

SPÉCULATIONS SUR LE YUAN

Les déséquilibres qui s'accumulent actuellement en Chine, tant dans la sphère réelle que financière, sont liés aux importantes entrées de capitaux qui n'ont été que partiellement stérilisées par la banque centrale. Or, contrairement à l'idée reçue, celles-ci ne proviennent pas uniquement du surplus des opérations courantes ou des IDE. En plus des entrées illégales de devises, un autre canal existe qui rend le compte financier largement plus perméable aux entrées de capitaux qu'on ne le pense. Une hausse des taux d'intérêt chinois qui viserait à réduire la croissance des crédits risque, dans ces conditions, de favoriser l'afflux de devises ; elle ne paraît donc pas compatible avec le maintien d'un taux de change fixe. Après le relèvement des taux américains attendu en 2004, les conditions financières internationales vont offrir une fenêtre d'opportunité permettant l'abandon du peg avec un risque limité de surréaction du change.

Lorsqu'en 1993, la Chine projetait d'adhérer au GATT, elle avait répondu promptement aux pressions internationales en remplaçant son système de change dual par un système unifié ancré sur un panier de devises. A ce régime, qui n'a duré que 18 mois, s'est substitué au printemps 1995 un peg sur le dollar au taux de 8,277 yuans pour 1 dollar. Ce taux de change fixe et une forte augmentation des taux d'intérêt avaient alors permis une réduction de l'inflation galopante (près de 28% en octobre 1994) et une stabilisation de l'économie chinoise. En 2003-2004, la Chine enregistre une croissance des crédits et des investissements non soutenable à moyen terme. Entre une hausse des taux d'intérêt et/ou une appréciation du yuan, quelles mesures prendre pour réussir un atterrissage en douceur ?

■ Entrées de capitaux : une voie cachée

Depuis 1996, la monnaie chinoise est convertible pour les opérations commerciales de la balance courante. En revanche, pour les transactions financières des individus et des entreprises, des restrictions existent à l'entrée et à la sortie des capitaux et un accord préalable des autorités de régulation des changes (le SAFE) est nécessaire¹. Les investissements directs étrangers sont vivement encouragés par les autorités chinoises, et les investissements de portefeuille des étrangers sont autorisés dans des titres chinois en devises ; mais les entrées de capitaux à court terme sont interdites. La Chine se trouve ainsi abritée des comportements spéculatifs des investisseurs financiers internationaux – le fait qu'elle ait été

épargnée de la contagion lors de la crise asiatique l'a bien montré. Conclure pour autant que la Chine est totalement protégée des mouvements spéculatifs serait une erreur. L'examen de la balance des paiements chinoise montre par quelles voies cette économie est affectée par l'évolution des conditions monétaires et financières internationales.

Le surplus courant et les investissements directs étrangers sont les sources principales de l'augmentation des réserves de la banque centrale depuis 1994. Cependant ces deux postes ne participent qu'à hauteur de 25% à l'accélération du rythme d'accumulation des réserves entre 2002 et 2003 (tableau 1). Ce sont les entrées illégales de capitaux (erreurs et omissions) et les investissements de portefeuille qui expliquent l'essentiel de cette accélération (pour respectivement, un quart et plus de la moitié). Alors que les flux transfrontaliers illégaux, favorisés par une importante diaspora chinoise, donnaient lieu depuis le début des années 1990 à des sorties de capitaux dans la crainte d'une dépréciation du yuan, on assiste depuis 2002 à

Tableau 1 – Balance des paiements chinoise
(en milliards de dollars)

	2000	2001	2002	2003	2003*
Balance courante	20,5	17,4	35,4	45,9	45,9
Compte financier	2,0	34,8	32,3	52,8	97,8
Investissements directs	37,5	37,4	46,8	47,2	47,2
Investissements de portefeuille	-4,0	-19,4	-10,3	11,4	11,4
Autres investissements	-31,5	16,9	-4,1	-5,9	39,1
Erreurs et omissions	-11,9	-4,9	7,8	18,4	18,4
Variation des réserves officielles	-10,5	-47,3	-75,5	-117,0	-162,0

* chiffres qui auraient prévalu sans la récapitalisation des deux banques d'Etat (45 milliards).
Source: State Administration of Foreign Exchange (SAFE).

1. Pour un aperçu des différentes réglementations sur les transactions en devises édictées par la State Administration of Foreign Exchange (SAFE), voir Zhang Xiaopu (2003), "Capital account management and its outlook in China", BIS Papers, n° 15, avril, p. 19-24 et Guo Shuqing, (2002), "Management of capital flows in corporate sector: current situation and outlook in China", People's Bank of China website.

d'importantes entrées nettes. Une même inversion des flux s'observe en 2003 pour les investissements de portefeuille.

