

RENMINBISATION DES ACTIFS INTERNATIONAUX DE LA CHINE

YIN-WONG CHEUNG *
GUONAN MA **
ROBERT N. MCCAULEY ***

La crise financière a mis en évidence le rôle central du dollar dans la finance internationale et a entraîné une pénurie de dollars plus aiguë que celle des années 1950. Dans une mesure qui n'a pas été bien perçue, les banques européennes avaient financé d'importants montants en dollars avec des fonds provenant des autres banques, du marché monétaire américain et de banques centrales (Baba, McCauley et Ramaswamy, 2009 ; McGuire et Von Peter, 2009). Les autorités américaines ont répondu à cette pénurie de dollars en passant, avec les banques centrales, des accords de *swap* de volumes sans précédent et, pour les plus importantes d'entre elles, de montants illimités. Mais la rareté temporaire du dollar et les mesures prises ont contribué à mettre en évidence la dépendance du système financier international à l'égard d'une monnaie qui est gérée par un seul pays. Par exemple, le commerce international entre pays hors États-Unis a été affecté par la difficulté rencontrée par les banques de chacun de ces pays à reconduire leurs engagements en dollars sur le marché interbancaire. Un dispositif qui laisse subsister « un point unique de défaillance » dans le système financier international pourrait être considéré par un « ingénieur système » comme le résultat d'une négligence.

135

* Département d'économie E2, université de Californie, Santa Cruz ; université de Shandong, Chine.

** Bureau de représentation pour l'Asie et le Pacifique, Banque des règlements internationaux.

*** Département monétaire et économique, Banque des règlements internationaux.

Les auteurs remercient Claudio Borio pour ses commentaires et ses suggestions, ainsi que Magda Erdem pour son aide dans la recherche. Yin-Wong Cheung tient également à exprimer sa reconnaissance pour le soutien financier des fonds de recherche de l'université de Californie, Santa Cruz.

Les opinions exprimées sont celles des auteurs et pas nécessairement celles de la Banque des règlements internationaux.

LES POLITIQUES CHINOISES POUR PROMOUVOIR L'INTERNATIONALISATION DU RENMINBI

Dans ce contexte, un certain nombre d'initiatives récentes donnent à penser que les autorités chinoises ont engagé une stratégie plus active pour promouvoir l'internationalisation du renminbi. Le changement est manifeste dans le contraste entre l'article de Dobson et Masson (publié en 2009, mais écrit début 2008) et celui de Gao et Yu (2009). Dans ce qui suit, nous examinons d'abord les raisons de cette stratégie, comparant les positions respectives de la Chine et du Japon, avant de présenter brièvement les politiques mises en œuvre jusqu'ici.

Logique et stratégie

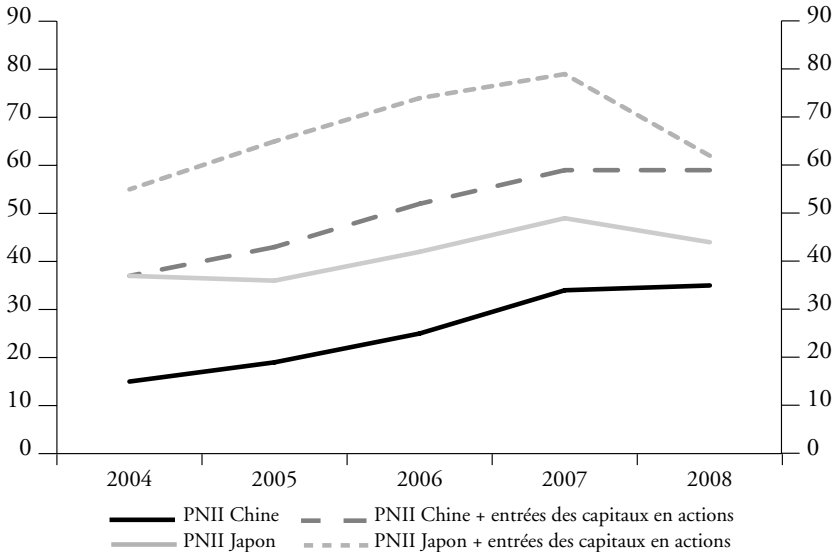
La plupart des commentateurs ont interprété cette stratégie comme le reflet des doutes concernant le dollar en tant que valeur de réserve. Au contraire, nous soulignons la nature particulière du bilan extérieur de la Chine. Celui-ci révèle une exposition toujours plus forte au risque de change. Cette exposition découle de la combinaison de l'ouverture de la Chine aux participations étrangères, de son excédent des paiements courants et du fait que le renminbi n'est pas une monnaie internationale.

136

Comme la plupart des pays industrialisés, la Chine est courte dans sa propre monnaie et longue dans les autres devises (si l'on considère les investissements directs entrants et les portefeuilles boursiers comme des engagements en renminbi). Cette position résulte des positions croisées sur actions inhérentes à la mobilité des capitaux internationaux. Pour illustrer la situation, on peut imaginer deux îles, très éloignées l'une de l'autre et donc tributaires de climats très différents, qui décideraient de s'engager à s'échanger annuellement un tantième du produit de leurs récoltes respectives futures (autrement dit, des actions) : à terme, chacune serait longue dans la « récolte » (monnaie) de l'autre. Dans ce domaine, la Chine est plus ouverte que le Japon : les avoirs des non-résidents en actions chinoises (investissements directs et de portefeuille) représentent 24 % du PIB chinois (Ma et Zhou, 2009), alors qu'ils ne représentent que 17 % pour le Japon.

La Chine, comme le Japon, a une deuxième source de positions longues nettes en devises : une succession d'excédents des paiements courants. Avec le temps, ces flux s'accumulent dans ce que l'on a appelé la position nette d'investissement international (PNII). Comme on peut le voir sur le graphique 1 (ci-après), la position nette d'actifs internationaux de la Chine se rapproche de celle du Japon et représente 40 % à 50 % du PIB du pays (Ma et Zhou, 2009).

Graphique 1
Position nette d'investissement international
et position nette longue de change de la Chine et du Japon
 (en % du PIB)



Sources : Banque populaire de Chine ; Banque du Japon.

137

Si un pays aussi excédentaire a une monnaie qui n'est guère utilisée par les non-résidents, les créances sur le reste du monde s'accumulent en devises étrangères. Dans ce cas, la position des actifs nets internationaux et la position nette en actions détenues par le reste du monde s'additionnent pour donner la position longue agrégée d'un pays en devises. C'est la situation de la Chine en ce moment et elle approche des 60 % du PIB sous la forme d'une position longue en devises étrangères.

