

Production



Croissance de la production industr.

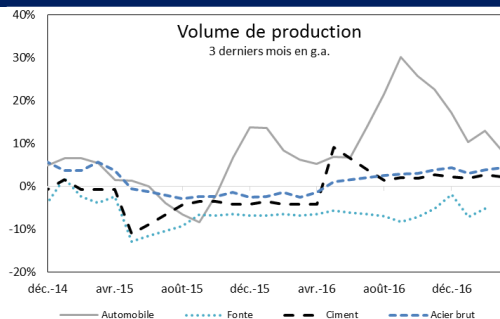
T1 2017 (g.a.)

+6,9 %



- La croissance du PIB chinois au T1 2017 a été de 6,9% (g.a.), contre 6,8% au T4 2016 et 6,7% sur l'année 2016. Il s'agit de la première accélération de la croissance réelle sur deux trimestres consécutifs depuis 2010. A noter que l'écart entre la croissance nominale (à 11,8% au T1 2017) et la croissance réelle du PIB, indicateur de la dynamique des prix, est à son plus haut depuis cinq ans, à 4,9% au T1 2017 contre 1,1% sur l'année 2016. La croissance de la valeur ajoutée industrielle a été de +6,8% au T1 (g.a.), contre +6% en 2016.
- Le FMI a revu en avril à la hausse ses prévisions de croissance du PIB chinois à 6,6% en 2017 et 6,2% en 2018, contre 6,5% et 6,0% dans sa prévision de janvier 2017. D'après le FMI, cette hausse des prévisions de croissance « reflète la dynamique de croissance meilleure que prévue et l'anticipation de la poursuite du soutien à l'activité par la croissance des crédits et l'investissement public », et s'accompagne « d'une augmentation des risques d'ajustement disruptif en Chine à moyen terme ». La Banque mondiale a maintenu, le 13 avril, ses prévisions de croissance inchangées pour 2017 et 2018 à 6,5% et 6,3%. Les autorités publiques ont fixé en février un objectif de croissance pour 2017 « autour de 6,5% ».

Industrie



Croissance de la production d'acier brut

Mars 2017 (g.a.)

+4,2 %

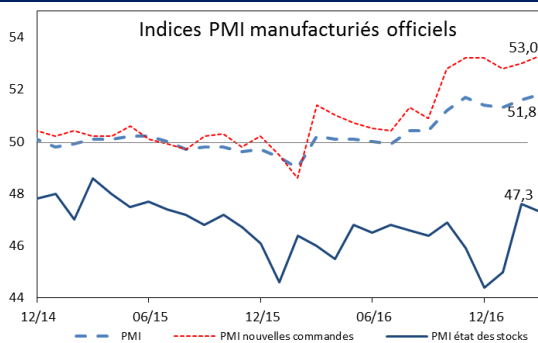


m.a. glissante

+2,5%

- Les profits des entreprises industrielles chinoises ont crû de 27% au T1 en glissement annuel (g.a.), contre +6% en moyenne en 2016. Presque tous les secteurs ont connu une accélération de la croissance de leurs profits au T1 par rapport à 2016. Les dynamiques ont été particulièrement marquées pour les industries minières, la sidérurgie, les équipements ménagers et les outils de construction. Pour mémoire, au T1, l'investissement une infrastructure et en construction ainsi que les prix des industries extractives et des industries lourdes ont été particulièrement dynamiques.

Indice PMI des directeurs d'achat



Purchasing Manager's Index (Manufacturing)

Mars 2017 (indice)

51,8



Moyenne sur 12 mois

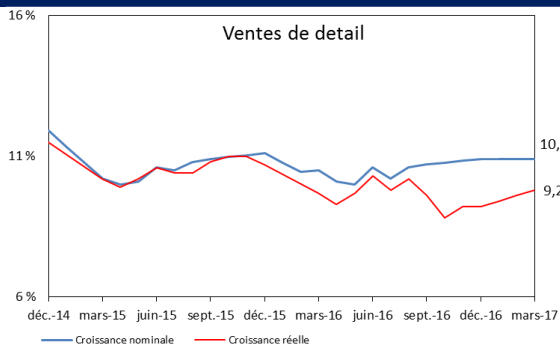
50,8

- Pour le secteur manufacturier, les indices PMI officiel et de Markit-Caixin signalent une expansion de l'activité en mars, à respectivement 51,8 et 51,2. Il convient de souligner les dynamiques divergentes entre l'indice officiel (+0,2, en g.m.) et l'indice de Markit-Caixin (-0,5 en g.m.). Les indices PMI des services connaissent la même tendance : croissance qui accélère selon les PMI officiels (à 54,2 pour mars contre 53,2 en février) et ralentit selon les indices Markit-Caixin (52,2 contre 52,6). Ces divergences pourraient s'expliquer par une plus importante pondération des PME et des « nouvelles industries » dans les indices Markit-Caixin. Les sous-indices officiels pour le secteur manufacturier indiquent en effet une croissance de l'activité plus importante pour les grandes entreprises (à 53,3, contre 50,4 pour les moyennes et 48,6 pour les petites).



Demande intérieure : les dépenses en infrastructure contribuent au rebond des investissements

Ventes de détail



Croissance nominale des ventes de détail

T1 2017 (g.a.)

+10,9 %

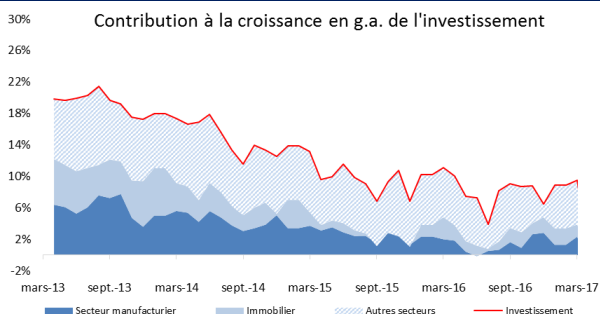


m.a. glissante

+10,6%

- La croissance des ventes de détail est restée stable au premier trimestre 2017 par rapport à la dynamique de la fin 2016, à 10,9% (g.a.). Les ventes ont été tirées par le commerce en ligne, particulièrement dynamique (+42% au T1 en g.a.). La contribution de la consommation dans la croissance du PIB au T1 2017 a été de 5,3 pts de croissance d'après les chiffres officiels, contre 5 pts au T1 2016. Par ailleurs, l'indice de la confiance des consommateurs (calculé par les autorités) a poursuivi sa hausse au T1, à 111 après 108,4 fin 2016 et 104 fin 2015. Il s'agit d'un plus haut niveau de cet indice depuis fin 2014.

Investissement



Croissance des dépenses d'investissement

T1 2017 (g.a.)

