

# **L'avenir compromis des relations monétaires entre le Chine et de l'Amérique latine**

Xavier Dupret

42.000 signes

*La Chine a, ces dernières années, multiplié les initiatives visant à accroître son influence en Amérique latine. Des accords monétaires ont été conclus entre différents pays de la région (parmi lesquels, le Brésil) et la République populaire de Chine. Le but de la manœuvre pour la partie chinoise consistait à encourager l'utilisation à l'étranger de sa devise nationale, le yuan renminbi<sup>1</sup>.*

On peut penser qu'aujourd'hui, tous les éléments sont réunis pour que la récente percée de la Chine dans la région soit remise en cause. Les lecteurs férus des grands titres de la presse généraliste pointeront bien entendu « le retour de la droite » dans la région. Ce n'est pourtant qu'un aspect du problème. La crise économique en Chine et les récentes mesures de libéralisation économique et financière adoptées par Pékin réduisent de facto de plus en plus les possibilités de coopération entre l'Amérique latine et la Chine. Prenons l'exemple de l'Argentine.

## **Les relations monétaires de la Chine et de l'Argentine**

En juillet 2014, la Banque centrale de la République d'Argentine (BCRA) et la Banque populaire de Chine (BPC) convenaient d'un swap de devises entre elles (ou currency swap). Ce mécanisme permet aux deux banques centrales d'échanger un montant déterminé de leurs devises respectives via des lignes de crédit croisées. L'utilisation de ces dernières, par l'une ou l'autre des parties, implique le paiement d'un intérêt en sus, bien entendu, du remboursement du principal utilisé.

A la suite de ce swap, la composition des réserves de la BCRA s'est modifiée et a de plus en plus fait place au yuan dans un pays pourtant semi-dollarisé. En réalité, la détention de dollars reste un enjeu important dans les économies latino-américaines. Et l'Argentine ne fait pas exception à la règle.

Les dollars dont les Argentins ont besoin correspondent, pour l'essentiel, à trois postes : les importations, le paiement de la dette ainsi que les mouvements de sortie des capitaux. Or, ce sont les importations qui motivent le plus l'acquisition de dollars pour l'économie argentine. L'explication est simple. Un opérateur économique argentin désireux d'importer un bien ne pourra le faire qu'en ayant recours au billet vert comme moyen de paiement. Les agents extérieurs sont, en effet, peu désireux d'accumuler des pesos. Les importations sont donc

---

<sup>1</sup> Le RMB est l'abréviation de renminbi ("monnaie du peuple"). Le renminbi représente la monnaie réelle utilisée en Chine, le yuan étant l'unité de compte. Nous avons privilégié, pour des raisons de lisibilité, le terme de yuan dans la suite du texte.

toutes réglées en dollars. Sous le kirchnérisme, les importations représentaient, à l'époque, le plus gros poste d'achat de devises (14,5% du PIB en 2014)<sup>2</sup>.

Cette situation a amené l'administration kirchnériste à chercher à diminuer l'importance du dollar au sein de l'économie argentine. D'où l'accord de currency swap avec la Chine. Il faut dire que la Chine qui, il y a à peine une génération, ne figurait même pas dans le top 30 des partenaires commerciaux de l'Argentine, est devenue, depuis 2000-2001, un partenaire commercial important de Buenos Aires. La Chine absorbe aujourd'hui 6,6% des exportations du pays (loin, toutefois, derrière le Brésil qui représente 26% des exportations de l'Argentine). Les principaux partenaires de l'Argentine à l'import sont aujourd'hui le Brésil (22,1% des importations nationales), la Chine (16,2%) et les Etats-Unis (13,8%)<sup>3</sup>.

Les principaux articles d'exportation de l'Argentine sont à peu près exclusivement des matières premières agricoles (dérivés du soja, gaz, pétrole, maïs, blé). En retour, l'Argentine importe principalement des machines, des véhicules à moteur et des produits chimiques nécessaires à son secteur agroexportateur.

L'économie argentine est donc, comme on peut le constater, fortement dépendante du cours des matières premières. On ajoutera qu'en raison de la restructuration de la dette extérieure imposée par Nestor Kirchner aux créanciers privés du pays en 2003, l'Argentine était profondément dépendante de l'excédent de sa balance commerciale pour pouvoir financer ses importations en dollars puisque le pays était blacklisté par les marchés.

Lorsque le currency swap est conclu en 2014, le prix des matières premières commence à baisser. Les émergents entrent en crise. Buenos Aires manifeste alors son souhait de diversifier l'usage de monnaies à l'international afin de faire face à la diminution d'entrées de dollars dans le pays tandis que la stratégie de Pékin participait de la volonté de promouvoir l'usage du yuan à l'échelle internationale.

### **Modalités pratiques**

L'accord de currency swap entre l'Argentine et la Chine, conclu le 18 juillet 2014<sup>4</sup> et qui porte sur une période de trois ans, contient les clauses suivantes. Ce mécanisme d'échange croisé de devises portait à l'origine sur un équivalent de 11 milliards de dollars libellés en pesos sur les comptes de la BPC et en yuans sur ceux de la BCRA. La baisse du cours des matières premières a mis sous pression les réserves de la BCRA tant et si bien que les 11 milliards de dollars ont été rapidement incorporés sur les comptes de la BCRA (en à peine une année). En octobre 2015, la presse économique argentine signalait que le programme initial de

---

<sup>2</sup> Banque mondiale, mai 2016.

<sup>3</sup> World Factbook, mai 2016.

<sup>4</sup> Página/12, 7 septembre 2014

11 milliards de dollars était quasiment épuisé. Cet état de choses a amené la direction de la BCRA de l'ère kirchnériste à négocier un nouvel accord avec les Chinois<sup>5</sup>.