À l'inverse, l'internationalisation du yen, pour modeste qu'elle soit, signifie que le reste du monde utilise le yen dans une certaine mesure pour la dénomination d'engagements et de créances, permettant de répartir son exposition aux risques de change. Ainsi, Lane et Shambaugh (à paraître) estiment que le Japon détient une créance nette en yen sur le reste du monde de l'ordre de 2 % de son PIB. Si c'est le cas, la position longue nette du Japon en devises étrangères est en dessous des traits en pointillé du graphique 1. La Chine, dans sa courte existence en tant que pays créditeur important, a donc déjà amassé une exposition totale au risque de change aussi élevée que le Japon (la ligne en pointillé de la Chine rejoindrait celle du Japon, si les créances japonaises en yen étaient soustraites).

En résumé, même si les actifs internationaux nets représentent encore une part plus petite du PIB de la Chine que ce n'est le cas pour le Japon, la position longue agrégée de la Chine en devises étrangères est aussi importante que celle du Japon. Ceci est dû à la fois à la plus forte proportion d'avoirs étrangers en actions en Chine et à l'absence d'internationalisation du renminbi. À la fois ouverte aux investissements directs étrangers (IDE), mais pratiquant un contrôle des capitaux qui empêche le reste du monde d'emprunter en renminbi, la Chine constitue un cas manifeste de position longue en devises étrangères, dont le dollar n'est pas la moindre, et de position courte en devises nationales. La stratégie de la Chine pour le court terme consistant à libeller ses créances en renminbi irait dans le sens d'une normalisation de son bilan international.

En fait, ce que Takagi (2009) considère comme le succès limité du yen en tant que monnaie internationale constitue une référence pour une telle stratégie de court terme pour le renminbi. Dans la colonne des actifs des comptes internationaux du Japon figurent des titres de dette (non inclus dans les avoirs de réserve) émis par des sociétés, des gouvernements ou des banques dans le reste du monde, qui représentent 35 % du PIB (près de deux fois les réserves officielles de change du Japon). La Banque du Japon indique que près d'un tiers de ces instruments, soit 11,6 % du PIB, sont libellés en yen. Partant de cet exemple, près d'un tiers des actifs (hors avoirs de réserve) détenus par la Chine pourraient être libellés en renminbi, ce qui, pour le moyen terme, paraît plus réaliste que d'essayer d'atteindre la proportion bien plus élevée prévalant pour les États-Unis, dont les actifs libellés en dollars sont détenus à hauteur d'environ 90 % par des non-résidents. Dans un tel scénario, les fonds de pension et les sociétés d'assurances chinoises pourraient, dans une large mesure, réduire peu à peu le risque de crédit purement intérieur sans, pour autant, encourir de risque de change.

Outre l'acquisition par le secteur privé d'obligations émises par des non-résidents en monnaie nationale, la Chine pourrait réduire son risque de change total en libellant davantage ses créances officielles sur le reste du monde en renminbi. Pour continuer le parallèle avec le Japon, la Banque japonaise pour la coopération internationale (née de la fusion entre la banque d'import-export et la banque de développement) prête des yen à des gouvernements et à des sociétés dans le reste du monde. Exprimé en dollars, son portefeuille de prêts en yen s'élève à 119 Md\$ et les prêts en monnaies étrangères à 41 Md\$. Les prêts en yen représentent 2,7 % du PIB japonais. Dans la mesure où la Chine accroît son aide aux pays d'Asie, d'Afrique et d'Amérique latine, elle aurait là un potentiel considérable pour libeller ses créances officielles en renminbi.

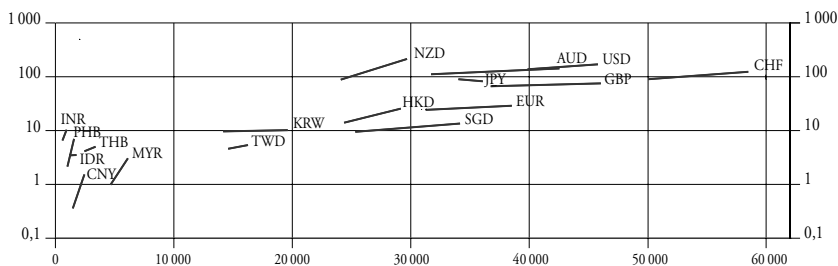
Le financement du commerce est très présent dans les mesures prises

par la Chine concernant sa monnaie depuis le début de la crise financière mondiale, mais, en tant que tel, il ne devrait pas propager le risque de change de la Chine au reste du monde de manière importante. Se référant encore au Japon, Takagi (2009) note que 36,7 % des exportations japonaises étaient libellées en yen en 2002. Une proportion similaire des exportations chinoises représenterait une part plus importante du PIB, en raison de la plus grande ouverture de l'économie chinoise. Mais il ne faut pas perdre de vue que les importations chinoises auraient également vocation à être exprimées en renminbi. Certes, l'expérience japonaise montre que la part des importations libellées en monnaie nationale pourrait être plus petite (25,5 % des importations japonaises en 2002). Pour la Chine, accumuler des créances commerciales nettes en renminbi sur le reste du monde nécessiterait une plus grande asymétrie que pour le Japon. Cela dit, libeller le commerce en renminbi serait compatible avec l'augmentation des obligations et des dettes officielles libellées en renminbi, si bien que les effets indirects pourraient tout de même être considérables.

L'utilisation du renminbi pour émettre des obligations et octroyer des prêts officiels ainsi que pour commercer pourrait entraîner une augmentation de l'utilisation du renminbi sur le marché des changes internationaux. Il y a de grandes possibilités pour le renminbi de progresser dans ce domaine. Entre 2004 et 2007, le volume quotidien de transactions sur le renminbi s'est suffisamment développé pour qu'il dépasse le montant quotidien des importations et des exportations de la Chine (cf. graphique 2). Cela étant, même la roupie indienne,

139

Graphique 2
Volume des transactions de change
par rapport au commerce international



Échelle (abscisse) : PIB par habitant en dollars.

Échelle (ordonnée) : ratio volume de transactions de change annualisées sur commerce international, échelle logarithmique.

Les lignes montrent les variations entre les mesures de 2004 et celles de 2007, les noms des devises figurent à côté des mesures de 2007.

