



Bulletin d'analyse économique

Sommaire

VERS UN RETOUR A L'APPRECIATION DU RMB ET UNE LIBERALISATION « ORDONNEE » DU TAUX DE CHANGE ET DU COMPTE DE CAPITAL EN 2018 APRES TROIS ANS DE RECUL ?2

La suspension inopinée au début janvier 2018 du facteur d'ajustement contra-cyclique (FCC), semble signaler le retour à la confiance de la banque centrale chinoise (ou People bank of China, PBoC) en ce qui concerne les perspectives de stabilisation du RMB au cours des prochains mois, ainsi qu'un probable renforcement des facteurs de marché dans la détermination du taux de change.

Le FCC a été le point d'orgue des différentes étapes de gestion contrôlée du taux de change du RMB depuis 2015. Dans quelle mesure sa suspension prélude-t-elle d'un accroissement de l'incidence des forces de marché dans les évolutions du taux de change ?

LE PROGRAMME D'ÉCHANGE DE DETTES CONTRE ACTIONS SEMBLE POUR LE MOMENT PRINCIPALEMENT ASSAINIR LES BILANS DES ENTREPRISES D'ÉTAT ET DES GRANDES BANQUES.....9

Dans le contexte d'une croissance inquiétante de l'endettement global de l'économie chinoise, les autorités chinoises ont fait de la lutte contre l'endettement des entreprises, en particulier publiques, la « priorité des priorités ». Parmi les principaux outils mis en place à cette fin figure un programme de dettes contre actions (ou Debt to equity swap, DES), réminiscence d'un programme de la fin des années 90 mis en œuvre avec un certain succès dans un contexte en partie similaire.

Après des débuts difficiles, le programme semble être appelé à se déployer pleinement en 2018, avec un total d'environ 1 600 Mds RMB de créances annoncées fin 2017 comme devant être échangées au titre du DES (250 Mds USD, 2% du PIB, 1% des crédits bancaires).

UNE LOI EN PREPARATION SUR LE CONTROLE DES EXPORTATIONS.....19

La Chine a publié cet été son premier projet de loi consolidé sur le contrôle des exportations. Le texte, qui pourrait être adopté dès 2018 par l'Assemblée Nationale Populaire vise en principe à rapprocher le dispositif chinois des standards internationaux. Plusieurs dispositions du texte doivent cependant faire l'objet d'une attention particulière pour les entreprises étrangères.

NOTE DE LECTURE : AU MILIEU DU GUE, LE RMB PROGRESSE MAIS NE DOMINERA PAS, ESWAR PRASAD, FINANCE AND DEVELOPMENT, FMI, MARS 201722

Les autorités chinoises ont affiché, depuis 2009, leur volonté d'internationalisation du RMB en faveur d'un système monétaire international multipolaire. La question peut être prise au sérieux compte tenu du poids croissant de l'économie chinoise. Faut-il s'attendre à une diffusion du RMB aussi rapide et massive que l'a été le développement du commerce et des investissements chinois au cours des dernières années ?

L'économiste E. Prasad, spécialiste de finance internationale et de l'économie chinoise, prévoit certes l'émergence du RMB parmi les monnaies de référence mais estime la monnaie chinoise limitée dans son potentiel de développement à l'international.

Vers un retour à l'appréciation du RMB et une libéralisation « ordonnée » du taux de change et du compte de capital en 2018 après trois ans de recul ?

La suspension inopinée au début janvier 2018 du facteur d'ajustement contra-cyclique (FCC), semble signaler le retour à la confiance de la banque centrale chinoise (ou People bank of China, PBoC) en ce qui concerne les perspectives de stabilisation du RMB au cours des prochains mois, ainsi qu'un probable renforcement des facteurs de marché dans la détermination du taux de change. En effet, consécutivement à l'introduction de ce facteur en mai dernier par la PBoC pour faire face au risque de pressions baissières sur le RMB dans un contexte où Moody's venait de dégrader la dette souveraine de la Chine, le RMB a enregistré une nette tendance à l'appréciation face au dollar tout au long de 2017. Cette tendance a conduit la PBoC à lever au cours de 2017 plusieurs des restrictions introduites face à la dépréciation du change et aux sorties massives de capitaux, notamment le renchérissement des prises de position spéculatives contre le RMB.

Le FCC a été le point d'orgue des différentes étapes de gestion contrôlée du taux de change du RMB depuis 2015. Dans quelle mesure sa suspension prélude-t-elle d'un accroissement de l'incidence des forces de marché dans les évolutions du taux de change ?

1 – Le facteur d'ajustement contracyclique introduit par la PBoC le 26 mai 2017 a probablement constitué le point d'orgue de la gestion contrôlée du taux de change du RMB depuis 2015

Depuis le 17 mars 2014, le taux de change du RMB, une monnaie en « flottement administré » selon la classification du FMI, peut varier de +/-2% vis-à-vis de l'USD autour d'une parité centrale fixée de manière quotidienne (*fixing*) par les autorités monétaires¹. Toutefois, dans un contexte de net raffermissement de l'USD notamment face à l'EUR tout au long de 2014, et de tensions sur les marchés financiers chinois à partir de 2015, la PBoC a renforcé les mécanismes de gestion administrée du taux de change, parallèlement à des interventions de change massives sur 2015-2016.

Le 11 août 2015, la PBoC a dans un premier temps introduit une réforme dans son mode de fixation de la parité centrale du RMB contre l'USD. La cotation du RMB se réfère désormais au taux de change de clôture de la veille, en lien avec les conditions de l'offre et de la demande sur le marché et avec les mouvements des taux de change des principales devises. A noter que le FMI a estimé que cette

modification avait bien pour objectif une plus grande prise en compte des forces de marché dans la fixation du taux de change (et non une dévaluation compétitive comme certains avaient pu le penser)².

La PBoC a toutefois été amenée à intervenir massivement sur le marché des changes, afin d'ancrer la crédibilité de sa politique monétaire, dans un contexte défavorable où la volatilité des marchés s'accroissait et où les sorties de capitaux s'accéléraient (cf. Annexe 1).

Le 11 décembre 2015, la PBoC a semblé afficher une nouvelle orientation de sa politique de change, en publiant désormais un indice défini par rapport à un panier de monnaies (et non plus par rapport au seul USD), pondéré en fonction des échanges commerciaux ; cet indice « CFETS »³, calculé initialement par rapport à 13 devises, a été par la suite élargi à 24 devises fin décembre 2016. L'objectif de stabilité du change de la PBoC, fixé par les autorités politiques, semble plus se concentrer sur l'indice CFETS que sur la stabilité du cours du RMB par rapport à l'USD (cf. Annexe 2).

Dans un premier temps, la mesure a été mal perçue par les marchés, contribuant à une

¹ La fourchette avait déjà été élargie à deux reprises, en 2007, pour être portée de +/- 0,3% à +/-0,5%, puis à +/-1% en avril 2012. Le gouverneur ZHOU Xiaochuan a rappelé en novembre que « l'accroissement de la marge de flottement du taux de change n'est pas une priorité ». Si cette mesure « serait un signal de réforme vers plus de libéralisation du taux », ZHOU estime que dans les faits le libre flottement du taux « est peu affecté par la taille de la marge » et « dépend avant tout des conditions de l'offre et de la demande » (n.b. la marge journalière actuelle de 2% n'a jamais été atteinte en 2017)

² Revue annuelle du FMI au nom de l'Article IV de juillet 2016

³ *China foreign exchange trade system*, division de la PBoC responsable des opérations de change ayant donné son nom au principal indice de référence de la conduite de la politique de change chinoise. En effet, depuis décembre 2015, l'objectif officiel de la politique de change de la PBoC est la stabilité du RMB vis-à-vis de trois paniers de devises : (i) le taux de change effectif réel chinois publié par la Banque des Règlements Internationaux, (ii) le panier des Droits de Tirage Spéciaux du FMI, (iii) le panier dit CFETS créé par les autorités chinoises à l'occasion et revu fin 2016 (cf. Annexe 2). Au travers de la communication des autorités, le panier CFETS apparaît largement prééminent.

dépréciation du taux de change et contraignant ainsi la PBoC à effectuer des interventions massives en décembre 2015 et janvier 2016, de l'ordre de 200 Mds USD en cumulé, pour assurer une relative stabilité de l'indice pondéré. Afin de fournir un nouvel ancrage aux anticipations de marché, **à la mi-février 2016, une nouvelle orientation (guidance) aurait été communiquée aux banques** dans le cadre des cotations indicatives qu'elles devaient fournir à la PBoC ; la fixation de la parité centrale s'appuierait désormais sur le cours de clôture de la veille, auquel s'ajouteraient les variations du panier enregistrées pendant la nuit, afin de lisser l'incidence des variations des autres devises sur la parité USD/RMB.

Le facteur de détermination du taux de change lié aux conditions d'offre et de demande sur le marché, qui avait été introduit dans le cadre de la réforme de 2015, n'apparaît donc plus en tant que tel dans la méthodologie officielle depuis février 2016 mais demeure un objectif officiel de la politique de change.

Dans la pratique, quatorze banques⁴ sélectionnées par la PBoC participent à l'exercice et fournissent leurs cotations au CFETS ; ce dernier calcule une moyenne à partir des cotations fournies et dispose d'un degré de liberté dans le cours publié tous les matins, dans la mesure où les cotations fournies par les banques ne sont pas rendues publiques.

Néanmoins, le dispositif s'est révélé insuffisant dans un contexte de sorties importantes de capitaux, contraignant de nouveau la PBoC à intervenir massivement en 2016 et à **introduire fin 2016 des mesures de restrictions sur les capitaux sortants**. Le niveau des réserves étant retombé de 4000 Mds USD à quelque 3000 Mds, la PBoC a de nouveau modifié fin mai 2017 le mode de détermination du fixing, face au risque de voir l'USD s'établir durablement au-dessus du seuil psychologique de 7 RMB.

Le vendredi 26 mai 2017, face à ce risque, alimenté notamment par la dégradation de la notation souveraine de la Chine le 24 mai par Moody's, la PBoC a introduit un nouveau paramètre, le « FCC » dans sa méthode de

calcul de la parité centrale du taux de change du RMB vis-à-vis de l'USD. Les modalités d'application de ce facteur d'ajustement n'ont pas été détaillées mais peuvent être comprises comme la conséquence du souhait de réduire l'importance des facteurs de marché (analyse notamment partagée par le FMI⁵). D'après les autorités, cette modification a pour objectif de lutter contre les « effets moutonniers », « l'inertie » et « les comportements irrationnels », afin « d'éviter les sur-réactions (*overshooting*) sur le marché des changes ».

Les résultats du dispositif, facilités par l'érosion tendancielle du dollar sur la période, ont été marqués. Après avoir été particulièrement stable du 1er mars au 24 mai 2017 (entre 6,87 et 6,92 RMB par USD), le RMB s'est ainsi apprécié nettement face à l'USD du 24 mai au 1er juin, de +1,5% sur le marché *onshore*, à 6,80, et de +1,8% à Hong Kong (marché « *offshore* »), à 6,76. Ces tendances ont été confortées par un assèchement de la liquidité probablement effectué par la PBoC sur le marché *offshore*, le taux *overnight* sur le marché interbancaire hongkongais en RMB (HIBOR) ayant bondi de 3% à 43% du 24 mai au 1er juin, contre une moyenne de 3,1% du 1er au 24 mai.

Les implications du FCC semblent avoir été :

- une réduction de la volatilité historique du RMB face à l'USD, ramenée de 0,1% entre janvier et mai à 0,04% par la suite.
- un mouvement d'appréciation rapide du RMB, de l'ordre de 6% jusqu'à septembre et concomitamment l'augmentation des réserves de change (cf. Annexe 1), en liaison avec des effets de valeur induits par l'appréciation du RMB⁶.
- un pilotage rendu plus aisé des anticipations de change, compte tenu de la réduction de la corrélation entre le fixing publié et le cours de la veille. Face au risque d'une poursuite de l'appréciation du RMB, susceptible de s'inscrire durablement en-deçà de 6,50 RMB pour un USD, la PBoC a agi en pilotant à la baisse les anticipations des intervenants de marché, via le FCC et partant le fixing. En outre, **courant septembre 2017, la PBoC a levé les obligations de réserves obligatoires sur les achats à terme**

⁴ Non seulement des banques chinoises, mais également des banques étrangères, telles que HSBC et Citibank ;

⁵ Revue annuelle du FMI au nom de l'Article IV de juillet 2017

⁶ En effet, la série « Actifs étrangers : devise étrangère » du bilan de la PBoC, comptabilisée en valeur de flux et ainsi hors effet de change, indique des ventes mensuelles nettes de devises par la PBoC continuant de début 2015 à septembre 2017.

de devises⁷ (obligations mises en place pour faire face aux sorties massives de capitaux et prolongées jusqu'à fin 2016) et est intervenue à l'achat de devises sur le marché des changes, pour la première fois depuis 2014.

