Internationalisation de la monnaie chinoise

MICHEL AGLIETTA*

La monnaie est un attribut fondamental du pouvoir. Son utilisation au niveau international dépend de l'existence et du mode de soutien qu'elle reçoit d'une économie forte, facteur qui constitue une partie substantielle de ce pouvoir (l'autre étant militaire). Selon les ressources, la puissance opératoire de la monnaie est étroitement liée aux objectifs stratégiques de politique internationale des gouvernements. Les interactions dynamiques entre les pays, d'une part au niveau des évolution des ressources (*hard power*), et d'autre part au niveau des doctrines politiques sur la gouvernance internationale (*soft power*), façonnent le système monétaire international.

L'ascension de la Chine déstabilise les relations internationales, non seulement parce qu'elle est en train de rattraper son retard dans le domaine du *hard power*, mais aussi parce que les idées chinoises d'« autorité humaine » dans celui du *soft power*, en insistant sur l'importance de normes internationales contraignantes pour garantir l'harmonie mondiale, s'opposent aux théories occidentales sur les relations internationales basées sur le pouvoir stabilisateur d'une seule puissance hégémonique [1]. Les mesures stratégiques visant à internationaliser le *renminbi* (RMB) se comprennent mieux avec ces deux visions alternatives. Ces mesures n'ont pas pour objectif de faire du RMB la nouvelle devise incontournable à la place du dollar, mais plutôt de bâtir un consensus visant à abolir l'hégémonie quelle que soit sa forme.

L'équilibre des forces entre contraintes nationales et opportunités internationales : création du marché en RMB de Hong Kong

En octobre 2008, le point culminant de la première phase de la crise financière fut un choc traumatique pour un pays aussi ouvert que la Chine. Le marché monétaire institutionnel en dollar fut complètement paralysé, provoquant l'effondrement du commerce international. Les dirigeants chinois furent alors convaincus qu'ils ne devaient plus faire confiance à la solidité des banques internationales. Ayant par ailleurs bien étudié la crise japonaise persistante, ils remarquèrent à juste titre que la crise financière était le symptôme d'un phénomène bien plus grave : la fin de la frénésie de la consommation induite par le crédit qui avait stimulé le capitalisme occidental durant l'âge d'or de la dérégulation financière. Le processus de déflation par la dette des économies occidentales durera plusieurs années. Le régime de croissance qui s'appuyait sur l'exportation de la décennie post-OMC ne sera donc plus en mesure de soutenir le développement de la Chine. Le commerce extérieur doit être partiellement redéployé vers les pays en développement, la Chine doit devenir le point d'appui de l'intégration asiatique et les relations commerciales doivent se baser sur des contrats à long terme. Pour le volet financier, des emprunts sur le long terme et un système de paiement ne dépendant plus des caprices du dollar doivent soutenir la nouvelle phase de la mondialisation.

Cependant, la convertibilité totale du RMB est loin d'être à portée de main. Elle doit être précédée par la libéralisation des services financiers et par conséquent de toute la structure des taux d'intérêt. Un changement si radical ne peut intervenir du jour au lendemain, d'autant plus que les gouvernements locaux (en particulier les districts et les municipalités) sont submergés de dettes. Les taux d'intérêt ne peuvent pas être déterminés par le marché avant que ces dettes ne soient réglées et que la solvabilité de ces gouvernements locaux n'ait été fermement consolidée. Mais les autorités monétaires préfèrent recourir à la régulation des taux de crédit des banques et soumettre les obligations aux taux bancaires pour minimiser le coût des finances publiques. De toute évidence, cette régulation financière inefficace est coûteuse pour la nation. Le trop faible coût du capital altère les modèles d'investissement et encourage les surcapacités dans le secteur de l'industrie lourde. Les taux d'intérêt régulés canalisent tous les financements vers une poignée de banques d'État qui profitent de marges bénéficiaires sécurisées, car l'épargne des ménages est peu rémunérée. Il n'existe aucune incitation pour une gestion du risque efficace, sans laquelle le choc d'une libéralisation du capital serait dangereux et pourrait entraîner des pertes désastreuses, comme cela s'est produit au Japon et dans plusieurs pays européens au début des années 1990.

