

Le juste milieu

La résistible ascension du renminbi



Eswar Prasad

EN NOVEMBRE 2015, le FMI a fait une annonce méritant symboliquement de figurer dans les annales de la finance internationale, puisqu'il a déclaré que le renminbi chinois allait devenir l'une des principales monnaies de réserve mondiales et rejoindrait ainsi le club élitiste des monnaies (comprenant jusque-là le dollar, l'euro, le yen japonais et la livre sterling britannique) qui constituent l'unité monétaire artificielle créée par le FMI, le droit de tirage spécial (DTS). La monnaie chinoise semblait alors devoir faire fureur et redessiner la finance mondiale.

Les choses ont bien changé depuis. Le renminbi s'est déprécié face au dollar et la Chine doit gérer une vague de sorties de capitaux reflétant notamment une perte de confiance dans son économie et sa monnaie. L'inclusion du renminbi dans le panier du DTS, qui est entrée en vigueur en octobre 2016, n'a pas enrayer ce mouvement de défiance.

L'emballage médiatique prédisant que la devise chinoise allait inévitablement s'imposer, voire rivaliser avec le dollar, s'est révélé

quelque peu excessif. Mais c'est sans doute aussi le cas des scénarios catastrophes qui s'appuient à présent sur les sorties de capitaux pour annoncer un effondrement de la valeur et de la position du renminbi. La vérité se situe probablement entre ces deux extrêmes.

À long terme, les conséquences de la progression du renminbi pour le système financier mondial dépendent, dans une large mesure, de la façon dont l'économie chinoise elle-même va évoluer. Il est possible que la promotion très offensive de sa monnaie par la Chine masque en réalité un projet de transformation de l'économie.

La taille n'est pas le seul critère

L'économie chinoise est aujourd'hui la deuxième économie du monde (sur la base des taux de change du marché). En 2016, son PIB annuel s'élevait à 11.000 milliards de dollars, soit 15 % du PIB mondial, juste derrière celui des États-Unis (19.000 milliards de dollars). La Chine est aussi un acteur de premier plan du commerce international, puisqu'elle représente 13 % du commerce

mondial des marchandises. Mesuré selon d'autres critères, le poids de la Chine dans l'économie mondiale est même supérieur. Le pays détient environ 30 % des réserves de change et contribue à un tiers de la croissance du PIB mondial depuis la crise financière.

Pour autant, la stature internationale du renminbi n'est pas vraiment en rapport avec l'économie chinoise. Parmi les monnaies des six principales économies du monde, le renminbi commence tout juste à s'imposer comme un facteur de l'économie mondiale. Les autres — le dollar, l'euro (utilisé par l'Allemagne et la France, deux des six premières économies), le yen et la livre sterling — ont toutes, à des degrés différents, un rôle bien établi dans la finance mondiale.

Une stratégie unique

Ces dernières années, le gouvernement chinois a pris un certain nombre de mesures pour que le renminbi rejoigne ce groupe de monnaies d'élite, en l'utilisant de plus en plus pour les transactions internationales. Mais son adoption sur les marchés mondiaux est freinée par le fait que les autorités chinoises semblent réticentes à approuver un taux de change entièrement déterminé par le marché et une ouverture du compte de capital permettant la libre circulation des flux de capitaux transfrontaliers. Leur attitude reflète peut-être une certaine frilosité à l'idée de laisser jouer plus librement les mécanismes de marché et une prudence liée aux risques d'une libéralisation économique rapide.

La Chine a donc opté pour une stratégie unique et promeut le renminbi tout en essayant de ne libéraliser que progressivement les mouvements de capitaux et le taux de change. Du seul fait de la taille de la Chine et de sa part croissante dans le PIB et le commerce mondiaux, les mesures gouvernementales ont rapidement porté leurs fruits.

