

Le renminbi roi?

Eswar Prasad et Lei Ye

Malgré son importance croissante sur la scène internationale, la monnaie chinoise n'est pas près de rivaliser avec le dollar

LA CHINE est devenue la deuxième économie de la planète et l'un des principaux moteurs de la croissance mondiale. Elle représente entre 10 % et 15 % du PIB mondial (selon le critère utilisé) et, pour 2011, environ un quart de sa croissance. Parmi les monnaies des six principales économies, le renminbi est cependant la seule à ne pas s'échanger facilement et à ne pas être acceptée partout; elle ne fait donc pas partie des devises fortes.

Les autorités chinoises ont récemment entrepris de promouvoir le renminbi au niveau international, malgré leurs réticences à s'ouvrir à la libre circulation des capitaux et au flottement du taux de change. Néanmoins, du seul fait de la taille de l'économie chinoise et de sa part croissante dans la production et les échanges mondiaux, cette démarche laisse augurer du rôle grandissant du renminbi dans la finance et le commerce internationaux. Finira-t-il par acquérir une stature mondiale à l'image de l'économie chinoise, et s'approcher même du dollar?

Pour répondre à cette question il faut considérer trois notions connexes, quoique distinctes.

- *Internationalisation* : la monnaie comme moyen d'échange servant à libeller et à régler des transactions commerciales et financières;
- *Convertibilité du compte de capital* : les restrictions que l'État applique aux mouvements de capitaux, sachant que la convertibilité implique l'absence totale de restrictions;

- *Monnaie de réserve* : la monnaie détenue par une banque centrale pour parer aux crises de balance des paiements.

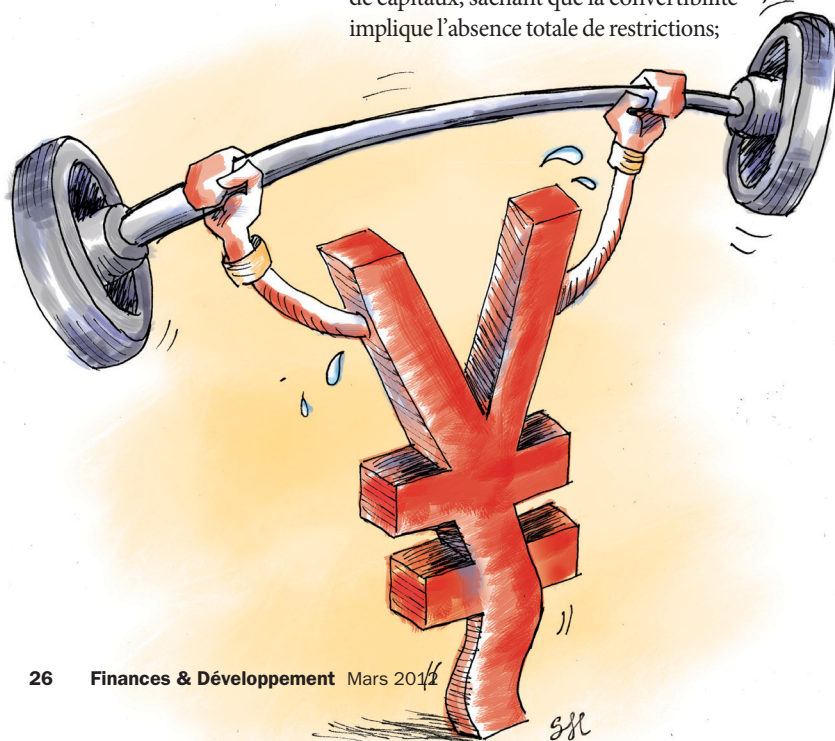
La monnaie d'un pays peut être utilisée à l'échelle internationale même si son compte de capital n'est pas complètement libéralisé. À l'inverse, même en l'absence de restrictions, une monnaie peut ne pas être utilisée, ou très peu, au plan international. En tout état de cause, l'utilisation internationale et l'ouverture du compte de capital sont indispensables à une monnaie de réserve internationale.

