

CHINE CONTINENTALE

CONJONCTURE ([ici](#))

Marchés financiers : deux semaines de turbulence sur les marchés financiers après des chiffres de conjoncture décevants et la hausse des taux de la FED et les annonces de tensions commerciales avec les Etats-Unis ; les places boursières finissent au plus bas depuis plus de deux ans

Immobilier : l'activité du secteur immobilier reste dynamique alors que les prix accélèrent dans les villes de rangs 1 et 2 pour la 1ère fois depuis près de deux ans ; un ancien responsable de haut niveau critique vertement le marché immobilier chinois, parlant de « bombe à retardement » ; les autorités annoncent le début de la mise en œuvre d'un système de cadastre national des biens immobiliers

ECONOMIE GENERALE ([ici](#))

Surcapacité : 40% des économistes chinois interrogés par un centre de recherche officiel (CASS) estiment les surcapacités en Chine « sévères » et seulement 26% considèrent que la Chine est épargnée ; l'enquête évoque aussi la croissance et le conflit commercial avec les Etats-Unis

BANQUE ET FINANCE ([ici](#))

Ouverture : les autorités ont publié les règles du mécanisme pilote de cotation en Chine continentale de sociétés innovantes chinoises mais cotées à l'étranger (CDR) ; six fonds consacrés aux « hautes technologies » sont créés en vue de participer aux CDR, pour un total de 300 Mds RMB

Banque : CBIRC rend plus contraignante les obligations pour les banques commerciales en matière de risques de taux d'intérêt

Politique monétaire : la Commission de politique monétaire (consultative) est largement renouvelée, avec notamment le nouveau gouverneur Yi Gang qui en prend la tête

Politique de change / Internationalisation du RMB : un article de la BRI établit l'importance d'une gestion plus libérale de la politique de change chinoise dans l'internationalisation RMB, expliquant ainsi les difficultés à voir émerger une « zone RMB » en Asie

HONG KONG et MACAO ([ici](#))

Bourse : Hong Kong n'a pas été épargné cette semaine par les turbulences sur les marchés asiatiques, et notamment chinois

Economie : Nouvelle accélération de l'inflation en mai. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 2,1% en glissement annuel, contre +1,9% en avril et +1,5% sur l'ensemble de l'année 2017

Immobilier : La question d'une taxe sur les logements vacants à Hong Kong (« vacancy tax ») à nouveau dans le débat public

MONGOLIE ([ici](#))

Bourse : Entrée en bourse réussie d'Erdene Resource Development au Mongolian Stock Exchange

中国经济
分析报告

CONJONCTURE

Marchés financiers : deux semaines de turbulence sur les marchés financiers après des chiffres de conjoncture décevants et la hausse des taux de la FED et les annonces de tensions commerciales avec les Etats-Unis ; les places boursières finissent au plus bas depuis plus de deux ans

Les marchés boursiers, obligataires et des changes de Chine continentale ont connu deux semaines (11 au 15 juin puis 18 au 22 juin) difficiles. Les efforts des autorités pour rassurer les investisseurs n'ont apparemment pas réussi à prendre le pas sur un contexte défavorable.

Les places boursières de Chine continentale ont atteint le 21 juin leur plus bas niveau depuis les derniers grands événements boursiers de début 2016, avant terminer sur une légère hausse le 22 juin. Ainsi, entre le 7 et le 22 juin, les indices des places de Shanghai, Shenzhen et des nouvelles sociétés à fort potentiel de croissance (Chinext) ont respectivement perdu, de manière continue sur la période, 7,1%, 9,6% et 11,2%. Les marchés boursiers chinois ont ainsi perdu en un peu plus de deux semaines 3 812 Mds RMB de capitalisation boursière (5% du PIB 2017). Sur le marché obligataire et monétaire, les taux et les écarts entre les émetteurs ont rebondi après l'accalmie observée mi-avril, à l'exception notable des taux monétaires à court terme et des obligations souveraines à long terme. Le SHIBOR 1 mois et 6 mois est passé du 28 mai au 22 juin de 3,85% et 4,23% à 4,15% et 4,31%. Les taux sur les obligations souveraines à 1 mois et 1 an sont passés de respectivement 2,58% et 3,13% le 25 mai à 2,97% et 3,28% le 22 juin. Sur la même période, les écarts de taux entre les émetteurs de différentes qualités ont crû nettement, se rapprochant des hauts écarts observés en trois ans. Enfin, sur le marché des changes, l'épisode de baisse de la valeur du RMB vis-à-vis de l'USD est le plus important depuis novembre 2016, avec une dépréciation régulière entre depuis mi-avril. Entre le 17 avril et le 22 juin, le RMB a perdu 3,4% de sa valeur contre la monnaie américaine, à 6,48 pour un USD, niveau de début janvier 2018. Tendence inscrite dans un premier temps dans une dynamique générale d'appréciation de l'USD, qui apparaît cependant largement autonome depuis fin mai puisque l'USD apparaît stable face à la plupart des autres devises. En outre, l'écart entre le cours RMB/USD de Chine continentale et le cours à Hong Kong a atteint des niveaux record depuis 2016 dans le sens d'une plus faible valeur de la monnaie chinoise en-dehors de Chine continentale. Le cours du RMB « offshore » (ou CNH) est souvent perçu comme un meilleur indicateur de l'appréciation générale de la valeur du RMB, car moins encadré que le cours de la monnaie en Chine continentale (CNY).