La principale raison de cette situation épouvantable est fiscale. Dans la mesure où il n'y a pas de consensus politique en Chine pour l'établissement de règles convenues sur le transfert des revenus fiscaux vers les gouvernements régionaux et locaux, ces derniers souffrent des immenses écarts entre leurs ressources fiscales et les engagements pris pour fournir les services publics de base. Ils n'ont pas d'autres choix que de prendre en charge une lourde dette, garantie par des valeurs immobilières spéculatives. Cela montre que la réforme fiscale est un des pré-requis à une libéralisation financière nationale. C'est un problème de politique économique épineux qui affecte les processus déterminant le partage des revenus fiscaux entre les gouvernements des niveaux provincial et sous-provincial.

Si la convertibilité totale n'est qu'un objectif lointain qui viendra couronner l'aboutissement de la réforme financière, il n'en reste pas moins que le manque de moyens de paiement internationaux durant les trois derniers

* Professeur de sciences économiques à l'Université Paris X Nanterre, Michel Aglietta est également conseiller scientifique au CEPII.

1. La distinction entre *hard power* et *soft power* est profondément ancrée dans la philosophie politique chinoise depuis les grands penseurs de l'ère des Royaumes combattants (479-221 av. J.-C.). On peut lire à ce sujet un brillant essai de mobilisation de la pensée politique antique pour clarifier les concepts modernes de régimes internationaux, Yan Xuetong, *Ancient Chinese thought, modern Chinese power*, Princeton University Press, 2011.

Tableau 1 – Projections des facturations en RMB pour les importations chinoises et des dépôts en RMB à Hong Kong

(Valeur en milliards de USD) Année	2011	2012	2013	2014	2015
Valeur des importations réglées en RMB	31	74	162	304	482
Dépôts en CNH (scénario 1)	32	67	141	272	475
Dépôts en CNH (scénario 2)	56	125	242	429	706

Source : CEIC. Calculs : Recherches de la Standard Chartered

mois de 2008 a provoqué une chute brutale du commerce international qui a conduit à une forte contraction de l'activité économique. Ce choc a convaincu les autorités monétaires chinoises que la crise des liquidités en dollar avait la capacité de parasiter le système des paiements internationaux. Était-il encore avantageux d'utiliser le dollar comme devise tierce pour le commerce extérieur chinois ?

Le dollar reste la monnaie véhiculaire choisie pour la facturation et le règlement du commerce à condition que ses coûts de transaction, impliquant deux conversions de devises entre les partenaires commerciaux, soient plus faibles que ceux liés à l'utilisation d'une des deux monnaies des partenaires. Le montant des coûts de transaction avec une monnaie véhiculaire sont essentiellement fonctions de la liquidité du marché monétaire auquel les partenaires commerciaux ont accès. Plus le volume d'opérations commerciales facturées et réglées avec la monnaie véhiculaire est important, plus les coûts de transaction seront faibles et plus l'utilisation de cette monnaie sera répandue dans la finance et le commerce international. Cela signifie que les rendements croissants dynamiques sont dépendants du sentier emprunté (*path dependant*). Même si l'importance pour le commerce international du pays émetteur de la devise s'amoindrit depuis fort longtemps, cette devise continue à être utilisée comme une monnaie véhiculaire. Lorsqu'une devise est reconnue comme devise de référence pour les paiements internationaux, seul un événement catastrophique qui conduit à une réduction drastique de ses liquidités peut altérer le modèle des paiements internationaux. La crise financière mondiale a été cet événement.

Un importateur chinois et un exportateur brésilien pourraient par exemple estimer qu'il est plus avantageux de facturer et régler la transaction en RMB, à condition que les dépôts en RMB générés par le paiement des importations chinoises aient un rendement compétitif avant d'être recyclés dans une autre transaction pour l'importation au Brésil de produits chinois. Mais le marché monétaire chinois est fermé aux non-résidents, en dehors d'une poignée d'investisseurs étrangers qualifiés (ou QFI pour *qualified foreign investors*). Ce dilemme ne pourrait être résolu que si des actifs financiers libellés en RMB étaient disponibles en dehors de la Chine continentale. Hong Kong est le centre financier idéal pour gérer les services financiers nécessaires au fonctionnement de ce tout nouveau RMB offshore.