Néanmoins, la mesure ne doit pas forcément être interprétée comme définitive, à la lumière de l'engagement pris par le Conseil des Affaires d'Etat en novembre 2015, à un moment où de fortes pressions existaient sur le change, **de rendre le RMB « freely tradeable currency by 2020 ».**

2 - La suspension du facteur d'ajustement contracyclique s'inscrit dans le cadre d'un relatif retour à la confiance et d'une phase d'appréciation du RMB

Sans annonce préalable ni confirmation officielle, **la PBoC aurait « suspendu » à la fin de la 1^{ère} décennie de janvier 2018 le facteur d'ajustement contracyclique (FCC)**, qui permettait depuis le 26 mai une marge de pilotage des anticipations des intervenants de marché. Au-delà de cet engagement, qui peut apparaître en contradiction avec l'objectif officiel d'un taux de change stable, la suspension du FCC paraît avoir été réalisée dans le contexte favorable de reprise de la dépréciation de l'USD de novembre 2017 à janvier 2018.

Au cours de janvier 2018, à l'instar de la première décennie de septembre, le rythme d'appréciation du RMB s'est de nouveau nettement accéléré. Dans la mesure où les exportateurs chinois ne couvrent pas totalement leurs recettes en dollars⁸, une appréciation soudaine du RMB peut déclencher des couvertures et enclencher une spirale appréciative. A noter que la SAFE a encouragé mi-janvier les entreprises chinoises à mieux « gérer les risques de change »⁹.

La « suspension » du FCC en ce début d'année peut donc être lue comme la volonté de

réintroduire un élément d'incertitude dans le cours de change, alors que les autorités ont insisté sur la possibilité pour le cours du RMB de varier dans les deux sens. En outre, la suspension pourrait limiter le potentiel d'appréciation de la monnaie chinoise. En effet, l'intégration à partir de juin 2018 des actions chinoises dans l'indice MSCI et/ou l'inclusion des obligations chinoises dans les principaux indices obligataires, devrait continuer d'alimenter des entrées nettes de capitaux, et donc conforter le potentiel d'appréciation du RMB. **Cependant, la « suspension » ne remet probablement pas en cause la logique du FCC au regard des objectifs des autorités chinoises. Conformément à la stratégie opportuniste présentée par le gouverneur ZHOU, on peut penser que si la volatilité du RMB face au dollar remontait fortement, les autorités monétaires rétabliraient le FCC.**

3 - Les perspectives d'appréciation du RMB permettent une reprise des libéralisations « ordonnées » du compte de capital et de la détermination du taux de change journalier

Si la suspension du FCC, non anticipée par les marchés, a entraîné dans un premier temps une dépréciation du RMB face à l'USD, ce mouvement n'a été que temporaire. Ainsi, le RMB tant *onshore* (CNY) qu'*offshore* (CNH) s'est apprécié de 3,5% face à l'USD en janvier, enregistrant ainsi sa plus forte hausse depuis plus de trois ans. L'indice CFETS a quant à lui progressé de 1%, évolution qui constitue la plus forte hausse enregistrée depuis le lancement de l'indice en novembre 2015.

Le potentiel d'appréciation du RMB demeure important, en liaison avec :

- L'hypothèse de la poursuite de la dépréciation de l'USD, dans un contexte de guerre commerciale larvée et de déficits bilatéraux très élevés en faveur de la Chine.

⁷ Fin des obligations de dépôts de réserve pour (i) les contrats de change à terme, d'option et d'échange visant à céder du RMB et (ii) les dépôts bancaires en RMB hors Chine continentale. Les obligations de dépôts étaient de 20% de la valeur notionnelle (valeur du sous-jacent) des contrats à terme et d'échange visant à vendre du RMB, et de 10% pour les options de même nature. Pour les dépôts en RMB off-shore, le ratio de réserves était identique à celui des dépôts en Chine continentale (16%). Aucun intérêt n'était servi sur les réserves dans le cadre d'opération à terme (contrairement aux réserves liées aux dépôts, rétribuées à 1,62%) et les fonds transférés étaient soumis à une période de

conservation d'un an, ce qui affectait le coût de couverture. Les RRR sur les dépôts en RMB des banques hors Chine étaient soumis à une période de 3 mois. Ces mesures avaient été mises en place en sept. 2015 et janvier 2016, face aux pressions à la dépréciation sur le RMB.

⁸ 58% des sociétés chinoises déclaraient au T4 2017 ne pas se couvrir sur le risque de change du RMB (*Offshore renminbi – Survey confirms bottoming out*, Standard Chartered, janvier 2018)

⁹ Déclaration du porte-parole de la SAFE, M. WANG Chunying, à la presse le 18 janvier 2018

- La poursuite de l'ouverture asymétrique du compte financier, dont devrait bénéficier fortement le marché obligataire chinois, en particulier, celui des obligations d'Etat et assimilées (obligations des *Policy-Banks*). Le potentiel d'appréciation paraît particulièrement élevé eu égard à la recherche de rendement¹⁰ par les investisseurs internationaux et à leur faible exposition au papier chinois¹¹ (actuellement, moins de 2% du papier obligataire chinois est détenu par les non-résidents). L'inclusion probable des obligations chinoises dans les indices obligataires globaux *Bloomberg Barclays*, *CitiGroup* et *JP Morgan Bond*, viendrait accroître les perspectives d'appréciation du RMB, avec des investissements de portefeuille de l'ordre de 300 Mds USD sur 5 ans¹². Le *Bond Connect* ouvert entre juillet 2017 et janvier 2018 depuis Hong Kong est révélateur de l'engouement que pourrait entraîner une demande insatisfaite à ce jour pour le papier chinois. Les flux quotidiens ont en effet augmenté de 50% de juillet 2017 à janvier 2018 et expliquent partiellement la hausse de l'exposition des non-résidents au papier gouvernemental chinois.
- En outre, l'inclusion des 222 valeurs chinoises dans l'indice MSCI devrait également accroître la demande en RMB ; initiée en mai prochain, l'intégration se fera en deux temps et devrait aboutir à compter d'août 2018 à une pondération de 0,73% de la Chine continentale dans l'indice *Emerging Market*. Les flux entrants générés par l'inclusion des 222 valeurs (1% de la capitalisation boursière chinoise), de l'ordre de 18 Mds USD, pourraient être bien plus importants dans le cas d'une inclusion plus complète des marchés chinois à l'indice MSCI¹³.
- La diversification des portefeuilles internationaux d'actifs vers les actions

chinoises demeure toutefois subordonnée à la fourniture de liquidités suffisantes en RMB, soit par Hong Kong, soit par la PBoC pour financer les opérations d'achats de yuan *offshore* et/ou *onshore*, ce qui suppose que la PBoC soit suffisamment confiante dans le potentiel d'appréciation du RMB pour accepter une perte de contrôle de la liquidité en RMB.

Dans le même temps, la demande des ménages et/ou des investisseurs chinois pour le papier émis par les non-résidents semble très largement insatisfaite, ce qui pourrait donner lieu à des sorties importantes de capitaux et donc une pression à la baisse sur le RMB :

- Les actifs à l'étranger des entreprises et des ménages chinois sont très nettement inférieurs aux moyennes internationales¹⁴.
- Les sorties de capitaux dissimulées élevées et stables, signalées par le poste « Erreurs et Omissions » de la balance des paiements chinoises, témoignent d'achats par des résidents d'actifs étrangers.
- Des données d'enquête¹⁵ et des éléments plus anecdotiques, tels que la demande en actifs immobiliers de résidents chinois dans des grandes villes étrangères¹⁶, confortent l'hypothèse d'une demande importante et durable dans le sens des sorties de capitaux.

A noter néanmoins que l'impact sur le cours du RMB du retour de la volatilité sur les marchés financiers, notamment aux Etats-Unis, est difficile à anticiper et devrait renforcer la prudence des autorités chinoises dans la mise en œuvre de réformes en matière de change ou de flux de capitaux.

Les autorités, et en particulier la PBoC ont multiplié à partir de septembre les déclarations en faveur de l'ouverture et de la libéralisation du compte de capital et de la fixation du taux de change journalier. Lors du XIX^{ème} Congrès du Parti Communiste Chinois

¹⁰ Les titres d'Etat servent une rémunération de l'ordre de 4% à laquelle s'ajoute la plus-value potentielle résultant de l'appréciation du RMB. Pour mémoire, le cours du RMB face à l'USD demeure encore en-deçà du niveau qui était le sien en décembre 2014 (6,20 RMB pour un USD).

¹¹ Si l'on considère que les investisseurs non-résidents ne couvrent pas en totalité leurs portefeuilles contre le risque de change. Compte tenu des coûts d'une couverture et des pratiques des gestionnaires de portefeuille obligataires, il ne s'agit pas d'une hypothèse héroïque.

¹² Sur la base d'une pondération des obligations chinoises dans les indices mentionnés supra de l'ordre de 5%

¹³ MSCI intègre pour la première fois la Chine continentale dans ses indices boursiers de référence, F. Chimits, Bulletin économique Chine n°87, août 2017, SER de Pékin, DG Trésor

¹⁴ 220 Mds USD par an en moyenne entre 2014 et 2017

¹⁵ China household forex appetite grows despite stability at home, FT Confidential Research, 8 janvier 2018

¹⁶ Chinese Money Is Still Leaking Into the World's Housing Markets, Bloomberg, 11/2017 ; China's real estate investors on a \$200B global spending spree, CNBC, 06/2017

en octobre 2017, le gouverneur de la PBoC et le directeur de la SAFE, M. ZHOU et M. PAN, ont insisté sur leur volonté de reprendre les réformes de libéralisation à la fois du taux de change et du compte de capital, tout en soulignant que cela devait se faire de manière « ordonnée » et que « la route est encore longue » avant une libéralisation complète. Le gouverneur ZHOU a précisé par ailleurs « trois canaux » pour l'ouverture financière « externe » prônée par XI Jinping : la réforme du mécanisme de formation de taux de change du RMB, la réalisation ordonnée de la convertibilité du RMB via le compte de capital et l'internationalisation du RMB.

La cohabitation de pressions actuelles à l'appréciation et de demandes quasi-structurelles d'actifs étrangers devrait

permettre à la PBoC de reprendre cette libéralisation « ordonnée » du change et du compte de capital, tout en maintenant la stabilité du change. A court terme, les autorités risquent de s'en tenir à leur approche très précautionneuse et progressive dans les réformes d'ouverture compte tenu d'un risque élevé de déstabilisation du taux de change qu'elles seraient susceptibles d'entraîner, dans un contexte de volatilité des marchés financiers chinois et internationaux, d'apurement en cours des bilans des banques et de prix domestiques des actifs immobiliers très élevés. Début 2018, les autorités ont ainsi assoupli les restrictions sur les flux transfrontaliers en RMB tout en resserrant les contraintes sur le canal, plus opaque, des retraits par carte à l'étranger par des résidents chinois¹⁷.

*

Il est trop tôt à ce stade pour affirmer que la PBoC s'oriente vers un nouveau régime de change où les forces de marché joueraient un rôle essentiel dans la détermination du taux de change. L'évolution récente du RMB tire en effet avantage de la faiblesse du dollar alors que son appréciation par rapport à d'autres devises reste d'ampleur beaucoup plus limitée. Par ailleurs, la devise chinoise n'a pas encore durablement retrouvé son niveau de 2014, tant vis-à-vis du dollar, que d'un panier de devises CFETS rétropolé (pour mémoire, le CFETS n'existait pas à cette date). L'appréciation récente pourrait donc s'interpréter comme un alignement des volontés politiques et des forces de marché en faveur d'un mouvement de rattrapage.

La PBoC, contrairement à la BCE et à la Federal Reserve, n'est pas indépendante. Ses actions apparaissent guidées par le respect de l'objectif officiel actuel d'une certaine stabilité du change, rappelé par les autorités politiques lors de la « conférence centrale sur le travail économique » annuelle en décembre 2017. A ce titre, face à une tendance à l'appréciation, la PBoC dispose, dans un contexte où le compte de capital demeure faiblement ouvert, particulièrement du côté des sorties, de leviers efficaces pour tempérer une appréciation jugée excessive.

Face à des conditions de marché nouvelles (flux entrants et appréciation du RMB), la PBoC devrait donc pouvoir en 2018 mener de concert l'objectif prioritaire de stabilité du change ainsi que ses objectifs à long terme de libéralisation « ordonnée » du change et du compte de capital en jouant à la fois des tendances mécaniques à l'appréciation du RMB et en contrôlant le rythme des sorties de capitaux.