+9,2 %

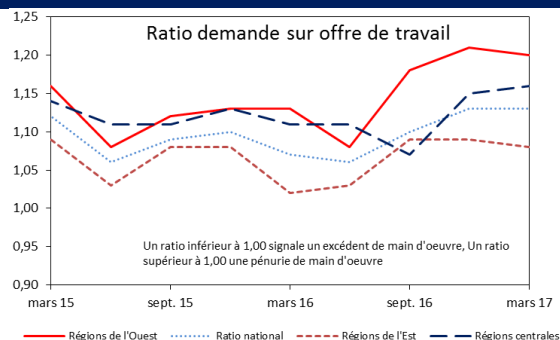


m.a. glissante

+9,2 %

- La croissance des investissements accélère nettement, à +9,2% au T1 2017 (g.a.), contre +6,5% en 2016, tirée notamment par la poursuite du rebond de l'investissement privé (+7,7% contre 4,1% en 2016) et les investissements en infrastructure (+23% contre +17% en 2016). L'investissement des entreprises publiques, très dynamique en 2016 à +19%, a augmenté de manière moins importante au T1, à 13%. La dynamique des investissements dans la construction de biens immobiliers résidentiels a par ailleurs poursuivi sa tendance à l'accélération du second semestre 2016, à +8,5% au T1 2017 contre 5,4 en 2016 et 0% en 2015.

Marché du travail



Ratio demande/offre de travail

T1 2017

1,13

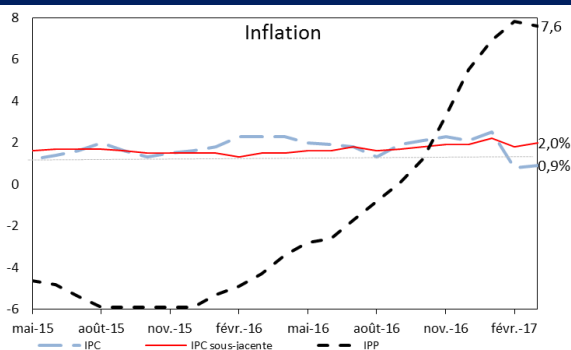


m.a. glissante

1,11

- Le taux de chômage urbain enregistré a baissé, à 3,97% au T1 (contre 4,02 fin 2016), et la création d'emplois urbains augmenté, à +3,35 millions d'emplois urbains au T1 (contre +3,02 au T1 2016), dans un contexte d'accélération de la croissance de l'activité. D'après les ratios de demande et d'offre calculés par les autorités, il semblerait que cette dynamique a été particulièrement soutenue dans les régions du centre de la Chine. A noter par ailleurs que les autorités publiques chinoises ont fixé, en février, un objectif de création d'emplois urbains de 11 millions, en hausse de +1 million alors que l'objectif 2016 a été nettement dépassé (13,8 millions contre 10 millions visés).

Inflation



Indice des prix à la consommation (IPC)

Mars 2017 (g.a.)

+0,9 %

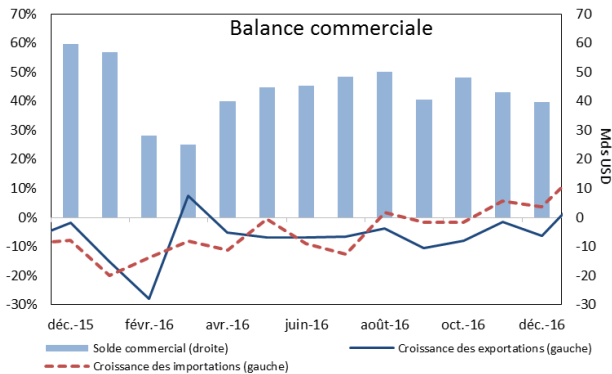


- L'IPC affiche une croissance de +0,9% fin mars (g.a.), contre +0,8% fin février. Cette faible hausse des prix à la consommation s'explique principalement par un effet de base dû à une très forte croissance des prix des produits alimentaires au début de l'année 2016. L'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et des aliments) reste plus dynamique, à +2,0% (g.a.). L'indice des prix à la production (IPP), toujours en forte croissance, indique, pour la première fois depuis juillet 2015, un léger ralentissement de la dynamique des prix, à +7,6% fin mars contre +7,8% fin février. Pour mémoire, la croissance de l'IPP (g.a.) était redevenue positive en septembre 2016 pour la première fois depuis plus de 4 ans. A noter que les sous-indices des industries extractives baissent nettement alors que ceux des industries lourdes poursuivent leur rebond.



Commerce extérieur : reprise du commerce extérieur chinois au T1 2017 ; diminution de l'excédent commercial

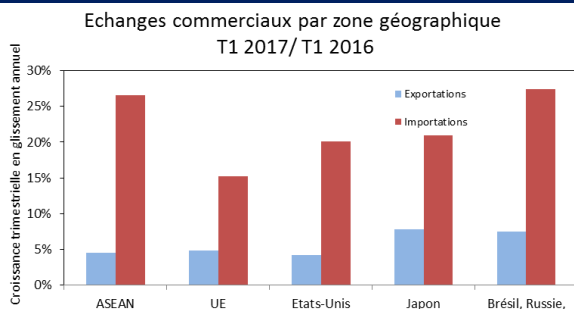
Echanges commerciaux



Croissance des exportations	T1 2017 (g.a.)	+8,2%	➔
	<i>m.a. glissante</i>	-3,3 %	

▪ Selon les douanes chinoises, le commerce extérieur chinois confirme sa reprise au premier trimestre 2017, à +15% en valeur (g.a.), après la baisse enregistrée sur l'année 2016 (-6,8%). Le total des échanges de la Chine s'établit à 900 Mds USD sur le premier trimestre. Les importations s'élèvent à 417 Mds USD, en croissance de 24% en valeur (g.a.). Les exportations augmentent quant à elles de 8% en valeur (g.a.) pour atteindre 483 Mds USD. Le rythme de croissance des importations, plus rapide que celui des exportations, conduit l'excédent commercial chinois à un recul de 47% en valeur (g.a.), à 66 Mds USD (soit 0,6% du PIB). Selon les douanes chinoises, la part des échanges réalisés par des entreprises privées au cours du premier trimestre 2017 s'est élevée à 36,8% du total des échanges de la Chine.

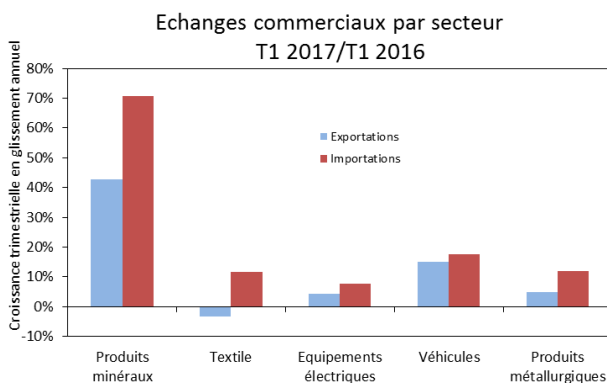
Commerce par destinations



Croissance des exportations vers l'UE	T1 2017 (g.a.)	+4,8 %	➔
	<i>m.a. glissante</i>	-1,3%	

▪ Xi Jinping était accueilli par Donald Trump en Floride jeudi 6 et vendredi 7 avril derniers dans le cadre d'une première rencontre bilatérale au cours de laquelle les deux parties espéraient apaiser les tensions nées de l'élection de Donald Trump, autour notamment du déficit commercial sino-américain ou encore de la question taïwanaise, et qui avaient alimenté la possibilité d'une guerre commerciale entre les deux pays. Ecartant cette hypothèse, les deux présidents ont qualifié cette rencontre de « positive et fructueuse ». Un accord sur l'établissement d'un plan de 100 jours pour des pourparlers commerciaux a par ailleurs été trouvé entre les deux pays, la Chine s'étant notamment engagée à fournir un meilleur accès au marché financier pour les investissements ainsi qu'à lever son embargo sur les importations de bœuf en provenance des Etats-Unis.