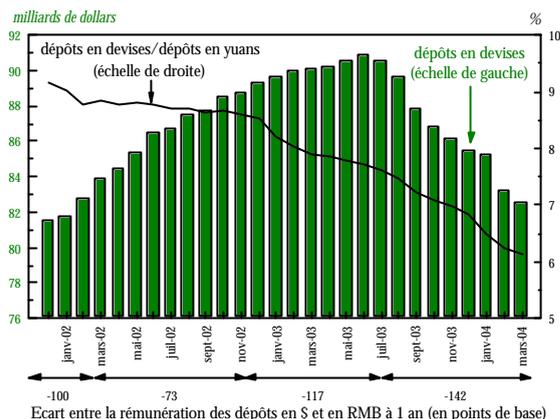
Ces chiffres masquent toutefois la source principale d'entrées de devises en 2003. En effet, à la fin de l'année, la banque centrale a utilisé 45 milliards de ses réserves en dollars pour recapitaliser la *Bank of China* et la *China Reconstruction Bank*². Ces 45 milliards, soustraits des réserves officielles, ont été transférés dans un fonds d'Etat créé par le SAFE, la contrepartie comptable de cette opération étant enregistrée sous le poste "Autres Investissements" de la balance des paiements. Sans cette recapitalisation (tableau 1, colonne 2003*), l'augmentation des réserves aurait été de 162 milliards de dollars et le poste "Autres investissements" aurait fait apparaître un solde positif de 39 milliards. Entre 2002 et 2003, ce dernier poste expliquerait alors la moitié de l'accélération des réserves.

Ce sont les comportements d'arbitrage et de couverture contre le risque de change des résidents chinois qui sont à l'origine d'une grande part de ces entrées nettes de 39 milliards de dollars, comme va le montrer l'examen des bilans des banques domestiques et étrangères implantées en Chine.

Les dépôts et l'endettement en dollars des agents privés auprès des institutions financières en Chine sont d'un montant important : en mars 2004, ils étaient respectivement de 147 et 140 milliards de dollars (équivalant chacun à environ 1/3 des réserves officielles de la banque centrale). De plus, ils sont sensibles aux conditions monétaires aux Etats-Unis dans la mesure où la banque centrale chinoise répercute les mouvements de taux américains sur les opérations en dollars effectuées sur son territoire. Ainsi, les taux d'intérêt sur les opérations en dollars sont devenus inférieurs aux taux sur les opérations en yuans en août 2001, favorisant l'endettement en dollars et les dépôts en yuans. A partir de 2002, les anticipations d'appréciation du yuan accentuent le différentiel de rendement anticipé ; on observe alors une baisse régulière du ratio des dépôts en dollars sur les dépôts en yuans des ménages chinois³. Pour se prémunir contre le risque de perte en capital lié à l'appréciation du yuan, les ménages réduisent le montant absolu de leurs dépôts en dollars depuis juin 2003 (graphique 1). Quant aux entreprises, elles ont profité de ce contexte pour s'endetter massivement en dollars (plus de 27,4 milliards en 2003) tandis que leurs dépôts en dollars restaient stables, diminuant relativement à leurs dépôts en yuans (graphique 2).

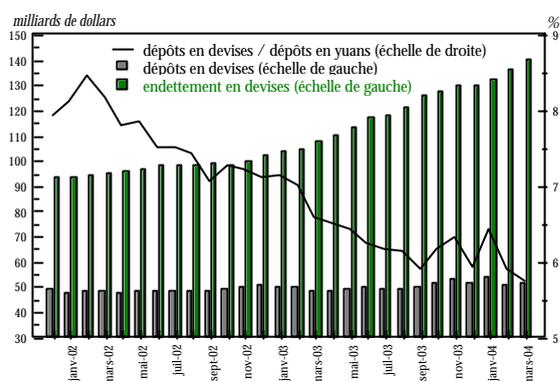
Ces comportements ont eu un impact important sur les opérations des banques avec l'étranger et ont modifié la structure de leurs bilans en devises. Pour répondre à la forte demande de prêts en dollars des entreprises alors que les dépôts

Graphique 1 – Conversion des dépôts en devises des ménages



Source: People's Bank of China.

Graphique 2 – Dépôts et endettement en devises des entreprises



Source: People's Bank of China.

