

Pékin, 14 janvier 2017

Note

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

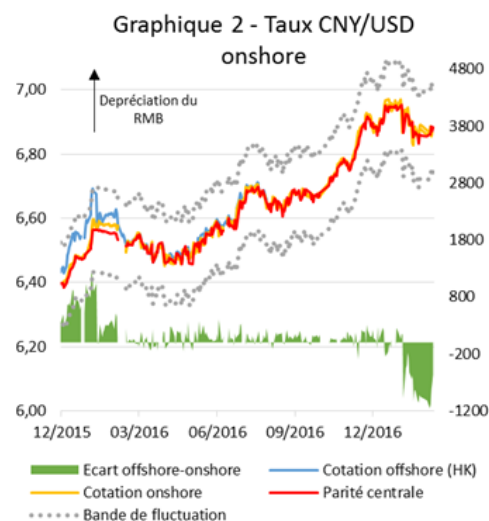
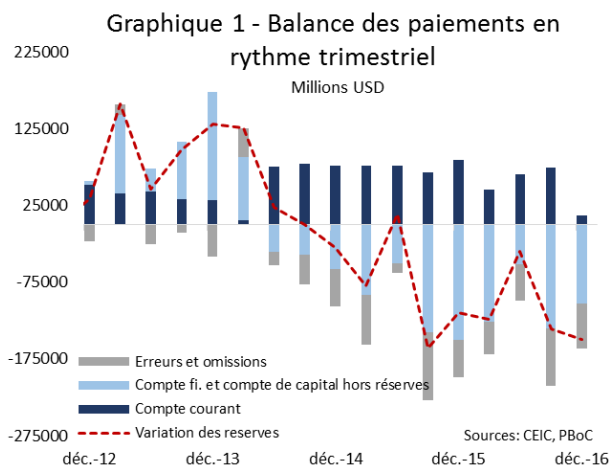
Les autorités chinoises ont récemment pris des mesures fortes pour freiner les sorties de capitaux, reparties en forte hausse à partir d'octobre 2016, et qui exercent des pressions continues sur le taux de change.

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

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

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

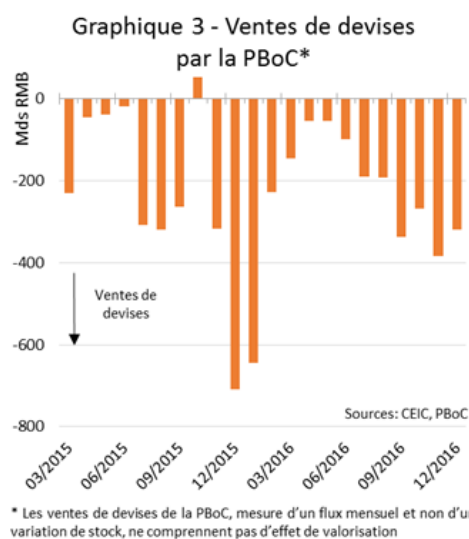
Les sorties de capitaux, mesurées par le déficit du compte de capital et du compte financier (hors réserves), se sont à nouveau accélérées à partir de septembre (-207 Mds USD au T3 et 161 Mds USD au T4), après avoir considérablement décéléré sur la première partie de l'année (162 Mds au T1, 98 Mds au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



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

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

Les autorités sont intervenues à plusieurs reprises sur le marché des changes pour freiner la dépréciation, mais conservent encore des réserves jugées largement « adéquates » par le FMI. Les réserves ont ainsi baissé de 320 Mds USD en 2016. Officiellement, la banque centrale n'a plus d'objectif de niveau de change par rapport au dollar ; toutefois, la PBoC est fortement intervenue sur le marché du RMB off-shore début janvier⁴ lorsque le niveau du RMB s'est approché très près de 7 RMB pour 1 USD, seuil qualifié de « barrière psychologique » par la PBoC le 29 décembre. Les intervenants de marché à Hong Kong témoignent de l'effet dissuasif de ce type d'interventions sur les positions « short » (pari à la baisse sur le RMB) ainsi que de la crédibilité acquise par la PBoC en la matière. Le niveau des réserves de change s'établit à 3009 Mds USD à mars 2017 ; il est toujours jugé bien au-dessus du seuil d'adéquation établi par