Sources : Banque des règlements internationaux (BRI), *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2007* ; CEIC ; ONU ; données nationales ; estimations des auteurs.

qui n'est pas internationalisée, ou le won coréen, qui l'est partiellement, enregistrent des échanges dix fois supérieurs au volume de leur commerce international. Pour les pays totalement internationalisés, la proportion est de 100 fois. Le renminbi a encore du chemin à faire.

La stratégie consistant à remplacer des créances en dollars sur le reste du monde par des créances en renminbi aurait également des conséquences pour l'euro. Une autre stratégie pourrait être de diversifier ses avoirs et de prendre ses distances avec le dollar pour se tourner vers d'autres grandes devises. Si les obligations en dollars étaient remplacées par des obligations libellées en euros, l'euro serait poussé à la hausse par rapport au dollar (Blanchard, Giavazzi et Sa, 2005). Ce n'est que si les obligations en dollars et en euros pouvaient se substituer parfaitement les unes aux autres dans les portefeuilles des investisseurs que cette diversification de la part de la Chine n'aurait aucun effet (tout comme des interventions de stérilisation dans la même hypothèse ; Genberg et *al.* 2005).

Ces deux stratégies - renminbisation et diversification au profit de l'euro - peuvent être suivies simultanément et pourraient même se combiner. Ainsi, la Banque populaire de Chine a décidé d'acquérir des titres émis par le FMI, libellés en droits de tirage spéciaux (DTS), pour un montant pouvant aller jusqu'à 32 milliards de DTS. Si, au final, la Chine n'apportait au FMI que des dollars pour payer ces obligations, elle diversifierait, de fait, ses positions au profit de l'euro et, dans une moindre mesure, de la livre sterling et du yen, puisque ces devises forment, avec le dollar, le panier constituant les DTS. Cette diversification au profit de l'euro est la plus probable, mais les opérateurs de marché ont porté toute leur attention sur le renminbi (Banque populaire de Chine et FMI, 2009), considérant que l'accord Chine-FMI signe l'internationalisation du renminbi. Or, ce n'est pas nécessairement le cas. Un exemple peut expliquer pourquoi l'utilisation du renminbi dans cette transaction pourrait être éphémère. Lorsque le FMI emprunte à la SAMA (Saudi Arabian Monetary Agency - Autorité monétaire d'Arabie Saoudite), cela peut se faire en riyal. Même si ces riyal sont livrés au pays qui emprunte auprès du FMI, celui-ci peut très bien convertir les riyal en l'une des principales monnaies de réserve, probablement des dollars, auprès de la SAMA. Cela dit, il pourrait bien se produire une interaction plus importante à plus long terme, si le renminbi devenait l'une des devises du panier des DTS. Pour le moment, cependant, cet accord entre la Banque populaire de Chine et le FMI devrait être davantage perçu comme une diversification entre les principales devises que comme l'un des moyens de convertir en renminbi les créances de la Chine sur le reste du monde¹.

Si la stratégie de conversion des créances internationales de la Chine en renminbi était poursuivie au point de mettre le rôle du renminbi dans la finance internationale au même niveau que le poids de la Chine en tant que nation productrice et commerciale, cela affecterait les DTS du FMI. La dernière révision quinquennale des DTS en décembre 2005 avait défini deux critères pour inclure une devise dans les DTS : d'abord, que le volume des exportations de biens et de services situe cette devise parmi les quatre principales zones monétaires mondiales (considérant l'euro comme l'une de celles-ci) ; ensuite, que cette devise soit libre d'utilisation, à savoir qu'elle soit en réalité abondamment utilisée et négociée sur les marchés des changes².

Ces deux critères sont à la fois proches et lointains. Le premier critère ouvrirait au renminbi l'accès au « panier » à la première occasion, mais avec un poids affecté par le volume quasi nul des réserves officielles en renminbi. Quant au deuxième critère, être « librement utilisable », il représente une perspective plus lointaine encore. Il y a donc à la fois le côté « largement utilisé » qui pourrait être renforcé par des accords bilatéraux avec des partenaires commerciaux. Mais il y a aussi le critère du marché, de la négociation du renminbi. Comme nous le disions ci-dessus, le renminbi a encore du chemin à faire.

En fonction de ces critères, il est difficile d'imaginer que le renminbi puisse être candidat, lors de la révision de 2015 du panier des DTS. Mais l'année 2020 pourrait être autre chose qu'une vue de l'esprit et même une sérieuse possibilité, si le contrôle des capitaux était suffisamment assoupli.

141

*Les initiatives récentes montrent une volonté
d'internationaliser le renminbi*

Depuis fin 2008, la Chine a semblé se départir de sa stratégie en faveur d'une internationalisation très progressive du renminbi. Le gouvernement chinois a en effet lancé, de manière proactive, un certain nombre d'initiatives visant à accroître l'usage international du renminbi. D'abord, la Banque populaire de Chine a signé jusqu'ici des accords de *swap* de devises en renminbi avec six banques centrales, pour un montant total de 650 MdRMB (95 Md\$). Ces accords d'une durée de trois ans peuvent être prolongés (cf. tableau 1 ci-après). La liquidité restreinte du dollar et la contraction des échanges commerciaux pendant la tempête financière mondiale pourraient favoriser un bon départ de cette initiative.

Tableau 1
Accords de swap bilatéraux avec la Banque populaire de Chine

Contrepartie	Date des accords	Montant des accords de swap
Banque de Corée*	12 décembre 2008	180 MdRMB et 38 000 MdKRW
Autorité monétaire de Hong Kong	20 janvier 2009	200 MdRMB et 227 MdHKD
Bank Negara Malaysia	8 février 2009	80 MdRMB et 40 MdMYR
Banque nationale de la République du Belarus	11 mars 2009	20 MdRMB et 8 000 MdBYR
Banque d'Indonésie	23 mars 2009	100 MdRMB et 175 000 MdIDR
Banque centrale d'Argentine*	2 avril 2009	70 MdRMB et 70 MdARS

* Les accords de *swap* avec la Banque de Corée et la Banque centrale d'Argentine sont encore des accords cadres, selon les déclarations publiques, c'est-à-dire que les accords finaux n'ont pas encore été signés.

Note : les six accords de *swap* ont une maturité de trois ans et peuvent être prolongés d'un commun accord.

Source : Banque populaire de Chine.