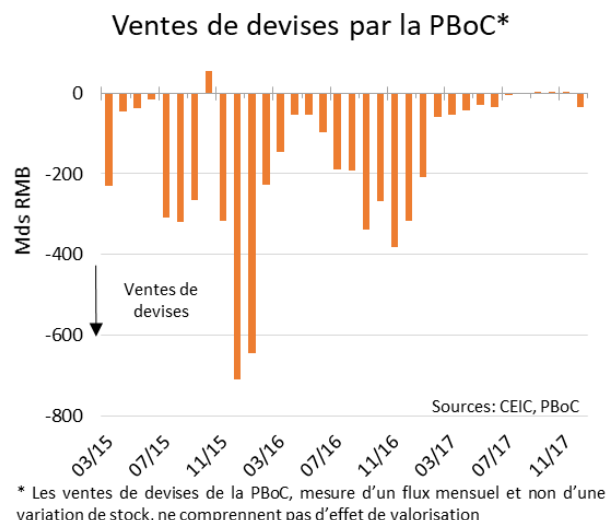
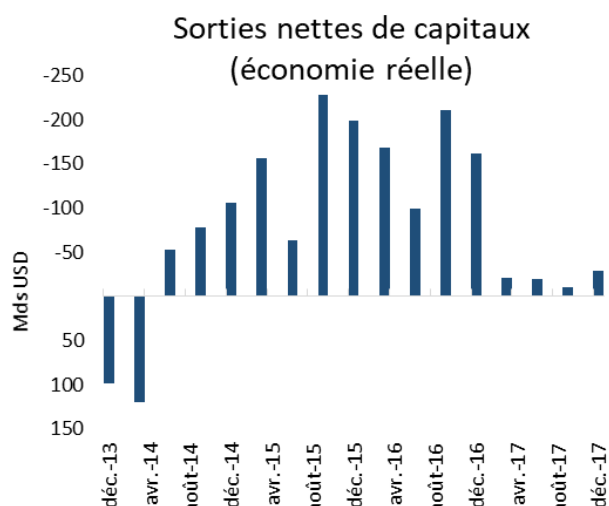
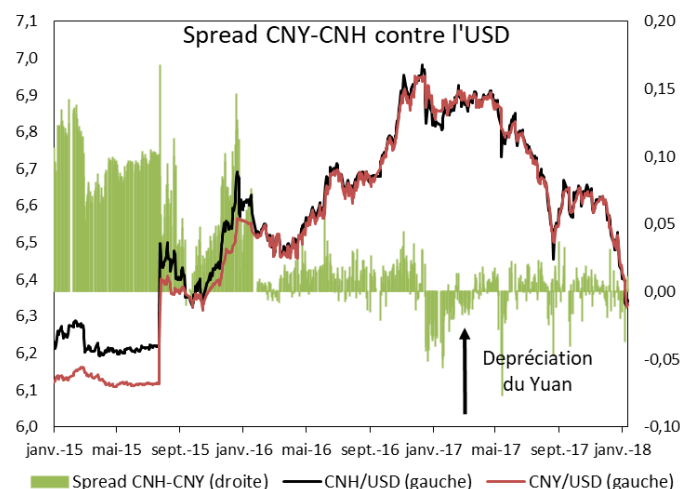
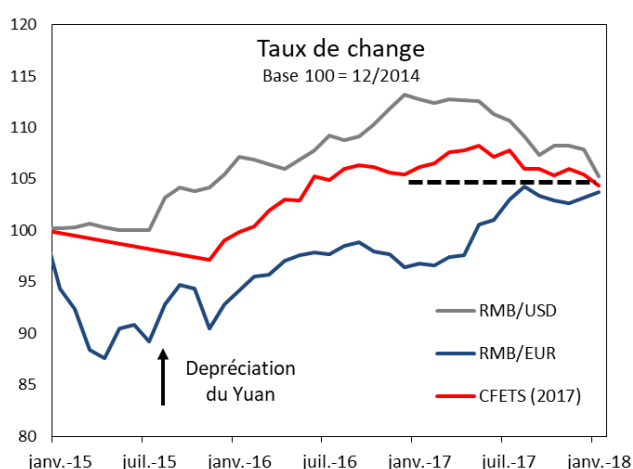
La réduction de l'excédent courant chinois, un rebond durable de la volatilité sur les marchés financiers internationaux et les risques de guerre commerciale ou monétaire avec les Etats-Unis seraient cependant de nature à pouvoir altérer l'environnement favorable actuel. Auquel cas, la PBoC pourrait revenir à l'approche restrictive à l'œuvre en 2016.

F. Chimits, D. Karmouni

¹⁷ La SAFE a annoncé le 30 décembre l'entrée en vigueur au 1er janvier 2018 d'un plafond annuel de retrait hors de Chine continentale par carte bancaire de 100 000 RMB (12 500 EUR) pour chaque résident. Selon la SAFE, cette nouvelle mesure vise à lutter contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et l'évasion fiscale. Tout individu ne respectant pas le quota se verra interdit de transferts vers l'étranger pendant le

restant de l'année et l'année suivante. La limite journalière de 10 000 RMB par carte est inchangée. Le précédent plafond, en vigueur depuis janvier 2016, était de 100 000 RMB annuel pour chaque compte bancaire en Chine continentale. Chaque résident dispose par ailleurs d'un quota de change en Chine annuel d'un montant équivalent à 50 000 USD.

Annexe 1 : Evolution du taux de change du RMB et interventions de la PBoC de 2015 à 2018



Annexe 2 : modification du panier de devises de référence de la politique de change chinoise (indice CFETS)

La China Foreign Exchange Trade System (CFETS, sous contrôle de la PBoC) a annoncé le 29 décembre 2016 une modification de la composition de son principal panier de devises de référence dans la conduite de sa politique de change (l'indice CFETS) à compter du 1er janvier 2017. Selon le communiqué, cette modification a pour objectif de mieux prendre en compte les poids des différents partenaires commerciaux chinois dans la détermination du cours du RMB. La politique de change chinoise a pour objectif une stabilité vis-à-vis de différents paniers de devises, dont le principal est depuis décembre 2015 l'indice CFETS. Onze nouvelles devises viennent s'ajouter aux treize préalablement utilisées pour composer ce panier (cf. tableau 1 ci-dessous), dont la monnaie coréenne (pondération dans l'indice de 10,8%) et les monnaies de quatre pays de l'Union européenne (Pologne, Suède, Danemark et Hongrie ; pondérations inférieures à 1%).

Les pondérations des monnaies préalablement utilisées diminuent toutes, à l'exception du franc suisse. Les diminutions les plus importantes sont, en termes absolus, l'euro et l'USD (respectivement -5,1 pts et -4,0 pts, à 16,3% et 22,4%) et, en termes relatifs, le rouble russe et le dollar hongkongais (respectivement -40% et -35%). En termes relatifs, l'euro et l'USD perdent respectivement 24% et 15% de leurs poids dans l'indice CFETS.

Le 28 décembre 2016, l'indice CFETS était à son plus haut depuis juillet tandis que la monnaie chinoise était à son plus bas face à l'USD depuis cinq ans. Suite à l'annonce, le RMB était en baisse de 0,2% face à l'USD à la clôture des marchés boursiers chinois le 30 décembre par rapport à son niveau à la clôture des marchés le 28 décembre, l'indice CFETS (version 2016, calculs du SER de Pékin) indiquait une dépréciation de 0,2% du RMB face au panier de monnaies sur la même période.

Indice CFETS					Taux de change effectif réel (BRI)	
2016		2017		Var. poids 2016-2017		
Monnaie	Poids	Monnaie	Poids		Monnaie	Poids
USD	26,4%	USD	22,4%	-15%	USD	17,8%
EUR	21,4%	EUR	16,3%	-24%	EUR	18,7%
JPY	14,7%	JPY	11,5%	-22%	JPY	14,1%
HKD	6,6%	AUD	4,4%	-30%	AUD	1,5%
AUD	6,3%	HKD	4,5%	-35%	HKD	0,8%
MYR	4,7%	MYR	3,8%	-20%	MYR	2,2%
RUB	4,4%	GBP	3,2%	-19%	GBP	2,9%
GBP	3,9%	SGD	3,2%	-16%	SGD	2,7%
SGD	3,8%	THB	2,9%	-11%	THB	2,1%
THB	3,3%	RUB	2,6%	-40%	RUB	1,8%
CAD	2,5%	CAD	2,2%	-14%	CAD	2,1%
CHF	1,5%	CHF	1,7%	14%	CHF	1,4%
NZD	0,7%	NZD	0,4%	-37%	NZD	0,2%
		KRW	10,8%	100%	KRW	8,5%
		SAR	2,0%	100%	SAR	1,0%
		AED	1,9%	100%	AED	0,7%
		ZAR	1,8%	100%	ZAR	0,6%
		MXN	1,7%	100%	MXN	2,3%
		TRY	0,8%	100%	TRY	0,8%
		PLN	0,7%	100%	PLN	0,9%
		SEK	0,5%	100%	SEK	0,8%
		DKK	0,4%	100%	DKK	0,4%
		HUF	0,3%	100%	HUF	0,4%
		NOK	0,3%	100%	NOK	0,4%

Par ordre d'apparition dans la liste BRI : AUD: dollar australien; MYR: ringgit malaisien ; SGD : dollar singapourien ; RUB: rouble russe ; CAD: dollar canadien ; CHF: franc suisse ; SAR: rial saoudien ; AED: dirham des E.A.U. ; ZAR: rand sud-africain ; MXN: peso mexicain ; TRY: livre turque ; zloty polonais ; SEK: couronne suédoise ; DKK: couronne danoise ; HUF: forint hongrois ; NOK: couronne norvégienne.



Le programme d'échange de dettes contre actions semble pour le moment principalement assainir les bilans des entreprises d'Etat et des grandes banques

Dans le contexte d'une croissance inquiétante de l'endettement global de l'économie chinoise, les autorités chinoises ont fait de la lutte contre l'endettement des entreprises, en particulier publiques, la « priorité des priorités ». Parmi les principaux outils mis en place à cette fin figure un programme de dettes contre actions (ou Debt to equity swap, DES), réminiscence d'un programme de la fin des années 90 mis en œuvre avec un certain succès dans un contexte en partie similaire.

Après des débuts difficiles, le programme semble être appelé à se déployer pleinement en 2018, avec un total d'environ 1 600 Mds RMB de créances annoncées fin 2017 comme devant être échangées au titre du DES (250 Mds USD, 2% du PIB, 1% des crédits bancaires).

Les informations relativement restreintes sur les détails de ces opérations, et alors que moins de 15% des échanges prévus auraient été menées à leur terme (à fin 2017), rend difficile l'appréciation en l'état de l'effet à long terme du programme sur l'économie chinoise.

Dans un 1^{er} scénario, à l'image du précédent programme, le DES faciliterait la restructuration des SOE peu efficaces. Ces dernières devraient se réformer pour bénéficier du DES et seraient incitées à le faire par de nouveaux actionnaires intéressés prioritairement par les bénéfices futurs.

Dans un 2^{ème} scénario, le DES servirait en revanche uniquement à un assainissement du bilan des SOE sans aboutir à de véritables restructurations des entreprises concernées. Le risque serait alors simplement transféré aux banques, à l'Etat ou aux ménages, selon les modalités financières choisies, mais le problème ne serait que déplacé et repoussé dans le temps.

A ce stade, les échanges impliquent principalement des entreprises d'Etat (ou State owned entreprises, SOE), propriétés d'autorités publiques locales, dans des secteurs traditionnels, souvent sujettes à des problèmes de surcapacités et de rentabilité. Peu d'informations concernant des restructurations des sociétés concernées ont été communiquées. Par ailleurs, les négociations entre les banques et les entreprises semblent être difficiles et déboucher sur des montages financiers complexes qui pourraient aboutir à un transfert des risques des entreprises et des banques vers l'Etat et les ménages.

Le DES précédent s'inscrivait dans un ensemble de réformes conduites sous la direction de ZHU Rongji à la fin du siècle dernier pour traiter les problèmes de dette et d'inefficacité des entreprises publiques qui s'appuyait également sur une redistribution des risques aux ménages. Les mesures allaient néanmoins de pair avec des réformes structurelles profondes, reflétées par la mise au chômage de 30 M de travailleurs et la fermeture de 60 000 SOE. Ces réformes intervenaient par ailleurs dans un contexte particulièrement favorable du fait des marges de rattrapage technologique et de la démographie dynamique de l'époque.

Aujourd'hui, l'orientation politique, les réformes structurelles et les marges de manœuvre paraissent sujettes à un plus grand degré d'incertitude. En outre, le DES tel qu'il est conçu aujourd'hui n'apparaît pas en phase avec les recommandations formulées spécialement par le FMI : mise en place de critères d'éligibilité stricts et transparents, exposition limitée des banques aux nouvelles participations, rachat des créances à ces mêmes banques à leur juste valeur (i.e. reconnaissance des pertes des banques), distribution transparente des risques.

1 – Lancé début 2016, le programme DES est l'un des principaux outils officiels de la politique de réduction de l'endettement des entreprises

Le programme a été annoncé en mars 2016 par le Premier ministre LI Keqiang avec l'objectif de « permettre une réduction de l'endettement des entreprises » dans un contexte de hausse continue et inquiétante des créances douteuses¹. Quelques jours plus tard, le gouverneur de la banque centrale (PBoC), M. ZHOU Xiaochuan, a attribué au *debt to equity swap* (DES) l'objectif d'assainir les bilans des banques en vue de nouveaux investissements, sans mentionner les entreprises. Deux propositions de DES, prévoyant 1 000 Mds RMB de dettes à échanger et excluant les entreprises « zombies »², auraient circulé début 2016 :

- l'une de la PBoC, avec le soutien du régulateur bancaire (CBRC), favorisait l'assainissement des banques, autorisant notamment l'utilisation dans le programme des prêts reconnus non-performants³ (ou *non performing loans*, NPL) ;

- l'autre du ministère de la Réforme et du Développement (NDRC, ancien ministère du Plan), était plus préjudiciable aux banques, avec des participations aux entreprises devant être portées au bilan des banques et entraînait des provisionnements importants (cf. *infra*)⁴. Se faisant, le plan de la NDRC devait s'accompagner d'un abaissement temporaire du ratio de provision obligatoire des banques de 150% à 100% pour permettre aux banques d'encaisser le choc.