Le swap entre la BCRA et la BPC comporte un intérêt dont devait s'acquitter la partie faisant appel à la ligne de crédit ouverte par son homologue. En l'occurrence, c'est la BCRA qui était demandeuse puisque, contrairement à la Chine, elle souffrait de problèmes de liquidités. La ligne de crédit ainsi offerte par Pékin a été utilisée quasi exclusivement pour renforcer les réserves de la Banque centrale. Elle a donc revêtu un caractère essentiellement notionnel. L'objectif était de rassurer les Argentins sur les réserves du pays à une époque où un fort mouvement de sortie des capitaux était à signaler. En 2015, 7 milliards de dollars sont sortis du pays. C'était plus du double de l'année précédente. Au total, les huit années de mandat de Cristina Kirchner se sont soldées par une sortie de capitaux de près de 82 milliards de dollars<sup>6</sup>. La chose est évidemment dommageable pour une économie dont le PIB est d'environ 411 milliards de dollars.

Le coût de financement pour la BCRA, en cas d'utilisation de la ligne de crédit, est de 400 points de base ajoutés au taux Shibor à un an. Les premiers projets de currency swap étaient bien moins intéressants pour la partie argentine puisque le taux du swap avait été initialement fixé à 700 points de base au-dessus du taux Shibor de référence<sup>7</sup>. Le taux Shibor (soit le Shanghai Interbank Offered Rate) désigne le taux auquel 18 grandes banques chinoises se prêtent des fonds à Shanghai.

En décembre 2015, l'élection en Argentine d'un président de centre-droit, Mauricio Macri, a considérablement modifié les relations entre la Chine et l'Argentine. C'est ainsi que le 16 décembre 2015, la BCRA revendait des yuans détenus en réserves pour une valeur équivalant à 3,086 milliards de dollars<sup>8</sup>. Cette décision permettait à Buenos Aires de faire face à des besoins de liquidités pour le moins pressants. En août 2015, la BCRA détenait des réserves pour faire face à 6 mois d'importation (6,3% du PIB de l'Argentine). En la matière, c'était le pays d'Amérique latine le plus chichement pourvu en moyens de paiement internationaux. A titre de comparaison avec les pays voisins, le Brésil détenait des réserves pour 15,6% de son PIB. L'Uruguay avait, pour sa part, accumulé des réserves pour près de 33,5% de son PIB<sup>9</sup>.

Le coût de financement en dollars de cette revente a été évalué à 4%. Le taux Shibor à un an, à cette époque, était de 3,35%. A l'époque, un yuan valait deux pesos et un dollar plus de 9 pesos. Après la dévaluation mise en œuvre par le gouvernement Macri, un dollar valait 13,99 pesos et un yuan 2,13 pesos en date du 23 mai 2016. Le taux Shibor, à cette même époque,

---

<sup>5</sup> El Cronista, 30 septembre 2015

<sup>6</sup> La Nación, 19 mars 2016.

<sup>7</sup> IDB ( Inter-American Development Bank), China's greater presence in the world economy: currency swaps, newsletter n°153, avril 2009

<sup>8</sup> La Nación, 22 décembre 2015.

<sup>9</sup> Ecolatina, 12 août 2015

était de 3,05%. Aux conditions actuelles, avoir recours au currency swap reste évidemment intéressant. Les conditions de ce currency swap sont claires. Tant que les yuans sont accumulés dans les réserves de la BCRA sans aucune utilisation, l'opération ne génère aucun coût.<sup>10</sup>

Les conditions de financement du Trésor argentin par le biais du currency swap sont, comme nous allons le voir, plus avantageuses que le recours au marché. Au vu des données les plus récentes, c'est peu dire que l'Argentine va avoir besoin de dollars pour rembourser à terme sa dette extérieure. L'accord avec les fonds vautours a mobilisé près de 16,5 milliards de dollars empruntés sur les marchés pour des maturités de 3, 5, 10 et 30 ans. Les taux attachés à ces bons varient entre 6,25 et 8%<sup>11</sup>.

Les montants empruntés se décomposent comme suit : 2,750 milliards à 6,25% pour les bons à 3 ans, 4,5 milliards à 6,875% pour les bons à 5 ans, 6,5 milliards à 7,5% pour des bons à 10 ans et 2,750 milliards à 8% pour les bons à 30 ans<sup>12</sup>. Comme on le voit, les bons à 3 ans que l'Argentine a levés, il y a peu, sur les marchés financiers étaient grevés d'un taux d'intérêt de 6,25%, soit une différence de 225 points de base par rapport au financement que permettrait l'activation du currency swap. Comment peut-on expliquer que les Argentins aient pu accepter une formule de financement aussi coûteuse au lieu d'activer le currency swap conclu avec les Chinois ?

### **Activer le swap**

Pour répondre à cette question, on fera observer que le deal entre la BCRA et la BPC est particulièrement asymétrique. Il est clair que jamais les Chinois n'utiliseront jamais les pesos (et n'ont jamais eu l'intention de les utiliser) que le partenaire argentin a mis à leur disposition. Le peso argentin est une monnaie décrédibilisée, même en Argentine, alors que le yuan a gagné sa place comme monnaie de réserve internationale. En effet, payer des producteurs argentins avec des pesos n'a, aujourd'hui, rien d'évident tant ils préfèrent être payés avant tout en dollars.

Le peso argentin a, en effet, connu des périodes de forte inflation et de grande dépréciation à intervalles réguliers. Depuis 1943, l'Argentine n'a connu que quatorze années se soldant par une inflation inférieure à 10%<sup>13</sup>.

Cet état de choses explique que pour les Argentins, le peso constitue une devise affectée à leurs dépenses courantes alors que le dollar représente une devise d'accumulation patrimoniale. L'économie argentine est donc en bonne partie dollarisée. L'importante

---

<sup>10</sup> El Economista, 1<sup>er</sup> novembre 2015

<sup>11</sup> New York Times, 27 avril 2016 et El Destape, 19 avril 2016 (Url : <http://www.eldestapeweb.com/argentina-termino-emitiendo-us16500-millones-deuda-externa-n16629>)

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Mario Rapoport, Una revisión histórica de la inflación argentina y de sus causas in Aportes de Economía Política en el Bicentenario de la Revolución de Mayo, Ed. Prometeo, Buenos Aires, 2011, pp.151-152.

inflation qui a sévi dans le pays ces dernières années (30% en 2015) explique le manque de confiance dans la monnaie locale et trouve son origine dans une politique monétaire particulièrement expansive.