Le présent article situe le renminbi sur les trois axes précités, en examinant l'équilibre et la durabilité du développement économique chinois et leur incidence sur le système monétaire mondial.

Devenir une monnaie de réserve

Vu la taille et les perspectives de croissance de l'économie chinoise, de nombreux observateurs estiment que le renminbi deviendra une monnaie de réserve. Pour en évaluer la probabilité et les échéances, il faut identifier les caractéristiques d'une monnaie de réserve et voir comment la devise chinoise évolue sur ces plans-là. Les facteurs qui déterminent généralement le statut de monnaie de réserve comprennent :

- *le poids économique* — le PIB d'un pays et sa part dans les transactions financières et commerciales internationales sont importants, sans être cruciaux;
- *les politiques macroéconomiques* — pour investir dans les actifs d'un pays, il faut être convaincu que ses politiques protégeront la monnaie contre l'érosion, et notamment qu'il est déterminé à assurer un taux d'inflation faible et un endettement public viable;
- *un taux de change flexible* — les monnaies de réserve s'échangent généralement sans restrictions et leur valeur extérieure est déterminée par le marché, même si des interventions de la banque centrale ne sont pas complètement exclues. Libéralisation du compte de capital et taux de change flottants ne sont pas nécessairement synonymes;
- *la libéralisation du compte de capital* — les réserves doivent être acceptées comme moyen de paiement par les partenaires commerciaux et financiers, et donc être facilement échangeables sur les marchés mondiaux. La condition est dif-



ficile à remplir quand le pays concerné limite les mouvements de capitaux et si ses marchés de change sont peu profonds et directement contrôlés par les autorités;

- *le développement des marchés financiers* — le pays doit avoir des marchés financiers profonds et liquides, c'est-à-dire comptant de nombreux acheteurs et vendeurs, en particulier pour les titres d'État, afin de pouvoir proposer des avoirs «sûrs» aux investisseurs internationaux et aux autres banques centrales. Le volume négocié sur ces marchés obligataires, une des mesures de la liquidité, est également important.

Il n'y a pas de règle absolue pour définir les critères importants, voire essentiels. Ainsi, le franc suisse est une monnaie de réserve mondiale malgré la part réduite de la Suisse dans le PIB et le commerce mondial. En outre, bon nombre de grandes économies ayant une monnaie de réserve (zone euro, Japon et États-Unis, par exemple) ont une dette publique grandissante, qui fait craindre pour leur stabilité macroéconomique, sans pour autant affecter le statut de réserve de leur monnaie, en tout cas pour le moment. Certains analystes se sont même fondés sur l'expérience des États-Unis pour déclarer que la Chine devrait afficher de gros déficits courants pour proposer des instruments de réserve au reste du monde. Mais l'argument ne tient pas. Le yen et le franc suisse sont devenus des monnaies de réserve en dépit des excédents courants régulièrement enregistrés par le Japon et la Suisse.

Quel rôle pour le renminbi?

L'importance de l'économie chinoise et son rôle dans le commerce mondial ne sont guère contestés. La Chine représente aujourd'hui plus de 10 % des échanges de biens internationaux, contre 4 % il y a 10 ans, et elle a tissé un vaste réseau de relations avec le reste du monde par le biais du commerce. La question demeure de savoir si ses politiques budgétaire et monétaire fournissent un ancrage aux anticipations inflationnistes à long terme et favorisent la stabilité macroéconomique. Sa dette publique explicite est modérée et le déficit de l'État est modeste par rapport à celui des principales économies à monnaie de réserve. De surcroît, malgré un taux de change très dirigé qui a compromis l'indépendance de la politique monétaire, le taux d'inflation de la Chine a été relativement stable ces dernières années.