Au milieu de la première décennie 2000, les restrictions aux entrées et sorties de capitaux ont commencé à être levées, mais de façon maîtrisée et progressive. Le processus s'est poursuivi malgré la crise financière mondiale. Un certain nombre de systèmes ont par exemple été mis en place pour permettre aux étrangers d'investir sur les marchés boursier et obligataire chinois. Par ailleurs, il existe désormais de nombreux canaux par lesquels les entreprises, les institutions et les ménages chinois peuvent placer une partie de leurs investissements à l'étranger. Mais chacun de ces canaux continue d'être soumis à un contrôle gouvernemental très strict.

Pour promouvoir l'utilisation du renminbi hors de ses frontières, la Chine a notamment autorisé 15 plateformes de négociation étrangères à effectuer des transactions entre le renminbi et d'autres devises. Le gouvernement a également créé un système de paiement international pour faciliter les transactions commerciales entre entreprises chinoises et étrangères utilisant le renminbi plutôt que d'autres devises à plus large circulation comme le dollar et l'euro.

Ces mesures ont conduit à une internationalisation croissante du renminbi, à son utilisation plus fréquente comme monnaie de libellé ou de règlement des transactions commerciales et financières transfrontalières, en faisant un moyen d'échange international. Au deuxième semestre 2014, environ un tiers du commerce extérieur de la Chine était libellé et réglé en renminbi; la monnaie chinoise représentait en outre environ 2 % des paiements transfrontaliers dans le monde. Quoique faible, cette part la classait déjà parmi les six principales monnaies de paiement.

La progression du renminbi s'est arrêtée quand la Chine a été confrontée à un ralentissement de sa croissance, un cycle de fortes expansions et contractions du marché boursier et une augmentation inquiétante de la dette et de l'instabilité financière. L'an dernier, la progression du renminbi comme monnaie d'échange internationale s'est inversée. Les indicateurs quantitatifs de son utilisation dans la finance internationale sont tous en fort recul et la libéralisation des mouvements de capitaux s'est brutalement interrompue.

Mais il convient de remettre en perspective ces rebonds et ces baisses. Malgré les freins à l'entrée et la sortie de capitaux du pays, le renminbi a commencé à jouer un rôle plus important, bien qu'encore modeste, dans la finance internationale depuis assez peu de temps. De ce point de vue, sa trajectoire a été impressionnante au début, mais cette évolution est toute récente et il conviendrait de ne pas en exagérer l'importance. Et il est évident que le chemin sera cahoteux et sinueux.

Une monnaie de réserve

Une monnaie peut aussi jouer un autre rôle, celui de monnaie de réserve; elle est alors détenue par des banques centrales étrangères pour parer à des crises de balance des paiements. Ce statut est souvent considéré comme étant à double tranchant : une économie possédant une monnaie de réserve peut se financer moins cher auprès d'investisseurs étrangers en émettant des titres d'emprunt libellés dans sa propre monnaie, mais, avec l'augmentation de la demande, il peut être plus difficile de gérer la valeur de la monnaie. En effet, dans les années 80 et 90, l'Allemagne et le Japon ont tenté d'éviter que leurs monnaies respectives n'acquiescent ce statut, craignant qu'une demande accrue et l'appréciation qui s'ensuivrait ne nuisent à leurs exportations.

En tout état de cause, la question peut sembler prématurée, car la Chine n'a ni la flexibilité du taux de change ni l'ouverture du compte de capital qui étaient un temps considérées comme indispensables pour prétendre au statut de monnaie de réserve. Bien que, à toutes fins pratiques, le FMI ait consacré le renminbi comme monnaie de réserve, ce sont surtout les acteurs des marchés financiers qui ont le dernier mot en la matière. Après tout, les investisseurs étrangers doivent pouvoir acheter et échanger facilement des instruments financiers libellés dans cette monnaie sans qu'il n'y ait de restrictions majeures aux flux financiers transfrontaliers. Et ils doivent être à peu près rassurés sur le fait que la valeur de la monnaie ne sera pas contrôlée par un gouvernement fort peu soucieux des mécanismes de marché. Là encore, comme pour de nombreuses autres questions économiques, la Chine semble avoir rompu avec la tradition.