Cette même période avait en outre été marquée par la publication en mai 2016, d'un article

remarqué d'une « personne d'autorité »⁵ témoignant de possibles divergences au sujet de la politique économique.

Aucune de ces deux propositions n'a finalement été adoptée et les modalités du programme et son périmètre ont évolué dans le temps (cf. *infra*).

Malgré ces incertitudes, le DES a toujours été systématiquement mis en avant par les autorités chinoises comme l'un des principaux outils pour réduire l'endettement des entreprises⁶, réduction qualifiée de « priorité des priorités » par XI Jinping en juillet 2017.

Pour mémoire, les autorités avaient mis en œuvre à la fin des années 90 un DES massif dans le cadre d'une grande politique de réformes économiques avec notamment pour objectif d'assainir le bilan des banques suite aux investissements massifs, et souvent peu rentables, des entreprises d'Etat (ou *State owned enterprise*, SOE, cf. Annexe 1). A l'époque, M. ZHOU avait fortement contribué aux débats et à la mise en œuvre du programme, précisant que ce mécanisme devait être compris, dans un environnement chinois, comme l'ultime étape avant la liquidation en vue de permettre aux créanciers de peser plus efficacement dans les restructurations des entreprises⁷.

A la suite des premières opérations au premier trimestre (T1) 2016, un nombre important d'articles de la presse chinoise ont critiqué le programme. Les articles se sont notamment largement fait l'écho des inquiétudes des institutions bancaires, dont *China Construction Bank* (CCB) et *Bank of China* (BoC)⁸. Les premiers DES étaient en effet

¹ *Situation financière des banques chinoises*, J. Deslandes, A. Aubel et J. Pan, Bulletin économique Chine 83, SER de Pékin, DG Trésor, octobre 2016

² Une entreprise zombie est conceptuellement une entreprise dont le coût de la poursuite des opérations est plus grand que le coût de la liquidation (*Resolving China's zombies*, FMI, nov. 2017). D'après la définition *de jure* établie par le Conseil des affaires d'Etat, une entreprise est zombie si elle répond aux critères suivants : 3 années de pertes, non conforme aux standards technologiques et environnementaux, hors du champ des politiques industrielles nationales, soutien d'une autorité publique ou d'une banque. D'après le FMI, les gouvernements locaux, à qui incombe la responsabilité d'identifier les entreprises zombies, se reposent sur des critères plus précis : trois années de pertes, ratio de passifs sur actifs supérieur à 85%, flux de trésorerie négatifs, arriérés de dette de plus d'un an, taux d'utilisation inférieur à 50%.

³ *China to ease commercial banks' bad debt burden via equity swaps*, Reuters, mars 2016

⁴ 债转股重来, 4 avril 2016, Caixin

⁵ Cette tribune en 1^{ère} page du journal officiel du Parti communiste chinois (PCC) a été perçue comme le révélateur de divergences au sein des autorités publiques quant à la politique économique à suivre. La source anonyme est fréquemment associée à LIU He, déjà plus proche conseiller économique de XI Jinping, et depuis le XIX^{ème} Congrès d'octobre 2017 membre du Bureau politique du Parti communiste chinois (25 personnes) ainsi que, depuis mars 2018, vice premier ministre responsable affaires financières au gouvernement, en succession de M. MA Kai.

⁶ Zhou (10/2017) ; un des trois outils évoqués par l'administration de gestion des SOE par les autorités nationales (SASAC, 08/2017) ; un des cinq axes de travail mis en avant par le Conseil des affaires d'Etat (08/2017) ; la CBRC appelle les banques à « accélérer le DES » en mai 2017

⁷ Guanyu zhai zhuan gu de ji ge wenti, Zhou Xiaochuan, Bijiao No. 6, Automne 1999

⁸ *A free lunch for zombie firms ? China's plan for debt-to-equity swaps prompts concerns for bankers*, South China Morning Post

particulièrement contraignants pour les banques en termes de besoin en capital : la pondération des risques des participations est très supérieure à celle des crédits bancaires⁹ ; aucun mécanisme de diffusion/diminution des risques attenants à une prise de participation dans des entreprises en difficulté n'était prévu. Le suivi des opérations conduites met en évidence que le programme a de fait été suspendu jusqu'à la publication de directives six mois plus tard (cf. Annexe 4).

En septembre 2016, le Conseil des affaires d'Etat¹⁰ a publié le document cadre du DES, lançant effectivement le programme. La publication de la « Directive sur l'échange de dettes contre actions », en complément de la « Directive sur la réduction du levier des entreprises », a donné lieu à une conférence de presse organisée conjointement par la NDRC, la PBoC, la CBRC et le ministère des Finances (MoF). L'objectif officiel du DES est de diminuer le ratio de dette et les coûts de financement des entreprises. Le principe de mise en œuvre, souligné avec insistance, est le « respect des forces de marché ». Ce principe se traduit par l'absence d'obligation de participation, d'objectifs chiffrés, de calendrier et de modalités d'échange (prix, garanties, rachat, type d'actions etc.).

Concrètement, les banques doivent vendre les créances à une entité « de mise en œuvre » responsable de l'échange et de la gestion des participations. Elles sont « encouragées » à créer des sociétés *ad hoc* à cette fin. L'absence de mention des actionnaires des entreprises concernées par un DES laisse à penser que leurs parts seront diluées dans une augmentation du capital à même de générer les titres échangés.

D'après ce premier plan, le DES exclut *de jure* les entreprises « sans perspectives de survie », en surcapacité ou « ne respectant pas les politiques industrielles » (sans détail ni critère) ainsi que les « prêts non-performants »¹¹. Par ailleurs, les fonds issus des produits d'actifs de gestion (ou *wealth management products*, WMP) de la banque participante ne peuvent pas être mobilisés dans le financement de l'opération. Enfin, il est indiqué que les entreprises, les banques et les investisseurs seront « incités » à participer, sans plus de détail.

Plusieurs administrations ont depuis annoncé prendre des mesures en soutien du DES. Le régulateur des assurances (CIRC) a indiqué travailler à des incitations des sociétés d'assurance au financement du programme (sans plus de détail)¹². La NDRC a assigné des quotas d'émissions d'obligations pour les sociétés de mise en œuvre du DES, à hauteur de 70% de la valeur faciale des dettes échangées¹³.

Les nouvelles sociétés de gestion d'actifs créées ont reçu leurs licences en un temps record¹⁴. Les licences sont les mêmes que celles des structures de défaillance chinoises (*Asset management corporation*, AMC), notamment les *bad banks* créées pour le précédent DES (cf. Annexe 1). Au sujet de ces structures de défaillance historiques, la CBRC a annoncé en décembre 2017 que les opérations conduites par les AMC historiques dans le cadre de DES seraient exclues du calcul des exigences en fonds propres des AMC et que la pondération des risques serait abaissée. Enfin, les gouvernements provinciaux ont été autorisés en octobre 2016 à détenir une seconde AMC ce qui, sans être officiellement lié au DES, augmente significativement le nombre des investisseurs potentiels.

(SCMP), avril 2016 ; *Moral hazard in debt-to-equity plan needs addressing*, China Daily, avril 2016

⁹ D'après la *Commercial bank law*, la pondération du risque est de 100% pour un crédit bancaire contre 400% pour une participation au bilan, et 1250% après deux années de détention des parts (l'actif n'étant plus alors considéré comme un investissement financier)

¹⁰ Plus haute instance gouvernementale chinoise, sous la direction du Premier ministre

¹¹ Les normes chinoises ne retiennent pas la même définition de créances douteuses (ou *non performing loan*, NPL) que les référentiels internationaux qui considèrent douteuse toute créance avec un retard de paiement supérieur à 90 jours. La Chine distingue 5 catégories de créances : (i) normales (ii) mention spéciale (iii) *subprime* (iv) *doubtful* et (v) pertes. Les NPL officiels

sont les *subprime* et les *doubtful*. En outre, dans le cas d'un retard de paiement si la valeur du collatéral est estimée par la banque comme permettant le remboursement du principal, la créance n'est pas classée NPL mais mention spéciale.

¹² « Plan pour la contribution du secteur de l'assurance à l'économie réelle », 4 mai 2017 (CIRC)

¹³ *China to permit special debt-to-equity bonds in new rules*, Reuters, décembre 2016. En Chine les émissions d'obligations sont soumises à l'approbation préalable des autorités, qui varient selon les marchés et les émetteurs. La NDRC est responsable des autorisations des émissions à plus d'un an des entreprises majoritairement non-financières (*entreprise bonds*) sur les marchés boursiers et interbancaires.

¹⁴ Environ deux semaines après le dépôt des demandes de licence, d'après le *Shanghai Securities News*

2 – Le DES semble mobiliser des financements divers au profit de SOE des vieilles industries et des grandes banques d'Etat, à hauteur environ de 1 600 Mds RMB à fin 2017

En dépit d'informations non-centralisées et souvent incomplètes, un cadre opérationnel se dessine (cf. Annexe 2). Les autorités semblent disposer d'une liste des opérations conduites dans le cadre du DES, mais celle-ci n'est pas publique. En outre, les AMC et les banques ne communiquent que ponctuellement sur les opérations, sans jamais divulguer les modalités de mise en œuvre (prix, garanties, acteurs, etc.). Un *modus operandi* semble néanmoins se dégager :

- (i) les cinq grandes banques commerciales d'Etat¹⁵ créent chacune une AMC ;
- (ii) une fois l'accord signé entre la banque créancière et la SOE, l'AMC de la banque rachète les créances à la banque, souvent à un prix proche de la valeur faciale des dettes ;
- (iii) la dette est ensuite échangée contre des nouvelles parts émises par l'entreprise dans le cadre d'un accord entre l'AMC et les actionnaires de l'entreprise débitrice ;
- (iv) pour se financer l'AMC émet des obligations, des actions et/ou des produits dérivés avec en sous-jacent les titres obtenus (titrisation).

A noter que le marché des *Asset backed securities* (ABS) a ainsi crû de +94% entre octobre 2016 et fin 2017, à 872 Mds RMB.

La montée en régime du DES révèle un programme conséquent, réservé aux SOE, principalement dans des secteurs en difficulté et aux financements divers mais largement étatiques. A fin 2017, le montant des dettes soumises au DES se monterait à environ 1 600 Mds RMB (250 Mds USD, cf. Annexe 4). A titre indicatif, ce montant représente 1,3% des crédits bancaires et équivaut à environ 25% du total des

crédits en difficulté¹⁶ à fin 2016 (cf. Annexe 4). Le DES précédent avait représenté 7% des crédits bancaires de 1999 (5% du PIB) sur une période d'environ cinq ans (cf. Annexe 1). Côté entreprises, la quasi-totalité des dettes concernent des SOE, principalement sous la direction d'autorités publiques locales dans des industries traditionnelles (cf. Annexe 3).

Côté financier, seules les cinq grandes banques commerciales d'Etat ont créé une AMC en vue du DES¹⁷. Elles ont chacune capitalisé ces dernières à hauteur de 12 Mds RMB (1,8 Md USD). Ces AMC se financeraient aussi en actions et en obligations, largement auprès des grandes entreprises d'Etat et des fonds publics (AMC locales et nationales, sociétés d'assurance et fonds de soutien aux politiques publiques). Les actifs des départements de gestion des créances douteuses des deux AMC historiques cotées, *Huarong* et *Cinda*, ont notamment crû de +43% en 2016, à 1 087 Mds RMB ce qui semblerait indiquer que ces dernières ont participé au financement des opérations en rachetant une partie des titres émis par les nouvelles AMC. A noter que le président de *Huarong* s'est inquiété en août 2017 « d'une bulle sur les prix des titres de créances douteuses » en raison d'un afflux d'acteurs inexpérimentés, incriminant probablement les nombreuses AMC nouvellement créées par les provinces suite au feu vert des autorités (cf. *infra*).

Des tensions entre les parties prenantes (banques et autorités locales) et des incertitudes juridiques auraient accompagné la montée en régime du DES et freiné la finalisation des opérations. Seulement 14% des opérations annoncées auraient été achevées à fin 2017. La presse chinoise indique que les négociations sur les modalités d'échange des créances contre des actions (phase iii entre les banques et les actionnaires des entreprises) seraient particulièrement difficiles.

Par ailleurs, la CBRC avait publié en août 2017 une proposition de directive pour encadrer

¹⁵ Appellation officielle des cinq plus grandes banques commerciales chinoises par la taille des actifs. Quatre (ICBC, CCB, ABC, BOC) ont pour principal actionnaire *Central Huijin*, propriété du fonds souverain chinois CIC, lui-même sous la direction directe du Conseil des Affaires d'Etat. BoCom a pour principaux actionnaires le ministère des Finances et le Fonds National de Sécurité Sociale.

¹⁶ Créances douteuses officielles, *Non performing loan* (NPL), et créances « special mention » ; Cf. Note de page n°11

¹⁷ Autorisation attribuée par le régulateur bancaire ; ICBC *Financial Assets Invest. Limited* (opérationnelle en oct. 2017), BOC *Financial Asset Invest. Co.* (nov. 2017), CCB *Capital Invest. Co.* (août 2017), ABC *Investment Co.* (août 2017), BoCom *Financial Asset Investl Co.* (déc. 2017)

davantage le DES. Le texte bannissait les secteurs en surcapacités, interdisait les garanties et les promesses de rachat, obligeait les banques à détenir pour au moins cinq ans plus de 50% des AMC créées (avec consolidation dans leurs comptes des AMC) et instituait une approbation *ex ante* de l'Etat central à chaque opération. Aucune suite n'a été donnée à cette directive restrictive qui devait être mise en œuvre avant la fin 2017.