Tableau 2 – Actif et passif en devises des institutions bancaires en Chine (en milliards de dollars)

	Fin déc. 2001	Fin déc. 2002	Fin déc. 2003	Fin fév. 2004*
Total actif	216,6	258,0	268,9	295,0
Créances sur l'étranger (a)	122,9	155,2	138,7	158,6
Prêts domestiques en devises (b)	93,7	102,8	130,2	136,4
Total passif	177,4	197,9	201,9	206,7
Engagements vis-à-vis de l'étranger (a)	37,5	47,3	53,2	60,9
Dépôts domestiques en devises (b)	139,9	150,6	148,7	145,8
Actif – Passif	39,3	60,0	66,9	88,3

* inclut la recapitalisation des deux banques d'Etat.

(a) des institutions bancaires chinoises et étrangères implantées en Chine.

(b) des institutions financières chinoises et étrangères en Chine.

Sources : FMI, IFS ; People's Bank of China.

totaux en devises baissaient, les banques ont dû rapatrier en 2003 des fonds placés à l'étranger (baisse de 16,5 milliards des créances sur l'étranger) et accroître leur endettement en devises (+5,9 milliards) (tableau 2)⁴. La baisse de leur actif net sur l'étranger correspond ainsi à des entrées de capitaux de 22,4 milliards de dollars en 2003⁵.

2. Cf. "State Bank recapitalization in China" (2004), *Global Financial Stability Review*, Chap II, p. 40, FMI, mars.

3. G. Ma & R. Mc Cauley (2003) montrent que, sur la période de juin 1999 à décembre 2001, le choix du libellé des dépôts (en dollars ou en yuans) dépend non seulement des anticipations de change, mais également de l'écart entre la rémunération des dépôts en dollars et en yuans à l'échéance d'un an. De fait, 90% des dépôts en devises en Chine sont en dollars ; cf. G. Ma & R. McCauley (2003), "Opening China's capital account amid ample dollar liquidity", *Bis Papers*, n° 15, avril, p. 25-34.

4. En mars 2004, la croissance des emprunts en dollars s'accroît à un rythme annuel de 29,9% contre 20,1% pour les emprunts en yuans, tandis que la baisse des dépôts, au cours du premier trimestre 2004, se poursuit : -1,95 milliards de dollars contre -1,9 sur l'ensemble de l'année 2003.

5. L'importance des actifs nets sur l'étranger des banques en Chine montre que le compte financier de la balance des paiements chinois est loin d'être fermé aux sorties de capitaux, si celles-ci sont initiées par les banques domestiques et étrangères implantées en Chine.

Hausse des taux : une réponse ambivalente

Selon le directeur du SAFE les entrées de capitaux s'accélérent en 2004 : elles atteignent 12 milliards de dollars par mois au cours du premier trimestre et serait de 11 milliards pour le mois d'avril⁶. En dépit d'une balance courante déficitaire sur cette période et d'un durcissement des contrôles de capitaux à l'entrée⁷, les réserves de la banque centrale se sont accrues de 36,5 milliards de dollars sur les trois premiers mois de l'année. Depuis 2002, l'accumulation de réserves de change a conduit à une augmentation de l'offre de monnaie centrale et à une surabondance de liquidité au sein du système bancaire, car la banque centrale a tardé à stériliser ces entrées de devises : seulement 24% de ces entrées ont de fait été neutralisées par l'émission d'obligations en 2002, contre 61,4% en 2003 et 96,6% au cours du premier trimestre 2004. En dépit de ces efforts accrus de stérilisation⁸, les autorités monétaires chinoises semblent ne pas contrôler l'évolution de la liquidité et du crédit. L'offre de monnaie en mars 2004 continuait de croître à un rythme annuel de 19%, la progression des crédits dépassait 20,7%, soit 10 points de pourcentage au-delà de l'objectif affiché et celle des investissements en capital fixe explosait à plus de 43%.

La progression actuelle des crédits crée des surcapacités dans certains secteurs d'activité (immobilier, acier, ciment...) et risque de se traduire à moyen terme par une accumulation dangereuse de prêts non performants dans le système bancaire et *in fine* par des risques croissants d'insolvabilité. Or, la Chine s'est engagée lors de son adhésion à l'OMC à ouvrir entièrement son marché bancaire à la concurrence internationale en 2006, que ce soit pour les opérations en devises ou en yuans. Il apparaît donc urgent de ralentir cette croissance des crédits. Des restrictions quantitatives sur les projets d'investissements ont déjà été mises en œuvre, mais leur effet reste insuffisant. Il y aurait place pour un relèvement des taux d'intérêt : actuellement les taux réels sur les dépôts à un an sont de 1,5%, largement inférieurs à la croissance du PIB réel (estimée entre 7% et 9%). Cependant, une hausse des taux d'intérêt aurait un impact limité dans la mesure où les décisions d'investissement des gouvernements locaux et des entreprises publiques ne sont pas prioritairement

déterminées par les considérations de coûts. De plus, cette hausse serait de nature à accroître significativement les entrées de capitaux, puisque le comportement des agents privés chinois en matière d'endettement et de dépôts est sensible à l'écart de taux avec les Etats-Unis.

