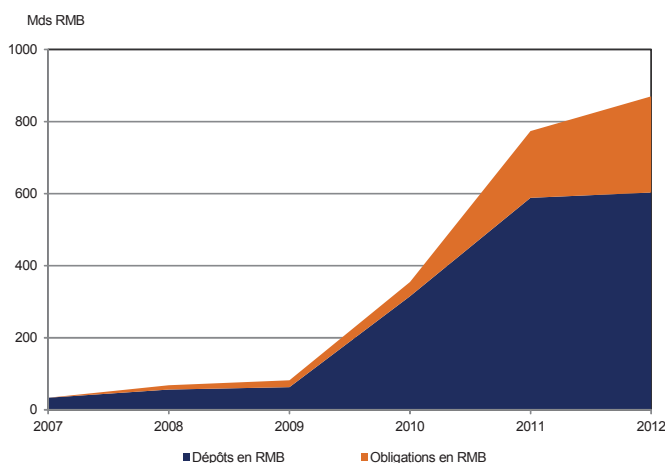


## Internationalisation du yuan : une stratégie à pas comptés

- L'internationalisation du yuan désigne le processus par lequel le yuan peut être utilisé en dehors des frontières de la Chine continentale, notamment par les non-résidents, pour réaliser des transactions commerciales et financières. L'achat par les non-résidents de titres libellés en yuan hors de Chine implique des opportunités de placement accrues en Chine continentale, ce qui nécessite (i) une plus grande ouverture du compte de capital chinois, encore largement fermé, et (ii) un développement des marchés financiers domestiques qui manquent encore de liquidité et de profondeur.
- La libéralisation progressive des taux d'intérêt et la possibilité pour les résidents d'obtenir une meilleure rentabilité pour leur épargne devraient réduire le risque de sorties nettes de capitaux que permettrait une plus grande ouverture du compte de capital. Ce développement des marchés financiers chinois devrait modifier le mode de financement des entreprises en offrant des alternatives aux prêts bancaires. Par ailleurs, pour limiter le risque d'effets déstabilisateurs sur le change, l'ouverture du compte de capital devrait survenir à un moment où le taux de change est proche de son niveau d'équilibre et s'accompagner d'une plus grande flexibilisation du change.
- L'internationalisation du yuan remplit du point de vue de la Chine des objectifs à la fois commerciaux et stratégiques. Elle permettrait de diminuer le risque de change pour les entreprises chinoises et devrait ainsi contribuer à l'expansion du commerce chinois, notamment vers d'autres économies émergentes. Ensuite, le yuan reste la seule des devises des six plus grandes économies du monde qui n'est pas encore une monnaie de réserve, ce qui confère au processus une forte dimension politique. Il existe néanmoins une incertitude sur le degré d'ambition et le rythme de mise en œuvre du processus d'internationalisation du yuan. En effet, les autorités ont peu communiqué jusqu'à présent sur le cheminement envisagé ainsi que sur le niveau d'ouverture du compte de capital et le degré de flexibilité du taux de change souhaités à la fin du processus.
- Le processus d'internationalisation du yuan présente un certain nombre d'aléas. L'assouplissement des contrôles de capitaux conduira à court terme à une volatilité accrue du taux de change voire des taux d'intérêt, à laquelle aucun des acteurs économiques ne sont aujourd'hui parfaitement préparés. Face à ces risques, et tirant toutes les leçons des crises précédentes, les autorités agiront vraisemblablement de façon prudente afin de pouvoir acclimater progressivement les acteurs économiques aux possibilités accrues mais aussi aux risques accrus de flux de capitaux plus libres.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du ministère du Commerce Extérieur.

Volume de yuan offshore (Hong Kong)



Source : CEIC Data Company Ltd (CEIC).

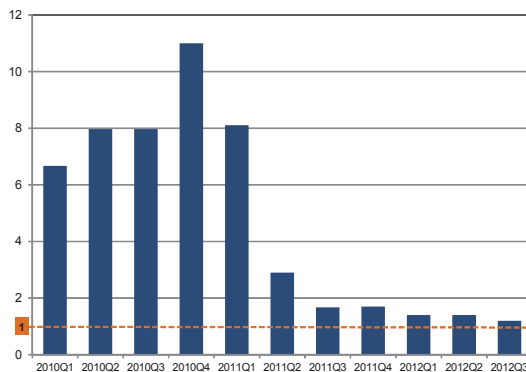
## 1. À ce stade, la détention de yuan hors de Chine continentale est limitée

L'internationalisation du yuan désigne le processus par lequel le yuan (CNY) est utilisé en dehors de la Chine continentale, notamment par les non-résidents<sup>1</sup>. Le statut de monnaie internationale impliquerait pour le yuan d'être utilisé pour régler des transactions commerciales ou financières avec la Chine ou bien même entre deux pays tiers, la détention de yuans dans les réserves des Banques centrales ou l'inclusion du yuan dans le panier DST du FMI. L'internationalisation du yuan a ainsi débuté avec la création d'un marché du yuan *offshore* (librement convertible) à Hong Kong en 2010. Après une première phase de forte croissance des encours de yuan détenus à Hong Kong de 90 Mds CNY mi-2010 à plus de 600 Mds CNY fin 2011, ceux-ci ont stagné voire légèrement reculé en 2012 avant de reprendre le chemin de la hausse début 2013 - ils atteignent 700 Mds CNY fin mai. Au-delà de ces évolutions quantitatives, la maturation du marché *offshore* s'est surtout traduite par la multiplication des produits de financement et d'investissement libellés en yuan, la liquidité et profondeur des marchés sous-jacents et l'efficacité de leur tarification.