C'est pourquoi les contradictions entre les opportunités à l'étranger et les contraintes nationales appellent à une dualisation du marché : la création d'un marché financier basé sur le RMB offshore, le marché du CNH (yuan chinois exécuté à Hong Kong), tout en gardant, sur le territoire chinois, le contrôle financier *onshore*. Ce marché du CNH devait s'établir sur la facturation et le règlement des échanges commerciaux, censés être à la base de l'internationalisation, soutenus par le système des paiements.

Les autorités monétaires chinoises n'ont pas perdu de temps. En 2009, elles ont lancé le système pilote pour facturer et régler les échanges en RMB. Le système est localisé dans le centre financier de Hong Kong et il s'appuie sur un protocole d'accord entre la Banque populaire de Chine (BPC) et l'Autorité monétaire de Hong Kong (ou HKMA pour Hong Kong Monetary Authority) pour garantir et réguler les liquidités. Entreprises et acteurs financiers, même s'ils n'ont pas d'échanges commerciaux avec la Chine continentale, ont été autorisés à ouvrir des comptes en RMB auprès de certaines institutions de dépôts à Hong Kong. Cela marque le début du marché du CNH, c'est-à-dire du marché offshore des actifs financiers en RMB.

Fonctionnement et équilibre du marché du CNH

Le développement initial du marché du CNH a été impulsé par le règlement des importations chinoises facturées en RMB. La taille du marché, et par conséquent la part du RMB sur le marché des changes international, dépend avant tout de la part du commerce facturé en RMB dans les importations chinoises. Le premier scénario suppose que la part des facturations en RMB dans les importations chinoises passera de 1 % en 2011 à 20 % en 2015. Une autre source de liquidité sur le marché du CNH pourrait provenir d'un relâchement du contrôle des capitaux qui permettrait aux résidents chinois de transférer leurs fonds à Hong Kong. Le tableau 1 synthétise les résultats des projections pour ces deux scénarios.

Dans le premier scénario, un nombre limité de banques soumises à des quotas, au premier rang desquelles la Banque de Chine (Hong Kong), sont autorisées à investir et à emprunter des liquidités sur les marchés *onshore* de Chine pour faciliter le règlement de paiements internationaux en RMB. Par ailleurs, les banques centrales qui le souhaitent peuvent conclure des accords de swap avec la BPC pour diversifier une partie de leurs réserves de change en achetant des obligations d'État sur le marché interbancaire *onshore*. Dans le second scénario, 1 % des dépôts bancaires des résidents sont supposés être autorisés à sortir du pays.

Sur la base des liquidités ainsi générées, le marché du CNH crée divers produits d'investissement (les obligations *dim sum*) et des produits dérivés (des contrats à terme avec livraison en CNH et des swaps de devises) pour permettre à des entreprises étrangères d'émettre des dettes en RMB et de gérer leur risque de change. Une dynamique puissante est enclenchée par la montée du marché du CNH. Les banques d'investissement renforcent leur service de change à Hong Kong et développent leur personnel (BBVA, HSBC, Standard Chartered, Deutsche Bank). Un business lucratif de souscription de valeurs mobilières s'ouvre alors.

Tableau 2 – Taux de rendement sur les obligations d'État de 2 à 10 ans

En %	2 ans	3 ans	5 ans	10 ans
Offshore	1,6	1	1,8	2,5
Onshore	3	3,25	3,8	3,95

Source : Reuters

C'est dans cette perspective que le développement du marché du CNH a été impulsé par des événements politiques et les réactions du marché à ces événements. En juin 2010, sous la pression intense des États-Unis et du lobbying de la BPC pour obtenir plus de liberté d'action en matière de politique monétaire, le gouvernement a abandonné le rattachement au dollar et adopté une nouvelle référence pour son taux de change effectif. Les prévisions concernant l'appréciation du RMB ont attiré la demande d'investisseurs institutionnels du monde entier, désireux d'acheter des actifs en RMB pour diversifier leur portefeuille. Cette demande est devenue spéculative à l'automne 2010, après l'annonce de QE2 (Quantitative Easing 2) par Ben Bernanke lors du symposium de Jackson Hall, à la fin du mois d'août.