Pour donner une idée de la vigueur de la création monétaire ces dernières années en Argentine, quelques chiffres peuvent être éclairants et illustrent l'actuel besoin de dollars du pays. Alors qu'à partir de 2009, la croissance mondiale faiblit, le gouvernement argentin adopte des mesures de soutien à l'économie. Le déficit budgétaire argentin, qui a, depuis, doublé en valeur nominale, n'est alors plus financé par l'excédent de la balance commerciale. Ce dernier a beaucoup diminué (4,35% du PIB en 2009 contre 0,25% en 2014). Le ralentissement de la croissance en Chine, depuis 2012, a mis en échec la stratégie de financement des dépenses publiques par les excédents. Le soutien à la demande intérieure a donc de plus en plus revêtu la forme d'une création monétaire sans contrepartie. La masse monétaire en circulation en Argentine a augmenté de 26% en 2011, 34,8% en 2012, 27,1% en 2013 et 29,8% en 2014<sup>14</sup>. Si les Argentins activent le swap, il leur sera impossible d'effectuer une opération de change entre pesos et yuans pour rembourser la partie chinoise. Puisque le peso argentin n'inspire aucune confiance sur les marchés, les Argentins devront acquérir des dollars (sur leur marché ou à l'extérieur) et ensuite seulement, les convertir en yuans s'ils décident d'utiliser la ligne de crédit. On conçoit donc que dans ces conditions, pour remédier de façon conjoncturelle à un problème de faiblesse des réserves, les Argentins aient activé une partie de la ligne de crédit en décembre 2015 mais que par contre, une solution plus durable pour eux impliquait obligatoirement de revenir sur les marchés. Ce qui fut fait un peu plus tard en avril 2016.

De plus, le délai de remboursement des montants absorbés par la BCRA auprès de la BPC est d'un an. Les conditions pour le remboursement pourraient toutefois être plus favorables. Une source sérieuse de la presse économique locale fait état d'un délai de remboursement « d'au moins un an »<sup>15</sup>. Il semble hautement improbable que les Chinois permettent aux Argentins de rembourser l'activation du swap en deux ou trois ans. En effet, les relations entre la Chine et l'Argentine se sont tendues depuis l'élection à la présidence de Mauricio Macri. C'est ainsi qu'en mars 2016, la marine de guerre argentine coulait un navire de pêche chinois qui était entré dans les eaux territoriales argentines à des fins de pêche illégale<sup>16</sup>. A la suite de cet incident, la Chine a fait part de sa grave préoccupation auprès des autorités argentines<sup>17</sup>. Si la partie chinoise se montre particulièrement dure (ce qui n'aurait rien d'étonnant vu l'état des relations diplomatiques entre Pékin et Buenos Aires), le délai d'un an (soit le minimum) sera celui qui s'imposera à la partie argentine. C'est, en tout cas, déjà le cas pour la tranche de trois milliards de dollars qui a été utilisée en décembre de l'année dernière.

---

<sup>14</sup> Banque mondiale, mai 2015.

<sup>15</sup> Cash, supplément économique du Página/12, 7 septembre 2014.

<sup>16</sup> El País, 16 mars 2016.

<sup>17</sup> La Nación, 16 mars 2016

Concrètement, la question qui se pose à l'Argentine est de pouvoir se financer à des taux plus intéressants que sur le marché en pouvant compter sur un délai de deux ans. Nous allons démontrer que la chose est aujourd'hui possible en faisant l'hypothèse d'un deal avec une grande banque internationale (par exemple, BNP Paribas). Voyons quels pourraient être les ressorts d'un tel deal.

### **Structure de deal potentiel avec une banque**

La structure de deal qui nous semble potentiellement identifiable repose sur les intérêts bien compris d'une banque qui aurait besoin de yuans pour investir en Chine et des besoins en dollars de l'Argentine. Il sera également tenu compte dans cette présentation des évolutions comparées des économies de la Chine et des Etats-Unis.

Nous commencerons, tout d'abord, par identifier l'intérêt du secteur privé à capter les yuans auxquels l'Argentine a souscrit suite à son deal avec Pékin. Le yuan ne jouit pas encore d'un statut de pleine convertibilité. Cela signifie que le cours de cette devise reste encore largement administré.

Le cours du yuan peut admettre des variations hebdomadaires limitées à un maximum de 10%. La pleine et entière convertibilité du yuan ne sera acquise qu'en 2020. Jusqu'il y a peu, il était admis que la libre circulation et la pleine convertibilité du yuan à l'international devaient logiquement finir par s'imposer<sup>18</sup>. La chose semblait d'autant plus acquise que le yuan a fait l'objet d'une intégration remarquable dans le panier des droits de tirage spéciaux. Cette nouvelle a été interprétée à tort comme un signe de volonté de libéralisation de la part de Pékin.

En réalité, après les importantes sorties de capitaux de cet été, l'intégration du yuan au panier DTS du FMI doit être identifiée comme une possibilité laissée aux autorités chinoises de freiner temporairement la dynamique de libéralisation mais également de prendre des mesures permettant d'endiguer l'exportation de capitaux à l'étranger de la part des résidents chinois. On doit donc aujourd'hui parler de libéralisation sélective dans le chef du gouvernement chinois. C'est ainsi que la Chine ouvrait, le 1er mars 2016, son marché obligataire interbancaire onshore aux investisseurs étrangers à long terme sans restriction en termes de quotas QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) et RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor). Ce passage demande un point d'explication. Jusqu'à présent, la distribution du yuan s'est effectuée par le biais des mécanismes QFII (Qualified Foreign Institutional Investor Scheme) et RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor Scheme).