Commerce par secteurs



Croissance des exportations électroniques	T1 2017 (g.a.)	+4,2 %	➔
	<i>m.a. glissante</i>	-4,9 %	

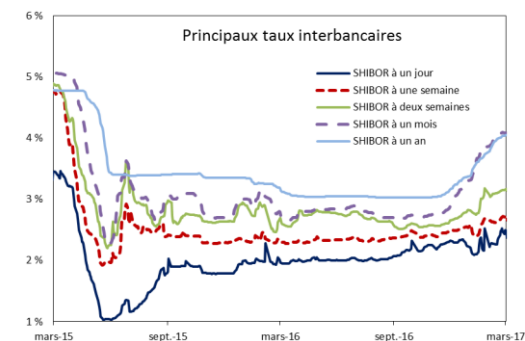
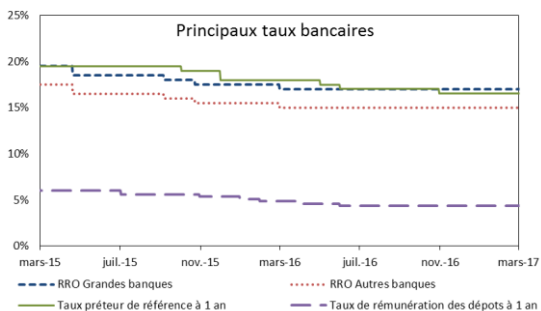
▪ La Commission européenne a annoncé, jeudi 6 avril, l'imposition de mesures anti-dumping définitives sur les exportations chinoises de produits plats laminés à chaud en fer et en acier. Cette annonce fait suite à l'imposition de mesures provisoires en octobre dernier dans le cadre d'une enquête anti-dumping initiée à la demande de l'association européenne de sidérurgie Eurofer. Les droits, imposés pour une durée de cinq ans, s'élèvent entre 18,1% et 35,9%. Le ministère chinois du Commerce a exprimé son inquiétude suite à cette annonce, exhortant l'Union européenne à « corriger ses erreurs » et mettant en garde contre le fait que la Chine prendrait « les mesures nécessaires pour protéger ses entreprises ».



Monnaie et banque : la PBoC remonte ses taux de marché et renforce la supervision macroprudentielle

Taux d'intérêt
Ratios de réserves obligatoires

Taux prêteur de référence	Au 31/03/2017 (%)	4,35	=
RRO	Au 31/03/2017 (%) grandes banques / autres	17/15	=

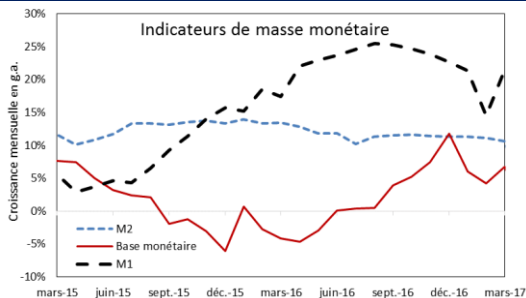


Le 16 mars, la PBoC a relevé de 10 points de base (pdb) ses principaux taux de politique monétaire. Il s'agit de la troisième hausse de taux en 2017. Les taux « reverse repo » sur le marché interbancaire ont été portés à 2,45% pour le taux à 7 jours, 2,6% pour le taux à 14 jours et 2,75% pour le taux à 28 jours. Les taux des facilités de crédit à moyen-terme (« medium-term lending facility ») pour les maturités de 6 mois et 1 an ont aussi été relevés de +0,1%, passant respectivement à 3,05% et 3,2%. Les taux des facilités de crédit permanentes (« Standing Lending Facility ») pour les maturités de 1 jour, 7 jours et 1 mois ont aussi été relevés, à respectivement 3,2%, 3,45% et 3,8%. Le taux de la « SLF » à 1 jour, borne supérieure implicite du corridor des taux que cherche à établir la PBoC, est le seul à avoir été relevé de 20 pdb.

Dans son communiqué de presse, la PBoC justifie cette hausse par un contexte caractérisé par (i) une accélération de l'inflation, (ii) une croissance importante des prix de l'immobilier et des actifs, et (iii) la hausse du taux directeur de la FED. La PBoC précise par ailleurs que « la hausse des taux de marché n'est pas une hausse des taux d'intérêt à l'économie ». Les autorités disposent en effet d'autres canaux plus directs pour influencer sur la masse monétaire, notamment les taux d'intérêt de référence sur les dépôts et les prêts publiés par la PBoC (inchangés depuis fin 2015). Le relèvement des taux s'inscrit dans un contexte de léger durcissement de la politique monétaire. Les autorités cherchent notamment à favoriser un « deleveraging » sur le marché obligataire et à diminuer le déséquilibre de maturité (« maturity mismatch ») du bilan de certains acteurs financiers. Pour mémoire, les autorités chinoises ont requalifié l'orientation de la politique monétaire en décembre 2016, de « prudente et flexible » à « prudente et neutre ».

Masse monétaire

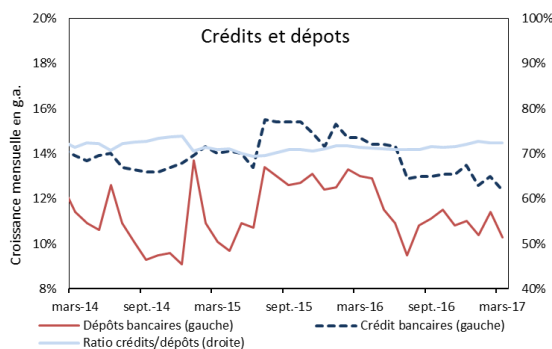
Croissance de l'agrégat M2	Mars 2017 (g.a.)	+10,6 %	↘
	<i>m.a. glissante</i>	+11,8 %	



La croissance de M2 a ralenti pour le cinquième mois consécutif, à +10,6% contre +11% fin février. M2 est un objectif intermédiaire de la politique monétaire chinoise, avec une prévision pour 2017 fixée à +12%. Par ailleurs, la croissance de l'agrégat de financement de l'économie réelle hors autorités publiques (« Total social financing ») a légèrement ralenti, à +12,5% fin mars (g.a.) contre +12,8% fin février. En mars, le financement des acteurs privés de l'économie s'est à nouveau appuyé sur le « shadow banking », dont le TSF indique une accélération de la croissance, à +11,5% en g.a. (contre +9,4% fin février et +0,4% fin juillet 2016). A noter que le TSF ne capte pas l'ensemble du « shadow banking », et en particulier n'inclut pas une partie importante des « wealth management products », en forte croissance.