En revanche, **la NDRC, la PBoC, le MoF, la SASAC et les régulateurs financiers ont publié le 25 janvier 2018 des directives pour encourager le DES** selon des modalités moins contraignantes. Le financement des opérations et des AMC par des fonds de capital-risque (*private equity*) et des fonds issus de WMP est formellement encouragé (y compris les WMP distribués par la banque ayant créé l'AMC, auxquels il été précédemment interdit de recourir). Le champ des créances concernées est élargi aux NPL et à l'ensemble des passifs de l'entreprise (crédits auprès des sociétés fiduciaires, prêts confiés (*entrusted loan*), crédits-baux et créances d'exploitation). Les autorités soutiendront les entreprises participant au DES, notamment via des avantages fiscaux et des financements à faible coût (sans plus de précision actuellement).

3 – Au regard de ces éléments, le DES semble avant tout permettre une réduction comptable des ratios d'endettement et des créances à risque, et conduire *in fine* à un renforcement de la présomption de garantie par l'Etat et un transfert aux ménages des risques à moyen terme

Face à l'éventualité d'un refinancement de SOE peu performantes, sans réformes structurelles, le FMI évoque un risque de « restructuration financière superficielle visant des objectifs quantitatifs sans traiter

les problèmes de fond »¹⁸. En l'état, le DES ne semble pas conforme aux recommandations spécialement formulées par le FMI¹⁹ en août 2016 : critères d'éligibilité stricts et transparents (interdisant la participation au DES des entreprises zombies), exposition limitée des banques aux nouvelles participations, rachat des créances à leur juste valeur (*i.e.* une reconnaissance des pertes des banques), distribution transparente des risques.

En effet, environ 70% des entreprises prenant part au DES opèreraient dans des secteurs en surcapacité (charbon, acier, construction, transport)²⁰. Les opérations de rachat des créances, souvent à risque (« *special mention* »), se feraient à valeur faciale²¹. Des sources (*Reuters, Caixin, Fitch*) font état, en dépit de l'interdiction initiale, de la mobilisation dès les premières opérations de fonds levés au travers de produits de gestion d'actifs (WMP) de la banque impliquée dans l'opération²². Enfin, les opérations concerneraient presque uniquement des acteurs publics, avec une implication souvent très directe des autorités locales²³.

L'importance des parties prenantes publiques peut apparaître en contradiction avec le principe affiché du « respect des forces de marché ». Les déclarations du responsable des opérations du DES de la CCB (banque responsable d'environ de près de la moitié des opérations annoncées) en octobre 2016 selon lesquelles il « était de la responsabilité de la CCB, en tant que banque d'Etat, de soutenir *Yunnan Tin* » (plus important producteur mondial d'aluminium) pourraient illustrer ces tensions entre le « respect des forces de marché » et l'implication d'acteurs publics.

Selon l'économiste ZHU Ning²⁴, **le libre fonctionnement des marchés dans un environnement de garantie implicite conduirait à des prises de risques excessives et une mauvaise allocation du capital**. Le « respect des forces de marché », souligné avec insistance par les autorités, doit être compris dans un environnement chinois : l'Etat central ne

¹⁸ *Resolving China's Zombies: tackling debt and raising productivity*, W. Lam, A. Schipke, Y. Tan (PBoC), Z. Tan, FMI, nov. 2017

¹⁹ *Debt-equity conversions and NPL securitizations in China*, Technical guidance note, IMF, août 2016

²⁰ *China Bank Monitor 2017*, Natixis, décembre 2017 (annexe 5)

²¹ *Debt-for-Equity swaps lead to more questions than answers*, FitchRatings, novembre 2016 ; *Can the new debt-to-equity swap effectively tackle China's moral hazard?*, South China Morning Post, août 2017 ; *China's debt-equity swaps – a wake-up call for structural reforms*, Bnp Paribas, août 2017

²² *Debt-for-Equity swaps lead to more questions than answers*, FitchRatings, novembre 2016

²³ Notamment sous la forme d'accord-cadre entre une banque et une autorité locale, tel qu'entre ICBC et la province du Jiangsu, ou le plan de mise en œuvre du DES de la municipalité de Wuxi (*Opinion of the Wuxi Municipal People's Government on Doing a Good Job in Actively and Steadily Reducing the Leverage Ratio of the Enterprises in Wuxi*, janvier 2018).

²⁴ *China's guaranteed bubble*, ZHU Ning, Graw Hill, 2016 ; l'analyse ne porte pas spécifiquement sur le DES mais sur l'ensemble de l'économie chinoise

détermine directement ni les participants, ni les montants, ni les prix, ni le calendrier et ni les structures des échanges. A ce titre, les entités publiques, motivées par la seule poursuite des objectifs assignés *ex-ante* par leur(s) propriétaire(s), sont assimilées à des forces de marché à part entière.

Dans le cas du DES, la liberté donnée aux acteurs de marché serait donc utilisée par les banques et les autorités publiques locales pour traiter les dettes de SOE peu productives et très endettées dans des secteurs en surcapacité. Or, aucune information n'a pour le moment été communiquée sur des restructurations en lien avec le DES. En outre, la liberté des « forces de marché » telle que conçue par les autorités chinoises (modalités de mise en œuvre du DES) risque de conduire à des phénomènes de « participation en droit mais dette en essence »²⁵ (avec entre autres des obligations de rachat des actions à échéance et prix fixes, des engagements de versements de dividendes fixes, des garanties des autorités locales etc...) et donc à des traitements en surface des problèmes d'endettement dans le but d'atteindre des objectifs quantitatifs de réduction des ratios d'endettement.

Dans un environnement où la garantie implicite de l'Etat est renforcée par un programme officiel, le risque est que la liberté donnée aux acteurs de marché aboutisse à une diffusion des risques aux agents disposant du plus faible pouvoir de négociation, à savoir les ménages. Ce transfert des risques se ferait notamment via les fonds collectés via les WMP.

L'assainissement des bilans des SOE et des grandes banques pourrait donc être supporté *in fine* par les ménages, ce qui pourrait d'une part porter atteinte au processus de

rééquilibrage vers la consommation et, d'autre part, pérenniser la garantie implicite des SOE et leur accès préférentiel au crédit²⁶.

La mise en œuvre du DES contribue mécaniquement à réduire la dette des entreprises (« priorité des priorités » des autorités), en l'occurrence des SOE, tout en assainissant le bilan des grandes banques (cf. Annexe 4). L'assainissement des bilans²⁷ se ferait néanmoins à la charge de fonds publics (fonds de sécurité sociale, nouveaux AMC provinciaux, assurances) ainsi que des épargnants, souvent indirectement via des produits de gestion d'actifs (WMP) investis dans des titres émis par les AMC²⁸ (cf. Annexe 2).

Même si une part des risques devait rester au bilan des banques, en cas de matérialisation de ces risques, les banques pourraient le répercuter aux ménages dans un environnement financier fortement contraint, conformément à ce qui a été fait après les réformes de 1998²⁹.

De surcroît, le DES peut être interprété comme entérinant de fait la garantie des SOE. A ce titre, il renforcerait leur subventionnement implicite (accès préférentiel au crédit) et pourrait ainsi contrevenir à une meilleure allocation du capital³⁰.

Quinze ans après la fin du programme précédent, le risque est de voir la Chine utiliser de nouveau les mêmes recettes : alléger la dette des entreprises publiques dans le cadre d'un programme DES mobilisant l'épargne des ménages. Cette stratégie interviendrait néanmoins dans un environnement macroéconomique moins porteur qu'à la fin des années 90. La mise en œuvre de véritables restructurations est donc à la fois moins aisée – notamment socialement – et d'autant plus nécessaire pour préserver le potentiel de croissance.

F. Chimits

²⁵ Rapport FMI au nom de l'Article IV, juillet 2017

²⁶ *Resolving China's Corporate debt problem*, W.R. Lam, J. Caparusso, J. Garrido, T.D. Law etc., Document de travail du FMI, octobre 2016

²⁷ « Debt-to-equity look like a state sponsored bail-out », Zhu Ning (Doyen de l'institut international de finance de Shanghai) ; *Tackling moral hazard in China's financial system*, Paulson institute, févr. 2017

²⁸ *China's DES program leads to more questions than answers*, Global Times, 11/2016 ; les AMC de 1998 ont augmenté leur

capital depuis fin 2015, ou prévoient de le faire, au travers des émissions d'obligations (16 Mds USD en 2017 selon *Bloomberg*) et d'actions à Hong Kong : *Huarong* cotée fin 2015 (2,3 Mds USD), *Cinda A.M.* va émettre 5 Mds USD en 2018, *China Great Wall* doit se coter en 2018 (2 Mds USD)

²⁹ *Financial repression in China*, N. Lardy, Peterson Institute, sept. 2008

³⁰ *State owned enterprises reform*, A. Schipke, W.R. Lam, FMI (Modernising China), novembre 2016

Annexe 1 : Le programme d'assainissement du système bancaire de 1998¹

En 1999, dans le cadre d'une politique de réforme, notamment des entreprises d'Etat, les autorités décident de restructurer les banques d'Etat en transférant une large part des créances douteuses d'entreprises d'Etat vers des structures de défaillance *ad hoc* (Asset Management Companies, AMC). **Environ 29% des créances transférées ont été échangées contre des actions, soit 7% des crédits bancaires et 5% du PIB de 1999, et environ 580 SOE ont été restructurées².** L'opération s'est faite sur un mode décentralisé, le MoF assignant une AMC à chacune des grandes banques commerciales (ABC, BoC, CCB et ICBC). Celles d'ICBC et CCB (Cinda et Huarong ; deux seules présentement cotées à Hong Kong), seront les principales opératrices des échanges de dettes contre actions.

Un total d'environ 2 889 Mds RMB (325 Mds USD³) de créances douteuses, à 90% d'entreprises d'Etat, aurait été transféré de 1999 à 2006 du bilan des banques vers celui les structures de défaillance. La somme représentait 85% des 3 400 Mds RMB (410 Mds USD) de créances douteuses et 30 % de leur encours total de prêts à fin 1999.

Les banques ont donc vu une partie de leur portefeuille de créances douteuses transformées *in fine* en obligations garanties par l'Etat. Le remboursement des créances douteuses est *de facto* subordonné à celui des obligations des AMC détenues par les banques, ce qui transfère *in fine* le risque de défaut des banques vers la PBoC compte tenu du monde de financement des AMC. L'acquisition par les AMC a été initialement financée par⁴ : une contribution de 40 Mds RMB (3 % du total) du MoF ; un prêt de la PBoC d'au moins 192 Mds RMB (14 %) ; 1 168 Mds RMB des obligations à 10 ans par les AMC achetées par les banques. A l'issue de l'opération, la PBoC détient une créance de 192 Mds RMB sur les AMC. Les transferts ont marqué une pause jusqu'à 2003 puis, entre 2004 et 2006, dans la perspective de l'introduction en bourse de BoC, CCB puis ICBC, une deuxième tranche de 1 245 Mds RMB (150 Mds USD) a été vendue aux AMC. La PBoC a contribué au financement des transferts en achetant les créances à une fraction de leur valeur nominale pour les revendre avec un fort rabais aux AMC.

Les AMC avaient initialement trois fonctions : (I) reprendre 1 400 Mds RMB de créances douteuses à valeur faciale en se finançant par l'émission d'obligations à 10 ans ; (II) retraiter ces créances en intervenant dans la restructuration des 600 entreprises d'Etat concernées ; (III) recouvrir ces créances. Leurs activités sont placées sous la tutelle conjointe de la PBoC, du MoF et de la CSRC⁵.

Le traitement de créances douteuses du premier transfert (1 400 Mds CNY) a été rendu particulièrement difficile par les résistances politiques locales contre les reconnaissances des pertes, les privatisations et les faillites des entreprises d'Etat. Alors que les meilleures pratiques recommandent la vente des NPL aux investisseurs ou la liquidation par la mise en faillite, les autorités n'ont pas mis en place le cadre juridique adéquat. Les 30 M de travailleurs licenciés et les 60 000 SOE fermées ont donc dû l'être au cas par cas⁶.

Les AMC ont converti une partie des dettes en actions. Selon la BRI, 405 Mds RMB de créances (29 % de l'ensemble du 1^{er} transfert) auraient été converties entre 1998 et 2001. Cela concerne notamment 580 sociétés d'Etat sélectionnées par le gouvernement. Le manque de ressources, notamment humaines, a entravé les AMC dans leur rôle d'actionnaire. A fin 2001, les AMC n'avaient traité (titrisation, liquidation, vente) que 125 Mds RMB de créances, avec un taux de récupération de 21 % sur ces créances. Arthur Kroeber évoque un taux de récupération final du programme de seulement 18% du montant des créances initiales⁷.