Le QFII, lancé dès 2004, permet à des institutions d'investir à partir de quotas libellés en dollars. Le quota doit être injecté dans les 6 mois suivant l'octroi de la licence. Les modalités de rapatriement des bénéficiaires sont complexes et fort restrictives. Les filiales des établissements bancaires peuvent faire l'objet de quotas à part. Par exemple, un quota total de 350 millions de dollars avait été octroyé pour une licence octroyée en septembre 2004 à BNP

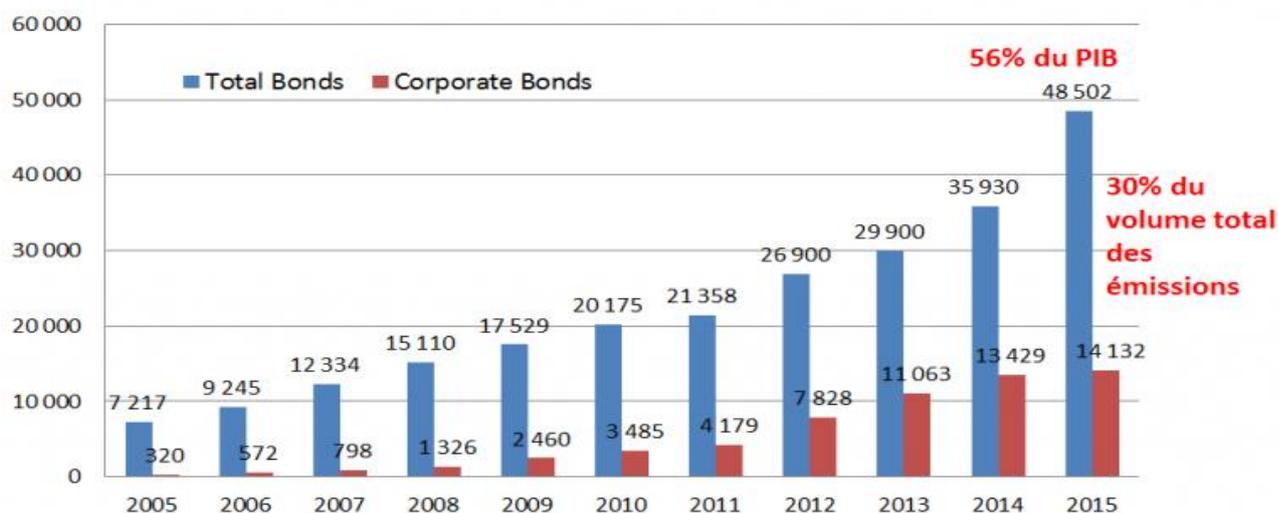
---

<sup>18</sup> Bloomberg, 2 novembre 2015.

Paribas France et BNP Paribas Investment Partners Asia Limited avait reçu 570 millions de dollars (licence de juin 2013).

Le programme RQFII se caractérise, quant à lui, par des quotas libellés en yuans. Les rapatriements de profits est facilité par rapport au QFII. BNP Paribas Asset Management a reçu une licence d’investissements en août 2014 pour un quota total de 3 milliards de yuans. Shinhan BNP Paribas Asset Management Co.,Ltd en Corée du sud était crédité d’un quota de 8 milliards de yuans.<sup>19</sup> Dans le cadre de la libéralisation des obligations interbancaires, « Pékin n’octroiera l’accès qu’aux investisseurs à long terme, comme les banques commerciales, les fonds de pension, les compagnies d’assurance et les gestionnaires d’actifs ». De plus, « les obligations chinoises sont très rarement aux mains d’investisseurs mondiaux. Actuellement, ces derniers ne détiennent au total que 1,7% d’obligations chinoises, soit 120 milliards d’USD, sur les 7.000 milliards d’USD estimés du marché obligataire domestique ». <sup>20</sup> Certes, pour l’heure, « les investisseurs étrangers privés ne pourront que négocier des bons de caisse sur le marché obligataire interbancaire. Ils n’auront pas accès aux instruments obligataires tels que les contrats à terme de gré à gré ou non, les swaps de taux d’intérêt et les prêts d’obligations »<sup>21</sup>. Et en tout état de cause, l’achat par les non-résidents de titres libellés en yuan hors de Chine implique des opportunités de placement accrues en Chine continentale alors que les nouvelles en demi-teinte aux Etats-Unis et les tensions en Europe entraînent, pour l’heure, un regain d’intérêt pour les actifs des émergents.

*Obligations en circulation en Chine (milliards de yuans)*



Source: Wind, ChinaBond, janvier 2016.

<sup>19</sup> State Administration of Foreign Exchange (SAFE), juin 2016

<sup>20</sup> Chi Lo, Senior Economist, Greater China, Hong Kong chez BNP Paribas Investment Partners « “La-Chine ouvre son marché d’obligations onshore aux-investisseurs étrangers », Investors’ Corner, 1<sup>er</sup> mars 2016.

<sup>21</sup> Chi Lo, *ibid.*.

Une projection à deux ans à partir de l'année 2015 montre qu'en cas de prolongation de tendances, le marché des obligations en Chine qui est aujourd'hui de 62,634 milliards de yuans sera de 79,479 milliards de yuans en 2016 et de 100,874 milliards de yuans en 2017. Par ailleurs, le rendement des obligations souveraines chinoises est supérieur à celui des treasuries américains (2,9% à 10 ans contre 1,85%). En 2015, le marché des corporate bonds en Chine représentait 14.000 milliards de yuans, soit près de 2.135 milliards de dollars.

Hélas, cette ouverture se produit à un moment où le yuan vacille sur les marchés. En effet, la dépréciation du yuan constitue, depuis l'été 2015, une tendance de fond sur les marchés. Fin mai 2016, il fallait 6,5642 yuans onshore pour acheter un peso, soit un plus-bas depuis mars 2011<sup>22</sup>. A l'heure où ces lignes étaient écrites, plus de la moitié des économistes interrogés par le Wall Street Journal pensaient que l'augmentation des taux directeurs aux Etats-Unis interviendrait en juillet et 30% en septembre<sup>23</sup>. On peut cependant douter de la probabilité, à court terme, d'une appréciation du dollar suite à un mouvement d'augmentation des taux d'intérêt<sup>24</sup> tant il est vrai que le Brexit va retarder le mouvement de remontée des taux aux Etats-Unis.

A vrai dire, on peut, logiquement mais non sans prudence (ces lignes étaient écrites alors que les résultats du référendum britannique venaient à peine d'être connus), anticiper un regain d'intérêt pour les valeurs émergentes suite au maintien des taux d'intérêt à un faible niveau dans le monde développé. Les incertitudes concernant les perspectives européennes favoriseront le rôle de valeur refuge du dollar. Cette perspective rendra d'autant plus désirable la possession de dollars en Amérique latine. Si l'on couple cette perspective aux évolutions propres à l'économie chinoise, on peut établir que des investissements en Chine ne peuvent aujourd'hui s'effectuer qu'en refusant d'y injecter des dollars autant que faire se peut.