Crédit bancaire

Croissance du crédit bancaire	Mars 2017 (g.a.)	+12,3 %	↘
	<i>m.a. glissante</i>	+13,3 %	



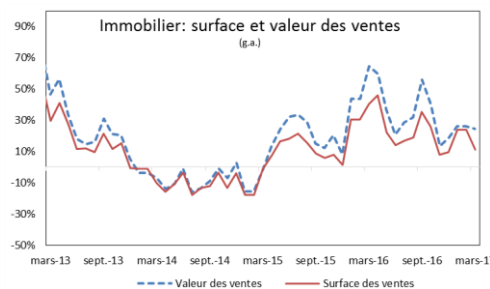
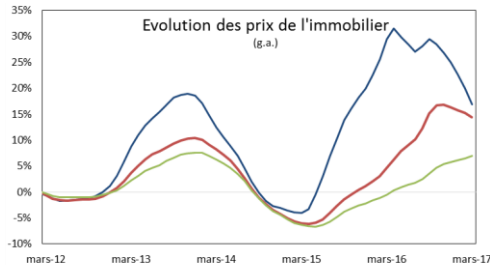
La taille du bilan des banques a crû de manière moins dynamique au T1 2017, à +15,5% (g.a.) contre +16,5% fin 2016. La croissance des prêts a aussi légèrement ralenti, de +12,8% fin 2016 à +12,3% à la fin du T1 2017, tirée principalement par les prêts à long terme aux ménages et aux petites entreprises. Du côté du passif, le financement des banques repose moins sur les dépôts (+11% en g.a., inférieure à la croissance du bilan), au profit d'un financement (i) par les prêts accordés par la PBoC pour les grandes banques (4% du financement total à la fin du T1 2017 contre 0% fin 2015) et (ii) sur le marché interbancaire pour les banques de petite et moyenne taille (+28% en g.a., à 11% du total des passifs). Le bilan des banques représente 310% du PIB à la fin du T1 2017. Pour mémoire, les autorités chinoises conduisent depuis la fin de l'année 2016 une politique de renchérissement des financements interbancaires et de renforcement de la supervision bancaire.



Marchés des actifs : la dynamique des prix immobiliers ralentit dans les grandes villes

Immobilier

Croissance des surfaces vendues T1 2017 (g.a.) **+13,8 %** ↘
m.a. glissante +21,3 %



• Dans les villes de rang 1 et 2 la croissance des prix reste élevée malgré un ralentissement récent, à respectivement +17% et +14% à fin mars (en glissement annuel, g.a.), contre +25% et 16% fin 2016. Dans les villes de rang 3 et 4, la croissance des prix continue de croître à +7% fin mars (g.a.), contre +5% fin 2016. Depuis le début du mois de mars, de nombreuses villes (dont Pékin, Canton, Nankin) ont renforcé les contraintes – déjà mises en place depuis l'été 2016 – à l'achat sur les biens immobiliers résidentiels, avec notamment des limitations sur le nombre de propriétés autorisées, la hausse des acomptes et le renforcement des contraintes pour les acheteurs ne disposant pas d'un permis de résidence (« hukou »). Ces mesures s'inscrivent dans le cadre d'une politique plus générale visant à stabiliser le marché de l'immobilier : lors de la réunion annuelle des deux assemblées législatives chinoises, au début du mois de mars, le gouvernement s'est donné pour objectif d'augmenter la quantité de terrains disponibles dans les grandes villes, tout en poursuivant la diminution des stocks dans les villes moins importantes. Sur le premier trimestre 2017, les investissements immobiliers ont crû de +9,1% en g.a. (plus forte croissance depuis 2014), les ventes de terrains de +25%, les mises en constructions de +23% (surface) et les ventes de biens immobiliers de +17% (surface). Dans l'ensemble du pays, le stock de biens immobiliers invendus a baissé de 7% (g.a.).

Marchés boursiers

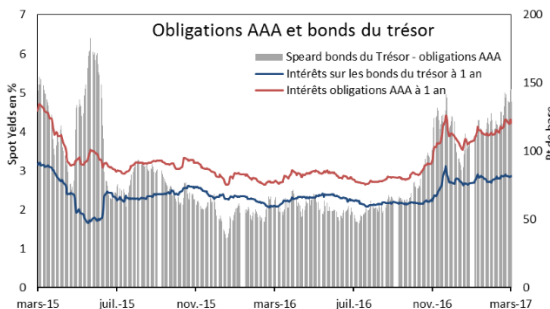
Variation du Shanghai Composite Index T1 2017 **+3,8 %** ↗
Trim. précédent +3,3%



• Le régulateur des marchés financiers chinois (CSRC) a annoncé le 17 février un renforcement, à effet immédiat, de l'encadrement des émissions d'actions par offre de placement privée pour les entreprises cotées, émissions jugées « excessives » et « irrationnelles ». Les entreprises cotées ne pourront effectuer qu'une offre de placement privée d'actions tous les dix-huit mois et le montant ne pourra pas excéder 20% du capital total des parts cotées. En outre, les entreprises disposants d'une part « relativement importante » d'actifs financiers dans leur bilan se verront interdire la levée de capitaux via des offres de placement privées d'actions. Les émissions d'actions par offre de placement privée ont été multipliées par cinq depuis 2013, à 172 Mds USD en 2016, contre 26 Mds USD pour les émissions publiques d'actions. La CSRC a fait part de sa volonté de développer le marché des obligations convertibles et des actions privilégiées. On notera par ailleurs la nette hausse du nombre d'approbations délivrées par la CSRC pour des émissions publiques d'actions en fin d'année 2016, à 45 en décembre, un record.

Marchés obligataires

Spread sur les yields des obligations AAA et des bons du Trésor T1 2017 (moyenne) **116 pdb** ↗
Trim. précédent 94 pdb



• Le 21 mars, la China Securities Depository and Clearing Corporation (CSDCC), une des deux principales sociétés de compensation de Chine continentale, a annoncé ne plus accepter comme collatéral dans ses opérations de « repurchase agreement » les obligations ayant une notation inférieure à AAA, à compter du 7 avril. Précédemment ces obligations étaient acceptées avec des décotes graduelles en fonction de leur notation. Pour rappel, en Chine continentale, toute opération de « repo » doit passer par une chambre de compensation. La CSDCC compense les opérations entre les institutions financières ne participant pas au marché interbancaire, ce qui concerne environ 560 Mds RMB d'accords « repo » en 2016. Seuls 34% des 9 000 Mds RMB d'obligations sur le marché chinois disposent d'une notation AAA, le niveau le plus élevé de l'échelle de notation des agences chinoises. A noter que d'après le FMI une notation AAA chinoise correspond à une notation entre BBB- et AA- chez S&P. Cette réglementation sur le collatéral éligible à la CSDCC s'inscrit dans un environnement de hausse des risques obligataire (56 défauts en 2016, contre 22 en 2015 et 4 en 2014).