La demande d'actifs avec des échéances et une notation du risque, compétitifs par rapport à d'autres devises convertibles, a été satisfaite par les autorités monétaires chinoises qui voulaient canaliser cette demande sur le marché hongkongais. Pour y répondre, elles ont généré une courbe de rendement de référence pour les obligations d'État sur le marché obligataire *dim sum*. Au début du mois de décembre, le gouvernement a émis pour 8 milliards de RMB de titres à revenus fixes avec des échéances de deux, trois, cinq et dix ans. En étendant la courbe de rendement à dix ans, les dirigeants chinois ont envoyé un signal pour exprimer leur volonté d'inciter les investisseurs financiers internationaux à investir sur des actifs financiers à long terme. Ils ont répondu bien au-delà de ce qu'espéraient les émetteurs. Par conséquent, les taux de rendement pour les obligations de deux à dix ans sont bien plus faibles que les taux correspondants pour des obligations d'État similaires vendues à des investisseurs nationaux en Chine continentale (tableau 2).

En août 2011, suite à un nouvel épisode de crise financière aux États-Unis et en Europe, le gouvernement chinois perd confiance dans la stabilité de ses actifs en dollars. Déterminé à ralentir son accumulation de réserves de change, il encourage les entreprises nationales à emprunter des RMB à Hong Kong pour financer l'exportation de capitaux. Pour faciliter l'émission d'obligations privées, le gouvernement a émis, le 17 août, pour 20 milliards d'obligations souveraines (15 milliards pour les investisseurs institutionnels et 5 milliards pour les investisseurs de détail) [2]. L'émission du 17 août, qui éclipse celle de décembre 2010, a pour objectif de créer une référence pour le marché obligataire et de réduire l'écart entre les taux offshore et *onshore* en augmentant l'offre offshore d'obligations de haute qualité.

Comme les liquidités offshore et *onshore* ne sont pas encore tout à fait fongibles, il existe deux marchés au comptant à Hong Kong. Le taux de change USD/CNY pour les transactions commerciales a pour référence le taux de change pour le marché au comptant *onshore*, dans la mesure où le RMB est convertible pour le compte courant. Le taux de change USD/CNY pour les transactions financières non liées au commerce a une cotation et une liquidité propre (graphique 1).

Comme le contrôle du capital empêche l'arbitrage entre le RMB *onshore* et offshore, il existe deux taux de change. Après l'établissement du marché du CNH, il y a eu une demande considérable d'actifs en RMB à Hong Kong. Le manque de liquidité qui s'ensuivit a provoqué une appréciation du taux de change offshore par rapport au taux *onshore*. La prime de risque offshore a culminé autour de 2 %. Cependant, la solidité du RMB a encouragé les exportateurs étrangers à facturer leurs exportations vers la Chine en RMB. Leurs dépôts dans les banques de Hong Kong ont rapidement augmenté le volume de liquidité, à tel point que la prime pour le RMB offshore sur le taux officiel était proche de son niveau de fin 2010 [3]. Récemment, la prime pour le taux offshore a de nouveau monté, signalant un retour des pressions en faveur de l'appréciation du RMB. Le marché des contrats à terme avec livraison confirme cette hypothèse. Il pointe vers une attente accrue d'appréciation du RMB à partir du début du mois d'août, suite à l'annonce de la dégradation de la note de la dette américaine et la déclaration de Ben Bernanke sur son intention de garder les taux d'intérêt proches de zéro pour une longue période (graphique 2).

Il n'a pas fallu plus d'un an pour mettre en route le processus d'ouverture financière. Cela confirme la volonté du gouvernement chinois de faire de Hong Kong un centre financier important en Asie. Cela contribuera également à ralentir l'accumulation de réserves de change, à condition que les sorties de capitaux par d'autres agents que la banque centrale soient encouragées. Ces sorties pourraient prendre la forme d'IDE de sociétés chinoises financées en RMB ou de crédit commercial d'exportateurs chinois pouvant facturer des contrats d'exportations en RMB. En outre, les entrées de capitaux ne déclencheront pas d'accumulation compensatoire de réserves de change par la banque centrale si un relâchement de la réglementation permet aux détenteurs de liquidités en RMB à Hong Kong d'investir dans les titres financiers de la Chine continentale. Les détenteurs étrangers commenceront par acheter des RMB contre des USD à l'étranger. Les entrées de capitaux en Chine via Hong Kong seront compensées par des sorties de capitaux interbancaires entre les banques chinoises et étrangères. La régulation peut aussi être éventuellement relâchée progressivement pour permettre aux détenteurs de liquidités à Hong Kong d'investir sur les marchés de valeurs mobilières en Chine continentale.