Ces *swaps* peuvent être considérés comme un soutien à la deuxième initiative, la conversion du commerce en renminbi. En avril 2009, le Conseil d'État chinois a approuvé un projet pilote pour des accords de règlements transfrontaliers en renminbi concernant, d'un côté, Shanghai et quatre autres villes de la province du Guangdong et, de l'autre, Hong Kong. Pour l'instant, ce projet concerne quelque 400 sociétés commerciales chinoises. Selon certaines informations, la Chine aurait également discuté avec le Brésil et la Malaisie la possibilité de régler leurs échanges commerciaux en monnaie locale, ceux-ci pouvant être adossés à des *swaps* bilatéraux. Un article de recherche de l'Autorité monétaire de Hong Kong (Cui, Chang et Chang, 2009) estime que 20 % à 30 % des 2 500 Md\$ d'exportations et d'importations annuelles de la Chine pourraient être réglés en renminbi, si la convertibilité des mouvements de capitaux était plus avancée. Comme nous l'avons noté plus haut, cette expérience aurait pour résultat une croissance à la fois des créances étrangères et des engagements de la Chine libellés en renminbi.

De plus, il existe des initiatives en cours ou à venir concernant les financements publics et l'émission d'obligations en renminbi à Shanghai et à Hong Kong. Le gouvernement chinois pourrait suivre l'exemple du Japon et accorder à l'avenir des prêts d'aide à l'étranger en renminbi. Par exemple, la Banque de développement chinoise (2009) rapporte que 4,56 % de ses 2 900 MdRMB de prêts, soit 13 Md\$, ont été octroyés ailleurs que sur le continent. Si des prêts similaires sont accordés dans l'avenir, ils pourraient l'être en renminbi. De même, pour augmenter la proportion des créances chinoises libellées en renminbi sur le reste du monde, il a été proposé que le gouvernement chinois encourage l'émission de nouvelles obligations panda - des titres émis par

des non-résidents et libellés en renminbi sur le marché obligataire intérieur chinois (Yu, 2008). En 2005, l'International Financial Corporation et la Banque de développement asiatique avaient émis 1,13 MdRMB et 1 MdRMB, respectivement, mais les fonds levés devaient être utilisés pour financer les opérations locales des émetteurs. Enfin, outre les institutions financières chinoises, quelques banques étrangères sélectionnées ont également été autorisées à émettre des obligations en renminbi à Hong Kong (cf. tableau 2). Enfin, le ministère chinois des Finances a décidé d'émettre pour 6 milliards de dette souveraine à Hong Kong en septembre 2009, une initiative pionnière avec un double objectif : développer le rôle international du renminbi, mais aussi créer un *benchmark* pour les autres obligations en renminbi cotées à Hong Kong. Bien que cette initiative ne ferait qu'augmenter les engagements de la Chine libellés en renminbi (ou augmenter la position longue de la Chine en devises étrangères), elle pourrait renforcer le rôle du renminbi dans les transactions financières *offshore*, en général.

Tableau 2
Émissions obligataires en renminbi à Hong Kong

Émetteurs	Date d'émission	Montant (en MdRMB)	Échéance	Taux d'intérêt
Banque de développement chinoise	Juillet 2007	5	2 et 3 ans	3 %
Banque d'import-export chinoise	Juillet 2007	2	2 et 3 ans	3,05 % et 3,2 %
Banque de Chine	Septembre 2007	3	2 et 3 ans	3,15 % et 3,35 %
Banque des communications	Juillet 2008	3	2 ans	3,25 %
Banque d'import-export chinoise	Septembre 2008	3	3 ans	3,4 %
Banque de la construction chinoise	Septembre 2008	3	2 ans	3,24 %
Banque de Chine	Septembre 2008	3	2 et 3 ans	3,25 % et 3,4 %
Banque de l'Asie orientale (Chine)	Juillet 2009	1	2 ans	2,8 %
HSBC (Chine)	Juillet 2009	1	2 ans	38 points de base/ Shibor 3M
Banque de développement chinoise	Août 2009	1	2 ans	2,45 %
Ministère des Finances	Octobre 2009	6	2, 3 et 5 ans	2,25 %, 2,7 % et 3,3%

Sources : Banque populaire de Chine ; Autorité monétaire de Hong Kong.

Bien qu'une grande partie de la discussion porte sur les avantages pour la Chine, il faudrait rappeler qu'il faut être deux pour danser le tango. Pourquoi les débiteurs extérieurs devraient-ils accepter que leurs engagements soient libellés en renminbi ? Et surtout, pourquoi des parties extérieures à la Chine accepteraient-elles de détenir des renminbi, si celui-ci était susceptible de s'apprécier rapidement contre les autres

devises ? Après tout, les Chinois courent actuellement le risque bilanciel d'une soudaine appréciation du renminbi contre les devises étrangères. Si les parties extérieures à la Chine partageaient ce risque, les motivations de la Chine d'empêcher cette appréciation s'en trouveraient diminuées (un point d'aléa moral : la répartition du risque peut affecter les comportements). Ou alors, plus subtilement, considère-t-on que le renminbi va suivre de près le dollar ? Les deux parties ci-dessous abordent les questions de savoir si les débiteurs potentiels en renminbi extérieur à la Chine pourraient être dissuadés par la perspective d'une forte appréciation du renminbi, et si l'on peut s'attendre à ce que le renminbi suive le dollar de si près qu'il ne présenterait aucun avantage en tant que devise dans laquelle émettre des obligations.

LE RISQUE D'UNE FORTE APPRÉCIATION DU RENMINBI AFFECTE-T-IL SON INTERNATIONALISATION ?

Une condition préalable à l'internationalisation du renminbi est que les emprunteurs dans les autres pays acceptent d'avoir leurs engagements libellés en renminbi. Si le renminbi est perçu comme fortement sous-évalué et menacé d'une forte appréciation, il serait difficile de faire accepter par les autres pays d'avoir des engagements en renminbi. Ces réticences à emprunter en renminbi constitueraient un obstacle important à son internationalisation.