©DG Trésor

Marché des changes : Atténuation des pressions à la baisse sur le RMB et stabilisation des réserves de change au T1 2017

**CNY/USD
CNY/EUR**

Variation depuis le
31/12/2016

Au 31/03/2017

+0,4 %



-1,0 %



Spread CNH - CNY

Moyenne trim. du spread
CNH - CNY

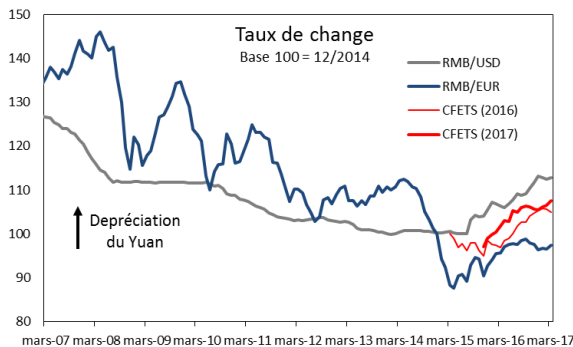
T1 2017

2,0 pdb

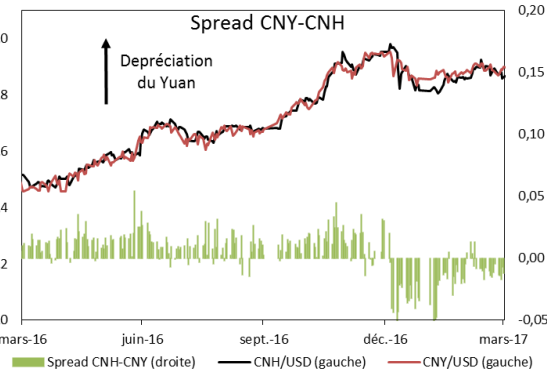


Trim. précédent

1,5 pdb



mars-07 mars-08 mars-09 mars-10 mars-11 mars-12 mars-13 mars-14 mars-15 mars-16 mars-17



mars-16 juin-16 sept.-16 déc.-16 mars-17

- L'autorité chinoise supervisant les flux de capitaux transfrontaliers (SAFE) a publié le 26 janvier des mesures pour endiguer plus avant les sorties nettes de capitaux. Dans le détail : (i) les prêts en devise étrangère des entreprises exportatrices doivent être remboursés prioritairement avec les devises provenant de leurs exportations, (ii) le rapatriement de profits supérieurs à 50000 RMB des entreprises étrangères ne sera « facilité » qu'une fois réglées toutes leurs obligations fiscales de l'année précédente ; les banques effectuant ces transferts ont l'obligation d'effectuer un contrôle renforcé des états comptables et financiers (notamment règlements intra-groupes et obligations fiscales), (iii) l'encours des prêts à l'étranger d'une entreprise en Chine est limité à 30% des fonds propres de l'entreprise. La SAFE a par ailleurs précisé les modalités de contrôle des investissements à l'étranger qui avaient été soumis à des mesures de contrôle renforcées fin 2016 (notamment source des fonds et plan d'usage). A noter que certaines contraintes sur l'utilisation de devises par les entreprises étrangères sont relâchées (plafond de retrait de devises auprès des banques en Chine relevé). Par ailleurs, le Financial Times a fait état, le 23 janvier, d'une nouvelle règle contraignant les banques domiciliées à Shanghai – au niveau individuel - à faire entrer en Chine 100RMB pour chaque 100RMB de flux sortant selon une fréquence hebdomadaire. A Pékin, la règle serait plus stricte : les banques seraient dans l'obligation de respecter un ratio 100 RMB entrants pour 80 RMB sortants.
- Dans son rapport semestriel intitulé « Les politiques de change des partenaires commerciaux majeurs des Etats-Unis », le Trésor américain n'a pas modifié le statut de la Chine : la Chine figure toujours sur la liste des pays sous surveillance mais n'est pas désignée comme « currency manipulator ». Le Trésor rappelle cependant dans le rapport que la Chine a longtemps mené une politique de change ayant affecté les entreprises et les salariés américains. Le rapport souligne qu'un rééquilibrage de l'économie et une plus grande ouverture de la Chine sont nécessaires pour rééquilibrer les relations commerciales entre les deux pays, alors que la Chine appliquerait toujours des contraintes importantes en termes d'accès au marché pour les biens, les services, les entreprises et les investisseurs américains. Le Trésor conclut qu'en dépit de « l'absence d'intervention chinoise pour lutter contre l'appréciation du Yuan sur les trois dernières années », la Chine devra prouver la « solidité de la réorientation de sa politique de change » quand « les pressions à l'appréciation reviendront ».

Réserves de change

Croissance des réserves
de change (g. trim.)

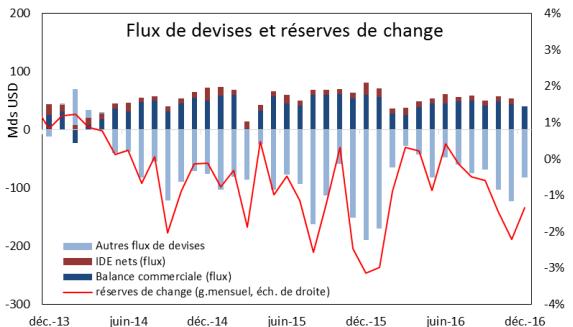
T1 2017

-0,03 %



Croissance en g.a.

-7,2%



déc.-13 juin-14 déc.-14 juin-15 déc.-15 juin-16 déc.-16

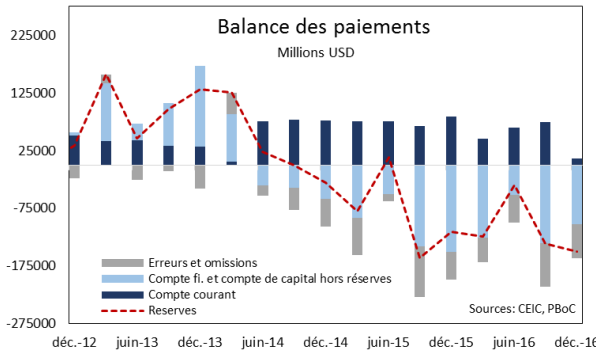
- Les réserves de change officielles chinoises ont augmenté pour le deuxième mois consécutif, à +4 Mds USD en mars, après +8 Mds USD en février, pour atteindre 3009 Mds USD. A noter qu'en mars, le renminbi est resté relativement stable face au dollar (-0,2 % sur le mois après +0,15 % février) et face au panier de devises de référence de la PBoC (-0,6 % après +1,0 %). Au premier trimestre 2017, les réserves de change se sont stabilisées, à -1 Md USD, contre -156 Mds USD au T4 2016, soit la plus faible baisse trimestrielle depuis le T2 2014. Le niveau des réserves chinoises a baissé de 984 Mds USD depuis son point haut de juin 2014.