On constatera, à ce sujet, que la dépréciation du yuan est une tendance qu'il faut envisager sur le long terme. Depuis fin mars 2016, le yuan reperd de la valeur par rapport au dollar US. Cependant, « les investisseurs ne considèrent pas la récente dévaluation du yuan comme une réaction de panique à une détérioration des perspectives de croissance. En effet, la baisse des anticipations de durcissement monétaire aux États-Unis a tempéré l'appréciation du dollar par rapport aux autres devises pondérées par les échanges commerciaux qui composent le panier adopté par la Chine »<sup>25</sup>.

Les répercussions de cet état de choses sur la mesure de libéralisation de l'achat des obligations chinoises peuvent s'envisager comme suit. Certes, « la libéralisation du marché obligataire interbancaire aux investisseurs étrangers du secteur privé peut être considérée

---

<sup>22</sup> Wall Street Journal, 25 mai 2016.

<sup>23</sup> Wall Street Journal, 9 juin 2016

<sup>24</sup> Steven Friedman, Senior Investment Strategist chez BNPP IP, Pourquoi l'attention du marché s'est-elle détournée du yuan chinois ?, BNP Investors'Corner, 10 juin 2016.

<sup>25</sup> Ibid.

comme une avancée structurelle destinée à encourager la participation étrangère dans le marché financier de Chine continentale ». <sup>26</sup>

Mais le but de la manœuvre dans le chef de Pékin consiste également à « soutenir le taux de change du renminbi et faciliter son internationalisation en permettant aux investisseurs étrangers d'acheter davantage d'actifs libellés dans cette devise ». <sup>27</sup> Cette ouverture du marché obligataire domestique va, certes, générer une augmentation des flux entrants et des achats de renminbi. « Toutefois, les flux devraient être à ce stade limités par la nouvelle dégradation des perspectives d'activité, reflétée par le recul de février tant dans le secteur manufacturier que dans les services. De plus, l'insuffisante garantie sur la possibilité de retirer les avoirs devrait rendre les investisseurs étrangers frileux pour l'instant. En conséquence, le renminbi devrait encore se déprécier par rapport au dollar ». <sup>28</sup>

Le fait de n'utiliser que le yuan dans les échanges avec les secteurs libéralisés permettra de ne pas améliorer l'état des réserves de la BPC. A terme, une orientation de cette nature garantira que les réserves de Pékin ne seront pas réalimentées. Cela poussera Pékin à devoir libéraliser davantage son économie et assurera de meilleures possibilités d'accès au marché chinois pour les investisseurs internationaux et favorisera également une réduction plus avancée des surcapacités du secteur industriel chinois. Un mouvement dans ce sens a déjà été amorcé par le gouvernement chinois avec l'adoption d'une nouvelle loi sur les faillites mais il est encore insuffisant selon les commentateurs <sup>29</sup>.

Dans cette optique, il serait, dès lors, particulièrement recommandable, à l'avenir, d'investir le plus possible directement en yuans dans le cas d'une entrée sur le marché des obligations interbancaires chinoises pour se couvrir contre d'éventuels risques de change. Le caractère limité de la distribution du yuan en dehors des frontières de la Chine constitue une caractéristique de la politique de dissémination du yuan par Pékin. La France ne dispose que de 80 milliards de yuans pour effectuer des transactions avec la Chine au terme du RQFII conclu en mars 2014.

En décembre 2015 (soit un peu plus d'un an après l'entrée en vigueur du RQFII), 19,8 milliards de yuans du RQFII français avaient déjà été utilisés <sup>30</sup>. Les turbulences sur le marché chinois amènent aujourd'hui les analystes à constater que les lignes RQFII sont consommées plutôt avec parcimonie. En juin 2016, seuls 20,6 milliards du quota français avaient été utilisés. Le rythme d'utilisation du yuan semble marquer le pas en France. Les incertitudes économiques de la Chine ne sont évidemment pas étrangères à cette sous-utilisation. Voici en milliards de yuans la distribution et l'utilisation de yuans sous quotas RQFII dans le monde.

---

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> Chi Lo, op.cit.

<sup>28</sup> Interview de Mathilde Lemoine, op.cit.

<sup>29</sup> Financial Times, 23 juin 2016

<sup>30</sup> State Administration of Foreign Exchange (SAFE), 28 décembre 2015

### Quotas RQFII

| Région-Pays         | Quota attribué | Quota consommé | % de Quota consommé |
|---------------------|----------------|----------------|---------------------|
| Hong Kong           | 270            | 270            | 100                 |
| États-Unis          | 250            | 0              | 0                   |
| Corée du Sud        | 120            | 74             | 62,7                |
| Singapour           | 100            | 54,7           | 54,7                |
| Royaume-Uni         | 80             | 29,1           | 36,4                |
| France              | 80             | 20,6           | 25,7                |
| Allemagne           | 80             | 6,543          | 8,18                |
| Australie           | 50             | 30             | 60                  |
| Luxembourg          | 50             | 10             | 20                  |
| Suisse              | 50             | 5              | 10                  |
| Canada              | 50             | 1,825          | 3,6                 |
| Qatar               | 50             | 0              | 0                   |
| Chili               | 50             | 0              | 0                   |
| Hongrie             | 50             | 0              | 0                   |
| Malaisie            | 50             | 0              | 0                   |
| Émirats arabes unis | 50             | 0              | 0                   |
| Thaïlande           | 50             | 0              | 0                   |

Source: State Administration of Foreign Exchange (SAFE), juin 2016

On peut constater que le quota attribué à Hong Kong a déjà été entièrement utilisé. Les acteurs de marchés dans cette zone s'activent pour que son niveau soit relevé prochainement. La Corée du Sud et Singapour ont déjà largement utilisé les yuans mis à leur disposition. A ce stade du débat notionnel, on peut anticiper que les investisseurs qui seront intéressés par un investissement sur le marché chinois éviteront de plus en plus d'injecter des dollars dans ce pays en utilisant préférentiellement les plans RFQII au détriment du schéma QFII qui les contraindraient à utiliser des dollars<sup>31</sup>. Nous pensons que ce choix est exclusivement contraint à défaut de mieux.