Plusieurs éléments peuvent expliquer les tensions à l'œuvre depuis fin mai, et particulièrement vives ces deux dernières semaines. Tout d'abord, les principaux indicateurs de la conjoncture chinoise semblent avoir surpris par leur faiblesse, avec les croissances en glissement annuel des indicateurs de vente au détail, d'investissement et de crédits à des niveaux historiquement faibles. Autre facteur explicatif interne, les risques de défaut apparaissent toujours élevés, alimenté notamment par des informations de presse sur des défauts de paiement (cf. Brèves du 21/05/18). Le regain de tensions autour des questions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, avec notamment l'annonce par le Président Trump le 18 juin d'une nouvelle vague de droit de douanes sur 200 Mds USD d'importations chinoises, ont aussi alimenté les tensions sur les marchés financiers chinois. Enfin, contrairement à la plupart des fois précédentes, la PBoC n'a pas suivi la hausse du taux directeur de la banque centrale américain du 13 juin, pesant vraisemblablement sur le cours de change du RMB. Pour rappel, la période de juin est souvent tendue pour les institutions financières chinoises en raison des revues réglementaires conduites par les autorités en fin de trimestre ainsi que les paiements des impôts (dont les recettes doivent être déposées sur des comptes spécifiques).

Les autorités chinoises ont semblé essayer d'apaiser quelque peu les tensions sur les marchés ces derniers jours. La banque centrale chinoise a apporté une quantité substantielle de liquidités sur les marchés domestiques, notamment 200 Mds RMB nets de facilité de crédit à moyen terme (MLF 1 an) portant les apports nets de liquidité de la PBoC à 340 Mds RMB sur la semaine du 18 au 22 juin, après 240 Mds RMB la semaine précédente. En outre, le gouverneur de la PBoC, M. Yi Gang, a annoncé le 19 juin que « les investisseurs doivent rester calmes et rationnels » et le secrétaire du comité du Parti communiste de l'institution, M. GUO Shuqing, a assuré que les autorités sont « vigilantes face à ce que le marché peut encaisser ». D'ailleurs, un papier de recherche de la PBoC, moyen de communication identifié par la PBoC en avril pour orienter les anticipations des agents, a suggéré une nouvelle

diminution des ratios de réserves obligatoires. Les plus importants journaux financiers chinois ont publié un nombre très important d'articles soulignant la solidité des fondamentaux du marché et de l'économie chinoise, insistant sur le caractère émotionnel de la correction à l'œuvre.

Immobilier : l'activité du secteur immobilier reste dynamique alors que les prix accélèrent dans les villes de rangs 1 et 2 pour la 1ère fois depuis près de deux ans ; un ancien responsable de haut niveau critique vertement le marché immobilier chinois, parlant de « bombe à retardement » ; les autorités annoncent le début de la mise en œuvre d'un système de cadastre national des biens immobiliers

L'activité du secteur a été très dynamique en mai, dans la continuité du regain à l'œuvre depuis le début 2018. Les ventes immobilières et les ventes de terrain en volume ont crû de respectivement +21% et +14% au mois de mai en glissement annuel (g.a.), portant la croissance sur les cinq premiers mois de l'année à +12% et +3%. Les investissements immobiliers (investissement brut en capital fixe) et les mises en chantier, indicateurs avancés de l'activité, ont poursuivi la dynamique soutenue du T1, à +10% et +6% en mai (g.a.), contre +7% et +2% en 2017. Côté prix, les dynamiques des biens résidentiels ont accéléré dans les villes de rang 1 et 2 pour la 1ère fois depuis septembre 2016, à respectivement -0,2% et +4% à fin mai sur le marché secondaire, contre -0,7% et +3,8% (g.a.) fin avril. Dans les villes de rang 3 et 4, les prix poursuivent le ralentissement initié en août 2017 (après presque deux ans d'accélération), à +4,5% contre +5,2% en 2017. Pour rappel, les dynamiques des prix dans le secteur immobilier en Chine à partir des statistiques officielles sont nettement moins volatiles que celles à partir de données de fournisseurs privés.