Flux de capitaux : Les IDE chinois ralentissent nettement depuis les mesures de restriction

Flux de capitaux

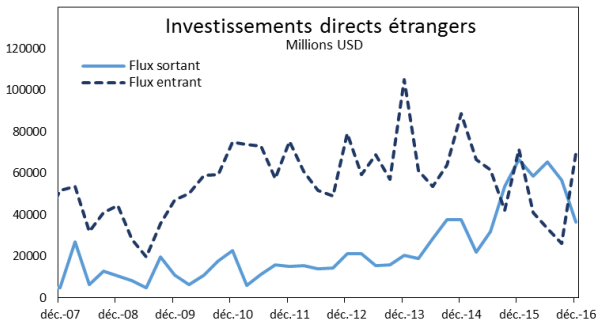
Croissance des flux nets sortants hors réserves T4 2016 (g.a.) **-19,0%** ↘
m.a. glissante -1,1%



- L'autorité chinoise responsable des flux de capitaux transfrontaliers (SAFE) a publié la version complète de la balance des paiements chinois au T4 2016, apportant des détails supplémentaires sur la composition des flux financiers. Les importantes sorties de capitaux hors réserves au T4 2016, quoi qu'en légère baisse (187 Mds USD au T4 contre 206 Mds au T3), s'expliquent notamment par (i) les achats de titres obligataires nets des entreprises domestiques à l'étranger, à 28 Mds USD (contre 19 Mds USD au T3 et 9 Mds au T2), (ii) les crédits commerciaux des entreprises domestiques à l'étranger, à 64 Mds USD (contre 57 Mds au T3 et 11 Mds au T2), et (iii) les « erreurs et omissions », à 58 Mds USD (75 Mds au T3 et 47 Mds au T2) qui recouvrent notamment les flux non-déclarés. Pour mémoire, la version préliminaire publiée en février avait indiqué une utilisation massive des réserves au T4 et un ralentissement des sorties de capitaux hors réserves, en lien notamment avec une importante baisse des IDE sortants.

Flux d'investissements directs étrangers

Croissance des IDE entrants T4 (g.a.) **-2,8%** ↗
m.a. glissante -30%

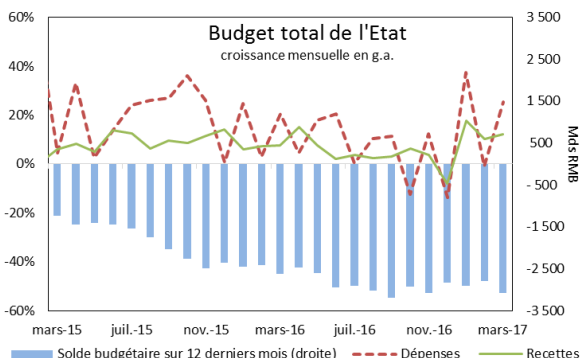


- Le 17 janvier 2017, le Conseil des affaires d'Etat a publié la circulaire n°5, destinée à encadrer « l'élargissement de l'ouverture et l'utilisation des fonds étrangers ». Cette circulaire annonce notamment des mesures visant à faciliter l'accès des capitaux étrangers dans les secteurs du transport ferroviaire, des infrastructures, de l'énergie et du développement durable. Les effets de la circulaire sont encore flous.
- M. Sapin, ministre français de l'Economie et des Finances, B. Zypries, ministre allemande de l'Economie et C. Calenda, ministre italien du Développement économique, ont adressé le 14 février une lettre à la Commissaire européenne en charge des questions commerciales Cécilia Malmström appelant l'Union européenne à protéger davantage les entreprises européennes « stratégiques » des investissements étrangers. Les médias chinois jugent dans l'ensemble que l'initiative reflète la « montée d'un protectionnisme européen » anti-chinois.

Finances publiques : Poursuite de la politique d'allègement des charges en 2017

Budget

Croissance des recettes fiscales T1 2017 (g.a.) **+14,1%** ↗
m.a. glissante +6,3%



- Le Conseil des affaires d'Etat a annoncé le 19 avril un plan de réduction des prélèvements pesant sur les entreprises : (i) baisse de la TVA sur les entreprises, (ii) hausse du plafond d'application du taux préférentiel d'imposition sur les revenus des entreprises (de 300 000 RMB par an à 500 000 RMB), et (iii) extension pour 3 ans de l'abattement de 50% les prélèvements fonciers sur les entrepôts des entreprises logistiques. Pour les ménages, chaque individu bénéficiera au titre de l'impôt sur le revenu d'une déductibilité de ses dépenses en assurance, à hauteur de 2400 RMB. Le gouvernement a, par ailleurs, confirmé la suppression d'un certain nombre de frais administratifs (mariage, enregistrement des transactions immobilières, certifications, etc.). D'après les autorités, ces réductions de prélèvements seront mises en œuvre avant juillet et s'élèveront à 380 Mds RMB en 2017 (55 Mds USD). Pour mémoire, les autorités ont annoncé dans le plan de travail annuel du gouvernement une poursuite la politique de réduction des prélèvements sur les entreprises conduite en 2016, avec un objectif pour 2017 de 550 Mds RMB de réduction (0,8% du PIB). On notera que la part des prélèvements publics dans la richesse nationale baisse constamment depuis 2012, à 17,5% en 2016 contre 18,1% en 2015 et 19,2% en 2012.



©DG Trésor

Energie : La Chine met en service la plus grande plateforme d'exploration pétrolière du monde en mer de Chine du sud

Production d'électricité

Production d'électricité

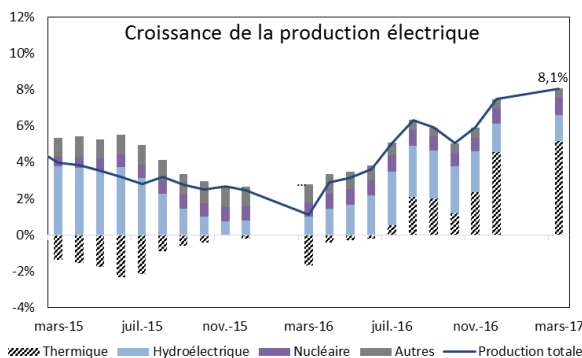
T1 2017 (g.a.)

+8,1 %



m.a. glissante

+6,1 %



- Le 17 février, l'Administration nationale de l'énergie a publié les lignes directrices pour la réduction des surcapacités dans le secteur du charbon pour l'année 2017. La fermeture de 500 mines non productives est prévue d'ici la fin de l'année, permettant une réduction des capacités de 50 millions de tonnes. L'objectif de production est fixé à 3,65 Mds de tonnes de charbon pour 2017. Selon la NEA, la consommation d'énergie provenant du charbon devrait représenter 60% de la consommation primaire d'énergie en Chine, contre 64% en 2015. La part des énergies non fossiles dans la consommation primaire d'énergie devrait représenter environ 14,3% en 2017, contre 13,3% en 2016. La NEA a également défini les objectifs à atteindre dans le domaine du nucléaire, avec une hausse de 6,41 GW de capacités installées en 2017.

Prix du pétrole

Croissance du prix de détail

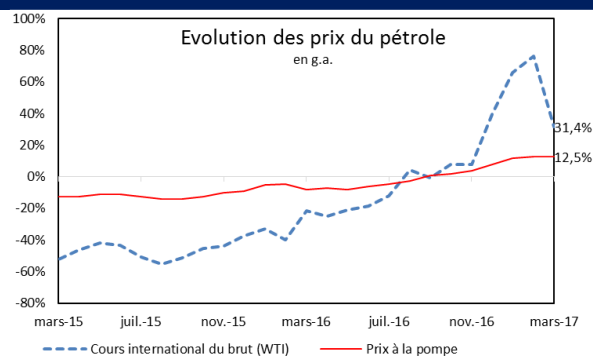
Mars 2017 (g.a.)