Étonnamment, le renminbi est déjà devenu une monnaie de réserve de fait, alors que la Chine ne satisfait pas à certains des critères jugés essentiels auparavant. La taille de l'économie chinoise et la force de ses liens commerciaux et financiers avec les pays du monde entier paraissent avoir balayé les autres obstacles.

De nombreuses banques centrales acquiescent peu à peu un minimum d'actifs en renminbi pour leurs portefeuilles de réserves de change. Il s'agit des banques centrales d'un groupe de pays divers sur le plan géographique et économique, comprenant l'Afrique du Sud, l'Australie, l'Autriche, le Chili, la Corée, le Japon, la Malaisie et le Nigéria. D'après les estimations du FMI,

environ 2 % des réserves de change mondiales sont détenues sous forme d'avoirs financiers libellés en renminbi. Quelque 35 banques centrales ont signé avec leur homologue chinoise des accords de swaps de devises leur donnant accès à des liquidités en renminbi qu'elles peuvent utiliser pour défendre leur monnaie ou préserver la stabilité des importations même en cas de tarissement des entrées de capitaux étrangers.

Bien que le renminbi se soit hissé jusqu'au statut de monnaie de réserve, sa progression sur cet axe devrait être limitée par l'absence de marchés financiers suffisamment développés. Les investisseurs publics étrangers (banques centrales, fonds souverains, etc.) recherchent généralement des titres d'emprunt à revenu fixe très liquides et relativement sûrs, même si ceux-ci rapportent assez peu. Les marchés chinois des obligations d'État et d'entreprises sont assez importants, mais les volumes négociés y demeurent assez faibles, et les cadres réglementaires, limités.

Il est donc capital que la Chine renforce ses marchés financiers, tant pour assurer son développement économique que pour promouvoir le rôle international de sa monnaie.

Un cheval de Troie

Il est d'ailleurs possible d'extrapoler que la Chine a tenté de se servir du nouveau statut de sa monnaie pour mater l'opposition aux réformes intérieures. La plupart des réformes requises pour renforcer le rôle international du renminbi bénéficieront *in fine* au pays, quoi qu'il adienne de sa monnaie. Ainsi, un taux de change plus flexible permettra une politique monétaire plus indépendante, susceptible de cibler des objectifs de politique nationale sans avoir à maintenir un taux de change particulier. De même, un système financier plus vaste et mieux réglementé peut permettre d'affecter l'abondante épargne chinoise à des investissements plus productifs, pour obtenir une production et une croissance de l'emploi plus stables.

Mais bon nombre de ces réformes se sont généralement heurtées à l'opposition farouche de groupes d'intérêt puissants ayant tout à gagner du *statu quo*. Par exemple, les exportateurs chinois ont longtemps été hostiles à un taux de change déterminé par le marché, redoutant qu'il n'entraîne une appréciation de la monnaie et ne nuise à la compétitivité des exportations. Les grandes banques publiques ne voulaient pas que les taux de rémunération des dépôts soient fixés de manière plus concurrentielle (plutôt que par le gouvernement) car cela permettait aux petites banques de les concurrencer en offrant de meilleurs taux sur les dépôts des ménages et des entreprises. Certains responsables gouvernementaux étaient également contre les réformes économiques comportant des risques à court terme et préféraient la stabilité et le contrôle à la volatilité fondamentale des mécanismes de marché. En présentant ces réformes comme essentielles à la promotion du statut de la monnaie, les responsables réformateurs ont en réalité utilisé la stratégie du cheval de Troie pour lancer des mesures de libéralisation économique qui auraient sinon piétiné.

Ne pas confondre monnaie de réserve et monnaie-refuge

Depuis la crise financière mondiale, un nouveau concept s'est imposé dans le domaine de la finance internationale, celui de la monnaie-refuge. Plus qu'une simple monnaie de réserve, elle

est une monnaie vers laquelle les investisseurs se tournent en période de turbulences et pas uniquement pour diversifier leurs actifs ou obtenir de meilleurs rendements.