YANG Weimin, ancien vice-directeur de la Commission nationale du développement et des réformes (NDRC) et vice-directeur de la Commission d'approfondissement des réformes, s'est montré très critique envers le développement du marché immobilier chinois dans une interview au journal Caixin le 14 juin. YANG souligne que des travaux de la Commission ont révélé « des taux de vacance très élevés », « bien plus que les 13% constatés au Japon ». YANG propose comme principales solutions : mettre plus de terres à disposition ; utiliser le développement de l'offre locative pour utiliser les logements vacants ; mettre en place un impôt foncier ; rendre plus flexibles les programmes d'aide au logement.

Le ministère des Ressources naturelles annoncé le 18 juin le début de la mise en connexion des cadastres des biens immobiliers (terrain, immobilier, terre agricole, infrastructure), en vue de la création d'une liste nationale complète des propriétaires de biens immobiliers. La Chine ne dispose en effet pas de cadastre, ce qui rend actuellement impossible la mise en œuvre d'une éventuelle taxe foncière. La télévision d'Etat a souligné le « rôle clé de ce système national dans la lutte contre les officiels corrompus ». La mesure est au programme du gouvernement central depuis plus de quatre ans.

Retour au sommaire ([ici](#))

ECONOMIE GENERALE

Surcapacité : 40% des économistes chinois interrogés par un centre de recherche officiel (CASS) estiment les surcapacités en Chine « sévères » et seulement 26% considèrent que la Chine est épargnée ; l'enquête évoque aussi la croissance et le conflit commercial avec les Etats-Unis

La Chinese Academy of Social Sciences (CASS) a publié le 12 juin son enquête de conjoncture trimestrielle auprès d'économistes chinois, publication assortie exceptionnellement d'une enquête sur le problème des surcapacités en Chine. Parmi les économistes chinois interrogés, 40% estiment « sévère et répandu » le problème des surcapacités dans l'industrie chinoise, 34% jugent que le problème affecte ponctuellement certaines industries et, donc, 26% qui ne voient pas la Chine affectée par des surcapacités. D'après l'étude, les surcapacités en Chine proviendraient d'un manque d'innovation pour répondre à une demande en mutation, d'interventions inappropriées des autorités publiques et d'un cadre juridique défaillant pour les procédures de faillite. A noter que seulement 35% des économistes interrogés recommande aux autorités d'accroître la coopération internationale en matière de capacités de production.

Par ailleurs, l'enquête traite aussi de la croissance et du conflit commercial avec les Etats-Unis. Les économistes interrogés prévoient en moyenne une croissance de 6,6% en 2018, prévision similaire à celles des institutions multilatérales internationales. Au sujet du conflit commercial sino-américain, en raison des « intérêts partagés par les deux parties », seulement 30% des économistes croient à l'éventualité d'une « guerre commerciale ». Cependant, dans l'éventualité d'une « guerre commerciale », cela serait « bénéfique à la Chine à long terme » car source « d'innovation en propre et de montée en gamme » (73%) et d'ouvertures supplémentaires de secteur chinois à la concurrence internationale (60%). A noter que 47% des sondés sont convaincus que les autres pays développés ne suivront pas les Etats-Unis dans leurs mesures à l'encontre des exportations chinoises.

Pour mémoire, les autorités chinoises poursuivent officiellement depuis 2015 une politique de réduction des surcapacités dans le secteur du charbon et de l'acier, auxquels est venu s'ajouter à partir de 2016 le secteur des centrales électriques à charbon. Le FMI estime concernés « au moins dix secteurs : charbon, acier, ciment, le verre, aluminium, produits chimiques, papier, énergie solaire, construction navale et centrales à charbon » (Rapport au nom de l'Article IV, juillet 2017). Le FMI précise par ailleurs dans le même document que « l'apparition de nouvelles surcapacités sont probables, en particulier dans le secteur des nouvelles technologies ».

