

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL DE PEKIN

F.CHIMITS

REU PAR : D. KARMOUNI ET P. BOUYOUX

Pékin, le 23 mars 2018

OBJET : Note de lecture : *Au milieu du gué, le RMB progresse mais ne dominera pas, Eswar Prasad, Finance and Development, FMI, mars 2017*

Les autorités chinoises ont affiché, depuis 2009, leur volonté d'internationalisation du RMB en faveur d'un système monétaire international multipolaire. La question peut être prise au sérieux compte tenu du poids croissant de l'économie chinoise. Faut-il s'attendre à une diffusion du RMB aussi rapide et massive que l'a été le développement du commerce et des investissements chinois au cours des dernières années ?

L'économiste E. Prasad¹, spécialiste de finance internationale et de l'économie chinoise, prévoit certes l'émergence du RMB parmi les monnaies de référence mais estime la monnaie chinoise limitée dans son potentiel de développement à l'international.

Au confluent de l'économie, du droit et des sciences politique, M. Prasad se démarque pourtant de l'analyse relativement consensuelle chez les économistes établissant l'ouverture du compte de capital et la libéralisation du taux de change comme conditions nécessaires à l'acquisition du statut de monnaie internationale de référence.

La dynamique économique de la Chine et son poids croissant constitueraient selon M. Prasad des facteurs spécifiques générant quasi-mécaniquement une demande internationale de RMB, indépendamment de la relative fermeture du compte de capital. Sur cette seule tendance le RMB pourrait dans un horizon proche représenter jusqu'à 10% des réserves internationales (2% aujourd'hui).

Pour E. Prasad, une montée en puissance au-delà de ce seuil nécessiterait « une réforme bien plus profonde de sa structure institutionnelle, qui modifierait les institutions politiques, légales et publiques ». Une monnaie pivot nécessiterait en effet une forte transparence des institutions, une forte certitude juridique et un rôle limité des prérogatives de l'Etat. Or, M. Prasad estime que le système n'est pas appelé à changer dans un avenir prévisible.

En outre, E. Prasad considère que l'objectif d'internationalisation du RMB était largement un « objectif marketing » en faveur de la libéralisation du système économique et financier chinois.

¹ Economiste représentant résident du FMI en Chine de 2002 à 2005 puis directeur des études financières. Il enseigne l'économie monétaire internationale à l'Université Cornell et travaille au Brookings Institute et au NBER.

1 – M. Prasad² souligne la vitesse, l'importance et le potentiel de l'émergence du RMB comme monnaie internationale

Encore largement absent des marchés internationaux il y a quinze ans, le RMB est aujourd'hui selon Prasad « de fait une monnaie internationale³ ». En effet, en 2017 le RMB représente 2% des réserves officielles dans le monde (6^{ème} rang mondial), 3% des transactions commerciales (5^{ème}) et 2% des transactions transfrontalières (6^{ème}). Le RMB a intégré en octobre 2016 le panier des monnaies de référence du FMI pour les Droits de tirage spéciaux (DTS). En outre, l'intégration en 2017 des marchés boursiers de Chine continentale dans les principaux indices internationaux de référence⁴ devrait être suivie en 2018 par celle des marchés obligataires dans les indices obligataires de référence, ce qui devrait quasi-mécaniquement accroître l'utilisation à l'international du RMB.

Selon Prasad, l'émergence à l'international du RMB s'est principalement appuyée sur l'importance croissante de l'économie chinoise au niveau mondial. Alors que son poids dans l'économie internationale au début des années 2000 demeurait modeste, la Chine continentale représentait fin 2016 15% du PIB mondial (2^{ème} rang mondial), 30% de la croissance mondiale depuis 2008, 13% des échanges de biens et services (2^{ème} rang), 12% des flux d'IDE (3^{ème} rang) et près de 30% des réserves de change officielles (1^{er} rang). Au regard des précédents historiques en la matière, cette émergence à l'international apparaît particulièrement rapide.

L'internationalisation du RMB a cependant « marqué un coup d'arrêt » depuis fin 2014. Le recul net et durable de l'utilisation de la monnaie chinoise à l'étranger aurait été principalement motivé par des inquiétudes sur la croissance chinoise et des sorties de positions spéculatives à la hausse sur le RMB. M. Prasad, attribuant principalement l'émergence du RMB au poids de la Chine dans la mondialisation économique, estime ce coup d'arrêt temporaire. Le rôle du RMB à l'international devrait de nouveau s'accroître à long terme, allant de pair avec l'importance de la Chine dans l'économie mondiale. L'approche « ordonnée » de la Chine dans sa politique d'ouverture en matière financière n'apparaît donc pas à M. Prasad rédhibitoire dans la poursuite de l'internationalisation du RMB.