Jusqu'à présent le volume de yuans détenu *offshore* (appelé CNH) s'est accru essentiellement *via* les transactions commerciales. En effet, les autorités chinoises ont lancé un programme pilote en 2009 permettant à certaines entreprises chinoises de facturer leurs exportations en yuan et en offrant la possibilité à toute entreprise de payer ses importations en yuan. En étendant progressivement ce programme à toutes les entreprises disposant d'une licence d'import-export (mars 2012), les autorités chinoises ont stimulé l'utilisation du yuan *offshore* comme monnaie de facturation commerciale. Ainsi, la part du commerce extérieur chinois facturée en CNY est passé de 2,5 % en 2010 à 9 % en 2011 puis 11 % en 2012, soit pour cette dernière année un montant de 2 940 Mds CNY (environ 470 Mds USD). Cela reste très en deçà du ratio aux États-Unis, en zone euro ou au Japon<sup>2</sup>. Dans la mesure où la majeure partie des transactions facturées en yuans correspondent à des importations chinoises, ce mécanisme s'est traduit par des sorties nettes de yuans depuis la Chine. Les possibilités limitées de réinjecter ces liquidités sur le marché *onshore*, ainsi que les anticipations d'appréciation du yuan, ont conduit les entreprises non-résidentes à conserver leurs yuans *offshore*.

Le deuxième canal d'alimentation en CNY du marché *offshore* se fait par des transactions financières *via* la banque *Bank of China - Hong Kong* (BOCHK). Elle est la banque de compensation unique du marché *offshore* de Hong Kong. Depuis 2003, la BOCHK réalise les opérations de change du yuan contre devises détenues par les banques hongkongaises<sup>3</sup>. Contrairement aux particuliers, dont les opérations de change sont plafonnées à 20 000 CNY/jour, les entreprises peuvent changer les CNY qu'elles détiennent sans limite. Cela étant, la Banque centrale chinoise (PBoC) a plafonné à 8 Mds CNY/trimestre le montant total net de transferts opérés par la BOCHK.

Graphique 1 : le ratio des importations / exportations chinoises facturées en CNY



Source : La Banque Populaire de Chine (PBoC).

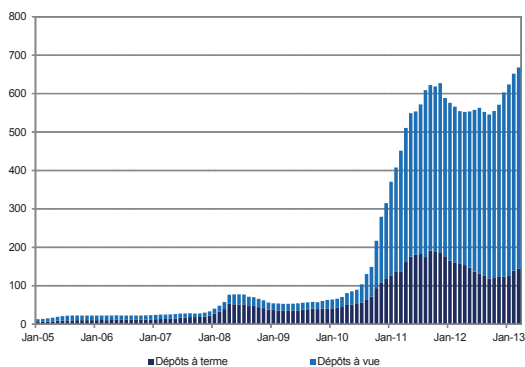
Enfin, les accords de *swap* signés par la PBoC devraient également permettre de fournir de la liquidité en yuan en dehors de la Chine continentale. À ce stade, la PBoC a signé des accords de *swap* avec 24 banques centrales étrangères pour un montant total de 2 588 Mds CNY, dont la Banque d'Angleterre et très récemment la Banque Centrale Européenne (mais pas la Fed). Ces accords permettent l'échange d'un volume de yuans contre des devises pour une parité définie au moment de la signature de l'accord. Toutefois, ces accords n'ont pas été appliqués, sauf avec Hong Kong et la Corée. Ainsi, leur rôle actuel semble essentiellement politique ou confiné à la création d'une source potentielle de liquidités à activer en cas de crise. En revanche, les échanges commerciaux pourraient être significativement facilités à travers l'échange direct du yuan contre la monnaie des partenaires commerciaux (sans passer par le dollar). La Chine a déjà signé une série d'accords spécifiques permettant l'échange du yuan contre le yen japonais, le rouble russe, le dollar australien et la livre sterling.

Au final, l'internationalisation du yuan reste encore limitée à ce stade, en particulier car la fermeture du compte de capital freine les transferts entre le marché *offshore* et le marché domestique. Selon la Banque centrale de Hong Kong, la *Hong Kong Monetary Authority* (HKMA), en mai 2013 le montant total de yuans en circulation en dehors de la Chine continentale était d'environ 1200 Mds CNY. La grande majorité de ce volume (800 Mds CNY) réside à Hong Kong. Afin d'améliorer l'attractivité du CNY *offshore*, plusieurs supports d'épargne ont été développés, en particulier les obligations émises en CNY par les entreprises, souverains et quasi-souverains ("Dim Sum Bonds") et les certificats de dépôts émis par les banques. Ces deux catégories d'actifs financiers s'élevaient en mai 2013 respectivement à 260 et 130 Mds CNY, dont le total est émis pour 4 % par des banques chinoises, 15 % par l'État chinois et le reste par des entreprises et banques étrangères. Pour leur part, les entreprises chinoises n'ont encore qu'un accès restreint à ces produits de financement.

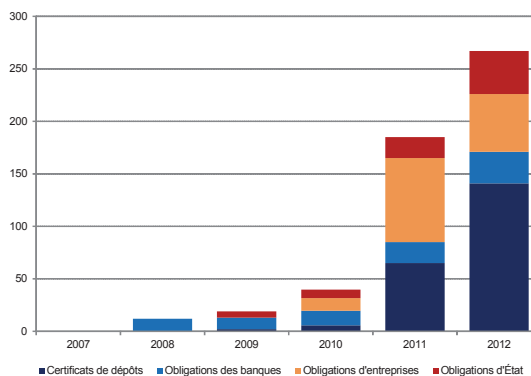
(1) Le yuan est aussi appelé renminbi (RMB).

(2) Aux États Unis 80-90 % du commerce est réglé en dollars, 60 % du commerce en zone euro est réglé en euros et 30 % du commerce japonais est réglé en yens.

(3) Il existe d'autres banques de compensation sur les places *offshore* de Singapour, Taiwan et Macao. Les montants créés par ces banques sont négligeables comparé à Hong Kong.



Graphique 2 : titres de placement d'épargne en yuan à Hong Kong



Source : CEIC, HKMA.