Il s'agit ensuite de savoir s'il se produit une ouverture du compte de capital. Les mesures de contrôle sont encore très nombreuses, mais certaines sont supprimées de manière progressive et prudente. Cela s'est traduit par une forte hausse des entrées brutes durant les 10 dernières années, qui témoigne de l'attrait de la Chine pour les investisseurs étrangers. Les sorties autres que les réserves de change, y compris les investissements à l'étranger de sociétés et d'investisseurs institutionnels chinois (fonds de pension, par exemple), ont aussi considérablement augmenté, certes en partant d'un faible niveau. En résumé, le compte de capital de la Chine est effectivement de plus en plus ouvert, bien que les mouvements demeurent plus réglementés que dans les économies ayant une monnaie de réserve (États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Suisse et zone euro).

Le développement des marchés financiers intérieurs est essentiel à une monnaie internationale. Historiquement, chaque monnaie de réserve a gagné un rôle de premier plan dans des circonstances très particulières et sous l'effet de motivations

différentes. On note toutefois une constante : l'existence de marchés financiers performants, c'est-à-dire présentant les caractéristiques suivantes :

- *Diversification* — large choix d'instruments financiers, y compris de marchés pour la couverture des risques;
- *Profondeur* — volume important d'instruments financiers sur des marchés spécifiques;
- *Liquidité* — volume négocié élevé.

Sans un vaste marché obligataire, le renminbi ne peut pas être un support crédible pour les transactions internationales. Si les marchés des titres de dette en renminbi ne sont pas assez liquides, la monnaie n'attirera pas les entreprises étrangères. Dans un contexte de compte de capital ouvert, les importateurs comme les exportateurs peuvent s'inquiéter de la volatilité accrue du taux de change s'ils n'ont pas accès à des marchés de dérivés pour couvrir le risque de change.

Quelle est la situation actuelle? Le système financier chinois reste dominé par les banques, et l'État contrôle directement le gros du système bancaire. Le montant total du crédit intérieur d'origine bancaire est supérieur à la taille combinée des marchés boursier et obligataire. L'ampleur et la structure du système bancaire, qui protègent les bénéficiaires en limitant la concurrence, ainsi que les obstacles réglementaires empêchent les marchés financiers de se développer davantage.

Les marchés obligataires chinois sont bien moins développés et liquides que ceux des principales économies ayant une monnaie de réserve (voir graphique 1). Le marché des titres d'État est relativement important en valeur absolue, mais les volumes négociés sont faibles. Ceux-ci sont cependant plutôt élevés pour les obligations d'entreprises, dont le marché reste certes modeste. La ventilation des titres de dette internationaux par monnaie d'émission confirme l'impression : les monnaies de réserve existantes prédominent et la dette en renminbi représente un pourcentage dérisoire (0,1 %) de la dette internationale.

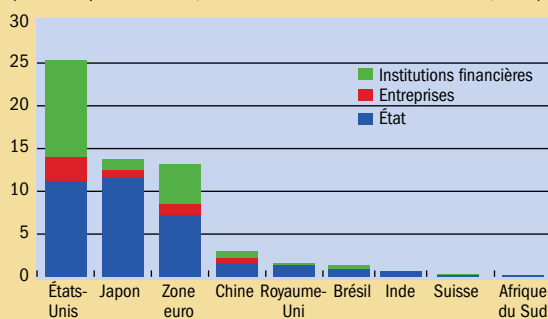
En valeur absolue, le marché des titres d'emprunt chinois est modeste par rapport à celui d'autres pays, mais il ne faut pas perdre de vue sa *croissance* rapide, conforme à la volonté de la

Graphique 1

Derrière les grands

Les marchés obligataires chinois sont bien moins importants et liquides que ceux des principaux pays à monnaie de réserve.

(titres d'emprunt nationaux; encours en milliers de milliards de dollars, 2010)



Sources : Banque des règlements internationaux; calculs des auteurs.

Note : Le graphique montre l'encours de la dette nationale, ventilé par résidence et secteur. Les données pour la zone euro excluent l'Estonie.

Chine de faire du renminbi une monnaie internationale (voir graphique 2). Mais en faire une monnaie de réserve est sans doute un objectif à beaucoup plus long terme.