Retour au sommaire ([ici](#))

BANQUE ET FINANCE

Ouverture : les autorités ont publié les règles du mécanisme pilote de cotation en Chine continentale de sociétés innovantes chinoises mais cotées à l'étranger (CDR) ; six fonds consacrés aux « hautes technologies » sont créés en vue de participer aux CDR, pour un total de 300 Mds RMB

L'autorité responsable des activités sur titres mobiliers (CSRC) puis les places boursières de Shenzhen et de Shanghai ont publié le 6 et le 15 juin une série de documents détaillant les règles de mise en œuvre des China Depository Receipt by Innovative Enterprises (CDR) à destination des sociétés dans des « secteurs stratégiques » maîtrisant « des technologies clés ». Les documents détaillent les mécanismes de cotation et d'échange des titres, les critères d'éligibilité des entreprises émettrices des titres, les obligations de publication, les responsabilités légales des parties prenantes, ainsi que l'établissement d'un comité consultatif d'experts issus des industries de haute-technologie pour assister les autorités dans le traitement des demandes de participation des sociétés. La CSRC a annoncé le même jour avoir autorisé la création de six fonds communs de placement de type semi-ouverts. Les CDR, annoncé par le gouvernement le 30 mars (cf. Brèves du 28/03/18), permettront l'émission d'actions en RMB (de type A Share) en Chine continentale de sociétés innovantes cotées à l'étranger. A noter que la société Xiaomi qui devait inaugurer le mécanisme semble financement avoir renoncé face aux difficultés techniques.

Les critères d'éligibilité de la CSRC, qui viennent s'ajouter à ceux présentés par le gouvernement en mars (cf. Brèves du 02/04/18), correspondent aux objectifs attribués par les autorités au nouveau mécanisme. La rentabilité n'est pas une condition nécessaire à l'éligibilité au programme. Les actions à plusieurs catégories (dual class) sont autorisées à participer, sous condition de publication claire à ce sujet. Les sociétés domiciliées à l'étranger, à l'aide d'une « variable interest entity », le sont aussi. Par contre, à la différence des autres mécanismes similaires existant ailleurs dans le monde, les CDR de sociétés chinoises cotées à l'étranger ne seront pas librement échangeables avec l'actif sous-jacent, ce qui pourrait engendrer des différentiels de prix entre les CDR et leurs sous-jacents. A noter que les règles autorisent des exemptions à l'ensemble des conditions pour les sociétés « d'importance stratégique pour la nation », à la discrétion de la CSRC. D'après les textes des autorités de bourses de Shanghai et Shenzhen, les émissions de titres doivent répondre aux critères suivants : un minimum de 100 M de titres ou une valeur totale de 5 Mds RMB (780 M USD) ; aucune violation de la loi ou fraude depuis 3 ans ; des écarts de droits de vote entre catégorie d'action inférieurs à un ratio de 1 à 20 ; un minimum de 10% des droits de vote du Conseil d'administration accordés au titre de seconde catégorie (class B). A noter que les principaux grands groupes chinois des secteurs des nouvelles technologies cotés ou domiciliés à l'étranger répondent à ces critères.

La CSRC a approuvé le 6 juin six fonds communs de placement (mutual funds) consacrés aux « investissements stratégiques » dans les sociétés de « haute technologie », avec une capacité de collecte maximale de 50 Mds RMB (8 Mds USD) par fonds. Un « inventeur stratégique » dispose d'un accès préférentiel aux titres en passe d'être émis en échange d'une période de détention obligatoire, période fixée à trois ans pour ces fonds (durée fréquente en Chine continentale). Tout type d'investisseur a accès à ces fonds dont les souscriptions auront lieu en juin, avec toutefois une limite à 500 000 RMB par particulier pour chaque fonds. Les fonds seront de type ouvert (listed open-ended fund) après une période d'immobilisation de trois ans. D'après des informations de Caixin, les demandes auprès de la CSRC pour ces fonds auraient été faites le 29 mai par les sociétés d'investissement, ce qui signifierait un processus d'approbation extraordinaire rapide par les autorités. Les six sociétés financières ayant reçu l'approbation de la CSRC sont six des plus importantes sociétés chinoises de gestion d'actifs, avec par ailleurs pour principaux propriétaires des sociétés détenues par des autorités publiques : China Southern Asset Management (détenue par la province du Jiangsu et la municipalité de Shenzhen), China Asset Management (groupe CITIC, détenu par le ministère des Finances), China Universal (avec pour principaux actionnaires trois sociétés avec elles-mêmes pour principal actionnaire la municipalité de Shanghai), E Fund, China Merchants Fund (China Merchant group, propriété de la SASAC centrale) et Harvest Fund (principal actionnaire China Credit Trust, détenu par plusieurs entreprises d'Etat).