En 2001, pour accélérer le traitement par les AMC, le MoF a mis en place des indicateurs de performance, fondés sur les taux de récupération et un mécanisme d'intéressement très avantageux⁸. Les AMC accélèrent le rythme des cessions, des restructurations de dettes, des saisies, des contentieux et des liquidations, améliorant la rentabilité des AMC. Les créances ont alors été acquises avec des rabais, relativement proches des conditions du marché. A noter que les ventes aux investisseurs étrangers jusqu'à fin 2006 ont été d'au moins 139 Mds RMB. Par ailleurs, les AMC ont également cédé une partie plus restreinte des créances aux gouvernements des municipalités et des provinces. En septembre 2006, le gouvernement du Liaoning, dirigé par Li Keqiang a, par exemple, acquis 33 Mds RMB (4 Mds USD) de créances de *Great Wall*.

Le manque de transparence du programme et du fonctionnement des AMC rend extrêmement compliqué de déterminer le montant des créances effectivement traitées et les sommes finalement récupérées. Les statistiques officielles disponibles ne portent que sur les 1 400 Mds CNY de la première vague de transfert. Selon la CBRC, à fin 2006, 1 210 Mds RMB (environ 85 % des créances transférées) ont été traitées par les AMC. Elles

¹ Cette annexe est très largement tirée des travaux non-publics de A. Guillemin, J-P. Yanitch et Y. Marin (*Que sont devenues les créances douteuses chinoises ?*, Note d'étude de la Mission économique de Pékin, sept. 2008)

² China's asset management corporations, Guonan Ma et Ben S C Fung, Banque des règlements internationaux, août 2002

³ Cette estimation est très proche de celle réalisée par Fitch (315 Mds USD)

⁴ China's asset management corporations, Guonan Ma et Ben S C Fung, Banque des règlements internationaux, août 2002

⁵ « *Regulations on Financial Asset Management Companies of the People's Republic of China* ».

⁶ The Role of SOEs in the Chinese Growth Miracle: A "Pancake Theory", Peng ZHOU, International Journal of Economics & Management Sciences, 2016

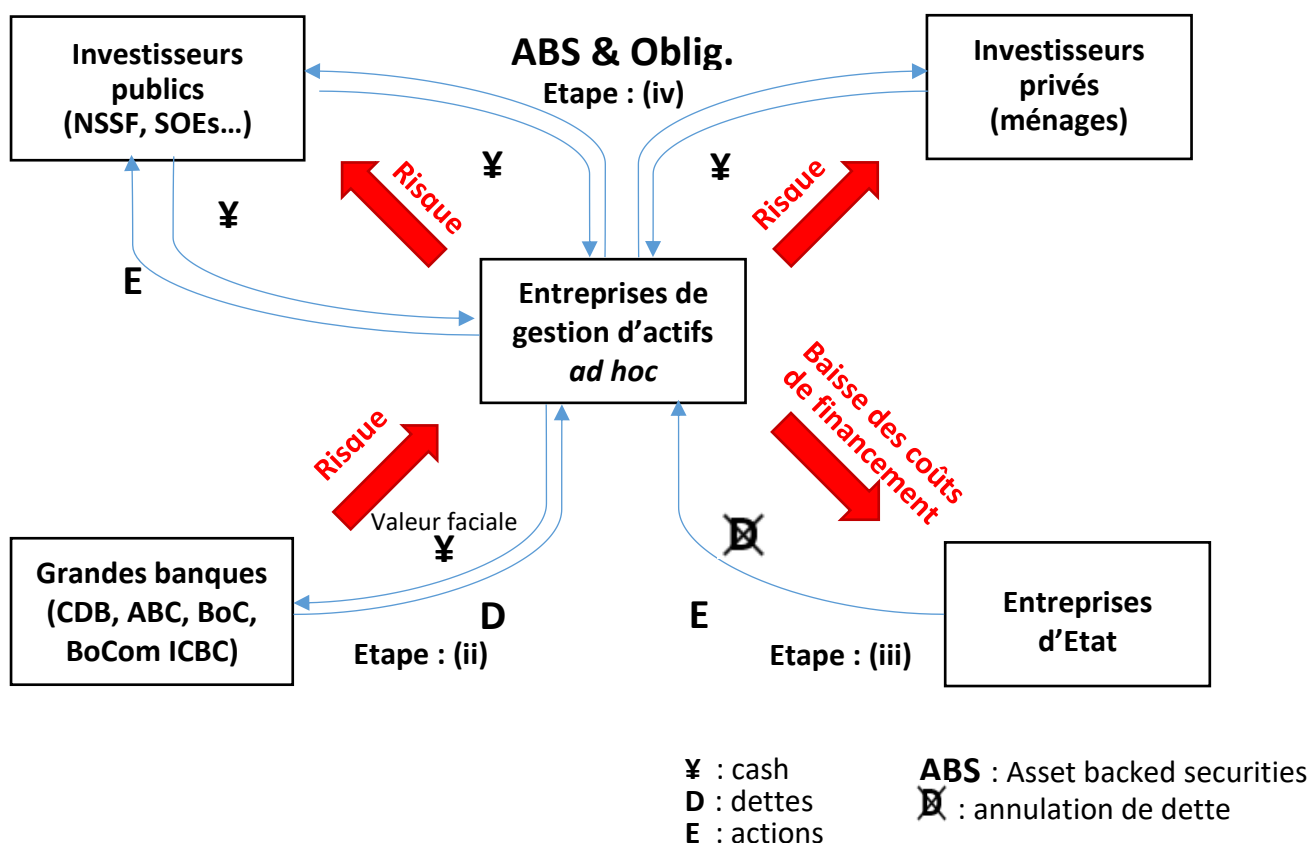
⁷ Chap. 7; *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, A. R. Kroeber, 2016

⁸ Les gestionnaires de Cinda et Huarong obtiennent ainsi 1 % des sommes récupérées et ceux de Orient et Greet Wall 1,2 %. Cela peut se traduire par des bonus de 10 000 CNY par salarié.

ont rapporté 222 Mds RMB soit un taux de recouvrement de 17 %. L'inventaire des ventes de créances et des conversions en actions ne permet pas de parvenir à une estimation convenable des créances effectivement traitées. Il apparaît cependant que les conversions de créances en actions (*debt-for-equity swaps*) sont probablement sous-estimées dans les données officielles et pourraient atteindre 500 Mds CNY en réalité.

Selon les analystes et la plupart des commentateurs, un taux de traitement de 60 % serait proche de la réalité, laissant 1 055 Mds CNY, soit **141 Mds USD de créances douteuses aux bilans des AMC**.

Annexe 2 : Structure du programme d'échange de dettes contre actions



Source : SER de Pékin

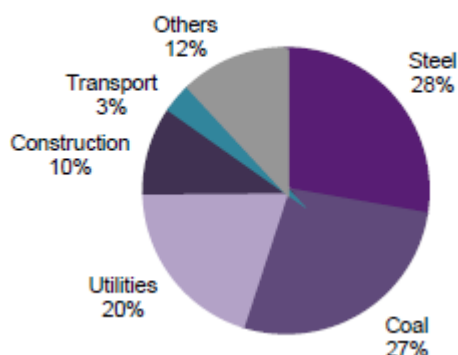
Annexe 3 : Liste des opérations du DES annoncées (non-exhaustive, à fin janvier 2018)

Nom de l'entreprise débitrice	Type	Créditeur	Dette échangée (Mds USD)	Secteur	Date de l'opération	Province
1 Angang Group		ICBC	1,5	Acier	avr-17	
2 Ansteel Steel Group	Publique (centrale)		5	Acier		Liaoning
3 AnYang Steel Group	Publique (locale)		1,5	Acier		Henan
4 BBMG Group		ICBC				
5 Chalco	Publique (centrale)	ICBC	1,9	Aluminium	déc-17	
6 China Guodian Corp.	Publique (centrale)		0,75	Infrastructures		Pékin
7 China National Building Material Co.	Publique (centrale)		6	Matériaux		Pékin
8 China Nuclear E&C Group		ICBC			sept-17	
9 China Pingmei Shenma Energy&Chemical	Publique (locale)		2,2	Charbon		Henan
10 China Railway Materials Company	Publique (centrale)	Great Wall A	5,2	Transport	févr-17	
11 China State Shipping Corporation	Publique (centrale)	CCB	3,6	Transport	déc-17	Pékin
12 Chinalco			1,9	Aluminium	déc-17	
13 Chongqing Construction Engineering Group	Publique (locale)	CCB	1,5	Construction	nov-16	Chongqing
14 Chongqing Iron and Steel	Publique (locale)		6	Acier	déc-17	Chongqing
15 Datong Coal Mine Group Co.	Publique (locale)	ICBC	1,5	Charbon	déc-17	Shanxi
16 Fasten Group		ICBC			sept-17	
17 Fujian Construction Engineering Group	Publique (locale)		0,75	Construction		Fujian
18 Fujian Electronics & Information Group	Publique (locale)		0,4	Electronique		Fujian
19 Fujian Energy Group Co.	Publique (locale)		1	Charbon		Fujian
20 Fujian Provincial Communication & Media Group	Publique (locale)		1	Transport		Fujian
21 Gansu Construction Investment Holding	Publique (locale)		0,75	Construction		Gansu
22 Gansu Highway Aviation Tourism Investment	Publique (locale)	BoC	11,5	Transport	déc-16	Gansu
23 Guangdong GW Holding Group Co.	Publique (locale)			Négociant		Guangdong
24 Guangdong Hydropower Group Co.	Publique (locale)			Infrastructures		Guangdong
25 Guangdong Rising asset management	Publique (locale)	CCB	2,2	Finance	nov-16	Guangdong
26 Guangxi Communications Investment	Publique (locale)	ICBC	1,5	Transport	sept-17	Guangxi
27 Guangzhou Traffic Investment	Publique (locale)	CCB	1,5	Transport	nov-16	Guangdong
28 Guangzhou Yuexi Holding Ltd.	Publique (locale)	ICBC		Immobilier	déc-16	Guangdong
29 Henan Energy and Chemical Industry Group	Publique (locale)		7	Charbon		Henan
30 Henan Transport Investment Group	Publique (locale)		4,5	Transport		Henan
31 Hesteel Group Co. Ltd.	Publique (locale)		3	Acier		Hebei
32 Huafa Group		ICBC			sept-17	
33 HuaiBei Mining Group	Publique (locale)	CCB	1,5	Charbon		Anhui
34 Huainan Mining Industry Co.	Publique (locale)		1,5	Charbon		Anhui
35 Huarong Energy	Privé	BOC	2,7	Energie ; Construction navale	mars-16	
36 Jiangsu Communications Holding		ICBC			sept-17	
37 Jindong Development Group	Publique (locale)	ICBC	0,75	Ciment	déc-16	Hebei
38 Jinchuan Group	Publique (locale)		1,5	Métaux		Gansu
39 Jinneng Group Co.	Publique (locale)		3	Charbon		Shanxi
40 Jiuquan Iron & Steel (Group) Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Acier		Gansu
41 Jizhong Energy Group Co. Ltd.	Publique (locale)			Charbon		Hebei
42 Liuzhi Industrial Mining (Group) Co.	Publique (locale)		0,75	Charbon		Guizhou
43 Masteeel Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Acier		Anhui
44 Nanjing High-Speed Group	Privé	CCB	0,55	Acier	févr-17	Jiangsu
45 Nanjing Yangtze State Owned Investment	Publique (locale)	ICBC			sept-17	Jiangsu
46 Pingdingshan Tianan Coal Mining Co.	Publique (locale)		0,5	Charbon		Henan
47 Qinghai Salt Lake Industry Co. Ltd.	Publique (locale)		3	Chimie		Qinghai
48 Shaanxi Coal and Chemical Industry Group	Publique (locale)	China Life	16	Charbon	mars-17	Shaanxi
49 Shaanxi Energy Group	Publique (locale)	ICBC	3	Charbon	déc-16	Shaanxi
50 Shaanxi Non-ferrous Metals Holding	Publique (locale)		3	Métaux		Shaanxi
51 Shandong Energy Group	Publique (locale)	CCB	3,1	Charbon	nov-16	Shandong
52 Shandong Gold Group	Publique (locale)	ICBC	1,5	Métaux	déc-16	Shandong
53 Shandong High Speed Group	Publique (locale)	ABC	5,5	Transport	févr-17	Shandong
54 Shandong Iron & Steel Co. Ltd.	Publique (locale)	ICBC	4	Acier	mars-17	Shandong
55 Shandong Zhaojin Group Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Métaux		Shandong
56 Shanxi Coal Group Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Charbon		Shanxi
57 Shanxi Coking Coal Group	Publique (locale)	CCB	3,2	Charbon	déc-16	Shanxi
58 Shanxi Jincheng Anthracite Mining	Publique (locale)	CCB	1,5	Charbon	mars-17	Shanxi
59 Shanxi Lu'an Mining Industry Group	Publique (locale)	CCB	1,5	Charbon	mars-17	Shanxi
60 Shenyang Machine Tool Group	Publique (locale)		1,5	Machine outil		Liaoning
61 Sichuan Lutanhua Co.	Publique (locale)					Sichuan
62 Sinosteel	Publique (centrale)	Toutes	5,5	Acier	sept-16	
63 State Power Investment Corp.	Publique (centrale)		10	Infrastructures		Pékin
64 Taiyuan Iron & Steel	Publique (locale)	ICBC	1,5	Acier	déc-16	Shanxi
65 Tewoo Group Co.	Publique (locale)		1,5	Négociant		Tianjin
66 Western Mining Group Co. Ltd.	Publique (locale)		2,2	Charbon		Qinghai
67 Wuhan Iron & Steel	Publique (centrale)	CCB	4	Acier	oct-16	Hubei
68 Xiamen CCRE Group	Publique (locale)	CCB	0,75	Machine outil	nov-16	Fujian
69 Yangquan Coal Industry Group	Publique (locale)		3	Charbon		Shanxi
70 Yankuang Group Co.	Publique (locale)	ICBC	1,5	Charbon	déc-16	Shandong
71 Yingkou Port Group	Publique (locale)		3	Transport		Liaoning
72 Yunnan Metropolitan Construction	Publique (locale)		1,5	Construction		Yunnan
73 Yunnan Tin	Publique (locale)	CCB	1,5	Métaux	oct-16	Yunnan
74 Zhejiang Construction Investment	Publique (locale)		3	Construction		Zhejiang