Le développement des marchés d'actions est un des domaines où la Chine a considérablement progressé. Après les réformes de 2005, les capitalisations et taux de rotation ont été multipliés par six, tandis que le volume négocié a plus que décuplé. Les marchés chinois restent pourtant extrêmement volatils et sensibles aux craintes liées au gouvernement d'entreprise; ils sont donc sans doute d'un intérêt limité pour promouvoir le renminbi comme monnaie internationale.

Le rythme d'internationalisation de la devise chinoise dépend de son utilisation dans les transactions financières internationales et non pas seulement dans les échanges commerciaux. Le taux de rotation sur les marchés des changes est un bon indicateur de son potentiel comme support pour les transactions correspondant à des échanges transfrontaliers d'avoirs financiers et de biens. En 2010, le renminbi représentait moins de 1 % des volumes négociés sur les marchés des changes, mais cela sous-estime la réalité. La Chine se sert de la Région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong comme place financière pour le règlement des opérations de change et, en 2010, cette région représentait 5 % des volumes négociés à l'échelle mondiale. La RAS de Hong Kong est une plateforme utile où le renminbi est mis en concurrence avec les monnaies d'autres économies émergentes.

La plupart des marchés de dérivés chinois sont de création très récente, mais trois des marchés à terme de marchandises figurent parmi les 20 premiers marchés dérivés mondiaux par le nombre de contrats à terme et d'options négociés. Toutefois, pour promouvoir l'utilisation d'une monnaie à l'international, il est moins utile d'avoir un gros marché dérivé de marchandises que des marchés dérivés d'instruments financiers diversifiés et liquides.

Dans une certaine mesure, les politiques qui orientent l'activité vers la RAS de Hong Kong jouent le rôle que remplissent habituellement des marchés financiers intérieurs très actifs. L'an dernier, le montant des dépôts en renminbi ainsi que le nombre d'institutions autorisées à effectuer des transactions en renminbi dans la RAS de Hong Kong ont fortement augmenté.

Les mesures visant à encourager l'utilisation du renminbi hors de Chine continentale ont bien contribué à promouvoir son rôle international, en évitant les effets potentiellement délétères d'une libéralisation des mouvements de capitaux. Il faut cependant un développement plus actif des marchés intérieurs pour que le renminbi réalise tout son potentiel de monnaie internationale. En dernier ressort, il sera difficile de développer au maximum les marchés des changes et des produits dérivés sans une libéralisation substantielle du compte de capital.

En résumé, ces dix dernières années les marchés financiers chinois ont quelque peu progressé sur le plan de la diversification, de la profondeur et de la liquidité. Mais la Chine demeure en retrait sur les axes essentiels du développement des marchés financiers, et les faiblesses de son système risquent de peser sur les mesures visant à renforcer le rôle international de sa monnaie.

Une présence internationale grandissante

Malgré la faiblesse de son infrastructure financière, le renminbi prend pied sur la scène internationale (voir graphiques 3 et 4). La Chine a très largement utilisé la RAS de Hong Kong comme terrain d'expérimentation pour des initiatives visant à promouvoir le renminbi comme monnaie internationale. À partir de 2004, les personnes physiques résidant dans la RAS de Hong Kong ont été autorisées à ouvrir des comptes de dépôt en renminbi. D'autres initiatives ont suivi, comme le règlement de transactions commerciales transfrontalières et l'émission d'obligations en renminbi.

Vu l'essor rapide des échanges commerciaux chinois, promouvoir les règlements en renminbi est une première étape logique vers l'internationalisation de la monnaie. Depuis leurs débuts en 2009 les règlements en renminbi ont connu une progression impressionnante : en 2011, ils représentaient environ 8 % du total des échanges de biens et de services de la Chine. Les transferts mensuels utilisés dans la RAS de Hong Kong pour les règlements transfrontaliers se sont élevés à près de 25 milliards de dollars par mois en 2011, plus du double de leur valeur moyenne en 2010.