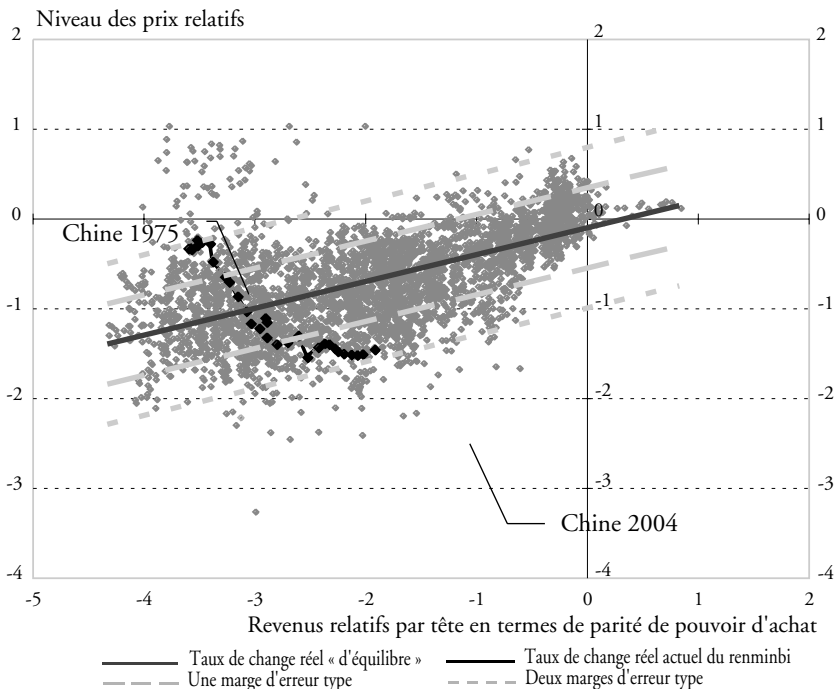
Le souci, et même l'espoir, d'une forte appréciation ne sont pas rares parmi les observateurs qui soutiennent fréquemment que le renminbi est considérablement sous-évalué. En effet, des études universitaires et politiques donnent à penser que le renminbi chinois est considérablement sous-évalué, mais l'ampleur de cette sous-évaluation varie considérablement d'une étude à l'autre (Frankel, 2006 ; Goldstein et Lardy, 2008)³. Cependant, la plupart de ces études négligent ou minimisent la difficulté qu'il y a à déterminer le degré de sous-évaluation du renminbi.

Avant de pouvoir estimer le niveau de sous-évaluation du renminbi, la question primordiale est évidemment de définir son niveau approprié (ou, en jargon économique, sa valeur d'équilibre). Outre la difficulté que les économistes ont éprouvée dans la prédiction des changements des taux de change (Meese et Rogoff, 1983), ils ont également eu beaucoup de mal à se mettre d'accord sur un *benchmark* pour une valeur convenable du taux de change (Cheung, Chinn et Garcia Pascual, 2005). Sans un consensus sur un modèle de taux de change, les emprunteurs potentiels en renminbi interpréteront naturellement avec beaucoup de prudence les affirmations concernant le niveau de sous-évaluation du renminbi.

Cheung, Chinn et Fujii (2007) soulignent l'incertitude qui entoure tout calcul de l'ampleur de la sous-évaluation du renminbi. Nous reprenons leur argument, fondé sur la relation empirique bien connue entre taux de change et revenu réel, qui veut que les prix et particulièrement ceux de biens non-marchands et de services aient tendance à être plus élevés dans les pays à revenus par tête d'habitant plus élevé. Alors qu'il est possible d'obtenir une estimation quantitative de l'écart d'évaluation, il est difficile d'affirmer que cette estimation constitue une preuve statistique suffisante de la sous-évaluation. Cette idée est illustrée par le graphique 3 qui représente : le taux de change réel du renminbi (la ligne noire, les valeurs les plus élevées représentant un renminbi plus fort, plus élevé) ; le taux de change réel « d'équilibre » prédit selon la méthode empirique de la relation taux de change/revenus (la ligne gris foncée) ; et les marges d'erreur type liées aux prédictions des taux d'équilibre (lignes en pointillé). La sous-évaluation apparaît lorsque le taux réel est inférieur au taux d'équilibre anticipé⁴.

Graphique 3
Estimations des écarts d'évaluation du renminbi,
d'après une régression des estimations des données
d'un panel de pays

145



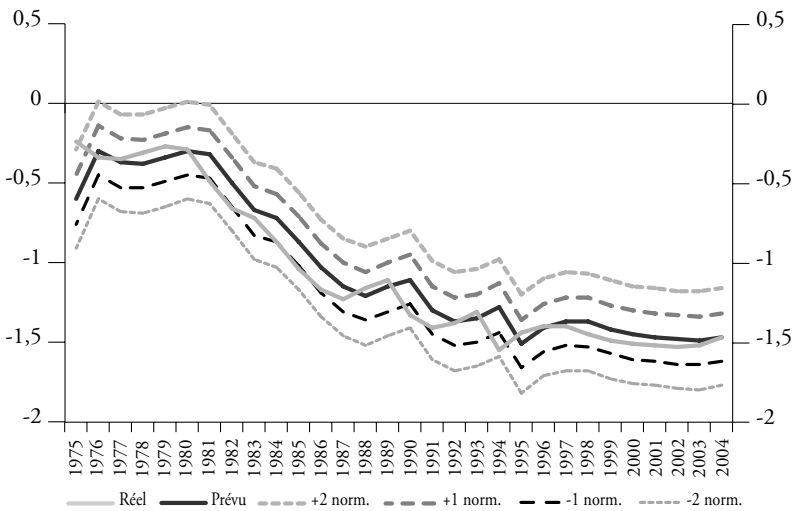
Source : Cheung, Chinn et Fujii, 2009b.

Les nuages de points à l'arrière-plan du graphique 3 (plus haut) décrivent le taux de change et les données de prix d'un panel de 160 pays sur une période maximum de trente ans, de 1975 à 2004, qui ont fourni ces résultats. Une caractéristique importante du graphique 3 est l'importance des marges d'erreur normales. Celle-ci souligne l'incertitude qui pèse sur la détermination du taux de change. Elle montre que, dans les années 2000, le renminbi a été sous-évalué et que sa valeur était inférieure à sa valeur d'équilibre prévue - mais aussi que sa valeur s'est maintenue en deçà de deux fois l'écart type. Il s'agit du critère appliqué habituellement par les économistes pour savoir si une observation est statistiquement significative ou pas.