La société Xiaomi (appareils électroniques), en passe d'être cotée à Hong Kong (5 Mds USD de titres), a finalement annoncé le 19 juin le report de l'émission de CDR. Le groupe avait officiellement déposé son dossier auprès de la CSRC le 7 juin en vue de l'émission de CDR sur la place de Shanghai d'un

montant équivalant à 5 Mds USD, pour une émission totale à Hong Kong de 10 Mds USD. D'après Reuters, les autorités chinoises auraient souhaité que Xiaomi revoit à la baisse sa valorisation. Les groupes Baidu (moteur de recherche) et NetEase (jeux vidéo) ont fait publiquement part de leur volonté de prendre aussi part au programme, sans plus de précisions.

Pour mémoire, plusieurs grandes sociétés chinoises de l'internet, telles que Tencent, Alibaba, Baidu et JD, sont cotées en dehors de Chine continentale. Or, en raison des importantes restrictions sur les sorties de capitaux, il est largement impossible pour les investisseurs chinois de prendre des positions sur ces entreprises. Le président de la CSRC, LIU Shiyu, a déclaré récemment qu'il était « malheureux » que les investisseurs chinois n'aient pas pu bénéficier de la réussite de ces sociétés, précisant qu'« une telle situation ne doit plus se reproduire ». Les dirigeants des quatre sociétés mentionnées ont fait part de leur souhait d'émettre des titres de participation en Chine continentale.

Des mécanismes de Depositary Receipt existent dans de nombreux pays, dont les Etats-Unis, et permettent l'échange de titres dans un pays donné, souvent libellés dans la monnaie nationale, avec pour sous-jacent une action formellement cotée dans un autre pays.

Banque : CBIRC rend plus contraignante les obligations pour les banques commerciales en matière de risques de taux d'intérêt

Le régulateur des banques et des assurances (CBIRC) a revu le 30 mai la « Directive sur la gestion des risques de taux d'intérêt dans les portefeuilles des banques », renforçant notamment à compter du 1er janvier 2019 les exigences sur la gestion des risques de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire des banques commerciales. Les autorités ont inscrites cette révision dans le cadre des exigences du Comité de Bâle et de la complexification des risques de taux suite aux progrès de la libéralisation des taux.

La révision comprend quatre aspects. (1) La révision assimile le risque de re-tarifcation et le risque de courbe de rendement au risque d'écart (risque de spread). Par conséquent, le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire se divise dorénavant trois catégories : le risque d'écart, le risque lié au spread, le risque d'optionalité. (2) Pour mesurer le risque d'optionalité, la révision divise les options en deux catégories : options automatiques et options liées aux comportements des clients. Rendant impossible l'évaluation des risques au travers du prix des options, cette révision semble plus exigeante, notamment en matière de traitement des données. (3) La révision précise trois types de scénarios à tester, au lieu d'un seul choc de 200 points de base (pdb) et met l'accent sur le test de résistance inverse. Le 1er scénario doit porter sur la variation du ratio d'adéquation de capital dans le cadre d'un choc de taux d'intérêt. Le 2ème est laissé à l'appréciation de la banque mais doit être bâti sur des hypothèses plus alarmistes que le 1er. Le 3ème scénario comprend six situations de changement de la courbe de rendement : hausse généralisée, baisse généralisée, pentification, aplatissement, hausse des taux à court terme, baisse des taux à court terme. Chacun de six tests doit déterminer les variations maximales de rendement qu'une banque peut supporter. (4) La Directive établit des exigences spécifiques sur les limites des risques de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire. Les limites sont tirées des risques mesurés, avec des limites spécifiques sur les produits dérivés servant à couvrir le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire.

Le risque de taux d'intérêt lié au portefeuille bancaire correspond au risque de perte de valeur économique et de retour global du portefeuille bancaire quand des changements défavorables tels que le changement du niveau de taux d'intérêt et le changement de la structure de terme ont lieu.

Pour rappel, le comité de Bâle a publié en avril 2016 les « Standards de supervision pour le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire », dont les critères de supervision sont nettement plus fins que la « Directive sur la gestion des risques de taux dans le portefeuille bancaire » publié par les autorités chinoises en 2009. A noter qu'à la même période, et pour des raisons similaires, la CBIRC a revu les règles sur la gestion du risque de liquidité des banques commerciales (Brèves du 28/05/18).