+12,5 %



m.a. glissante

+1,8 %



- Le 16 mars, le Bureau national des statistiques a indiqué que la production chinoise de pétrole brut a diminué de 8% sur les deux premiers mois de 2017, à 31,4 millions de tonnes. Dans le même temps, les importations ont progressé de 12,5% pour représenter 65,8 millions de tonnes. Ces chiffres s'expliquent par le choix des raffineries chinoises de privilégier le pétrole importé, alors que les coûts de production demeurent plus élevés que le recours aux importations. Le plan quinquennal prévoit une hausse de la production de pétrole brut, pour atteindre 200 millions de tonnes par an d'ici 2020.

Production de pétrole

Croissance de la production de produits raffinés

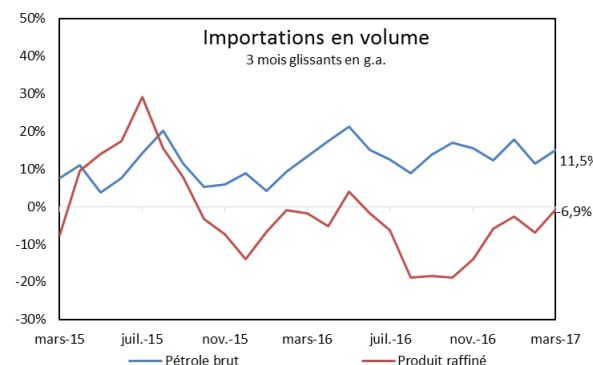
T1 2017 (g.a.)

+5,8 %



m.a. glissante

+3,6 %



- La chaîne de télévision officielle CCTV a annoncé la mise en service le 3 mars 2017 de la plateforme d'exploration pétrolière Bluewhale 1 en mer de Chine du sud. Il s'agit, selon CCTV, de la plus grande plateforme d'exploration pétrolière du monde. La plateforme serait spécifiquement adaptée à la mer de Chine du sud, où les réserves de pétrole peuvent se trouver à plus de 3 000 mètres sous le niveau de la mer. Son coût est estimé à 700M USD (660M EUR).



©DG Trésor

INDICATEURS ECONOMIQUES MENSUELS

		mars-16	avr-16	mai-16	juin-16	juil-16	août-16	sept-16	oct-16	nov-16	déc-16	janv-17	févr-17	mars-17
Production														
PIB trimestriel	Mds CNY	16 157	-	-	18 074	-	-	19 053	-	-	21 128	-	-	18 068
	Mds USD	2 483	-	-	2 744	-	-	2 856	-	-	3 054	-	-	2 621
<i>croissance réelle</i>	% g.a.	6,7	-	-	6,7	-	-	6,7	-	-	6,8	-	-	6,9
PIB : secteur primaire	% g.a.	2,9	-	-	3,1	-	-	3,5	-	-	3,3	-	-	3,0
	part du PIB total (%)	5,4	-	-	7,4	-	-	9,7	-	-	10,9	-	-	4,8
PIB : secteur secondaire	% g.a.	5,9	-	-	6,1	-	-	6,1	-	-	6,1	-	-	6,4
	part du PIB total (%)	38,0	-	-	40,7	-	-	39,7	-	-	40,6	-	-	38,7
PIB : secteur tertiaire	% g.a.	7,6	-	-	7,5	-	-	7,6	-	-	7,8	-	-	7,7
	part du PIB total (%)	56,6	-	-	51,9	-	-	50,6	-	-	48,5	-	-	56,5
Valeur ajoutée industrielle	% g.a.	6,8	6,0	6,0	6,2	6,0	6,3	6,1	6,1	6,2	6,0	-	-	7,6
Demande interne														
Ventes de détail	Mds CNY	2 511,4	2 464,6	2 661,1	2 685,7	2 682,7	2 754,0	2 797,6	3 111,9	3 095,9	3 175,7	-	-	2 786,4
<i>variation</i>	% g.a.	10,5	10,1	10,0	10,6	10,2	10,6	10,7	10,8	10,8	10,9	-	-	10,9
Consumer confidence index	Indice	100,0	101,0	99,8	102,9	106,8	105,6	104,6	107,2	108,6	108,4	109,2	112,6	111,0
Investissement	% g.a.	11,2	10,1	7,4	7,3	3,9	8,2	9,0	8,8	8,8	6,5	8,9	8,9	9,5
secteurs manufacturiers	% g.a.	5,7	5,3	1,3	-0,4	1,6	2,1	5,1	2,8	8,4	9,5	4,3	4,3	6,9
immobilier	% g.a.	11,8	8,8	6,0	5,7	1,3	4,7	8,0	9,2	5,9	9,7	7,1	7,1	6,4
Purchasing Manager Index officiel	%	50,2	50,1	50,1	50,0	49,9	50,4	50,4	51,2	51,7	51,4	51,3	51,6	51,8
Commerce extérieur														
Exportations	Mds USD	155,1	166,6	175,7	176,6	180,7	188,8	183,5	176,9	193,6	209,2	182,3	119,8	180,6
<i>variation</i>	% g.a.	7,5	-5,3	-6,9	-6,8	-6,5	-3,8	-10,5	-8,0	-1,5	-6,3	7,6	-1,5	16,4
Importations	Mds USD	130,2	126,8	130,9	131,3	132,3	138,7	143,0	128,7	150,5	169,5	131,4	129,1	156,7
<i>variation</i>	% g.a.	-8,1	-11,1	-0,6	-9,1	-12,5	1,7	-1,6	-1,7	5,5	3,6	16,8	38,0	20,3
Solde commercial	Mds USD	24,9	39,8	44,8	45,3	48,4	50,1	40,4	48,2	43,1	39,7	50,9	-9,2	23,9
IDE entrants (chiffres MOFCOM)	Mds USD	12,9	9,9	8,9	15,2	7,7	8,8	9,2	8,8	9,9	12,2	12,0	8,7	13,1
<i>variation</i>	% g.a.	4,0	2,9	-4,8	4,4	-6,2	0,5	-3,6	0,4	-4,6	-43,3	-14,8	3,1	1,6
Inflation														
Indice des prix à la consommation	% g.a.	2,3	2,3	2,0	1,9	1,8	1,3	1,9	2,1	2,3	2,1	2,5	0,8	0,9
alimentaire	% g.a.	7,6	7,4	5,9	4,6	3,3	1,3	3,2	3,7	4,0	2,4	2,7	-4,3	-4,4
inflation sous-jacente	% g.a.	1,5	1,5	1,6	1,6	1,8	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	2,2	1,8	2,0
Indice des prix à la production	% g.a.	-4,3	-3,4	-2,8	-2,6	-1,7	-0,8	0,1	1,2	3,3	5,5	6,9	7,8	7,6
Prix des matières premières	% g.a.	-8,8	-7,7	-7,2	-6,1	-4,5	-2,3	-0,2	1,9	5,8	9,8	12,9	15,5	14,9
Liquidité														
M2	% g.a.	13,4	12,8	11,8	11,8	10,2	11,4	11,5	11,6	11,4	11,3	11,3	11,1	10,6
Base monétaire	% g.a.	-4,2	-4,6	-3,0	0,1	0,3	0,5	3,9	5,2	7,5	11,8	6,0	4,2	6,7
Taux de réserves obligatoires	(%)	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50
Taux de réf. des prêts à 1 an aux ménages	(%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Taux de réf. sur les dépôts	(%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Taux interbancaire CHIBOR overnight	(%)	2,03	2,06	2,06	2,07	2,07	2,08	2,16	2,24	2,29	2,34	2,22	2,38	2,51
Change														
Taux moyen mensuel	CNY/USD	6,51	6,48	6,53	6,59	6,68	6,65	6,67	6,74	6,84	6,92	6,89	6,87	6,89
	CNY/EUR	7,23	7,34	7,38	7,40	7,38	7,45	7,48	7,41	7,39	7,29	7,32	7,31	7,37
Réserves de change	Mds USD	3 213	3 220	3 192	3 205	3 201	3 185	3 166	3 121	3 052	3 011	2 998	3 005	3 009
<i>accroissement mensuel</i>	Mds USD	10,3	7,1	-27,9	13,4	-4,1	-15,9	-18,8	-45,7	-69,1	-41,1	-12,3	6,9	4,0
<i>variation</i>	% g.a.	-13,87	-14,10	-14,0	-13,23	-12,33	-10,46	-9,90	-11,48	-11,25	-9,60	-7,20	-6,16	-6,33
Banques														
Dépôts	Mds CNY	145 421	146 257	148 110	150 591	151 040	152 854	152 963	154 350	155 261	155 525	157 054	159 555	160 976
<i>Croissance des dépôts</i>	% g.a.	13,0	12,9	11,5	10,9	9,5	10,8	11,1	11,5	10,8	11,0	10,4	11,4	10,3
Crédit total	Mds CNY	103 787	104 272	105 234	106 692	107 137	108 316	109 486	110 179	111 085	112 055	114 195	115 510	116 599
<i>Croissance du crédit</i>	% g.a.	14,7	14,4	14,4	14,3	12,9	13,0	13,0	13,1	13,1	13,5	12,6	13,0	12,4
Ratio crédits/dépôts	%	71,4	71,3	71,1	70,8	70,9	70,9	71,6	71,4	71,5	72,0	72,7	72,4	72,4
Taux de créances douteuses	%	1,75	-	-	1,75	-	-	1,76	-	-	1,74	-	-	1,74
banques commerciales d'Etat	%	1,72	-	-	1,69	-	-	1,67	-	-	1,68	-	-	-
banques urbaines	%	1,46	-	-	1,49	-	-	1,51	-	-	1,48	-	-	-
Marchés d'actifs														
Shanghai Composite Index	points	3 004	2 938	2 917	2 930	2 979	3 085	3 005	3 100	3 250	3 104	3 159	3 242	3 223
<i>Performance sur un mois</i>	%	11,8	-2,2	-0,7	0,4	1,7	3,6	-2,6	3,2	4,8	-4,5	1,8	2,6	-0,6
Shenzhen Composite Index	points	1 912	1 874	1 872	1 974	1 942	2 033	1 996	2 050	2 107	1 969	1 917	2 001	1 986
<i>Performance sur un mois</i>	%	16,4	-2,0	-0,1	5,4	-1,7	4,7	-1,8	2,7	2,8	-6,5	-2,6	4,4	-0,7
Energie														
Production d'électricité	Mds Kwh	478	444	464	491	551	562	491	488	503	533	-	-	517
<i>variation</i>	% g.a.	5,9	-0,1	1,6	3,4	8,2	9,0	8,0	9,5	8,0	8,5	-	-	8,2
Production de pétrole	Mds tonnes	45	45	44	45	45	44	44	47	46	48	-	-	48
<i>variation</i>	% g.a.	0,5	3,7	0,7	4,0	4,1	-0,2	3,2	6,3	4,2	4,3	-	-	5,8