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

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

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

⁴ Du 1^{er} au 6 janvier, la monnaie chinoise a connu sa plus forte appréciation hebdomadaire face à l'USD depuis 2012, aussi bien sur le marché domestique (+1,1% à 6,92) que sur le marché « off-shore » (+2,0% à 6,84).



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

le FMI⁵ appliqué au cas de la Chine (régime de change fixe et existence de contrôles de capitaux), qui s'établit en 2016 à 1800 Mds USD⁶.

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

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

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

L'efficacité des mesures de contrôle des capitaux ne fait pas l'unanimité. Il convient de souligner que le gouverneur Zhou, dans son interview du 14 février 2016, mettait en avant la forte ouverture commerciale (4000 Mds USD de commerce réalisés par des millions d'entreprises) et touristique de la Chine (100 millions de touristes annuels) – difficilement réversible – et l'existence de nombreux canaux de contournement des restrictions. A fortiori, le renforcement de ces mesures, en complexifiant le règlement en devises des importations, pourrait affecter les chaînes internationales de production et d'assemblage passant par la Chine, et *in fine* conduire à un ralentissement du commerce extérieur et du PIB chinois.

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

Les autorités chinoises ne reconnaissent pas de resserrement du compte de capital. La plupart des mesures ne sont pas publiques. Selon la PBoC, le renforcement récent de certains contrôles sur

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

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

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

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

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

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



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

les flux transfrontaliers s'inscrivent exclusivement dans une politique de lutte contre les malversations et les fraudes.

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

La remontée des taux sur le marché monétaire interbancaire est conduite de manière progressive. A partir de septembre 2016, la PBoC a conduit des opérations « open market » afin de resserrer progressivement les conditions de crédit¹². Cela s'est traduit par une hausse des taux interbancaires, l'indice de référence « overnight » (SHIBOR) augmentant de 40 pb en quatre mois, à 2,4% (cf. graphique 4). Dans un deuxième temps, les plus hautes autorités ont confirmé la tendance au durcissement modéré : lors de la « Conférence centrale sur le travail économique » de décembre, les autorités sont passées d'une politique monétaire qualifiée de « prudente et flexible » à « prudente et neutre ». Dans ce cadre, la PBoC a relevé de 10 points de base ses principaux taux de politique monétaire les 25 janvier et 3 février : les taux « repo » sur le marché interbancaire¹³, ainsi que les taux de deux de ses facilités de crédit¹⁴. Le taux de la « Standing Lending Facility » à 1 jour est le seul à avoir été relevé davantage, de 35 pb, à 3,1%, en raison de sa fonction de borne supérieure de corridor des taux établi par la PBoC.

Si la hausse des taux sur le marché monétaire s'inscrit dans un contexte particulièrement favorable, elle ne pourra être que très progressive et limitée en raison des risques de défauts sur le marché obligataire. La hausse des taux permet pour l'heure de répondre de manière simultanée aux objectifs économiques interne (« déleveraging » du marché obligataire¹⁵) et externe (soutien du taux de change). Elle s'inscrit par ailleurs dans un contexte de reprise de l'inflation, qui autorise des marges de durcissement (les prix à la production augmentent à nouveau depuis octobre, à +5,5% en décembre en glissement annuel, après plus de quatre ans de déflation ; les prix à la consommation sont globalement stables, à +2,1%). Néanmoins, la remontée des taux ne pourra être que très progressive, en vue des risques de défauts sur le marché obligataire (en décembre, deux défauts¹⁶ ont entraîné une forte volatilité du marché obligataire, obligeant les autorités à intervenir pour clarifier les responsabilités

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

¹² En pratique, la PBoC obtient une augmentation des taux en intervenant moins qu'à l'accoutumé sur le marché interbancaire. En effet, les interventions de change qu'elle mène pour défendre la parité du RMB correspondent à un *retrait* de liquidités qui entraîne une hausse « mécanique » des taux. Pour contrecarrer cet effet, elle injecte ordinairement des liquidités en contrepartie (opérations de « stérilisation inversée »), ce qu'elle a moins besoin de faire si la hausse des taux est l'effet recherché.