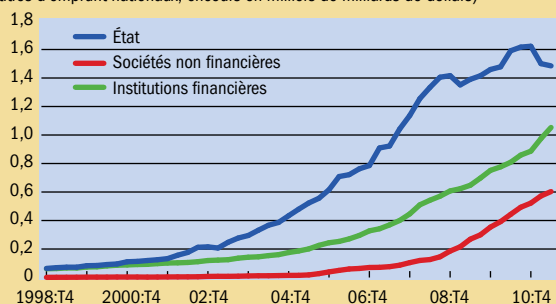
Dans la RAS de Hong Kong, les émissions d'obligations dim sum, c'est-à-dire libellées en renminbi, sont également en augmentation; elles ont triplé entre 2007 et 2010 et culminé à

Graphique 2

Rattrapage

Bien que modestes en valeur absolue, les marchés obligataires chinois sont en forte croissance.

(titres d'emprunt nationaux; encours en milliers de milliards de dollars)



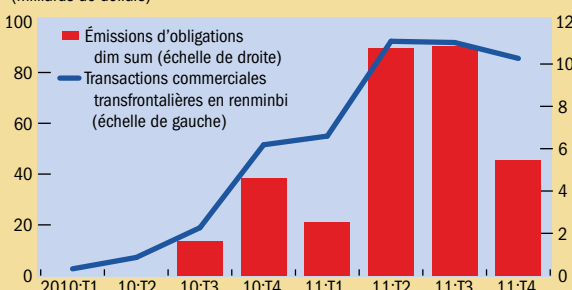
Source : Banque des règlements internationaux.
Note : données disponibles jusqu'à fin septembre 2011.

Graphique 3

Un rôle croissant à l'international

Dans la RAS de Hong Kong, la Chine émet des obligations libellées en renminbi (obligations dim sum) et utilise le renminbi pour le règlement de transactions commerciales.

(milliards de dollars)



Sources : données CEIC; Bloomberg; calculs des auteurs.

près de 10 milliards de dollars au deuxième trimestre 2011. Le rythme s'est ensuite un peu calmé, les conditions étant devenues moins favorables sur les marchés mondiaux avec l'aggravation continue de la crise de la dette en Europe.

Pour mesurer l'utilisation du renminbi en dehors de la Chine, on peut aussi examiner les transactions interbancaires. Les opérations de compensation en renminbi étaient quasiment inexistantes jusqu'au milieu de 2010, date à partir de laquelle les établissements financiers de la RAS de Hong Kong ont été autorisés à ouvrir des comptes en renminbi. Depuis, le volume et le montant des transactions se sont envolés. Leur valeur totale a atteint un record en août 2011, à plus de 500 milliards de dollars.

Même si l'échelle reste modeste, le lancement et le développement rapide de divers éléments du marché extra-territorial signalent une forte présence de la monnaie chinoise dans les transactions commerciales et financières en Asie. D'aucuns avanceront toutefois que les émissions d'obligations dim sum et les règlements transfrontaliers en renminbi restent pratiquement limités à des entreprises continentales et leurs filiales hongkongaises. Il se peut aussi qu'une partie de cette activité corresponde à des tentatives de contournement des contrôles sur les mouvements de capitaux. Même sur le plan extra-territorial, le renminbi est donc encore loin d'avoir réalisé tout son potentiel.

Par ailleurs, la banque centrale chinoise ouvre et développe des lignes de swap bilatérales en monnaie locale avec des banques centrales du monde entier afin de faciliter et développer l'utilisation du renminbi pour les transactions commerciales et financières internationales. Les montants en jeu ne sont pas très importants, mais ils traduisent les efforts déployés pour familiariser les autres banques centrales avec les instruments et facilités de crédit libellés en renminbi.

La monnaie chinoise fait également son apparition dans les portefeuilles de réserves de change de quelques banques centrales. La Malaisie et le Nigéria ont été les premiers, en 2011, et le Chili place aujourd'hui 0,3 % de son portefeuille en renminbi. D'autres envisagent de leur emboîter le pas. En principe, ces avoirs ne peuvent pas être comptabilisés comme réserves officielles en raison de la non convertibilité, mais cela ne semble pas rebuter

ces banques centrales, qui les considèrent (au même titre que les autres grandes monnaies de réserve qu'elles détiennent) comme une assurance contre les difficultés de balance des paiements.