La signification sur le long terme de l'internationalisation du RMB

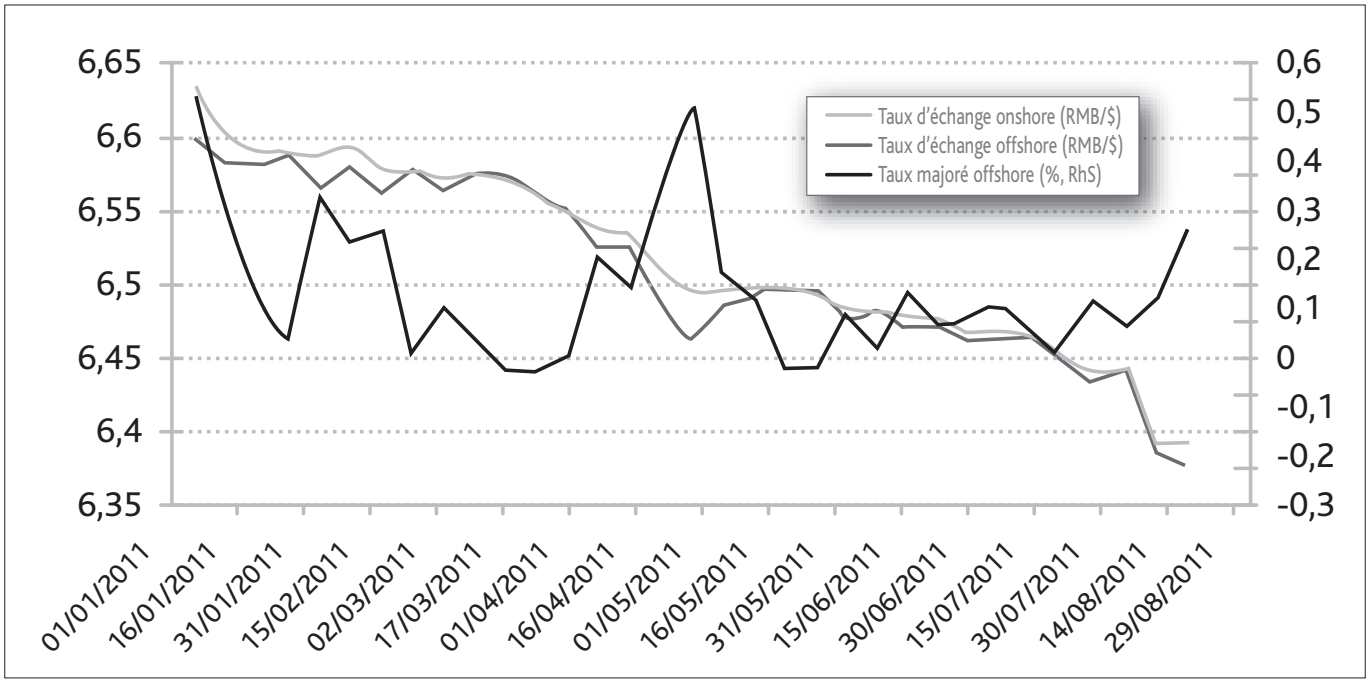
L'internationalisation du RMB a des conséquences sur la répartition du capital dans l'économie nationale et sur l'évolution des relations financières de la Chine avec le reste du monde.

Sur le territoire, la BPC veut utiliser le marché de Hong Kong comme un moyen indirect de réformer le marché financier national. La répartition du capital sera modifiée par l'internationalisation du RMB, car le marché financier hongkongais comprend des institutions financières nationales qui ont déjà émis des obligations privées à Hong Kong pour des entreprises chinoises. Cette nouvelle opportunité de financement crée un lien entre le crédit étranger et national en RMB. C'est l'une des raisons pour lesquelles en 2011, la quantité de crédit obtenue par des entités non financières était supérieure à l'agrégat de crédit planifié déterminé par la banque centrale

2. Pour donner du poids à son action et pour montrer son importance politique, le vice-Premier ministre, Li Keqiang, s'est rendu à Hong Kong pour « lancer » l'émission des 20 milliards de RMB d'obligations souveraines.