Aussi curieux que cela puisse paraître, le double de l'écart type est peut-être un critère un peu trop accommodant pour estimer la sous-évaluation du renminbi. En effet, les résultats du graphique 3 (plus haut) sont sujets au problème d'autocorrélation des séries, ce qui signifie qu'en réalité, l'on dispose de moins de points de données distincts que ne le suggère le nombre d'observations. Le graphique 4 retrace l'évolution dans le temps de la valeur du renminbi, de sa valeur d'équilibre prévue et des marges d'erreurs normales non sujettes à l'autocorrélation des séries. L'écart d'évaluation estimé du renminbi est sensiblement réduit, après la prise en compte explicite de l'autocorrélation. Donc, l'importante sous-évaluation observée dans le graphique 3

146

Graphique 4
Valeurs réelles et prévues du renminbi,
selon la méthode Prais-Winsten
qui prend en compte l'autocorrélation des séries



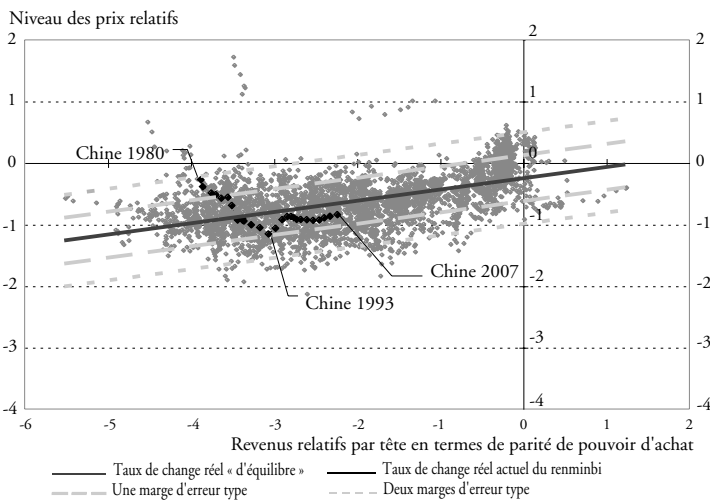
Source : Cheung, Chinn et Fujii, 2009b.

semblerait exagérée, du fait de l'absence de traitement du problème de l'autocorrélation dans la procédure d'estimation.

La fiabilité des données sur les niveaux de revenu réel des Chinois est déterminante pour cette analyse, les estimations de sous-évaluation données plus haut sont fondées sur des prix historiques relatifs qui ont connu de très forts changements pendant les périodes de croissance rapide. Il y a deux ans, la Banque mondiale, en coopération avec la Banque de développement asiatique, a publié de nouvelles estimations des prix relatifs qui, en pratique, révisent à la baisse le produit national brut de la Chine en termes de parité du pouvoir d'achat (son revenu réel) et révisent en hausse son taux de change réel. Cheung, Chinn et Fujii (2009b) ont mis à jour leurs premiers résultats à la lumière de ces nouvelles estimations qui sont considérées comme donnant une meilleure description de l'économie chinoise (Programme de comparaison internationale, 2007). Les résultats sont résumés dans le graphique 5 qui a le même format que le graphique 3 (plus haut). Ce qu'il y a d'étonnant dans le résultat, c'est que ces nouvelles données indiquent une sensible réduction du degré estimé de la sous-évaluation du renminbi. C'est-à-dire que la sous-évaluation signalée antérieurement reposait sur l'utilisation de données non révisées et aujourd'hui considérées comme dépassées de la situation économique actuelle. Cette révision et ses conséquences pour l'estimation ajoutent une nouvelle dimension à la difficulté d'évaluer avec précision le degré de sous-évaluation du renminbi.

147

Graphique 5
Estimations des écarts d'évaluation du renminbi calculées
par une régression de panel avec données de prix relatifs révisées



Source : Cheung, Chinn et Fujii, 2009b.

À la réflexion, un survol rapide de l'état actuel des mécanismes économiques des taux de change donne à penser que l'ambiguïté relative à la fixation d'un taux de change d'équilibre n'a rien de surprenant. En effet, les résultats imprécis et ambigus ne sont pas l'apanage de Cheung, Chinn et Fujii (2007 et 2009b). Dunaway et Li (2005) et Dunaway, Leigh et Li (2009), du FMI notamment, font état de préoccupations concernant la fiabilité des informations concernant la sous-évaluation du renminbi selon l'approche ou les hypothèses retenues. Ces auteurs montrent que selon les approches, on peut obtenir une grande variété d'estimations concernant cette sous-évaluation. Ils signalent également que, dans les modèles utilisant le taux de change d'équilibre, de petits changements dans les valeurs du modèle, les définitions explicatives et la périodicité des échantillons peuvent aboutir à des variations plus grandes que prévu des estimations des taux de change d'équilibre. Dans le cadre de la valorisation du renminbi, ces études renforcent notre démonstration ci-dessus de la complexité et des difficultés inhérentes à une modélisation empirique du taux de change.

Ces études signifient-elles que le renminbi n'est pas sous-évalué ? Non, des preuves empiriques faibles ne permettent pas d'exclure l'hypothèse d'une sous-évaluation. Les preuves sont, en fait, si ténues que nous ne pouvons pas exclure un grand nombre d'hypothèses concernant la valorisation du renminbi. Au lieu de discuter de la sous-évaluation ou de la surévaluation, le message à retenir est qu'il est difficile de prononcer un verdict de sous-évaluation qui réponde aux critères d'une démarche empirique prudente, comme doit l'être une étude universitaire. Néanmoins, il n'est pas déraisonnable de se montrer prudent dans la formulation de recommandations politiques fortes sur la base de preuves empiriques faibles.

Même en pleine incertitude, les gouvernements et les sociétés dans les pays qui sont les partenaires commerciaux de la Chine se doivent de prendre une décision sur la dénomination de leurs dettes en renminbi. En pratique, les décideurs politiques et les directeurs financiers opèrent dans le monde réel, et non dans la théorie. La difficulté qu'il y a à poser un diagnostic clair ne signifie pas nécessairement qu'il n'y a pas de sous-évaluation. Une autre approche possible est de se poser la question : « D'un point de vue pragmatique, devrions-nous choisir la devise de notre dette sur l'hypothèse que le renminbi chinois comporte un risque massif et potentiellement coûteux de hausse ? ». L'expérience l'a prouvé : la question de la crédibilité n'est pas à négliger. Dans le domaine économique, les autorités chinoises sont considérées comme favorables à une approche graduelle et comme soucieuses de stabilité économique. Une réévaluation massive du renminbi présenterait le risque de sérieuses

perturbations de l'économie domestique chinoise et de son réseau de relations commerciales et de production avec les autres économies asiatiques. Si l'expérience récente de gradualisme a quelque crédit, la perspective d'une importante réévaluation ne devrait pas bloquer l'internationalisation du renminbi.

LA RELATION AVEC LE DOLLAR AMÉRICAIN PÈSE-T-ELLE SUR L'INTERNATIONALISATION DU RENMINBI ?