### Encadré 1 : Qu'est-ce qu'une devise internationale ?

Une devise internationale est une devise qui est détenue et utilisée en dehors de la zone monétaire où elle est émise, notamment par les non-résidents. Les devises internationales doivent satisfaire trois fonctions : (i) être une unité de compte, (ii) une réserve de valeur et (iii) un moyen d'échange à l'intérieur et en dehors de la zone monétaire où elle est émise. En particulier, une devise internationale doit être utilisée à la fois pour des usages officiels (réserves de change libellées dans la devise, utilisation de la devise pour des interventions de change et comme ancrage pour d'autres devises) et privés (facturation du commerce, dénomination des produits financiers, l'investissement privé).

Il existe plusieurs facteurs qui favorisent le caractère international d'une devise :

- la taille économique du pays émetteur de la devise, son rôle dans le commerce mondial et le volume de ses marchés financiers ;
- la stabilité financière, économique et politique de la zone monétaire où la devise est émise et la capacité de l'autorité monétaire à atteindre ses objectifs en termes de stabilité des prix ;
- la liquidité et la profondeur des marchés financiers afin que le volume de transactions soit suffisant pour que chacune d'entre elles ait un impact faible sur les prix ;
- la convertibilité pour les opérations courantes et financières, avec un degré élevé d'ouverture du compte de capital.

Plusieurs comparaisons ont été faites entre le processus actuel d'internationalisation du yuan et l'internationalisation d'autres devises au cours du XX<sup>e</sup> siècle, en particulier celle du dollar, du yen et du mark allemand. Dans les trois cas, l'internationalisation des devises s'est produite dans un contexte de perte de confiance de la devise étalon : de la livre sterling pendant la première guerre mondiale (pour l'essor du dollar) et du dollar dans les années 1970 et 1980 (pour l'essor du mark allemand et du yen japonais). Les trois devises étaient émises par des pays qui faisaient parties des premières puissances économiques mondiales.

Pour le dollar, l'internationalisation semble avoir été relativement rapide : après la création de la Fed en 1913, le dollar n'étant quasiment pas utilisé à l'international en 1914, alors que dès 1917, les principales banques centrales étrangères détenaient des réserves en dollar et que le dollar était utilisé de plus en plus pour les transactions internationales. Ainsi, dès 1924, le volume d'obligations internationales libellées en dollar dépassait le montant des obligations internationales libellées en sterling. Pour le mark et le yen, les autorités monétaires allemandes et japonaises ont cherché à ralentir le processus craignant que leur devise ne s'apprécie et ne porte préjudice au secteur exportateur. Les exemples précédents montrent en effet que la demande internationale d'une devise peut rester longtemps atone avant d'augmenter rapidement à la suite d'un élément déclencheur. Ainsi, le dollar a été peu utilisé à l'international avant la première guerre mondiale, bien que les États-Unis soient devenus la première puissance industrielle du monde dès la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

Le processus d'internationalisation du yuan présente un certain nombre de similitudes avec les exemples précédents. Il se produit dans une période de faible croissance affectant les principaux émetteurs des devises internationalisées et de forte croissance de la masse monétaire des principales banques centrales, notamment de la Fed, de la BCE et de la BoJ. De plus, le processus d'internationalisation pourrait bénéficier d'une demande internationale de yuan qui pourrait être stimulée par un besoin de diversification des portefeuilles. Enfin, les perspectives de croissance en Chine devraient continuer à attirer les investisseurs étrangers, malgré une tendance au ralentissement de l'activité.

Cependant, la monnaie chinoise ne remplit que partiellement les critères précédemment énoncés pour devenir une monnaie internationale. Le poids de la Chine dans le PIB mondial (15 %) et dans le commerce international (10 %) plaide en faveur d'une vocation internationale pour le yuan, alors que la PBoC semble relativement efficace à atteindre ses objectifs de stabilité économique et financière. En revanche, la liquidité et la profondeur des marchés financiers sont encore insatisfaisantes, présentant pour l'instant peu d'opportunité de placement pour les détenteurs de yuans. Enfin, la convertibilité du yuan reste limitée, dans la mesure où les résidents chinois ne peuvent pas acheter librement des devises, de même que les non-résidents ne peuvent pas disposer de yuans d'une façon totalement libre.

## 2. Les écarts de parité entre le yuan *offshore* et *onshore* résultent des contrôles sur le compte de capital chinois

La persistance de certains contrôle de capitaux explique l'existence de taux de change différents par rapport au dollar, celui du yuan *onshore* et celui du yuan *offshore*. Tandis que le taux de change du yuan *onshore* est administré par la PBoC, celui du yuan *offshore* est librement fixé sur le marché interbancaire de Hong Kong. Pourtant, les possibilités d'arbitrage entre les deux marchés et l'offre limitée de monnaie se traduisent par une parité pratiquement unitaire entre les deux marchés. Les écarts constatés, notamment à partir de septembre 2012 (yuan *offshore*

plus fort que le yuan *onshore* vis-à-vis du dollar), s'expliquent par les anticipations d'appréciation du yuan, ce qui incite à la fois les non-résidents à acquérir des yuans et les entreprises chinoises à facturer leurs importations via Hong Kong, où elles bénéficient d'un meilleur taux de change qu'en Chine.

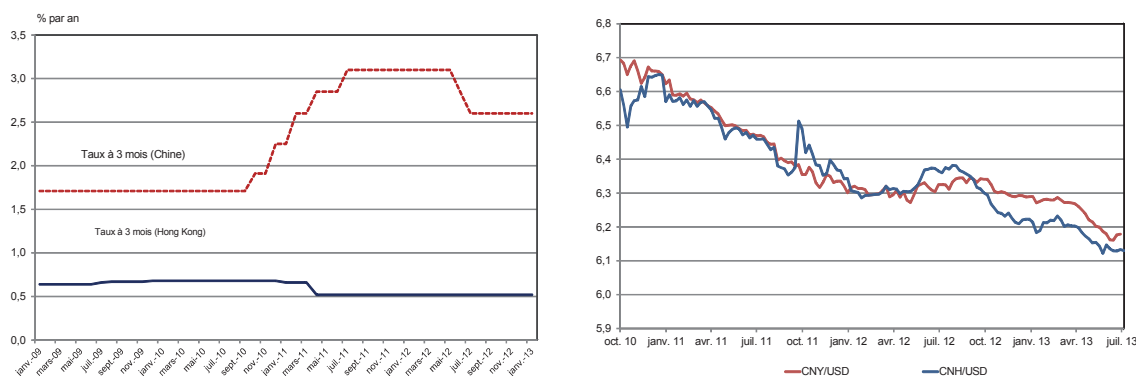
La demande de yuan *offshore* est forte malgré un rendement encore plus faible qu'en Chine continentale. Les taux d'intérêt administrés par la PBoC conduisent à une rémunération du capital faible : 0,3 % par an en termes réels pour la rémunération des dépôts en 2012, voire même négatif en 2010-2011.