Politique monétaire : la Commission de politique monétaire (consultative) est largement renouvelée, avec notamment le nouveau gouverneur YI Gang qui en prend la tête

Le Conseil des affaires d'Etat (plus haute instance gouvernementale) a publié le 15 juin la liste des membres du Comité de la Politique Monétaire de la banque centrale (PBoC). Le nouveau gouverneur de la PBoC YI Gang prend la place de son prédécesseur, M. ZHOU Xiaochuan. Auquel s'ajoutent six nouveaux membres : CHEN Yulu, premier vice-gouverneur de la PBoC ; LIU Guoqiang, assistant du gouverneur de la PBoC ; LIU Wei, vice-ministre des Finances (précédemment M. SHI Yaobin) ; LIU Shijin, vice-président d'un centre de recherche du gouvernement (China Development Research Foundation) ; LIU Wei, président de l'Université Renmin ; MA Jun, professeur à l'Université de Tsinghua et président du China Green Finance Committee (PBoC). A noter que les trois nouveaux membres issus du monde académique sont tous lauréat du Prix de science économique SUN Yefang, prix d'économie parmi les plus reconnus de Chine. Les membres du Comité ayant gardé leur poste sont : DING Xuedong, secrétaire général adjoint du Conseil des affaires d'Etat ; LIAN Weiliang, vice-directeur de la Commission nationale du développement et de la réforme (NDRC) ; NING Jizhe, directeur du Bureau national des statistiques ; GUO Shuqing, président du régulateur des banques et des assurances (CBIRC) ; LIU Shiyu, président du Régulateur des activités d'échange de titres financiers (CSRC) ; PAN Gongsheng, président de l'Administration responsable des changes (SAFE) ; TIAN Guoli, président de l'Association des banques (CBA). Par rapport à la liste de 2017, le nombre total du personnel du comité se réduit de 15 à 14 en raison de la fusion du Régulateur des banques (CBRC) et la Régulateur des assurances (CIRC) en avril.

Pour information, le Comité de la politique monétaire tient une réunion trimestrielle en vue de formuler des avis consultatifs au sujet « de l'ajustement macroéconomique, de l'élaboration et l'ajustement des politiques monétaires ». La composition du Comité répond à des règles précises, avec notamment trois représentants du monde académique –précédemment HUANG Yi Ping, Bai Chongen et Fan Gang – ainsi que des nominations rattachées à des postes précis dans l'administration. A noter que le règlement de la PBoC indique que le directeur de Central Huijin doit être membre de ce poste, or M. DING Xuedong, qui a quitté le poste en 2017, a conservé son poste sans qu'un membre soit nommé à ce titre.

Politique de change / Internationalisation du RMB : un article de la BRI établit l'importance d'une gestion plus libérale de la politique de change chinoise dans l'internationalisation RMB, expliquant ainsi les difficultés à voir émerger une « zone RMB » en Asie

Le Banque des règlements internationaux (BRI) a publié en juin 2018 La politique récente de RMB et co-mouvements de devises (R. McCauley et C. Shu, document de travail n°727). Le document passe en revue les effets des trois phases de gestion du taux de change du RMB sur l'internationalisation du RMB depuis juin 2015 au travers des co-mouvements du RMB avec les devises des pays asiatiques et des pays émergents. Une « zone RMB », malgré les avantages du poids des relations commerciales de la Chine, de la croissance de ses liens financiers et de la corrélation des cycles économiques, devrait « dépendre d'une gestion multilatérale et prévisible du taux de change du RMB ». Pour rappel, le RMB était devenue en avril 2016 la principale devise émergente échangée, avec un volume d'activité journalière de 202 Mds USD et une part de marché passée de 2,2% à 4%.

R. McCauley et C. Shu étudient l'internationalisation du RMB au travers des mouvements conjoints du RMB et des monnaies des pays asiatiques et émergents au cours de plusieurs périodes récentes. En effet, des co-mouvements étroits entre une devise et le RMB tout à la fois témoignent et promeuvent l'internationalisation du RMB dans la mesure où les mouvements conjoints incitent et reflètent la détention de RMB par les investisseurs étrangers. Un investisseur d'un pays dont la monnaie varie avec le RMB est incité à en détenir puisque le risque de change est réduit d'autant, tandis qu'un pays où un nombre important d'investisseur détiennent du RMB a intérêt, en vue de réduire le risque de change, de rapprocher les variations de sa monnaie de celles du RMB. Les auteurs dégagent a priori trois périodes dans la gestion du RMB : (i) Stabilisation et transition, d'août 2015 à février 2016; (ii) Gestion par paniers de devises, de février 2016 à mai 2017; (iii) Gestion contracyclique, de mai 2017 à juillet 2017. Le document établit que la période au cours de laquelle les mouvements bilatéraux et multilatéraux sur le marché des changes ont eu le plus d'importance dans la détermination du taux de change journalier du RMB par les autorités chinoise est lors de la gestion par paniers. Or, le document établit que les co-mouvements du RMB et des autres monnaies va croissant avec la prévisibilité du

taux journaliser fixé par les autorités (i.e. la libéralisation et la transparence de la politique de change). A l'inverse, les co-mouvements ont été les plus faibles lors de la gestion contracyclique.