### Lettres de créance

En effet, des formules plus intéressantes peuvent être envisagées de façon à démultiplier les avantages qui pourraient résulter de contrats permettant l'obtention de yuans. Il s'agit là, en l'occurrence, de s'éloigner d'un schéma d'utilisation simple tel que le RFQII qui permet, certes, l'utilisation de yuans mais fait dépendre le profit de l'investisseur des seules performances de l'économie chinoise. C'est ici que les yuans détenus par l'Argentine peuvent

---

<sup>31</sup> Financial Times, 4 février 2016

s'avérer intéressants. Ce d'autant qu'un deal avec un pays comme l'Argentine est de nature à permettre à une grande banque de gagner sur deux tableaux. En effet, l'Argentine doit, comme nous l'avons vu, acheter des dollars pour pouvoir rembourser des yuans parce que le peso argentin (c'est le cas de la totalité des monnaies sud-américaines) est une monnaie inutilisée sur les marchés.

Donc quand les Argentins auront reçu les dollars qu'ils convoitent tant via l'activation du swap, ils devront en déboursier la totalité plus une charge d'intérêt pour rembourser la Banque populaire de Chine. Les Argentins sont, en réalité, prisonniers du manque de crédibilité de leur devise. Le besoin de freiner l'inflation et de restaurer la confiance des investisseurs extérieurs se trouve aujourd'hui au centre des politiques de l'administration du président Macri. C'est ainsi que le rachat des yuans mis à la disposition de la BCRA devrait être assorti d'un prêt d'un montant équivalent. Vu les taux d'intérêt en vigueur, ce prêt en dollars sera plus qu'intéressant pour la banque qui effectuera le prêt. L'absorption de l'importante masse monétaire en circulation met aujourd'hui les autorités monétaires argentines dans l'obligation de pratiquer des taux d'intérêts réel élevés.

On attirera l'attention du lecteur sur les lettres de crédit de la BCRA, en l'occurrence les Lebac (soit l'acronyme de *Letras del Banco Central*). Les Lebac sont des lettres émises par la BCRA indexée en partie sur le cours du dollar. Il y a différentes formules de Lebac à 35, 63, 98, 119, 147, 203 ou 252 jours. Les taux d'intérêt en base annuelle pour ces différents produits sont respectivement de 32,25%, 31,25%, 29,99%, 29,95%, 28,15%, 27,74% et 27,50%. Précisons qu'il existe également un marché secondaire des Lebac sur la bourse de Buenos Aires.

*Taux d'intérêt et durée des Lebac (juin 2016)*

| Durée de placement (jours) | Taux d'intérêt en base annuelle (%) |
|----------------------------|-------------------------------------|
| 35 j.                      | 32,25                               |
| 63 j.                      | 31,25                               |
| 98 j.                      | 29,99                               |
| 119 j.                     | 29,95                               |
| 147 j.                     | 28,15                               |
| 203 j.                     | 27,74                               |
| 252 j.                     | 27,50                               |

Source : BCRA, mai 2016

Le taux d'inflation en Argentine devrait se situer aux alentours de 35% cette année<sup>32</sup>. C'est plus que ce qu'espérait le ministre argentin des Finances . Ce dernier avait prévu une inflation de 25% en 2016. En réalité, la diminution du déficit fiscal, permettant d'amoinrir l'émission monétaire, passait par l'adoption d'une série de mesures de coût vérité des produits énergétiques dont les prix sont régulés en Argentine. Cette opération a logiquement débouché sur une augmentation du niveau général des prix.

Toutefois, cette remontée du niveau général des prix n'est que temporaire. Les efforts du gouvernement pour réduire le déficit fiscal porteront leurs fruits à partir du deuxième semestre 2016 par effet de pression à la baisse sur les salaires et les dépenses publiques. Si l'on prend les chiffres de l'inflation pour la seconde moitié de l'année, le taux d'inflation en base annuelle sera compris aux alentours de 25%<sup>33</sup>.

En tout état de cause, la lutte contre l'inflation en Argentine repose également sur des outils également monétaires. L'indépendance retrouvée de la BCRA amène cette dernière à se porter garante de la stabilité des prix qui est redevenue la priorité première des autorités argentines.

### **Perspectives argentines**

Un mouvement de desserrement spectaculaire des taux n'est pas pour demain. Les prévisions du ministre argentin des Finances évoquent une stabilisation de l'inflation aux alentours de 17% en 2017, 12% en 2018 et 5% en 2019<sup>34</sup>. La volonté réitérée de la BCRA est de ne baisser les taux qu'en fonction des succès de la lutte contre l'inflation. L'objectif d'un taux annuel d'inflation annuel de 5% passe par le maintien d'un taux d'intérêt réel positif. Ce qui est bien aujourd'hui le cas puisque pour le taux d'intérêt en base annuelle annuel garanti pour des Lebacs 35 jours était de 32,25% pour la nouvelle émission de juin 2016 alors qu'il apparaît de plus en plus clairement que la politique de consolidation budgétaire et de taux d'intérêts réels a permis, aujourd'hui, de faire baisser le taux d'inflation en dessous des 30%.

Bien des observateurs ont, dans le passé, insisté sur la taille réduite et le manque de profondeur des marchés financiers des pays émergents. De ce point de vue, l'Argentine fait figure d'exception. En l'occurrence, les Lebacs se caractérisent par une liquidité importante. Via un système d'adjudication à la hollandaise, le BCRA a émis des Lebacs 35 jours pour 66,666 milliards de pesos en mai 2016 (4,813 milliards de dollars au cours de 17 juin 2016)<sup>35</sup>. En juin 2016, la BCRA a effectué une nouvelle émission de Lebacs pour 68,562 milliards de pesos (4,950 milliards de dollars)<sup>36</sup>. Le stock total de Lebacs, début juin 2016, représentait 540 milliards de pesos (soit 38,990 milliards de dollars).