Pourtant, la rémunération des dépôts à terme à Hong Kong est encore plus faible, avec un spread de taux de plus de 200 pdb comparé au marché *onsbore*, du fait essentiellement des possibilités réduites de placer les yuans dans des titres financiers à rendement plus élevé.

**De leur côté, les banques chinoises ont pu profiter de la forte demande des investisseurs non-résidents en Chine continentale à détenir des actifs libellés en yuan via l'émission d'obligations sur le marché hongkongais.** En effet, les taux d'intérêt plus faibles sur le marché *offsbore* permettent aux banques chinoises de s'y financer à moindre coût et ainsi contourner en partie le resserrement monétaire du marché *onsbore*<sup>4</sup> mené par la PBoC, ce qui explique le développement du marché *dim sum bonds* depuis

2011. De leur côté, les entreprises chinoises, qui pour la plupart n'ont pas la possibilité d'émettre directement des *Dim Sum Bonds*, utilisent des lettres de crédit en yuan émises par les banques chinoises comme collatéral pour obtenir des crédits en dollars à Hong Kong, à un taux bien inférieur à celui de Chine continentale. Une autre voie de contournement, brièvement utilisée en 2011, a été l'émission d'obligations synthétiques en yuan, c'est-à-dire libellées en USD ou dollar hongkongais mais indexées sur le yuan *offsbore*, afin de faire converger l'appétit des investisseurs pour le yuan et le besoin de financement des entreprises chinoises tout en respectant à la lettre l'interdiction de *Dim Sum Bonds* aux entreprises chinoises.

Graphique 3 : taux d'intérêt et taux de change entre le marché *onsbore* et *offsbore*



Source : CEIC.

## Encadré 2 : Les différences entre le yuan *onsbore* et *offsbore*

	Yuan <i>onsbore</i>	Yuan <i>offsbore</i>
Définition	La monnaie chinoise en Chine continentale (appelée aussi CNY ou RMB - renminbi)	La monnaie chinoise en dehors de Chine continentale (appelée aussi CNH à Hong Kong)
Comptes bancaires	Les entreprises chinoises et étrangères peuvent ouvrir un compte bancaire en CNY dès lors qu'elles peuvent justifier d'une entité légale en Chine. Les entreprises étrangères qui n'ont pas d'entité légale en Chine peuvent ouvrir un compte spécial pour les non-résidents.	Toute entreprise peut ouvrir des comptes bancaires libellés en CNY en dehors de la Chine continentale, notamment à Hong Kong, mais également dans d'autres centres <i>offsbore</i> . Pour pouvoir ouvrir un tel compte, il n'est pas nécessaire d'avoir une entité légale enregistrée en Chine.
Règlement du commerce	Les entreprises chinoises et étrangères ayant une entité légale en Chine peuvent régler en CNY leurs transactions commerciales à l'intérieur ou à l'extérieur de Chine. Le CNY en Chine continentale est ancré à un panier de devises et son flottement est administré par la PBoC à l'intérieur d'une bande de fluctuation de +/- 1 %.	Les entreprises qui n'ont pas d'entité légale en Chine peuvent régler leurs échanges avec la Chine en CNY. Le CNY <i>offsbore</i> est en flottement libre à Hong Kong. En pratique, le CNY <i>offsbore</i> ne s'éloigne pas trop du CNY <i>onsbore</i> .
Taux de change	Seuls les résidents sont autorisés à échanger des CNY contre des devises.	Tous les agents détenant des CNY à Hong Kong sont libres de les échanger contre des devises (à noter cependant que les particuliers hongkongais restent soumis à un plafond de conversion de 20 000 CNY par jour) Les entreprises chinoises et étrangères peuvent collecter des fonds à travers l'émission d'obligations en CNY à Hong Kong et ailleurs (Paris, Singapour, etc.). Les entreprises chinoises peuvent également émettre des actions en CNY sur la bourse de Hong Kong (un seul cas à ce jour). Pourtant, l'autorisation de la SAFE et du MOFCOM reste nécessaire pour transférer les fonds en Chine.
Les marchés financiers	Les investisseurs étrangers ne peuvent pas habituellement investir en Chine, à l'exception de programmes spécifiques soumis à quota et à autorisation préalable (QFII etc). À l'exception des institutions internationales, les non-résidents ne peuvent pas émettre des obligations en Chine, alors qu'ils sont autorisés à contracter des crédits bancaires en CNY.	Les entreprises étrangères sont autorisées à faire des investissements directs en CNY en Chine et les entreprises chinoises sont autorisées à faire des investissements en CNY à l'étranger. Le transfert vers la Chine de CNY venant de prêts bancaires à Hong Kong n'est généralement pas autorisé (sauf <i>trade finance</i> ). Tous les investisseurs étrangers détenant des CNY peuvent les investir sur les marchés financiers à Hong Kong (obligations, actions etc).

Source : PNC Financial Services Group, Inc.

(4) Par exemple, Huaneng Power International a émis en 2013 à Hong Kong des *dim sum bonds* en valeur de 1,5 Mds CNY, d'une maturité de 3 ans et un coupon de 3,85 %, contre des taux de 4,6-4,8 % pour une émission similaire en Chine.