Les auteurs montrent un renforcement de l'effet du RMB au cours du temps, souvent au détriment du JPY et, dans une moindre mesure, de l'EUR. Depuis 2015, l'évolution du cours du RMB est devenue l'un des principaux facteurs explicatifs du cours des monnaies des pays asiatiques et sud-américains, témoignant de l'influence grandissante du RMB comme monnaie d'échange. Par ailleurs, la réforme d'août 2015 a renforcé le signal prix dans le taux on-shore. La baisse de l'importance relative des taux de hors de Chine continentale (principalement à Hong Kong, le sigle du RMB offshore est CNH) pourrait refléter le bruit généré par les compressions de liquidités de septembre 2015, janvier 2016 et janvier 2017, ayant entraîné une dilution de son statut de flottement libre du cours par rapport au taux on-shore.

S'il est prématuré, selon le document, de déclarer une zone RMB stable - définie comme un ensemble de juridictions dont les monnaies sont corrélés à plus de 50% aux mouvements du RMB contre l'USD - l'analyse de panel montre que les monnaies asiatiques et non asiatiques émergentes partagent la plupart des mouvements du RMB contre l'USD dans les phases de transition (i) et de gestion de panier depuis 2015 (ii).

Pour mémoire, les autorités poursuivent officiellement une politique d'internationalisation du RMB depuis 2011. De nombreux travaux de recherche ont étudié la faisabilité de ce projet à l'aune des restrictions sur le compte financier ou de limites institutionnelles (cf. Note de lecture : Au milieu du gué, le RMB progresse mais ne dominera pas, Eswar Prasad, SER de Pékin, DG Trésor). L'étude de la BRI apparaît plutôt originale dans le travail proposé sur le rapprochement entre prévisibilité du taux de change journalier fixé par les autorités et le poids du RMB dans la détermination des cours des monnaies de pays susceptibles de former une zone RMB. En effet, le taux de change du RMB en Chine continentale est toujours soumis à une variation limitée autour d'un taux pivot déterminé de manière journalière par les autorités (cf. Vers un retour à l'appréciation du RMB et une libéralisation « ordonnée » du taux de change et du compte de capital ?, SER de Pékin, DG Trésor).

Retour au sommaire ([ici](#))

HONG KONG et MACAO

Bourse : Hong Kong n'a pas été épargné cette semaine par les turbulences sur les marchés asiatiques, et notamment chinois

Une séance de forte baisse a en particulier eu lieu le 19 juin, avec une chute de l'indice boursier Hang Seng de 2,78%, soit le recul le plus important sur une journée depuis le 6 février 2018 (-5,1%) au moment de la hausse des taux sur les obligations à 10 ans du Trésor américain. L'indice boursier Hang Seng est reparti à la hausse (+0,88%) le lendemain mais a connu un nouvel épisode de repli le 21 (-1,47%), puis un rebond le 22 (+0,31%). Les entreprises chinoises cotées à Hong Kong (« H-shares ») ont été particulièrement touchées (baisse de l'index Hang Seng China Entreprises de 3,18% le 19 juin). Cette volatilité, que l'on retrouve sur l'ensemble des bourses asiatiques (-3,78% et -5,77% respectivement pour les indices de Shanghai et Shenzhen, -1,7% pour l'indice Nikkei sur la journée du 19), est attribuable à l'aggravation des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis après la menace du président américain de taxer 200 Mds USD d'importations chinoises à hauteur de 10%. Pour rappel, Hong Kong est particulièrement sensible au risque de guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis compte tenu du degré d'ouverture de l'économie hongkongaise (le commerce extérieur représentant 3,6 fois le PIB) et du poids de la Chine et des Etats-Unis dans les échanges de biens de Hong Kong (50,2% et 7% respectivement en 2017).