L'influence économique de la Chine s'accroît, mais il reste à savoir si elle gagnera un jour la confiance des investisseurs étrangers. Or cette confiance est cruciale pour être considérée comme une monnaie-refuge.

Pour que sa monnaie puisse prétendre à un tel statut, un pays doit se doter d'un bon cadre institutionnel : un appareil judiciaire indépendant, un gouvernement ouvert et démocratique et des institutions publiques solides (une banque centrale crédible, en particulier). Ces caractéristiques sont généralement jugées essentielles pour gagner la confiance des investisseurs étrangers, privés et publics, y compris des banques centrales et des fonds souverains.

Les investisseurs étrangers veulent en général savoir s'ils seront traités équitablement, en vertu de procédures légales bien établies, plutôt que soumis au bon vouloir des autorités. Ils apprécient aussi que des institutions comme la banque centrale puissent agir sans que le gouvernement n'interfère, ce qui est important pour préserver la crédibilité et la valeur de la monnaie.

Les dirigeants chinois poursuivent, certes avec lenteur et maints détours, la libéralisation financière et quelques réformes économiques limitées axées sur le marché. Mais ils ont clairement abandonné les réformes politiques, juridiques et institutionnelles et sont même revenus sur la liberté d'expression, l'État de droit et la protection des institutions principales contre l'ingérence du pouvoir. En résumé, même si le renminbi a le potentiel pour devenir une grande monnaie de réserve, il n'accèdera pas au statut de monnaie-refuge tant que la structure institutionnelle et politique de la Chine n'aura pas été profondément réformée. De telles réformes n'étant apparemment pas à l'ordre du jour, l'idée que le renminbi rivalisera un jour avec le dollar pour la place de première monnaie de réserve mondiale est un peu excessive.

Les risques à venir

L'ascension du renminbi dépend dans une large mesure de l'essor de la puissance économique et financière de la Chine. Un fort ralentissement de la croissance ou, pire encore, un effondrement du système financier pourrait l'éjecter de sa trajectoire. En fait, quelques-unes des mesures liées au renforcement de la stature internationale du renminbi, comme l'ouverture du compte de capital et l'autorisation de laisser les mécanismes du marché déterminer plus librement le taux de change, pourraient comporter un certain nombre de risques pour la stabilité économique et financière si ces évolutions de la politique économique étaient mal gérées.

La stratégie du cheval de Troie a indirectement contribué à l'avancement d'au moins un nombre limité de réformes du secteur financier et à la libéralisation du compte de capital. Par exemple, en 2015, afin de respecter les conditions et le délai fixés par le FMI pour que l'entrée du renminbi dans le panier du DTS soit envisagée, la Chine a dû déréglementer les taux de rémunération des dépôts bancaires, lever certaines restrictions aux mouvements de capitaux et, du moins en principe, réduire les interventions sur les marchés de change.

Toutefois, ces changements ne se sont pas accompagnés de réformes dans l'économie réelle. S'agissant des entreprises publiques, de l'amélioration vraiment impérative de la gouvernance

d'entreprise et de la nécessité urgente de supprimer les dispositifs pervers incitant les banques à prêter aux entreprises publiques, il reste encore beaucoup à faire. Les prêts aux entreprises publiques, qui, tout en étant rarement rentables et souvent inefficaces, se lancent néanmoins dans des investissements importants, continuent de bénéficier d'une garantie implicite de l'État et ces emprunteurs ont de puissants appuis.

La Chine fait donc face aux complications qu'entraînent des réformes aléatoires et déséquilibrées. Les réformes du marché financier et l'ouverture du compte de capital ont été limitées et n'ont pas été appuyées par d'autres réformes, ce qui a accentué l'instabilité au lieu de produire les avantages associés aux marchés fonctionnels.