Le compte financier étant relativement perméable aux entrées de capitaux, la Chine ne peut mener une politique monétaire autonome tout en maintenant son ancrage sur le dollar. Si une libéralisation partielle des sorties de capitaux peut être envisagée afin de compenser les entrées de devises⁹—les autorités chinoises se sont engagées très timidement dans cette voie—, elle ne saurait résoudre le dilemme du "triangle d'incompatibilité" mis en évidence par Mundell. La seule voie envisageable dans ce contexte serait de permettre au yuan de s'apprécier suffisamment pour stopper la spéculation.

Abandon du *peg* : une fenêtre d'opportunité

Les autorités monétaires chinoises ont annoncé qu'elles s'orientaient vers un ancrage du yuan sur un panier de devises¹⁰. Un tel régime pourrait permettre une certaine flexibilité du yuan si la banque centrale laissait le taux de change réagir aux forces du marché, tout en intervenant à l'achat ou à la vente de devises dès lors que le yuan s'écarterait trop des plages de fluctuation considérées comme souhaitables. Dans le contexte actuel, il est fort probable que le yuan s'apprécierait.

Un argument souvent mis en avant pour justifier le maintien d'un régime de taux de change fixe est relatif à la fragilité du système bancaire : avant de pouvoir flexibiliser le régime de change, il faudrait assainir les bilans des banques pour qu'elles puissent supporter l'ouverture du compte financier. Or, cet argument n'est pas pertinent car il associe implicitement à la flexibilité du taux de change, la libéralisation des transactions financières. Certes, un flottement pur est incompatible avec le maintien des contrôles de capitaux, mais un flottement géré peut s'accommoder d'une ouverture incomplète du compte de capital¹¹. Le seul risque pour le système bancaire a trait à sa structure de bilans en devises. Si l'actif total en devises est nettement supérieur au passif en devises (*currency mismatch*), une appréciation du change conduit à une perte

6. Cf. l'interview de Guo Shuqing, sous-gouverneur de la banque centrale et directeur du SAFE, accordée au *Financial Times*, le 23 avril 2004.

7. Pour tenter d'enrayer les afflux illicites de devises spéculatives, les autorités du SAFE ont durci à la fois les règles portant sur les transactions en devises des entreprises en janvier 2003, des non résidents en février 2004 et des résidents chinois à partir d'avril 2004. En particulier, pour toute ouverture de compte ou pour tout dépôt en devises d'un montant important, des justificatifs prouvant la légalité des fonds sont exigés.

8. Les autorités monétaires ont tardé à identifier les conséquences de la surabondance de liquidité dans le système bancaire sur la distribution de crédit. Après un premier relèvement du ratio des réserves obligatoires en septembre 2003, ce ratio est augmenté à deux reprises au cours du mois d'avril 2004. La réticence croissante des banques à acheter les obligations de stérilisation peu rémunérées montre également que toute politique de stérilisation n'est pas tenable à moyen terme. Cf. *Financial Times*, 30 décembre 2003, p. 10.

9. De plus, les expériences de libéralisation des transactions financières en Amérique latine et en Asie de l'Est montrent qu'elles sont le plus souvent associées à des crises financières de grande ampleur ; cf. A. Icard (2003), "Capital account liberalisation in China: International perspectives", *Bis Paper*, n° 15, avril, p. 14-18.

10. Dans son interview accordée au *Financial Times*, Guo Shuqing annonçait que le yuan serait rattaché à un panier de devises, sans mentionner à quelle échéance. Il se prononçait également en faveur d'une plus grande flexibilité du yuan : "We don't think that a fixed system is good. We think that a floating system is good", *Financial Times*, 23 avril 2004.