Source : SER de Pékin

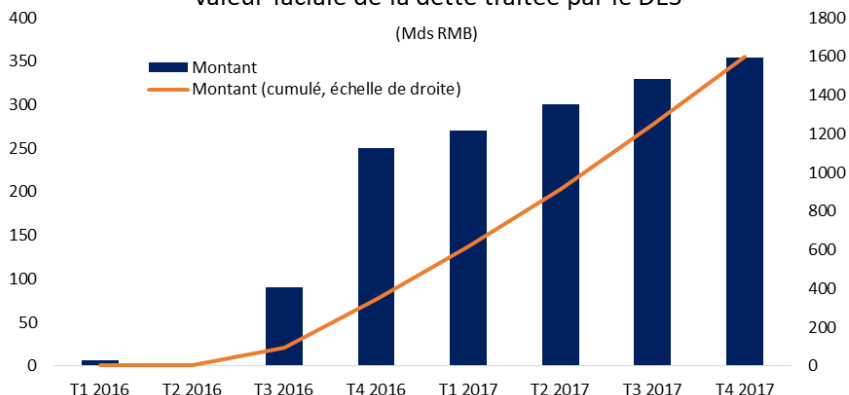
Annexe 4 : Distribution temporelle et sectorielle des opérations du DES

Chart 2
Debt-to-Equity Swap by Industry (Q2 2017)



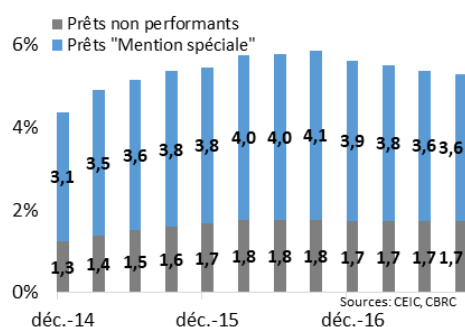
Sources : SER de Pékin, Natixis, NDRC, UBS

Valeur faciale de la dette traitée par le DES



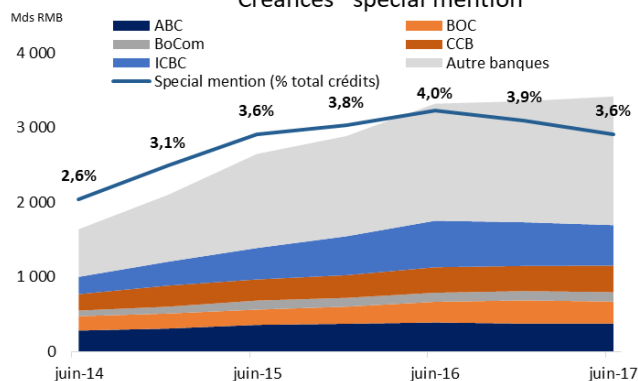
Annexe 5 : Une rupture dans les dynamiques de créances douteuses (tirées par les grandes banques d'Etat) et de la dette des entreprises d'Etat à partir du T3 2016

Ratio des créances à risques
% des crédits

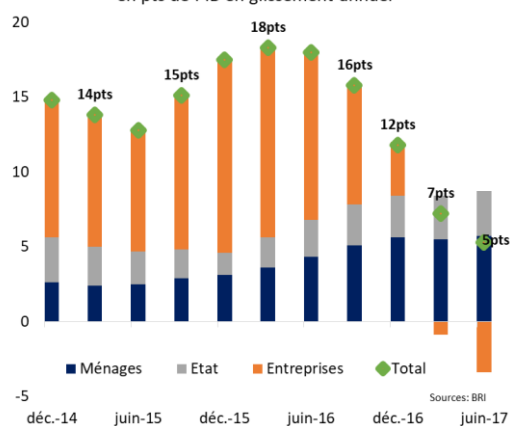


Sources: CEIC, CBRC

Créances "special mention"



Evolution de l'endettement
en pts de PIB en glissement annuel



Sources: BRI

Croissance du passif des SOE
moyenne trimestrielle glissante



Sources : CEIC, Banque des règlements internationaux, Bureau national des statistiques chinoises

Une loi en préparation sur le contrôle des exportations

La Chine a publié cet été son premier projet de loi consolidé sur le contrôle des exportations. Le texte, qui pourrait être adopté dès 2018 par l'Assemblée Nationale Populaire vise en principe à rapprocher le dispositif chinois des standards internationaux. Plusieurs dispositions du texte doivent cependant faire l'objet d'une attention particulière pour les entreprises étrangères : i) le périmètre (sectoriel, géographique) du contrôle des exportations est considérablement élargi, laissant une grande marge de manœuvre au régulateur ; ii) des dispositions favorisent l'accès et le contrôle des données, y compris sensibles, par les enquêteurs ; iii) certains critères d'enquête dépassent les considérations de sécurité nationale et se rapprochent de considérations commerciales. En outre, le projet de loi prévoit la possibilité pour la Chine d'imposer des mesures de rétorsion sur un pays ayant appliqué des « mesures discriminatoires » à son encontre.

1 – Selon le MOFCOM, ce projet de loi, le premier du genre, est censé rapprocher le système chinois des standards internationaux.

a. Le système en vigueur en Chine

Si la Chine n'est pas membre de l'Arrangement Wassenaar (arrangement multilatéral pour le contrôle des exportations d'armements conventionnels et de biens et technologies à double usage), elle a mis en place depuis le milieu des années 90 une série de dispositifs permettant le contrôle par les autorités des exportations de produits jugés sensibles. Entérinés par la loi sur le commerce extérieur, la loi sur les douanes et la loi pénale, ces dispositifs sont précisés dans **deux réglementations sur le contrôle des exportations nucléaires et sur le contrôle des exportations de biens et technologies à double usage**. A celles-ci s'ajoutent des réglementations sectorielles (produits biologiques ou chimiques, produits à base de plomb...). Aucune réglementation consolidée en matière de contrôle des exportations n'avait été mise en place jusqu'à présent.

b. Les motifs justifiant cette initiative

Le MOFCOM a souligné 3 raisons justifiant la création d'une loi spécifique sur le contrôle des exportations : i) les réglementations actuelles, simples circulaires ministérielles, ont une autorité insuffisante ; ii) la réglementation la plus récente en la matière date de 2007 et n'a pas été mise à jour depuis ; iii) par conséquent, le système actuel est incapable de garantir une mise en œuvre efficace en pratique.

Le projet de loi tente de répondre à ces difficultés et à un **besoin de centralisation face à un système jugé trop disparate et complexe**. La loi centralisera le dispositif autour du Conseil

des Affaires d'Etat (le gouvernement chinois) et de la Commission militaire centrale, selon la nature des biens concernés. Les « autorités compétentes » seront tenues de rendre compte à l'une ou à l'autre de ces deux autorités.

c. L'orientation actuelle du projet de loi

En l'état, le projet de loi semble privilégier la mise en conformité volontaire sur les sanctions (qui sont, elles, régies par la loi pénale). Le projet de loi remplace en effet l'enregistrement préalable par un simple dépôt de dossier devant en théorie alléger la charge administrative pour les exportateurs comme les administrations. Afin de privilégier la mise en conformité, les chambres de commerce et les associations d'entreprises seraient amenées jouer un rôle de coordination et d'autodiscipline.

2 – Le périmètre du contrôle des exportations serait considérablement élargi, laissant une grande marge de manœuvre au régulateur.

a- Les biens, activités et secteurs couverts :

Cette loi s'appliquerait non seulement aux biens tangibles mais aussi aux technologies et services. Elle pourrait également, suivant les interprétations, couvrir des activités non-commerciales telles que le retour de biens pour réparation ou les mouvements transfrontaliers destinés à des expositions commerciales.

S'agissant des secteurs couverts, outre les biens à double usage, les biens et technologies militaires et nucléaires, les autorités chinoises se réservent le droit de contrôler toute « **autre technologie et service en lien avec la sécurité nationale** ». En l'absence d'une définition précise du concept de « sécurité nationale », cette formulation vague pourrait conduire à une

application discrétionnaire de la part des autorités provinciales. A noter que la nouvelle loi sur la sécurité nationale (adoptée en juillet 2015) retient une approche étendue de ce concept¹. En matière économique, elle inclut la protection des intérêts économiques chinois, la « *prévention et la résistance contre l'impact des risques financiers externes* », la protection et l'utilisation rationnelle des ressources naturelles, la sécurité alimentaire mais aussi l'établissement de capacités en matière d'innovation nationale et le développement de technologies avancées dans des « *domaines essentiels* » (« *core fields* »).

b- Le périmètre géographique :

Tout d'abord, à l'image des réglementations américaines en vigueur, le projet de loi chinois inclut la **possibilité d'une application extraterritoriale de la loi** (telle qu'elle existe déjà dans la loi américaine). Elle concernerait en effet à présent les réexportations depuis un pays A vers un pays B provenant originellement de Chine ou comportant « une certaine part » de biens ou technologies chinois. Le pourcentage de *minimis* s'appliquant à cette mesure n'est pas mentionné dans le texte mais pourrait être précisé dans une réglementation ultérieure. Cette nouvelle disposition s'accompagne de nouvelles obligations pour les exportateurs mais aussi pour les importateurs : ces-derniers seront tenus de fournir la preuve de « l'utilisateur ultime » du bien importé. Enfin, les autorités pourront établir une « **liste noire** » des **utilisateurs ultimes** et des importateurs étrangers.

En outre, les mesures de contrôle des exportations s'appliqueraient également dans le cas d'un transfert de biens ou technologies **depuis une entité chinoise vers une entité ou une personne étrangère²**, même si cette dernière est basée sur le territoire chinois (« *deemed exports* »).

c- L'accès et le contrôle des données, y compris sensibles :

Plusieurs dispositions pourraient être facteurs de risque en matière de protection de la

confidentialité des données pour les entreprises ou personnes sujettes à une enquête :

- la possibilité pour les enquêteurs de saisir et de **reproduire tout document nécessaire, y compris les données électroniques**, les livres de compte et autres données financières d'une entreprise soumise à une enquête ;
- dans le cas où un **transfert transfrontalier d'informations s'avèrerait nécessaire pour des raisons de contrôle d'exportations**, la Chine se réserve le droit de réaliser une « **évaluation de sécurité nationale** » **au préalable³**, sans en préciser les modalités. Il reste à savoir si et dans quelle mesure cette exigence serait consolidée avec les exigences en matière de transfert transfrontalier des données imposées par la **loi sur la Cybersécurité** entrée en vigueur en juin 2017 ;
- enfin, les informations des exportateurs et des personnes ayant violé cette loi seraient **ajoutées à la base de données du système de national social credit⁴ et rendues publiques**. Ils pourraient se voir refuser l'octroi de licences d'exportations pour une durée de trois ans.

La Chambre européenne de commerce en Chine aurait émis des réserves sur les risques induits par ces dispositions en matière de violation de la confidentialité des données.

3 – Certaines dispositions semblent dépasser les considérations de sécurité nationale et plutôt relever de la logique de défense d'intérêts commerciaux.

a. Les critères définissant les listes de contrôle et l'octroi de licences d'exportations :

Outre des considérations classiques de protection de la sécurité nationale, le projet de Loi prévoit la possibilité de prendre en compte dans l'établissement des listes de contrôle les

¹ « *l'absence relative de menaces internes ou internationales visant la capacité de l'Etat à gouverner, la souveraineté, l'unité et l'intégrité territoriale, le bien-être du peuple, le développement économique et social durable, et tout autre intérêt national majeur ainsi que la capacité à maintenir un état de sécurité permanent* ».

² Inclut Hong-Kong et Taiwan

³ « *In the event that it is truly necessary for citizens, legal persons and other organizations of the People's Republic of China to provide overseas parties with relevant information due to export control causes, and such information is likely to relate to national security, national security evaluation must be conducted in advance* » article 10

⁴ Système de notation des individus et des entreprises chinois devant être mis en place à l'échelle nationale d'ici 2020



critères suivants : le développement technologique, l'offre et la demande internationales, ainsi que la « **compétitivité économique et commerciale** ».