### 3. La poursuite du processus d'internationalisation implique une plus grande ouverture du compte de capital chinois

Les investisseurs institutionnels non-résidents sont d'autant plus incités à détenir des yuans *offshore* qu'ils ont accès à un pool important de titres libellés en yuan. Cela implique un accès au marché financier chinois domestique, où sont émis l'essentiel des titres financiers en yuan, et donc une plus grande ouverture du compte de capital chinois. En effet, alors que les opérations du compte courant et certaines opérations du compte de capital sont libéralisées (notamment les investissements directs entrants), d'autres opérations, comme les investissements de portefeuille ou les investissements directs sortants, restent soumises à quotas, tandis que certains postes demeurent complètement fermés. Selon HSBC, sur un total de 40 postes du compte de capital, 14 sont ouverts, 22 sont partiellement ouverts et 4 sont fermés. Les postes fermés du compte de capital chinois concernent notamment la participation des investisseurs institutionnels aux marchés de capitaux domestiques, les activités fiduciaires et les fonds d'investissement, ainsi que les transactions portant sur des produits dérivés.

Concernant les flux entrants, les autorités chinoises ont toutefois mis en place de manière graduelle un certain nombre de mesures permettant à des investisseurs étrangers de placer leurs yuans en Chine continentale. Alors que les investissements directs étrangers en dollars vers la Chine continentale sont libéralisés, leur règlement en yuan est autorisé uniquement depuis 2011. Ainsi 12 % des investissements directs étrangers en Chine ont été effectués en yuans en 2012. Les flux de portefeuille font l'objet d'une ouverture graduelle, dans le cadre de programmes aux montants limités administrativement. Le premier programme

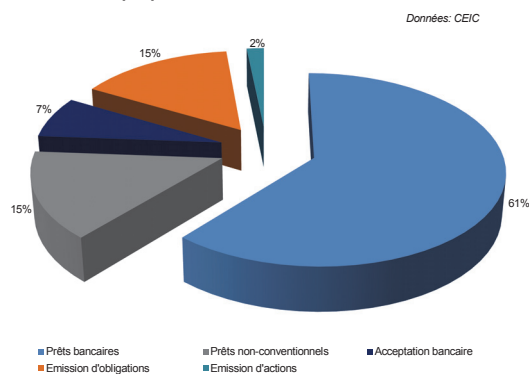
a été lancé en 2002, le *Qualified Foreign Institutional Investors* (QFII), pour permettre aux investisseurs étrangers d'investir en dollars sur les bourses de Shanghai et Shenzhen. Bien que le quota initial de 30 Mds USD ait été augmenté en avril 2012 à 80 Mds USD, l'ensemble des investisseurs étrangers autorisés à investir en Chine n'ont accès qu'à 3,7 % de la capitalisation boursière chinoise. Ce programme a été complété en janvier 2012 par le R-QFII (*Renminbi-Qualified Foreign Institutional Investors*), permettant aux investisseurs étrangers d'investir les yuans détenus à Hong Kong dans des actifs *onsshore*, dans la limite d'un quota de 20 Mds CNY (porté en novembre 2012 à 270 Mds CNY<sup>5</sup>).

Les restrictions sur les flux de yuans sortants demeurent plus fortes que sur les flux entrants. Depuis 2011, les investissements directs étrangers de la Chine vers l'extérieur peuvent être réglés en yuan. Pourtant, en 2012, seulement 4 % de ces investissements étaient libellés en yuan. Pour les investissements de portefeuille, le programme QDII (*Qualified Domestic Institutional Investors*), lancé en 2006, permet notamment aux sociétés d'assurance chinoises d'investir dans des actifs étrangers à hauteur de 15 % de leur actif. Ces investissements étaient initialement limités aux marchés actions et obligations de Hong Kong et sont autorisés depuis 2012 dans 45 pays et pour une gamme plus large (immobilier, ensemble des produits à taux fixe et aux produits du marché monétaire). Enfin, un dernier programme pilote introduit en juillet 2012 à Shanghai (*Qualified Domestic Limited Partner-QDLP*) autorise les fonds d'investissement étrangers à lever des capitaux en yuans auprès des résidents chinois pour les investir hors de Chine.

### 4. L'ouverture du compte de capital nécessite un développement préalable des marchés financiers domestiques

Le développement et la libéralisation des marchés financiers domestiques apparaissent comme des conditions *sine qua non* de l'ouverture du compte de capital chinois. En l'absence d'un tel développement, l'ouverture du compte de capital pourrait se traduire par des sorties massives de capitaux à la recherche d'une rentabilité plus élevée. En effet, au cœur du fonctionnement de l'économie chinoise réside une « répression financière » massive, canalisant l'épargne des ménages vers les emprunteurs publics (grandes entreprises et collectivités locales essentiellement) tout en assurant une profitabilité confortable au système bancaire (quasi-intégralement public) au détriment du rendement de l'épargne des ménages. Les marchés financiers domestiques ne sont pas, à ce stade, suffisamment profonds et liquides pour offrir des opportunités de placements alternatives crédibles aux résidents par rapport à l'offre à l'étranger. Les marchés d'actions et d'obligations ne représentent ensemble que 17 % du financement de l'économie chinoise, alors que la plupart du financement (61 %) passe par le secteur bancaire, qui reste encore très encadré.

Graphique 4 : le financement de l'économie chinoise en 2012



Source : IHS Data Insight.