2 – Une « ouverture ordonnée », caractérisé par une mise en œuvre circonscrite, séquencée et pragmatique de canaux contrôlables, n'empêcherait pas une poursuite de l'internationalisation du RMB

Contrairement aux précédents historiques et à ce qu'envisage un large consensus des économistes, la Chine a donc réussi à internationaliser le RMB alors même qu'elle maintenait un contrôle strict des flux transfrontaliers et du taux de change. D'après M. Prasad, cette « recette originale » chinoise s'appuierait sur trois piliers :

- Une forte demande de l'étranger pour le RMB, monnaie relativement stable, longtemps perçue comme ne pouvant que s'apprécier et adossée à un pays toujours plus important dans l'économie mondiale.
- De multiples ouvertures circonscrites, séquencées et pragmatiques, avec notamment des canaux pour les flux transfrontaliers (connexions boursières, programmes de quotas d'IDE entrants et sortants), une ouverture progressive du marché financier domestique (droit

² Relativement aux autres phénomènes d'internationalisation observés dans l'Histoire, cf. *How Global Currencies Work: Past, Present and Future*, Barry Eichengreen, Arnaud Mehl, and Livia Chitu, Princeton University Press, 2017

³ Une monnaie internationale est une monnaie utilisée hors de ses frontières pour les trois fonctions fondamentales de la monnaie : unité de compte, unité de réserve, instrument de transaction.

⁴ Quoique pour le moment très partielle (cf. *Entrée de la Chine continentale dans indices MSCI*, F. Chimits, SER de Pékin, juin 2017)

d'installation en Chine d'acteurs étrangers, ouverture du marché interbancaire et obligataire) et une adaptation aux conditions de marchés⁵.

- La création d'infrastructures favorisant l'utilisation du RMB par les acteurs étrangers, avec trente-cinq accords de *swap*, quinze centres agréés d'échange du RMB hors de Chine continentale, un système de paiement transfrontalier spécialement centré sur le RMB (CPIS⁶), un service de paiement dématérialisé (*Union Pay*) et des facilités de crédits.

Depuis début 2017, de nouvelles mesures d'ouverture (connections boursières et obligataires, assouplissements de restrictions non-publiques⁷) semblent confirmer une tendance profonde vers une « ouverture ordonnée », conformément à la stratégie énoncée par le gouverneur ZHOU⁸. A noter que le FMI, ayant revu son approche de l'ouverture financière en faveur d'une position plus nuancée, a porté une appréciation plutôt positive sur le resserrement⁹ du compte de capital de la Chine depuis 2015.

M. Prasad estime qu'avec certaines réformes internes en matière financière (approfondissement et amélioration du marché obligataire, cadre sur les faillites, notation de crédit, etc. etc.), le RMB pourrait à terme représenter 10% des réserves internationales. A titre d'indication, cela s'inscrivait à peu près à mi-chemin entre les niveaux de la Livre britannique (ou du Yen japonais), de l'ordre de 3%, et de l'EUR, de l'ordre de 14%, fin 2016. Pourtant, M. Prasad considère ce niveau comme un plafond, remettant en cause la capacité du RMB à venir véritablement éroder la position de l'USD dans le SMI. Contrairement à une analyse répandue¹⁰, ces limites ne proviendraient pas d'insuffisances en matière d'ouverture du compte de capital ou de libéralisation du change.

3 – Selon Prasad, le rôle du RMB dans le SMI resterait limité par les difficultés des autorités à mettre en œuvre les réformes institutionnelles nécessaires. Cependant, les principaux promoteurs en Chine de la politique d'internationalisation du RMB s'en serviraient avant tout comme catalyseur des réformes domestiques

Selon cette analyse, une fois couverts les besoins réels (couverture face aux risques, transactions commerciales ou investissements), la détention d'une monnaie repose avant tout sur la confiance qu'elle inspire aux investisseurs. Cette distinction différencie selon la classification de M. Prasad « une monnaie de réserve » d'une « monnaie refuge »¹¹ (*i.e.* l'USD). La confiance nécessiterait un cadre institutionnel garantissant un accès égal à l'information, un cadre juridique ainsi qu'un périmètre et des modalités d'action du pouvoir politique clairement établis. Or, M. Prasad estime que les autorités chinoises ont fait preuve de leurs réticences face aux réformes politiques, légales et institutionnelles dans ce sens. Ainsi, une remise en cause par le RMB du rôle de monnaie pivot et refuge de l'USD, et dans une moindre mesure de l'EUR, apparaîtrait « irréaliste ».