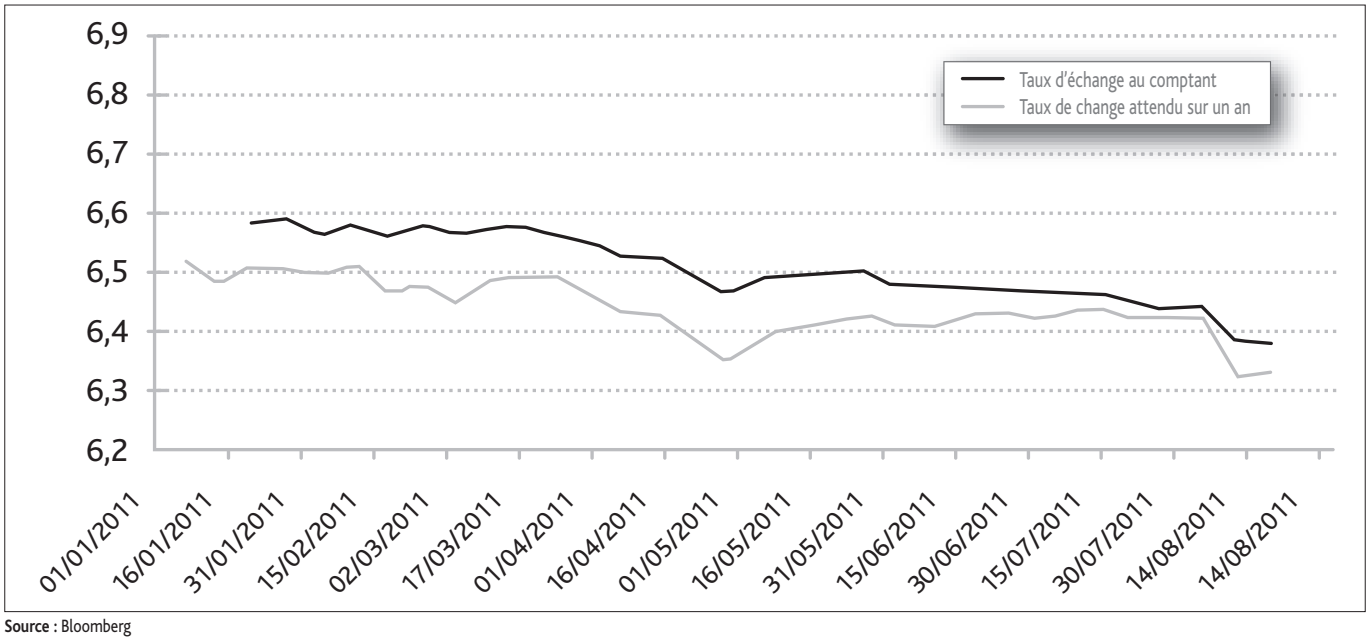
3. En novembre 2010, les dépôts des non-résidents sur le marché du CNH étaient déjà multipliés par quatre par rapport au mois d'août. Cela ne signifie pas que le marché soit arbitré une fois pour toutes. La prime de liquidité peut encore être volatile, comme ce fut le cas fin avril, début mai 2011, car le marché du CNH n'est pas encore profondément ancré.

Graphique 1 – Chine: Taux d'échange au comptant du RMB/$ onshore et offshore



Source : Bloomberg

Graphique 2 – Taux de change offshore livrable à terme (1 an)



Source : Bloomberg

et supérieure à l'agrégat de crédit bancaire au secteur non financier. Par ailleurs, les institutions financières chinoises vont être directement confrontées aux pratiques internationales de gestion du risque et donc devenir plus conscientes de ce dernier.