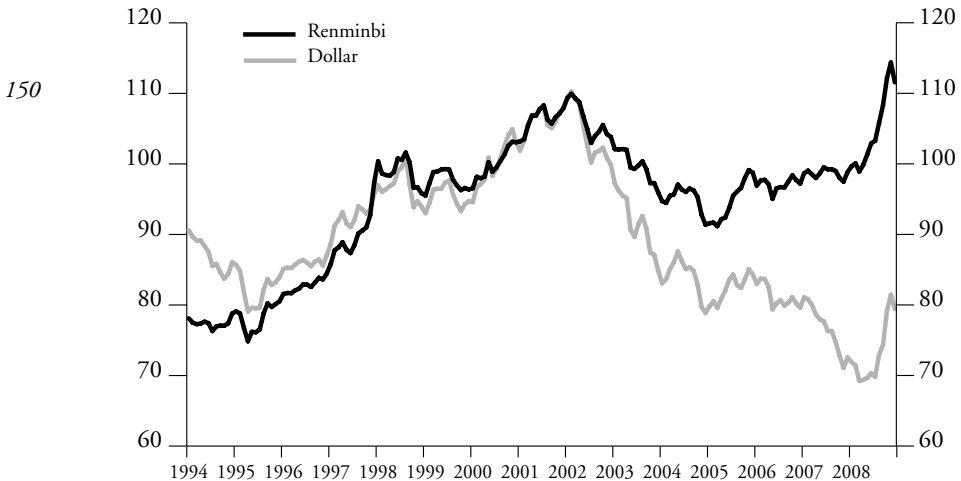
La plupart des observateurs pensent que le renminbi est passé d'un ancrage au dollar de 1994 à 2005 à une appréciation graduelle de 2005 à 2008, pour revenir s'arrimer en 2008-2009. Si c'est le cas, l'internationalisation du renminbi serait certainement gênée par la perspective du maintien d'un ancrage au dollar. Les avantages de la liquidité des marchés en dollars américains plaideraient pour l'immobilisme, alors que le renminbi en tant que valeur de réserve n'offrirait, par hypothèse, rien de plus que le dollar sinon un manque de visibilité (pire encore, il pourrait exposer ses débiteurs étrangers en renminbi au risque d'une tendance haussière vis-à-vis du dollar et, pour un moment au moins, de taux d'intérêt plus élevés que le dollar).

Cette sagesse conventionnelle et ses implications négatives sur une internationalisation du renminbi ne sont pas vraiment fondées. Si, vraiment, les autorités chinoises ont rompu intellectuellement et effectivement avec le dollar, et même si la crise les a poussées à revenir momentanément vers le dollar, le renminbi a une meilleure chance d'être accepté par les débiteurs. Ma et McCauley (2009) démontrent que le régime du renminbi après juillet 2005 n'était pas seulement une parité glissante avec le dollar. Au contraire, entre la mi-2006 et la mi-2008, les autorités chinoises semblent avoir géré le renminbi par rapport à son panier commercial pondéré, comme c'est le cas depuis longtemps pour le dollar de Singapour. Il y a plusieurs arguments en faveur de cette interprétation du régime du renminbi après 2005.

D'abord, deux importants documents de la Banque centrale chinoise au début de 2008 ont cité l'évaluation du taux de change effectif du renminbi publiée par la Banque des règlements internationaux (BRI) dans des considérations sur le taux de change du renminbi, laissant peut-être entrevoir une plus grande attention au taux de change effectif dans la gestion du renminbi (Banque populaire de Chine, 2008 ; Administration d'État pour les changes, 2008). Il s'agit d'un écart manifeste avec la tradition instaurée depuis la crise financière asiatique. En effet, comme l'avance Fung et *al.* (2009), en termes de compétitivité comme de stabilité des prix, une stabilité effective du renminbi serait plus profitable à la Chine qu'une stabilité de la parité avec le dollar.

Ensuite, entre 2006 et 2008, le renminbi effectif et le dollar effectif ont évolué chacun dans des directions opposées, montrant suffisamment la perte d'influence du cycle du dollar sur le renminbi effectif pendant cette période (cf. graphique 6). C'est un autre signe d'un renminbi qui s'éloigne d'un pur ancrage du dollar. Enfin, Ma et McCauley (2009) apportent des preuves économétriques que dans cette période de deux ans, la valeur du taux de change du renminbi a fait preuve d'une tendance à revenir à une moyenne caractérisée par une parité glissante à la hausse par rapport à son panier commercial pondéré. Pour être précis, d'une manière très semblable à la politique de change de Singapour, le taux effectif du renminbi semble avoir effectué un glissement de l'ordre de 2 % à l'intérieur d'une bande de plus ou moins 2 % (cf. graphiques 7a et 7b ci-après).

Graphique 6
Taux de change effectifs nominaux du renminbi
et du dollar américain*
 (indice : 2000 = 100)

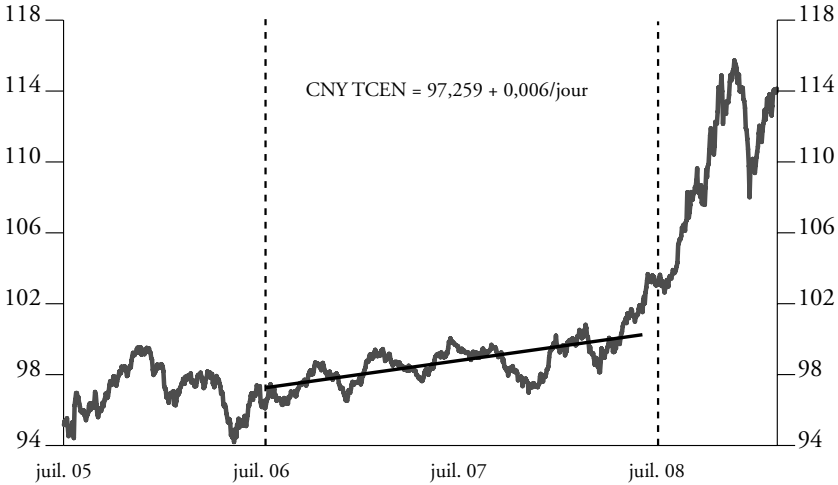


* Indice américain des principales devises contre le dollar et indice BRI du renminbi. Données mensuelles. Sources : Fed ; BRI ; calculs des auteurs.