---

<sup>32</sup> El País, 3 mai 2016.

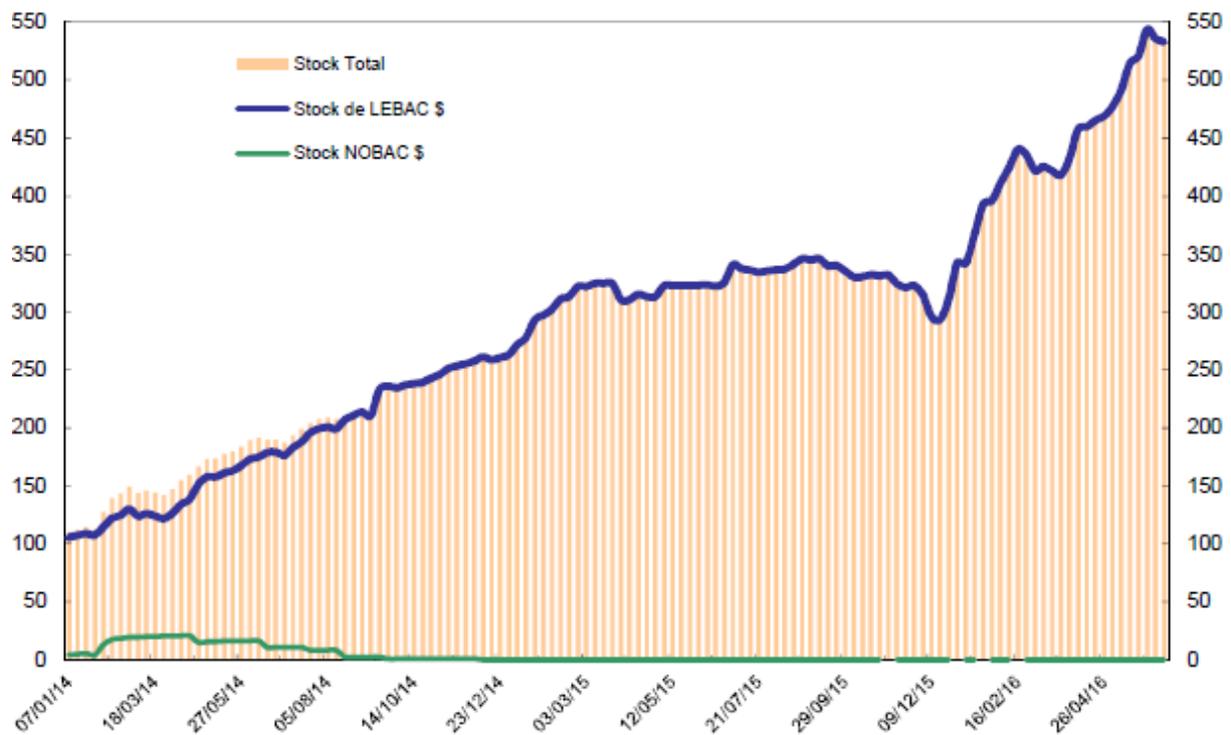
<sup>33</sup> Ibid.

<sup>34</sup> El País, 31 mai 2016.

<sup>35</sup> BCRA, COMUNICADO Nro. 50750, 17 mai 2016.

<sup>36</sup> BCRA, informe semanal de subastas de Lebacs y Nobacs, 3 au 10 juin 2016.

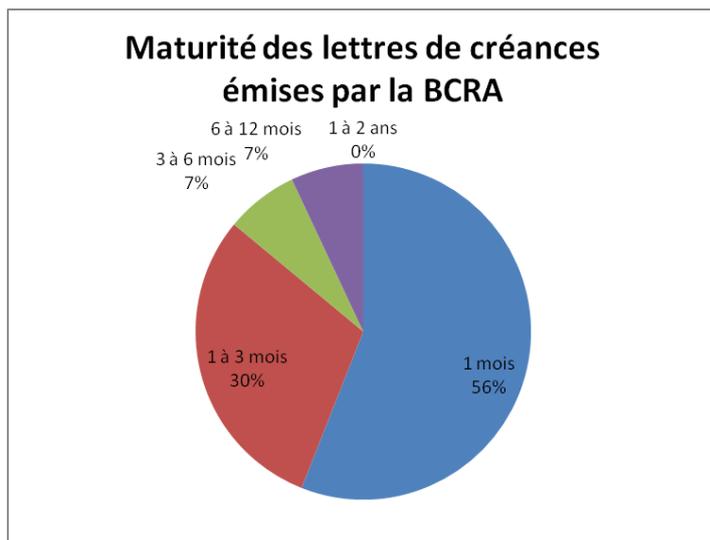
*Stock de Lebac en Argentine (milliards de pesos)*



Source : BCRA, juin 2016.

On peut donc imaginer sur une période de 24 mois, alors que l'inflation va baisser et la croissance remonter petit à petit en Argentine, écouler pour l'équivalent en pesos de 7 milliards de dollars si l'hypothèse de financer la totalité du stock de yuans détenus par la BCRA est adoptée.

Pour le surplus, on observera que les titres placés par la BCRA sont très majoritairement des titres à court terme.



Source : *ibid.*

On remarquera que 56% des titres émis par la BCRA ont une maturité à un mois. 30% ont une maturité inférieure à 3 mois. Dans une très large part, les Lebac sont donc des titres de court terme.

L'introduction de 7 milliards de dollars de façon lissée sur ce marché n'a donc rien de problématique à moyen terme. On signalera, cependant, que l'achat des Lebac à court terme est exclusivement réservé aux investisseurs locaux depuis le mois de mai 2016. A cette époque, la BCRA ne vend plus de Lebac aux investisseurs extérieurs que pour des maturités de 147, 203 et 252 jours. L'entrée de devises en Argentine amène à une revalorisation du peso face au dollar. Les autorités monétaires sont conscientes du danger. Une appréciation trop forte du peso par rapport au dollar aurait pour conséquence de pénaliser les exportations de l'Argentine. Cette dernière, à travers un programme d'amnistie fiscale adopté récemment, pourrait rapatrier 20 milliards de dollars. Ce qui favorisera une appréciation du peso. En attendant, cette crainte n'est pas fondée.