Il faut comprendre que la convertibilité du RMB fait débat entre les différents bastions du pouvoir au sein du gouvernement central. D'un côté, le ministère du Commerce et la Commission nationale pour le développement et la réforme (CNDR) sont soucieux de la croissance et très préoccupés par la compétitivité externe. Ils sont soutenus par les dirigeants des provinces, alarmés par le moindre signe d'augmentation du chômage, et par les dirigeants d'entreprises d'État, dont le pouvoir s'accroît avec le réinvestissement des bénéfices dans l'accumulation de capital fixe. Ils constituent un lobby puissant et influent à un moment où la croissance montre des signes d'affaiblissement. De l'autre côté, la BPC, et d'autres organismes de régulation financière sont bien conscients que le mécanisme de répartition de l'épargne en Chine et le recours excessif aux banques, aux dépens des marchés financiers, engendre une répartition faussée de l'épargne et un dysfonctionnement généralisé De plus, la BPC apprécierait un accès

plus large aux taux d'intérêt comme moyen de diriger la politique monétaire, que ce moyen influe ou non sur la gamme complète des taux d'intérêt. Le point de vue de la BPC a été renforcé par les menaces d'inflation. Des taux de change plus flexibles, permettant aux politiques monétaires de se concentrer sur les objectifs nationaux, conviendraient parfaitement à la BPC. En lançant le programme offshore pour internationaliser le RMB tout en cessant le rattachement du yuan au dollar, le Conseil d'État a trouvé un compromis. Cela permet aux entreprises d'État de financer leur croissance à l'étranger de la manière la moins onéreuse qui soit pour devenir des entreprises d'envergure mondiale avant 2015. Cela ouvre également un marché international potentiellement immense pour le RMB afin d'élargir son utilisation au niveau international dans le commerce et les investissements avec les autres marchés émergents. Simultanément, l'essentiel du contrôle de capital, qui prévoit deux marchés pour les taux d'intérêt, est maintenu. Les contrôles de capitaux ne réduiront peut-être pas l'ampleur des flux dans leur ensemble, mais ils modifient leur structure de manière à décourager les capitaux volatiles et à favoriser les flux à long terme [4].

En terme de politique internationale, l'internationalisation du RMB relève d'une stratégie du *soft power* visant à unir les pays asiatiques dans une zone de prospérité régionale tout en diminuant l'interférence des États-Unis. Le développement du commerce intrarégional en Asie de l'Est et d'un grand marché d'obligations à long terme pour financer les infrastructures bénéfiques à la région ainsi que la fourniture d'énergie et de ressources primaires seront facilités par une circulation étendue du RMB dans les pays voisins de la Chine. Une augmentation de la part du RMB dans le panier de devises utilisé par les pays de l'ASEAN pourrait aider à stabiliser les taux de change bilatéraux entre leur propre devise et le RMB.

Ces développements structuraux portent en eux les germes de la fin du statut de devise clé pour le dollar et contribue à l'établissement d'un système polycentrique au sein d'une zone monétaire asiatique élargie, basée sur la convertibilité du RMB et coexistant avec la région du dollar et celle de l'euro. Les zones monétaires régionales présentent l'avantage de pouvoir gérer les perturbations financières d'une région sans influer sur l'ensemble du système monétaire international. Un principe de subsidiarité implicite devrait pouvoir s'appliquer.

Des zones économiques régionales étendues et ouvertes peuvent tirer parti de l'intégration par une coopération bien menée. Mais les actions corrélatives d'un système multipolaire provoqueront une compétition asymétrique entre les principales devises qui pourrait exacerber les problèmes actuels. Des politiques économiques discordantes seront sanctionnées par une recomposition étendue des portefeuilles, créant une volatilité bien plus grande des principaux taux de change. Le manque de point de vue général sur les liquidités et la détermination d'un ancrage des prix mondiaux deviendront alors problématiques. À ce stade, l'appel de la Chine pour une gouvernance internationale basée sur l'exercice des principaux pouvoirs avec des règles mutuellement contraignantes et sur la promotion d'un instrument de réserve internationale pourrait devenir crédible.

• **Traduit par Camille Richou**

4. Conformément au principe de changement progressif, la BPC a mis en place une nouvelle règle en juin 2011 sur les IDE transfrontaliers. La règle autorise toutes les entreprises étrangères (y compris les filiales d'entreprises chinoises travaillant à Hong Kong) à verser tous les fonds levés sur le marché offshore en Chine continentale sous forme d'IDE. C'est une avancée significative de l'internationalisation du RMB, qui continue de protéger le marché national de nombreuses sources d'entrées de capitaux spéculatifs.