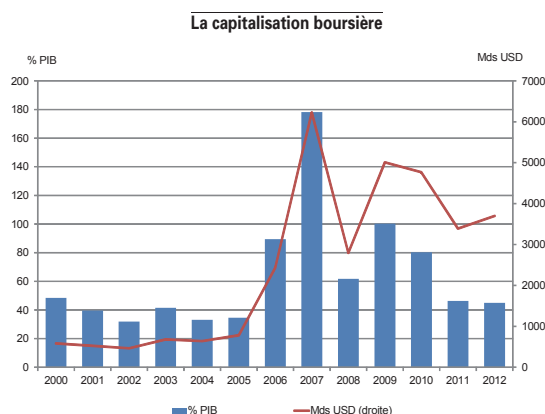
Malgré un développement récent, le marché obligataire chinois reste peu profond en raison de sa fragmentation et de sa réglementation contraignante. Ce marché est segmenté en deux compartiments. Tout d'abord, le marché dit « interbancaire », où seules les banques sont autorisées à intervenir est réglementé par la PBoC. Il représente 95 % du total du marché obligataire chinois. Le deuxième segment est représenté par le marché obligataire dit « ouvert » (*Exchange bond market*), qui n'est pas réservé exclusivement aux banques et qui est sous la tutelle de l'Autorité de régulation des actifs financiers. L'encours des obligations a constamment augmenté, de 1 000 à 3 500 Mds USD

(5) Les institutions financières britanniques ont obtenu en octobre 2013 dans le cadre du programme *Renminbi-Qualified Foreign Institutional Investors* (RQFII) un supplément de quota dédié de 80 Mds CNY.

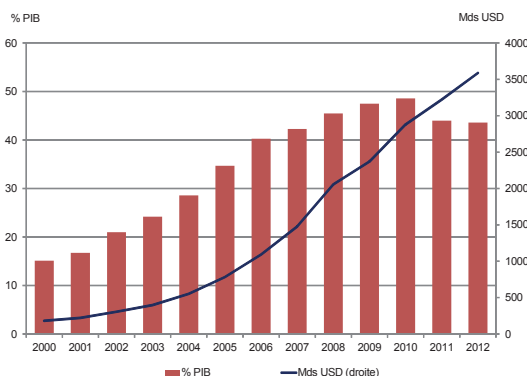
entre 2007 et 2012, pour devenir le quatrième marché obligataire du monde. Cette évolution est partiellement imputable au financement des infrastructures, notamment à travers les émissions des différents véhicules d'investissement des gouvernements locaux. L'accès des investisseurs étrangers au marché obligataire se fait de manière limitée, dans le cadre des programmes (i) QFII en dollars et exclusivement sur le marché ouvert, et (ii) RQFII qui permet l'accès au marché « interbancaire » en yuan, pour certains investisseurs institutionnels seulement.

**Le marché d'actions chinois reste extrêmement volatil et offre pour l'instant peu d'intérêt pour promouvoir l'internationalisation du yuan.** Ainsi, après une crois-

sance fulgurante en 2006-2007, avec une progression de la capitalisation boursière de 48 % à 178 % du PIB, celle-ci est redescendue à 45 % en 2012, suite à la crise financière. Une évolution similaire peut être observée pour la valeur totale des titres échangés, qui est passée de 223 % du PIB en 2007 à seulement 71 % en 2012. La liquidité du marché d'actions reste également limitée, avec un taux annuel de rotation<sup>6</sup> de 1,64 en 2012. Au vue de la forte volatilité et des craintes en matière de gouvernance d'entreprises, le marché actions présente pour l'instant un intérêt limité pour promouvoir l'internationalisation du yuan. D'ailleurs, les capitaux étrangers ne comportaient en 2012 qu'environ 2 % du marché boursier chinois.



**Graphique 5 : les marchés obligations et actions en Chine continentale**  
L'encours d'obligations



Source : Banque mondiale, DataInsight.

**La libéralisation progressive du secteur financier chinois passe notamment par une plus forte intégration des mécanismes de marché dans l'évolution des taux d'intérêt.** De fait, la PBoC a autorisé une concurrence limitée dans le secteur bancaire, depuis juillet 2012, en élargissant la marge de manœuvre accordée aux banques par rapport aux taux administrés. La flexibilité en ce qui concerne les dépôts est moins importante que celle sur les crédits : les banques sont autorisées à offrir une rémunération des dépôts jusqu'à 10 % supérieure au taux administré (jusqu'à 3,3 % pour des taux administrés de 3 %), tandis que pour les crédits la PBoC a éliminé en juillet 2013 le niveau plancher du taux d'intérêt (qui pouvait être jusqu'à 30 % plus faible que le taux fixé de 6 %, soit 4,2 %). En pratique, les banques ne semblent pas avoir utilisé à ce stade ces marges de manœuvre pour accroître la rémunération des dépôts<sup>7</sup>.

**Le renforcement des infrastructures de marché est une condition nécessaire au développement des marchés financiers.** Ainsi, en 2009, un nouveau marché boursier, le ChiNext a été créé à Shenzhen, selon le modèle du Nasdaq, pour faciliter le financement des compagnies innovantes, en particulier les petites et moyennes entreprises, comportant un certain nombre d'innovations institutionnelles. En avril 2012, la PBoC a annoncé la création dans les deux ans à venir d'une plate-forme de règlement transfrontalier des transactions commerciales (*China International Payment System - CIPS*), qui pourra alors concurrencer le circuit actuel de règlement contrôlé par Hong Kong. Le CIPS devrait permettre des échanges directs entre le yuan et le yen japonais, le rouble russe et le dollar australien.

## 5. Les aléas concernant le processus d'internationalisation du yuan sont nombreux et importants

### 5.1 Il existe une incertitude sur la mise en œuvre et l'ambition du processus d'internationalisation du yuan

**La stratégie officielle des autorités chinoises pour l'ouverture du compte de capital apparaît dans le 12<sup>e</sup> plan quinquennal (2011-2015) et est ensuite précisée sous la forme d'une feuille de route proposée par un groupe de travail relié à la PBoC.** Si le 12<sup>e</sup> plan quinquennal, publié fin 2011, ne contient pas d'indications sur le calendrier de l'internationalisation progressive du yuan, les autorités chinoises ont annoncé l'objectif de faire de Shanghai une place financière mondiale à horizon 2020. En revanche,

la feuille de route publiée en février 2012 par le groupe de travail relié à la PBoC est plus détaillée, en indiquant un processus en trois étapes. À court terme (1-3 ans) l'objectif serait de libéraliser les investissements directs des entreprises chinoises à l'étranger. À moyen terme (3-5 ans) il est envisagé de réduire le contrôle des crédits commerciaux et de développer le marché *offshore* du yuan. Enfin, à un horizon de plus long terme (5-10 ans) le développement du marché financier domestique devrait s'accélérer, tout d'abord par les flux de capitaux entrants puis pour les flux sortants. La libéralisation des opérations devrait commencer avec les actifs immobiliers, pour continuer avec les actions et les obliga-

(6) Il s'agit du ratio entre la valeur annuelle des échanges et la capitalisation boursière, indiquant le nombre de fois qu'un titre a été échangé en moyenne pendant un an.