Les taux d'intérêt des Lebac font l'objet d'arbitrages incessants avec le dollar, c'est-à-dire les placements en dollars placés dans le système financier argentin. Après la baisse des taux d'intérêts de 100 points de base intervenue durant la première semaine de juin 2016, le dollar avait recommencé à s'apprécier face au peso. La banque centrale est intervenue pour maintenir le dollar dans la bande de 13 à 14 pesos<sup>37</sup>. Les mouvements sur le marché des changes en Argentine restent encore indécis. Nous pouvons, à cet égard, affirmer que le rachat de yuans et le remplacement de ces derniers par des dollars constituent une bonne nouvelle pour le pays, que le peso s'apprécie ou se déprécie par rapport au dollar.

L'Argentine constitue, comme nous l'avons vu, un exemple type de pays à double circulation monétaire. Le dollar y circule, comme nous l'avons vu, au même titre que le peso. Et on épargne également en dollars en Argentine.

Si le programme d'amnistie fiscale constitue un succès au-delà des espérances du gouvernement, la BCRA devra intervenir et vendre des dollars pour permettre au peso de

<sup>37</sup> El Cronista, 16 juin 2016.

s'apprécier. Parallèlement, la BCRA s'engagera dans un programme de raréfaction des dollars en circulation et proposera des lettres de créances libellées en dollars. Le but de cette manœuvre consistera à raréfier les dollars en circulation de façon à en favoriser l'appréciation sur le marché local des changes. En revanche, si le dollar s'apprécie trop par rapport au peso, l'amélioration des réserves de la BCRA en devises (et plus particulièrement en dollars) permettra de faire face à la dépréciation du peso. Par ailleurs, dans ce cas de figures, un mouvement d'augmentation des taux d'intérêt sur les Lebacks, afin de favoriser la rareté relative du peso dans la circulation monétaire en Argentine, sera mis en œuvre par les autorités monétaires.

### **En fin de compte**

Mais en définitive, l'économie argentine reste une économie fondamentalement dollarisée. Voilà qui est de nature à rassurer sur l'intérêt de la partie argentine à assurer la conversion des yuans en dollars. Et comme nous l'avons vu, la politique de taux d'intérêt réels positifs règne aujourd'hui à Buenos Aires de telle sorte que le financement des autorités argentines permettra à la banque qui échangera des dollars contre des yuans de disposer d'un montant de devises chinoises comportant un taux d'intérêt. Ce qui n'est évidemment pas le cas lorsqu'une institution a recours au schéma RQFII. Il nous reste à démontrer l'intérêt et la faisabilité technique de l'opération de substitution des yuans du point de vue du gouvernement chinois. Dans ce contexte, la conversion des yuans en dollars, comme prescrit par le currency deal, impacterait les réserves en devises de la Chine. Or, ces dernières sont, comme le prouve le graphique qui suit, sous tension depuis l'été dernier.

*Etat des réserves de la Banque populaire de Chine (millions de dollars) depuis juin 2015*



Source : Banque mondiale, juin 2016

En mai 2016, après une légère remontée en avril, les réserves de change de la Banque populaire de Chine se situaient à leur niveau le plus bas depuis un an. Les réserves de change

de la Chine ont, en douze mois, fait un bon arrière d'un peu plus de quatre ans puisqu'elles retrouvent leur niveau du début de l'année 2012, comme le prouve le graphique qui suit.

*Etat des réserves de la Banque populaire de Chine (millions de dollars) depuis 2012*



Source : Banque mondiale, juin 2016

On comprend, dans ce contexte, les raisons de la libéralisation complète des obligations du marché interbancaire chinois. Pékin veut clairement attirer des devises. On peut donc supposer que des opérations de change sur le currency swap argentin financées par des privés ne peuvent pas être mal accueillies par Pékin puisque ce type de deals ne fera en rien diminuer les réserves de la BPC.

D'un point de vue technique, si une partie extérieure au currency swap décide d'écouler les yuans acquis sur cette base en Chine, comment procédera-t-elle ? La possibilité d'écouler des yuans en Chine dépend d'une chambre de compensation qui assure l'équilibre des mouvements débiteurs et créditeurs entre des acteurs financiers qui n'ont pas de relations directes. La chambre de compensation doit assumer le risque de défaillance de chacune des contreparties débitrices et créditrices et jouera un rôle de fonds de garantie en cas de défaillance d'une des deux parties. A l'origine, seules des banques chinoises jouaient, jusqu'à présent, ce rôle de compensation dans les relations économiques avec l'extérieur.

Il s'agissait, pour le détail, de ICBC Bank, de la Bank of China (présente à Paris), de la Banque de Construction et/ou de la Banque de Communication. Par exemple, l'infrastructure de compensation et de règlement en yuans de Paris a pour objectif fondamental d'accompagner les transactions commerciales des entreprises françaises et européennes avec leurs partenaires en Chine ainsi que celles qui ont lieu entre l'Afrique et la Chine.

Du fait de l'important volume des transactions à traiter, la Bank of China Paris ne sera pas seule à faire office de chambre de compensation en yuans. Parmi les banques qui se sont jointes à elles, on retrouve BNP Paribas. A l'intérieur de la chambre de compensation, chacun peut accepter sans conditions la demande de règlement (de créances ou de dettes) de l'autre et

si les liquidités lui font défaut, se procurer des yuans sans difficulté au sein de la chambre de compensation. Les risques de liquidité sont portés par la BCE qui a convenu un currency swap portant sur 350 milliards de yuans. Par ailleurs, le fonctionnement de la caisse de compensation permet de faire entrer en Chine des yuans quand bien même ils n'ont pas été puisés dans le quota prévu au départ par le RFQII puisque tout le système repose avant tout sur la confiance mutuelle des partenaires.

La Chine a, en effet, conclu des currency swaps pour près de 3.000 milliards de yuans avec le reste du monde depuis 2011. La plupart des pays partenaires sont des nations en développement. Les mêmes conditionnements pèsent sur ces pays que sur l'Argentine. L'internationalisation du yuan sera donc poussée avant tout par les marchés. Et Pékin ne devrait pas voir la chose d'un mauvais œil.