Les craintes relatives aux perspectives de croissance de l'économie et à la forte volatilité des marchés boursiers locaux ont contribué à une hémorragie de capitaux au cours des deux dernières années. Cela a pesé sur la monnaie et la tentative de la banque centrale pour continuer de gérer sa valeur vis-à-vis du dollar s'est soldée par la perte d'environ 1.000 milliards de dollars de réserves de change (réserves qui culminaient à près de 4.000 milliards de dollars en juin 2014). Il est clair que l'état de l'économie chinoise et le statut du renminbi sont étroitement liés.

Phase finale

Même si le processus avance par à-coups, prendra de nombreuses années et ne sera pas vraiment linéaire, le renminbi est en train de devenir une monnaie internationale de premier plan. Si la Chine fait les bons choix et procède aux réformes appropriées du secteur financier et à d'autres réformes axées sur le marché,

le renminbi pourrait devenir une monnaie de réserve importante et finir par représenter jusqu'à 10 % des réserves de change mondiales, contre 64 % et 21 % à l'heure actuelle pour le dollar et l'euro, respectivement.

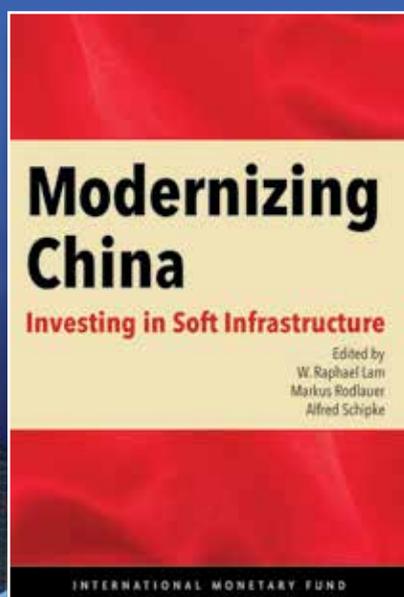
Bien que le renminbi ait progressé de manière remarquable dans un laps de temps relativement court, il n'est pas certain du tout qu'il poursuivra la trajectoire impressionnante entamée il y a quelques années. Et il risque de ne pas atteindre son plein potentiel, à moins que le gouvernement chinois n'entreprenne une vaste série de réformes du système économique et financier.

Pour que le renminbi devienne une monnaie-refuge, il faudrait en revanche que la Chine réforme encore plus en profondeur son cadre institutionnel, ce qui modifierait du coup ses institutions politiques, juridiques et publiques. De tels changements ne sont pas à l'ordre du jour.

L'ascension du renminbi va tout de même faire évoluer la finance mondiale et la Chine elle-même, à de nombreux égards. Dans les toutes prochaines années, son importance croissante comme monnaie internationale pourrait servir de catalyseur pour des réformes intérieures, et peut-être même promouvoir un système financier international plus stable.

Le renminbi jouera un rôle de plus en plus majeur, mais ce n'est sûrement pas lui qui dictera les règles. ■

Eswar Prasad enseigne à la Dyson School de l'université Cornell et il est Senior Fellow à la Brookings Institution. Cet article se fonde sur son dernier ouvrage, Gaining Currency: The Rise of the Renminbi.



Les mesures qui favorisent le bon fonctionnement des marchés et de la gestion économique («infrastructures immatérielles») jouent un rôle essentiel dans la transformation économique de la Chine. Cet ouvrage explore l'évolution de l'économie chinoise et propose des moyens de continuer de renforcer le cadre d'action.

«...Un livre essentiel pour comprendre les défis de la Chine...»
—David Dollar, Senior Fellow, Brookings Institution

38 dollars. En anglais uniquement. ©2017. 288 pages. Broché.
ISBN 978-1-51353-994-2. Stock #MCISIEA

Commandez maintenant à bookstore.imf.org/fd317

F O N D S M O N É T A I R E I N T E R N A T I O N A L