Economie : Nouvelle accélération de l'inflation en mai. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 2,1% en glissement annuel, contre +1,9% en avril et +1,5% sur l'ensemble de l'année 2017

Après un pic en février (+3,1%) dû au Nouvel An chinois, l'inflation était retombée à un niveau plus modéré (+1,9% en avril). L'inflation sous-jacente (hors mesures gouvernementales) s'établit à 2,4% en mai 2018. Dans le détail, les postes ayant le plus augmenté en mai 2018 sont l'alimentation (+4,7%), les frais d'électricité d'eau et de gaz (+3,4%) et le logement (+2%). Cette tendance s'explique par le dynamisme de l'activité (croissance du PIB à +4,7% en glissement annuel au T1 2018 et estimée à 3,5% par le gouvernement pour 2018), qui tient notamment à un environnement international et régional plus favorable ainsi qu'au dynamisme de la demande interne. Le gouvernement anticipe cependant toujours une hausse relativement modérée de l'inflation en 2018, qui s'établirait à 2,2%. Dans ses dernières prévisions, rendues publiques en avril avec le WEO, le FMI table sur une croissance de 3,6% et une inflation de 2,2% en 2018. Pour rappel, Hong Kong n'a pas de politique monétaire autonome puisque les décisions de hausse des taux prises par la HKMA ont pour but de maintenir la parité entre le dollar hongkongais et le dollar américain, dans le cadre du régime de change de caisse d'émission.

Immobilier : La question d'une taxe sur les logements vacants à Hong Kong (« vacancy tax ») à nouveau dans le débat public

Cette proposition, écartée par les précédents gouvernements, est aujourd'hui remise à l'ordre du jour dans un contexte de surchauffe immobilière continue et alors que le nombre de logements vides augmente, selon les estimations des autorités (3,7% du total des logements en 2017, soit 42 942 selon les chiffres du Rating and Valuation Department). La hausse continue des prix (les prix et les loyers de l'immobilier résidentiel ont été multipliés respectivement par 5,1 et 2,5 entre janvier 2004 et janvier 2018) et l'allongement du temps d'attente pour l'accès aux logements sociaux (cinq ans et un mois en moyenne) a conduit notamment à une augmentation du nombre de sans-abris qui s'établirait à 1127 en 2017, soit une augmentation de 51% en cinq ans. Les détails d'une telle taxe devraient être annoncés par le gouvernement fin juin avant qu'elle ne soit débattue conseil législatif (Legco). Très sensible politiquement, l'établissement d'une taxe sur les logements vacants constituerait une inflexion notable et pourrait permettre de réduire la pression qui pèse sur le marché immobilier.

Retour au sommaire ([ici](#))

MONGOLIE

Bourse : Entrée en bourse réussie d'Erdene Resource Development au Mongolian Stock Exchange

L'entreprise Erdene Resource Development, déjà inscrite à la Bourse de Toronto, a réalisé avec succès son entrée en bourse auprès du Mongolian Stock Exchange (MSE). La société a ouvert 2,7% de son capital, offrant 4 millions d'actions à la vente au prix de 0,34 dollars (env. 640 tugriks), pour un produit brut total de 1 375 604 dollars. Cette introduction en bourse a généré une forte demande et reçu des commandes pour 6,47 millions d'actions, soit une sursouscription de 66%, en provenance de 1 248 particuliers ou entreprises.

Avec cette introduction en bourse, annoncé le 14 juin 2018, Erdene est officiellement devenue la première société à être cotée à la fois sur une bourse étrangère et au MSE. «L'introduction de la double cotation est devenue une étape importante du développement du marché des capitaux mongol, car elle permettra à une trentaine de sociétés minières cotées à l'étranger opérant en Mongolie d'être cotées au MSE, donnant au public mongol l'occasion de partager les bénéfices et les risques de ces entreprises », a déclaré le MSE via un communiqué.

Erdene Resource Development, basée au Canada, se concentre sur l'acquisition, l'exploration et le développement de métaux de base et précieux en Mongolie. La société détient des participations dans quatre licences d'exploration et une licence minière dans le sud-ouest du pays, y compris le projet phare de la société, Bayan Khundii, et le projet aurifère à haute teneur Altan Nar récemment découvert.

Retour au sommaire ([ici](#))

Copyright

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

Clause de non-responsabilité

Le SER 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 : S.E.R. de Pékin et Service Economique de Hong Kong

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

Rédigé par : Anne-Victoire Maizière, Annie Biro, Fu Rui, Tang Yongyou, François Chimits, Camille Bortolini, Rodolphe Girault, Guillaume Prigent

Revu par : Julien Dumont, Jean-Philippe Dufour et Yann Pouëzat

Responsable de publication : Philippe Bouyoux