(7) En janvier 2013, les autorités chinoises ont autorisé à titre expérimental les entreprises situées dans la zone économique spéciale de Qianhai à se financer en yuans *offshore* auprès de banques localisées à Hong Kong. Les taux d'intérêt et conditions de crédit ont été déterminés au cas par cas, sans référence aux taux *onshore* fixés par la PBoC.

tions, en supprimant progressivement les quotas. Au final, la libéralisation des principales lignes du compte de capital devrait intervenir entre 5 et 10 ans même si certaines transactions pourraient rester en dehors du champ de la libéralisation pendant longtemps.

**Il existe cependant une forte incertitude sur le degré d'ouverture du compte de capital souhaité par les autorités.** Un certain degré d'ouverture du compte de capital est nécessaire pour permettre aux investisseurs étrangers d'acheter un volume suffisant d'instruments financiers *onshore* afin de placer les yuans qu'ils détiennent *offshore*. Toutefois, les autorités chinoises voudront conserver un contrôle sur certaines lignes du compte de capital. En particulier, concernant les entrées de capitaux, elles choisissent d'ores et déjà d'encourager ou de décourager l'investissement étranger dans certains secteurs<sup>8</sup> et ont annoncé qu'elles maintiendront des contrôles sur des lignes correspondant à des produits financiers très spéculatifs. En particulier, elles pourraient exclure du processus des secteurs qu'elles jugent stratégiques ou maintenir des règles contraignantes sur les transferts de dividendes et réinvestissements.

**L'internationalisation du yuan remplit du point de vue de la Chine des objectifs à la fois commerciaux et stratégiques.** Tout d'abord, l'internationalisation du yuan permettrait de réduire le risque de change pour les entreprises chinoises, dans un contexte d'appréciation progressive du yuan depuis 2005, mais aussi pour le gouvernement chinois qui a accumulé de vastes réserves de change en devises étrangères et principalement en USD. Ensuite, cela devrait réduire les coûts de transaction et contribuer à l'expansion du commerce chinois, notamment vers d'autres économies émergentes. En effet, le yuan aurait comme vocation tout d'abord de devenir une monnaie régionale en Asie, compte tenu du poids de la Chine dans le commerce régional. Au cours des années 2000, la Chine est devenu le premier partenaire commercial du Japon, de la Corée du Sud, de Taïwan, de la Malaisie, de la Thaïlande et des Philippines, remplaçant ainsi les États-Unis. Sur le plan politique, l'internationalisation du yuan traduit la stratégie des autorités chinoises de contester la suprématie du dollar dans les échanges commerciaux. Enfin, le fait que le yuan soit la seule des devises des six plus grandes économies du monde qui n'est pas encore une monnaie de réserve confère au processus d'internationalisation une forte dimension politique.

## 5.2 L'évolution du régime de change du yuan avec son internationalisation est incertaine

**La libéralisation progressive du compte de capital pourrait se traduire par une forte augmentation du volume des transactions de change.** Selon le FMI (*Spillover report* juillet 2013), la libéralisation du compte de capital chinois va entraîner une hausse considérable des flux de capitaux entrants et sortants. La position extérieure nette pourrait ainsi augmenter de 4 à 18 % à long terme, la dynamique des flux sortants étant dans leur scénario plus importante que celle des flux entrants (+15–25 % du PIB contre 2–10 % du PIB).

## Ce processus pourrait faire apparaître une asymétrie entre l'offre et la demande de yuan à l'international<sup>9</sup>, avec des conséquences sur le taux de change du yuan.

Il est possible que les investisseurs non-résidents puissent faire preuve d'un certain attentisme à court terme. Une fois que le yuan aura atteint un statut international, la demande de CNY pourrait fortement augmenter, de la part d'investisseurs étrangers attirés par les perspectives de croissance en Chine et des motifs de diversification de portefeuille. L'évolution de l'offre et de la demande de CNY à moyen et long terme pourrait exercer des pressions à l'appréciation ou à la dépréciation du taux de change, ce qui nécessiterait de fortes interventions pour maintenir le taux de change à l'intérieur de bandes de fluctuation (en l'absence de flexibilisation supplémentaire du taux de change), créant un risque de fluctuation importante du volume des réserves de change et de la masse monétaire.

**Les autorités pourraient autoriser davantage de flexibilité du change afin de limiter les fluctuations du niveau des réserves.** Les autorités ont indiqué souhaiter accroître la flexibilité du yuan en 2013 mais l'ampleur du processus de flexibilisation du taux de change reste incertaine. En 2012, les bandes de fluctuation du yuan par rapport à la valeur quotidienne fixée par la PBoC ont été élargies de +/-0,5 % à +/-1 %. La flexibilisation du yuan pourrait prendre plusieurs formes : élargissement des bandes de fluctuation, changement du mode de calcul du taux, transition vers un système ponctuel d'interventions de change afin de prévenir les désalignements de change excessifs... Cela étant, l'ouverture du compte de capital, si elle ne s'accompagne pas d'une flexibilisation du yuan, devrait se traduire par une perte d'indépendance dans la conduite de la politique monétaire.