Ces avancées sont timides mais symboliques, car elles traduisent une nouvelle perception de la stabilité du renminbi et de son futur rôle dans le système monétaire international.

À l'assaut du dollar

Le renminbi va-t-il se substituer au dollar comme première monnaie de réserve mondiale? Possible, mais pas à brève échéance. Ces dix prochaines années, il deviendra plus probablement une monnaie de réserve qui fera un peu d'ombre au dollar, sans pour autant l'éclipser.

Environ deux tiers des réserves de change mondiales sont libellées en dollars. D'autres indicateurs, comme la part du dollar dans les volumes négociés sur les marchés de change et dans les engagements transfrontaliers en devises des banques non américaines, confirment sa prééminence dans la finance mondiale. La stabilité macroéconomique des États-Unis suscite des doutes, qui pourraient diminuer l'attrait du dollar. Bien que la Réserve fédérale jouisse d'une très grande crédibilité internationale dans sa lutte contre l'inflation, l'augmentation de la dette publique est fort préoccupante. La dette brute des administrations publiques américaines équivaut à environ 90 % du PIB et pourrait atteindre 110 % en 2016 selon le FMI, soit près de 21.000 milliards de dollars. C'est une pente dangereuse pour la première économie du monde, mais, paradoxalement, vu les faiblesses du Japon et de la zone euro et la demande d'avoirs sûrs exprimée par les économies émergentes, qui continuent d'accumuler des réserves de change, le creusement de la dette américaine pourrait sceller la suprématie du dollar.

Qui plus est, il y a encore un gouffre entre la Chine et les États-Unis quant à l'offre d'avoirs sûrs et liquides tels que les titres d'État. La profondeur, la diversification et la liquidité des marchés financiers américains demeurent sans équivalent. Au lieu de rattraper les États-Unis en creusant sa dette, il faudrait que la Chine développe ses autres marchés financiers et propose davantage d'avoirs de qualité en renminbi.

Le renminbi joue un rôle grandissant dans la finance et les échanges internationaux. Son importance va encore s'accroître, mais il est guère probable qu'il devienne une monnaie de réserve de premier plan, et moins encore qu'il rivalise avec le dollar, sauf s'il finit par être librement convertible et que la Chine dérègle les mouvements de capitaux. Le défi pour les autorités chinoises est d'appuyer leurs modestes initiatives internationales par de profondes réformes intérieures. L'avenir du renminbi comme monnaie internationale sera tributaire d'un éventail plus large de politiques, touchant en particulier au développement des marchés financiers, à la flexibilité du taux de change et à la libéralisation du compte de capital. La trajectoire de croissance de la Chine et le rôle du renminbi dans l'économie mondiale dépendront de ces choix. ■

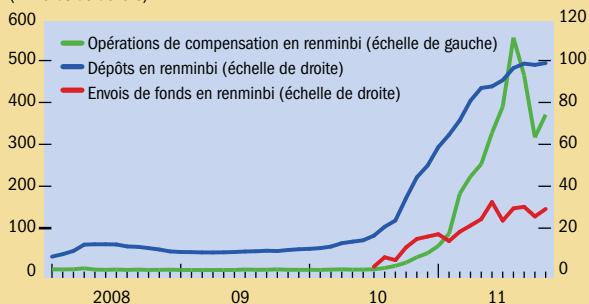
Eswar Prasad est titulaire de la chaire Nandlal P.Tolani de politique commerciale à l'université Cornell et occupe la chaire New Century d'économie internationale à la Brookings Institution. Lei Ye est étudiante en troisième cycle à l'université Cornell.

Graphique 4

Les banques renforcent le rôle du renminbi à l'étranger

Les dépôts en renminbi à l'étranger, les envois de fonds et les opérations de compensation interbancaires sont en forte hausse par rapport à 2008.

(milliards de dollars)



Sources : données CEIC; Autorité monétaire de Hong Kong.

Cet article s'inspire d'une étude de la Brookings Institution réalisée par les auteurs et intitulée «The Renminbi's Role in the Global Monetary System».