⁵ Dans une interview au journal Caixin, le 14 février 2016, Zhou Xiaochuan explique que « the process of RMB internationalization will move forward like waves would do. If speculation becomes the key problem in the foreign exchange market, we'll emphasize on dealing with speculation; but when the market gradually goes back to a relatively normal state, RMB internationalization will keep on. »

⁶ Cf. *CIPS, un système de paiement pour accompagner l'internationalisation du RMB*, J. Deslandes, J. Yang, SER de Pékin, octobre 2015

⁷ Notamment une obligation non-officielle d'un équilibre hebdomadaire entre flux transfrontaliers entrants et sortants pour chaque banque, dénoncée publiquement par la *Chambre de commerce de l'Union européenne* dans son *Position paper* de septembre 2017 (p.364).

⁸ D'après le gouverneur ZHOU, l'internationalisation et la libéralisation du RMB ainsi que du compte de capital se feront « au flux et reflux des marées, en fonction des forces de marché » (*Caixin*, 02/2016) et « *China will adopt a concept of managed convertibility* », abandonnant l'ouverture totale du compte de capital de nouveau promise en 2011 (*Comité monétaire et financier international*, FMI, 06/2015)

⁹ *Vers une nouvelle inflexion de la politique d'ouverture du compte de capital ?*, A. Aubel, F. Chimits, J. Deslandes, Bulletin économique Chine n°85, janvier 2017, SER de Pékin, DG Trésor

¹⁰ "The limited use of the renminbi in international transactions reflects the limited capital account convertibility of the RMB", *The potential of the RMB as an international currency*, H. Chen et W. Peng, HKMA et Palgrave Macmillan, 2011 ; *The Renminbi as an International Currency*, B. Eichengreen, Harvard Uni., 2010 ; *Internationalisation of the RMB and precedents*, F. Jeffrey, Journal of economic integration, 2012

¹¹ *Gaining Currency: The Rise of the Renminbi*, E. Prasad, Oxford University Press, 2016

L'article écrit par le gouverneur de la banque centrale qui a marqué l'ouverture du débat public en Chine sur l'internationalisation du RMB en 2009¹², justifie l'internationalisation par la plus grande stabilité d'un système monétaire international multipolaire, ce qui équivaut à remettre en cause le rôle pivot de l'USD. En outre, les promoteurs de l'internationalisation du RMB ont fréquemment fait de l'importance internationale du RMB un indicateur, voire une condition nécessaire, à la « grandeur retrouvée de la Chine »¹³. Face aux contradictions qu'il relève entre le système politique chinois et les exigences liées au statut de monnaie pivot (celles nécessaires à obtenir la confiance des investisseurs mentionnées précédemment), M. Prasad estime que de nombreux promoteurs de l'internationalisation du RMB s'en sont en réalité servis comme d'un « Cheval de Troie » pour faire avancer un « agenda caché ». Cet agenda, selon M. Prasad, correspondrait à un ensemble de réformes de libéralisation dans le secteur financier poussées par des « administrateurs réformateurs ». Toujours selon M. Prasad, ces derniers auraient ainsi cherché à reproduire la tactique de « l'ancrage externe » utilisée pour la libéralisation du marché des biens avec l'adhésion à l'OMC.

M. Prasad propose peu d'éléments tangibles appuyant sa thèse du « cheval de Troie ». A noter toutefois que le gouverneur ZHOU a qualifié¹⁴ récemment de « légèrement prématurée » l'intégration du RMB au panier des DTS du FMI, mais l'aurait acceptée car « globalement bénéfique à la Chine ». L'intégration aurait engendré un « effet de cliquet » dans le processus de réforme et d'ouverture (*i.e.* renchérissement du coût des mesures dans le sens contraire).

¹² *Reform the international monetary system*, Zhou Xiaochuan, Banque des Règlements Internationaux, mars 2009

¹³ Objectif centenaire fixé par XI Jinping dans le cadre du « rêve chinois »

¹⁴ Interview au journal chinois *Caijing* le 11 octobre 2017