**Pour limiter les effets déstabilisateurs, les autorités pourraient attendre que le taux de change ait atteint une valeur d'équilibre pour libéraliser le compte de capital<sup>10</sup>.** Cela limiterait certainement les mouvements à court terme, mais n'empêcherait pas des fluctuations futures. Au printemps 2013, le FMI estimait que le yuan n'était que modérément sous-évalué (entre 5 et 10 % pour le taux de change effectif réel) suite à une appréciation de 21 % face au dollar entre 2005 et 2008. Ce processus a été interrompu avec la crise financière en 2008. Depuis septembre 2010, le processus d'appréciation a repris et les autorités ont mis en œuvre des mesures pour améliorer la flexibilité du change, en autorisant à nouveau une appréciation nominale modérée (+8 % face au dollar entre septembre 2010 et mai 2013). À long terme et au fur et à mesure du rééquilibrage de l'économie chinoise en faveur de la demande intérieure, le FMI prévoit une appréciation du taux de change effectif réel du yuan de 10 % à l'horizon 2018. **Enfin, les autorités chinoises pourraient organiser la rencontre entre l'offre et la demande de CNY à l'international**, par exemple en organisant des échanges à des instants fixés et non de manière continue<sup>11</sup> (*fixings*) ce qui faciliterait l'échange de volumes importants (pour les investisseurs de long terme) en limitant l'impact des transactions sur le niveau du change

(8) Pour les investissements directs étrangers, la Chine publie déjà un catalogue d'investissements restreints et prohibés dans des secteurs qu'elle juge stratégiques.

(9) C'est-à-dire l'offre nationale de CNY destinée à acheter des titres à l'étranger et la demande étrangère de CNY destinée à acheter des titres en yuan *onshore*.

(10) Elles pourraient aussi maintenir des restrictions sur les volumes entrants et/ou sortants.

(11) Lorsque les volumes échangés sont importants, ils peuvent avoir un impact sur les prix et induire une volatilité du change à court terme.

tout en permettant aux autorités d'évaluer la force de l'offre et de la demande de CNY de la part des investisseurs.

### 5.3 Le processus d'internationalisation du yuan induit un risque pour les entreprises chinoises exportatrices

#### L'incertitude qui entoure l'évolution du taux de change du yuan pendant le processus d'internationalisation induit un risque pour le secteur privé chinois.

Si les autorités chinoises autorisent davantage de flexibilité du taux de change, les mouvements de capitaux pourraient induire une volatilité de ce taux à court et moyen-terme, créant des risques et, éventuellement, un besoin de couverture pour le secteur exportateur. Par ailleurs, dans l'expérience d'internationalisation du yen et du mark, les banques centrales nippones et allemandes craignaient l'appréciation de leur devise si celle-ci s'internationalisait et ont, de fait, pris des mesures pour limiter l'appréciation. Dans le cas du yuan, une appréciation pourrait avoir des conséquences fortes sur l'économie chinoise, en particulier dans les secteurs qui subissent une forte concurrence en prix, de la part des économies en développement d'Asie notamment.

**Les autorités chinoises devraient continuer d'adopter leur approche prudente et graduelle.** L'objectif essentiel des autorités quant au processus d'internationalisation du yuan semble être de rendre dans un premier temps l'économie chinoise moins dépendante d'un taux de change sous-évalué et d'un crédit peu cher, afin de la préparer à une transition vers une libéralisation des flux de capitaux. En effet, l'ouverture du compte de capital devrait entraîner la hausse des taux d'intérêt *onshore* afin d'éviter les sorties de capitaux des résidents chinois, ce qui va obliger les acteurs à s'adapter à un mode de financement par les marchés. Cette transition laminerait notamment les entreprises d'état et les collectivités

locales, qui profitent aujourd'hui des taux d'intérêt artificiellement bas, et devrait également faire évoluer la structure de profits des banques.

Il est vraisemblable que les autorités chinoises maintiennent une stratégie prudente et graduelle pour internationaliser le yuan. Jusqu'à présent, elles ont mené les réformes de manière progressive et simultanée en développant l'utilisation du yuan en dehors de la Chine continentale essentiellement à des fins commerciales. Cette stratégie autorise une libéralisation encore très limitée du compte de capital, laissant le temps aux acteurs de monter en gamme et constituer leur expertise, notamment en termes de couverture des risques (change et taux). La suite du processus devrait dépendre du rythme des transformations économiques qui sous-tendent le processus d'internationalisation du yuan afin d'en contenir les effets potentiellement déstabilisateurs. Afin d'être mieux capable d'évaluer l'ampleur de la demande internationale de CNY, les autorités chinoises pourraient accroître la communication pour préciser davantage leurs intentions. Si ce processus est difficile à mener à son terme, il devrait conduire à réduire la dépendance de l'économie chinoise aux exportations et accroître la résilience de l'économie aux risques de fluctuations du change en facilitant le rééquilibrage de la croissance vers la demande intérieure.

Menée à son terme, l'internationalisation du yuan devrait être favorable à la multipolarité du système monétaire international et accompagnerait la transformation déjà en cours du modèle de croissance chinois. La puissance économique de la Chine devrait favoriser l'émergence du yuan tout d'abord comme monnaie régionale (au niveau de l'Asie) et ultérieurement comme monnaie internationale. Néanmoins, l'internationalisation du yuan reste un processus de long terme.

**Cristina JUDE et Jean LE PAVEC**

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances et Ministère du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directeur de la Publication :

Sandrine Duchêne

#### Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

## Derniers numéros parus

#### ■ Octobre 2013

n°120. Un budget pour la zone euro

Nicolas Caudal, Nathalie Georges, Vincent Grossmann-Wirth, Jean Guillaume, Thomas Lellouch, Arthur Sode

#### Septembre 2013

n°119. La situation économique mondiale à l'été 2013 : « le soleil se lève à l'Ouest »

Marie Magnien, Pierre Lissot, Amine Tazi

n°118. Les biens haut de gamme, un avantage comparatif européen ?

Romain Sautard, Valérie Duchateau, Jeannot Rasolofoarison

n°117. Raréfaction des actifs « sans risque » : estimations et perspectives

Arthur Sode, Violaine Faubert

n°116. Les freins à la mobilité résidentielle pénalisent-ils la qualité de l'appariement sur le marché du travail ?

Nicolas Costes, Sabrina El Kasmi

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>