Légende : Valeur négative

Sources : NBS, BRI, SER de Pékin

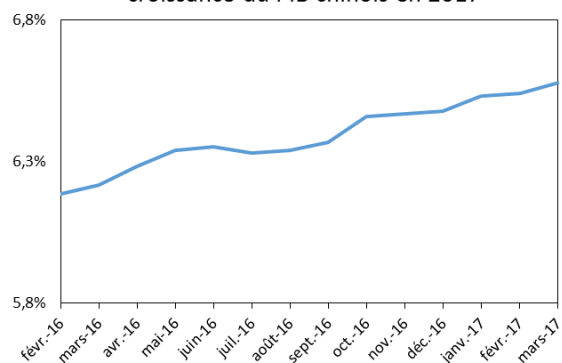


PREVISIONS DE CROISSANCE DU PIB CHINOIS

Prévisions au 31 mars 2017

Banques	2017	2018
UBS	6,7%	6,2%
Natixis	6,6%	6,8%
Barclays	6,4%	6,1%
Société Générale	6,4%	6,0%
Crédit Agricole	6,6%	6,5%
Moyenne des Banques	6,5%	6,3%
Institutions Internationales	2017	2018
OCDE	6,5%	6,3%
Banque Mondiale	6,5%	6,3%
BAsD	6,5%	6,2%
FMI	6,5%	6,0%
Moyenne Totale	6,5%	6,3%

Evolution de la moyenne des prévisions de croissance du PIB chinois en 2017



Abréviations

BRI : Banque des Règlements Internationaux
cvs : corrigé des variations saisonnières
CNY : Monnaie Chinoise (norme ISO 4217)
m.a. : moyenne annuelle
g.a. : glissement annuel
g.m. : glissement mensuel
g.t. : glissement trimestriel
IDE : investissements directs étrangers
IPC : indice des prix à la consommation
Mds : milliards

MoF : ministère des Finances
Mofcom : ministère du Commerce
mls : millions
mmm : moyenne mobile mensuelle
NDRC : National Development & Reform Commission
PBoC : People's Bank of China (banque centrale)
Pdb : point de base
PCC : Parti communiste chinois
yttd : données cumulées depuis le début de l'année (year to date)

Note : Dans les commentaires des graphiques, la flèche figurant à la suite d'un indicateur précise la tendance par rapport au mois précédent. Sa couleur reflète notre appréciation de l'impact de cette évolution sur l'économie chinoise (positive en vert, négative en rouge, neutre en bleu).

Source des Figures : CEIC, BRI, NBS, PBoC / Calculs : SER de Pékin

Abonnez-vous au Bulletin Economique Chine
sur le site internet de l'Ambassade de France à Pékin :

<http://www.ambafrance-cn.org/Abonnez-vous-au-Bulletin-Economique-Chine>

Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse du Service Economique Régional (adresser les demandes à [pekin\[at\]dgtresor.gouv.fr](mailto:pekin[at]dgtresor.gouv.fr)).

Clause de non-responsabilité

Le Service Economique Régional s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, il ne peut en aucun cas être tenu responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication.



Auteur : Service Economique Régional de Pékin

Adresse : N°60 Tianzulu, Liangmaqiao, 3e quartier diplomatique, district Chaoyang, 100600 BEIJING – PRC, CP 100600

Rédigé par : Antoine Aubel, François Chimits, Jérôme Deslandes, Estelle Jacques, Agathe Schibler, Yongyou Tang

Revu par : Philippe Bouyoux et Jérôme Deslandes

Responsable de publication : Philippe Bouyoux

Version du : 30 avril 2017