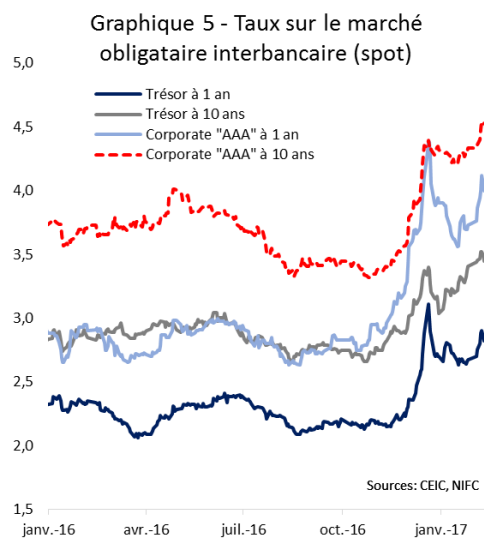
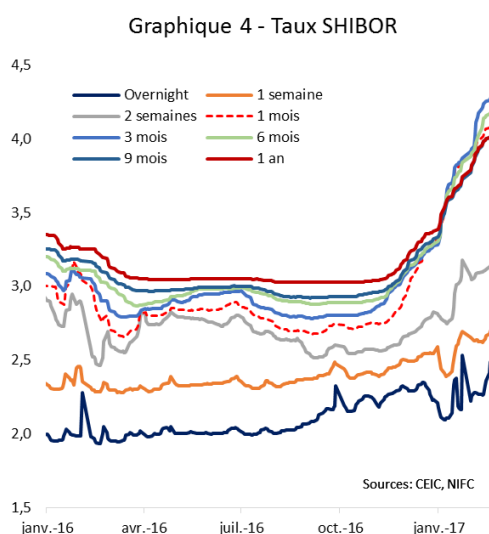
¹³ Les taux « *reverse repurchase rate* » de 7, 14 et 28 jours, qui s'adressent à l'ensemble des participants au marché interbancaire, ont été passés respectivement de 2,25 à 2,35%, 2,4 à 2,5%, 2,55 à 2,65%.

¹⁴ Les taux de la « Standing Lending Facility » (SLF) pour les maturités de 1 jour, 7 jours et 1 mois sont passés de 2,75 à 3,1%, 3,25 à 3,35%, 3,6 à 3,7%. Les taux de la « Medium-term Lending Facility » (MLF) à 6 mois et 1 an sont passés respectivement de 2,85 à 2,95% et de 3,0 à 3,1%.

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

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

sur les pertes) (cf. graphique 5). Le risque systémique lié aux défauts sur le marché obligataire est aggravé par « l'opacité » et « l'interconnectivité »¹⁷ importantes du système financier chinois.



4. Parallèlement, les autorités chinoises cherchent à rééquilibrer la balance des capitaux en attirant de nouveaux flux entrants, ce que favorise la remontée progressive des taux.

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

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

5. Si ce « nouvel » équilibre monétaire échoue à enrayer les fuites de capitaux, les autorités pourraient rechercher davantage de flexibilité dans leur politique de change, ce qui serait néanmoins un pari risqué. Plusieurs économistes chinois, considérant l'inefficacité des mesures de contrôle des capitaux et la possible « prise en otage » de la politique monétaire par l'objectif de stabilité

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

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



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

externe, ont récemment suggéré à la banque centrale chinoise d'amender sa stratégie en laissant le RMB se déprécier¹⁹.

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

*

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

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