De même, pour décider de l'octroi de licences d'exportations, les autorités compétentes pourraient prendre en considération la « **situation de marché** » et les circonstances « autres » sans que celles-ci ne soient précisées.

b. L'introduction d'un principe de rétorsion

En cas de mesures « discriminatoires » prises à l'égard de la Chine en matière de contrôle d'exportations, les autorités se réservent le droit de « **prendre des mesures correspondantes contre le pays ou la région concerné(e)**. Le projet de loi ne précise pas la manière dont cette mesure de rétorsion pourrait être mise en œuvre : la Chine appliquera-t-elle des mesures strictement identiques ? Une telle disposition, déjà prévue en matière d'enquêtes antidumping et antisubventions, relève plus de la défense commerciale que de la sauvegarde de la sécurité nationale.

E. Jacques, A. Schibler



Note de lecture : Au milieu du gué, le RMB progresse mais ne dominera pas, Eswar Prasad, Finance and Development, FMI, mars 2017

Les autorités chinoises ont affiché, depuis 2009, leur volonté d'internationalisation du RMB en faveur d'un système monétaire international multipolaire. La question peut être prise au sérieux compte tenu du poids croissant de l'économie chinoise. Faut-il s'attendre à une diffusion du RMB aussi rapide et massive que l'a été le développement du commerce et des investissements chinois au cours des dernières années ?

L'économiste E. Prasad¹, spécialiste de finance internationale et de l'économie chinoise, prévoit certes l'émergence du RMB parmi les monnaies de référence mais estime la monnaie chinoise limitée dans son potentiel de développement à l'international.

Au confluent de l'économie, du droit et des sciences politique, M. Prasad se démarque pourtant de l'analyse relativement consensuelle chez les économistes établissant l'ouverture du compte de capital et la libéralisation du taux de change comme conditions nécessaires à l'acquisition du statut de monnaie internationale de référence.

La dynamique économique de la Chine et son poids croissant constitueraient selon M. Prasad des facteurs spécifiques générant quasi-mécaniquement une demande internationale de RMB, indépendamment de la relative fermeture du compte de capital. Sur cette seule tendance le RMB pourrait dans un horizon proche représenter jusqu'à 10% des réserves internationales (2% aujourd'hui).

Pour E. Prasad, une montée en puissance au-delà de ce seuil nécessiterait « une réforme bien plus profonde de sa structure institutionnelle, qui modifierait les institutions politiques, légales et publiques ». Une monnaie pivot nécessiterait en effet une forte transparence des institutions, une forte certitude juridique et un rôle limité des prérogatives de l'Etat. Or, M. Prasad estime que le système n'est pas appelé à changer dans un avenir prévisible.

En outre, E. Prasad considère que l'objectif d'internationalisation du RMB était largement un « objectif marketing » en faveur de la libéralisation du système économique et financier chinois.

1 – M. Prasad¹ souligne la vitesse, l'importance et le potentiel de l'émergence du RMB comme monnaie internationale

Encore largement absent des marchés internationaux il y a quinze ans, le RMB est aujourd'hui selon Prasad « de fait une monnaie internationale² ». En effet, en 2017 le RMB représente 2% des réserves officielles dans le monde (6^{ème} rang mondial), 3% des transactions commerciales (5^{ème}) et 2% des transactions transfrontalières (6^{ème}). Le RMB a intégré en octobre 2016 le panier des monnaies de référence du FMI pour les Droits de tirage spéciaux (DTS). En outre, l'intégration en 2017 des marchés boursiers de Chine continentale dans les principaux indices internationaux de référence³ devrait être suivie en 2018 par celle des marchés obligataires dans les indices

obligataires de référence, ce qui devrait quasi-mécaniquement accroître l'utilisation à l'international du RMB.

Selon Prasad, l'émergence à l'international du RMB s'est principalement appuyée sur l'importance croissante de l'économie chinoise au niveau mondial. Alors que son poids dans l'économie internationale au début des années 2000 demeurait modeste, la Chine continentale représentait fin 2016 15% du PIB mondial (2^{ème} rang mondial), 30% de la croissance mondiale depuis 2008, 13% des échanges de biens et services (2^{ème} rang), 12% des flux d'IDE (3^{ème} rang) et près de 30% des réserves de change officielles (1^{er} rang). Au regard des précédents historiques en la matière, cette émergence à l'international apparaît particulièrement rapide.

¹ Economiste représentant résident du FMI en Chine de 2002 à 2005 puis directeur des études financières. Il enseigne l'économie monétaire internationale à l'Université Cornell et travaille au *Brookings Institute* et au *NBER*.

² Relativement aux autres phénomènes d'internationalisation observés dans l'Histoire, cf. *How Global Currencies Work: Past, Present and Future*, Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, and Livia Chitu, Princeton University Press, 2017

³ Une monnaie internationale est une monnaie utilisée hors de ses frontières pour les trois fonctions fondamentales de la monnaie : unité de compte, unité de réserve, instrument de transaction.

³ Quoique pour le moment très partielle (cf. *Entrée de la Chine continentale dans indices MSCI*, F. Chimits, SER de Pékin, juin 2017)

L'internationalisation du RMB a cependant « marqué un coup d'arrêt » depuis fin 2014. Le recul net et durable de l'utilisation de la monnaie chinoise à l'étranger aurait été principalement motivé par des inquiétudes sur la croissance chinoise et des sorties de positions spéculatives à la hausse sur le RMB. M. Prasad, attribuant principalement l'émergence du RMB au poids de la Chine dans la mondialisation économique, estime ce coup d'arrêt temporaire. Le rôle du RMB à l'international devrait de nouveau s'accroître à long terme, allant de pair avec l'importance de la Chine dans l'économie mondiale. L'approche « ordonnée » de la Chine dans sa politique d'ouverture en matière financière n'apparaît donc pas à M. Prasad rédhitoire dans la poursuite de l'internationalisation du RMB.

2 – Une « ouverture ordonnée », caractérisée par une mise en œuvre circonscrite, séquencée et pragmatique de canaux contrôlables, n'empêcherait pas une poursuite de l'internationalisation du RMB

Contrairement aux précédents historiques et à ce qu'envisage un large consensus des économistes, la Chine a donc réussi à internationaliser le RMB alors même qu'elle maintenait un contrôle strict des flux transfrontaliers et du taux de change. D'après M. Prasad, cette « recette originale » chinoise s'appuierait sur trois piliers :

- Une forte demande de l'étranger pour le RMB, monnaie relativement stable, longtemps perçue comme ne pouvant que s'apprécier et adossée à un pays toujours plus important dans l'économie mondiale.
- De multiples ouvertures circonscrites, séquencées et pragmatiques, avec notamment des canaux pour les flux transfrontaliers (connexions boursières, programmes de quotas

d'IDE entrants et sortants), une ouverture progressive du marché financier domestique (droit d'installation en Chine d'acteurs étrangers, ouverture du marché interbancaire et obligataire) et une adaptation aux conditions de marchés⁴.

- La création d'infrastructures favorisant l'utilisation du RMB par les acteurs étrangers, avec trente-cinq accords de *swap*, quinze centres agréés d'échange du RMB hors de Chine continentale, un système de paiement transfrontalier spécialement centré sur le RMB (CPIS⁵), un service de paiement dématérialisé (*Union Pay*) et des facilités de crédits.

Depuis début 2017, de nouvelles mesures d'ouverture (connexions boursières et obligataires, assouplissements de restrictions non-publiques⁶) semblent confirmer une tendance profonde vers une « ouverture ordonnée », conformément à la stratégie énoncée par le gouverneur ZHOU⁷. A noter que le FMI, ayant revu son approche de l'ouverture financière en faveur d'une position plus nuancée, a porté une appréciation plutôt positive sur le resserrement⁸ du compte de capital de la Chine depuis 2015.

M. Prasad estime qu'avec certaines réformes internes en matière financière (approfondissement et amélioration du marché obligataire, cadre sur les faillites, notation de crédit, etc. etc.), le RMB pourrait à terme représenter 10% des réserves internationales. A titre d'indication, cela s'inscrivait à peu près à mi-chemin entre les niveaux de la Livre britannique (ou du Yen japonais), de l'ordre de 3%, et de l'EUR, de l'ordre de 14%, fin 2016. Pourtant, M. Prasad considère ce niveau comme un plafond, remettant en cause la capacité du RMB à venir véritablement éroder la position de l'USD dans le SMI. Contrairement à une analyse

⁴ Dans une interview au journal Caixin, le 14 février 2016, Zhou Xiaochuan explique que « the process of RMB internationalization will move forward like waves would do. If speculation becomes the key problem in the foreign exchange market, we'll emphasize on dealing with speculation; but when the market gradually goes back to a relatively normal state, RMB internationalization will keep on. »

⁵ Cf. *CIPS, un système de paiement pour accompagner l'internationalisation du RMB*, J. Deslandes, J. Yang, SER de Pékin, octobre 2015

⁶ Notamment une obligation non-officielle d'un équilibre hebdomadaire entre flux transfrontaliers entrants et sortants pour chaque banque, dénoncée publiquement par la *Chambre de*

commerce de l'Union européenne dans son *Position paper* de septembre 2017 (p.364).

⁷ D'après le gouverneur ZHOU, l'internationalisation et la libéralisation du RMB ainsi que du compte de capital se feront « au flux et reflux des marées, en fonction des forces de marché » (Caixin, 02/2016) et « *China will adopt a concept of managed convertibility* », abandonnant l'ouverture totale du compte de capital de nouveau promise en 2011 (*Comité monétaire et financier international*, FMI, 06/2015)

⁸ *Vers une nouvelle inflexion de la politique d'ouverture du compte de capital ?*, A. Aubel, F. Chimits, J. Deslandes, Bulletin économique Chine n°85, janvier 2017, SER de Pékin, DG Trésor

répandue⁹, ces limites ne proviendraient pas d'insuffisances en matière d'ouverture du compte de capital ou de libéralisation du change.

3 – Selon Prasad, le rôle du RMB dans le SMI resterait limité par les difficultés des autorités à mettre en œuvre les réformes institutionnelles nécessaires. Cependant, les principaux promoteurs en Chine de la politique d'internationalisation du RMB s'en serviraient avant tout comme catalyseur des réformes domestiques

Selon cette analyse, une fois couverts les besoins réels (couverture face aux risques, transactions commerciales ou investissements), la détention d'une monnaie repose avant tout sur la confiance qu'elle inspire aux investisseurs. Cette distinction différencie selon la classification de M. Prasad « une monnaie de réserve » d'une « monnaie refuge »¹⁰ (i.e. l'USD). La confiance nécessiterait un cadre institutionnel garantissant un accès égal à l'information, un cadre juridique ainsi qu'un périmètre et des modalités d'action du pouvoir politique clairement établis. Or, M. Prasad estime que les autorités chinoises ont fait preuve de leurs réticences face aux réformes politiques, légales et institutionnelles dans ce sens. Ainsi, une remise en cause par le RMB du rôle de monnaie pivot et refuge de l'USD, et dans une moindre mesure de l'EUR, apparaîtrait « irréaliste ».

L'article écrit par le gouverneur de la banque centrale qui a marqué l'ouverture du débat public en Chine sur l'internationalisation du RMB en

2009¹¹, justifie l'internationalisation par la plus grande stabilité d'un système monétaire international multipolaire, ce qui équivaut à remettre en cause le rôle pivot de l'USD. En outre, les promoteurs de l'internationalisation du RMB ont fréquemment fait de l'importance internationale du RMB un indicateur, voire une condition nécessaire, à la « grandeur retrouvée de la Chine »¹². Face aux contradictions qu'il relève entre le système politique chinois et les exigences liées au statut de monnaie pivot (celles nécessaires à obtenir la confiance des investisseurs mentionnées précédemment), M. Prasad estime que de nombreux promoteurs de l'internationalisation du RMB s'en sont en réalité servis comme d'un « Cheval de Troie » pour faire avancer un « agenda caché ». Cet agenda, selon M. Prasad, correspondrait à un ensemble de réformes de libéralisation dans le secteur financier poussées par des « administrateurs réformateurs ». Toujours selon M. Prasad, ces derniers auraient ainsi cherché à reproduire la tactique de « l'ancrage externe » utilisée pour la libéralisation du marché des biens avec l'adhésion à l'OMC.

M. Prasad propose peu d'éléments tangibles appuyant sa thèse du « cheval de Troie ». A noter toutefois que le gouverneur ZHOU a qualifié¹³ récemment de « légèrement prématurée » l'intégration du RMB au panier des DTS du FMI, mais l'aurait acceptée car « globalement bénéfique à la Chine ». L'intégration aurait engendré un « effet de cliquet » dans le processus de réforme et d'ouverture (i.e. renchérissement du coût des mesures dans le sens contraire).

F. Chimits

⁹ "The limited use of the renminbi in international transactions reflects the limited capital account convertibility of the RMB", *The potential of the RMB as an international currency*, H. Chen et W. Peng, HKMA et Palgrave Macmillan, 2011 ; *The Renminbi as an International Currency*, B. Eichengreen, Harvard Uni., 2010 ; *Internationalisation of the RMB and precedents*, F. Jeffrey, Journal of economic integration, 2012

¹⁰ *Gaining Currency: The Rise of the Renminbi*, E. Prasad, Oxford University Press, 2016

¹¹ *Reform the international monetary system*, Zhou Xiaochuan, Banque des Règlements Internationaux, mars 2009

¹² Objectif centenaire fixé par XI Jinping dans le cadre du « rêve chinois »

¹³ Interview au journal chinois *Caijing* le 11 octobre 2017