11. B. Eichengreen (2004), "Chinese Currency Controversies", University of California, Berkeley, avril.

<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/asiancurrencies7apr15-04.pdf>

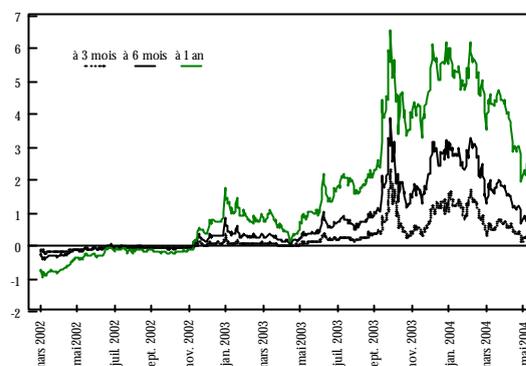
en capital dans le bilan agrégé du système bancaire. Le tableau 2 montre qu'à la fin février 2004, cet écart était de 88 milliards de dollars. Or, si l'on tient compte que depuis janvier 2004, 45 milliards de recapitalisation en dollars sont venus accroître les fonds propres des banques, le *currency mismatch* n'est plus que de 43 milliards de dollars : une appréciation de 10% du yuan se traduirait actuellement par une perte de 4,3 milliards de dollars, soit une réduction de 0,16% de l'actif total du système bancaire. L'abandon de l'ancrage comporte donc des risques relativement minimes pour le système bancaire chinois, même si les pertes sont susceptibles de se concentrer sur certaines grandes banques autorisées à effectuer des transactions en devises. En revanche, les pertes potentielles pour la banque centrale seraient plus conséquentes¹².

S'il existe jamais de moment idéal pour abandonner un taux de change fixe, le contexte financier international est actuellement propice à un tel changement. Une fenêtre d'opportunité après le relèvement des taux américains va s'offrir à la Chine pour abandonner son ancrage sur le dollar avec un risque limité de surréaction du change.

Le potentiel d'appréciation du yuan est limité actuellement par les anticipations d'un relèvement des taux américains. En effet, l'amélioration du marché du travail aux Etats-Unis depuis avril 2004 rend plus probable le scénario d'un durcissement de la politique monétaire avant la fin de l'année. Une demande accrue de dollars de la part des investisseurs internationaux, à nouveau attirés par les titres courts américains, favorise de fait une appréciation du billet vert, en dépit des pressions structurelles à la baisse du dollar liées au déficit de la balance courante. L'euro et le yen, qui entreront certainement dans le panier d'ancrage du yuan, se déprécient en ce moment par rapport au dollar. Par conséquent, les conditions financières internationales sont susceptibles d'exercer une influence d'autant plus neutre sur l'évolution de

la monnaie chinoise après l'abandon du *peg*, que le poids du dollar dans le panier sera moins prépondérant. D'ailleurs, si l'on se réfère au marché à terme, le taux d'appréciation anticipé du yuan par rapport au dollar est en net repli : à la mi-mai 2004, il était de 2,2% à l'horizon d'un an, contre plus de 6% en février dernier (graphique 3)¹³.

Graphique 3 – Taux d'appréciation anticipé du yuan (en %)



Source : Datastream.

Si dans ce contexte, un abandon du *peg* peut être envisagé dès à présent, il serait plus prudent cependant d'attendre que les taux américains aient augmenté. Cette hausse limiterait les incitations des agents privés chinois à s'endetter en dollars et à réduire leurs dépôts en dollars. Les entrées de devises par cette voie seraient alors contenues, voire, s'inverseraient si l'ampleur du resserrement monétaire était importante. Ceci diminuerait d'autant les montants de devises que la banque centrale devrait acquérir pour contrôler l'appréciation du yuan au moment du changement de régime.

Bronka Rzepkowski
rzepkowski@cepii.fr

12. Cf. "Les banques centrales asiatiques et le dollar", *La Lettre du CEPII*, n° 230. Récemment, la banque centrale a entrepris une plus grande diversification de ses réserves, notamment en investissant davantage en obligations européennes, ce qui est de nature à limiter ses pertes potentielles.
13. Ces anticipations sont issues du marché à terme sur le yuan qui s'est développé peu après la crise asiatique en dehors du territoire chinois, et dont l'une des caractéristiques est de ne pas impliquer le yuan dans le règlement des contrats, mais seulement le dollar. D'où son nom de *Non-Deliverable Forward offshore market*. Il n'est accessible qu'aux non résidents.

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2004
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Bronka Rzepkowski
GRAPHIQUES :
Didier Boivin
REALISATION :
Laure Boivin
DIFFUSION :
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 48 € TTC
Europe 49,70 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
49 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
49,50 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
2^{ème} trimestre 2004
Mai 2004
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.