Cependant le renminbi est revenu à un ancrage étroit avec le dollar américain en juillet 2008 et s'est considérablement apprécié en termes effectifs à la suite de la hausse du dollar. Ma et McCauley (2009) apportent des preuves solides que la politique de gestion du renminbi a changé pendant l'été 2008. L'expérience sur deux ans d'une gestion par panier du renminbi semble avoir été interrompue dans le contexte de l'aggravation de la crise financière mondiale. Un retour

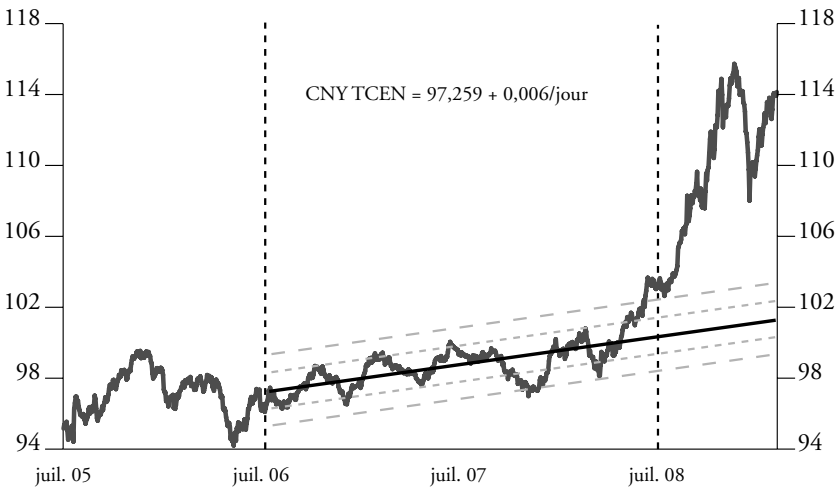
Graphiques 7 Taux de change effectif nominal du renminbi chinois (indice, 2000 = 100)

Graphiques 7a Progression des moindres carrés



151

Graphiques 7b Progression et marges d'erreur imputées



Note : données journalières. La tendance est estimée sur la période de deux ans comprise entre mi-2006 et mi-2008, en régressant le TCEN (taux de change effectif nominal) de la BRI et la période de temps. Les pointillés en gras représentent un écart de plus ou moins 2 % autour de la tendance, les plus fins de plus ou moins 1 %.

Sources : BRI ; estimations des auteurs.

à la stabilité à l'égard du dollar impliquait que le renminbi, sur une courbe de forte appréciation, franchisse la ligne supérieure de la marge d'erreur estimée (cf. graphiques 7a et 7b plus haut). En raison de la force du dollar sur les marchés vers fin 2008, les autorités chinoises auraient dû accepter une baisse considérable du renminbi contre dollar, afin de maintenir la stabilité du taux de change effectif.

Le changement de politique dans la gestion du renminbi serait en phase avec des préoccupations stratégiques concernant une telle faiblesse prolongée du renminbi contre dollar, en raison de l'important déséquilibre du commerce sino-américain, mais aussi avec la volonté nouvelle de préserver la confiance du marché dans une période d'instabilité financière mondiale due au rôle de monnaie refuge du dollar. La forte hausse du dollar à la fin de 2008 a certainement surpris de nombreux observateurs et a contraint non seulement les cambistes mais aussi les gérants de portefeuilles à revoir leurs stratégies. Avec le retour à la normale des échanges sur les marchés des changes mondiaux, les considérations qui ont amené les responsables à laisser le renminbi s'apprécier progressivement contre les monnaies de ses partenaires commerciaux pourraient redevenir d'actualité. Comme nous l'avons dit plus haut, un renminbi moins lié au dollar pourrait devenir une monnaie dans laquelle il serait plus intéressant d'emprunter.

152

L'expérience asiatique de la mi-2006 à la mi-2008 donne également à penser que les monnaies d'Asie orientale gérées par rapport à leurs paniers commerciaux peuvent faire preuve d'une certaine stabilité entre elles, en raison de la similarité de ces paniers (Ma et McCauley, 2009). Par exemple, du fait de la similarité dans la composition des paniers, lorsque les Chinois géraient le taux de change effectif du renminbi et que les Malaisiens géraient le taux de change effectif du ringgit, le taux renminbi/ringgit est resté assez stable. Cette idée permet une approche vers une stabilisation des monnaies à la fois en termes effectifs (mondialement), ce qui est important pour ces économies tournées vers l'extérieur, et en termes de commerce bilatéral en Asie orientale, tout en favorisant la confiance envers les politiques suivies. Bien qu'elle ait été submergée par les effets de la crise financière mondiale sur les grandes monnaies et les mouvements de capitaux à la mi-2008, cette approche informelle peut créer des conditions plus favorables à une évolution vers la coopération monétaire avec le temps.

Un renminbi plus stable contre les autres devises orientales pourrait favoriser son utilisation régionale dans l'avenir. Cependant, les événements de 2008 ont démontré que ces politiques de convergence sont remises en cause, lorsque de forts retraits des marchés boursiers se produisent sur les places de la région et affectent leurs devises de manière

variable, en raison des différences de situation dans les contrôles de capitaux ou quand la force du dollar impose des contraintes asymétriques aux politiques de paniers commerciaux.

En résumé, l'idée que le renminbi a été, et donc restera, fondamentalement dans l'orbite du dollar incite à oublier les données de l'expérience qui a duré deux ans. Si le renminbi est une fois encore géré plus largement, il n'y a pas de raison de penser que les partenaires commerciaux de la Chine trouveront inintéressant de libeller leurs dettes en renminbi.

La crise financière mondiale pourrait inciter le reste du monde à être plus enclin à assumer une partie du risque de change du bilan extérieur de la Chine. La volonté de la Chine de partager une partie de ce risque qui croît rapidement est antérieure à la crise. Les récentes décisions des autorités chinoises peuvent être interprétées comme allant dans le sens d'une possibilité pour le reste du monde de s'endetter en renminbi. Mais si les partenaires commerciaux considèrent que le renminbi peut être sujet à de fortes fluctuations, les perspectives d'internationalisation sont minces. Il en sera de même si les partenaires commerciaux considèrent que le renminbi n'est rien d'autre qu'un dollar avec une plus grande ou plus faible marge d'appréciation. Nous avons montré que l'on peut penser que ces considérations sont exagérées et que, par conséquent, elles sous-estiment les perspectives d'une internationalisation du renminbi. Certes, une internationalisation complète exige, en fin de compte, des comptes en capitaux tout à fait ouverts. Il faut considérer les mesures que la Chine a prises pour favoriser l'internationalisation du renminbi dans le cadre du contrôle des capitaux. La levée de celui-ci pour permettre une internationalisation complète du renminbi n'est pas encore aujourd'hui à l'ordre du jour.

NOTES

1. L'effet final sur le marché des changes dépendrait du comportement de l'emprunteur auprès du FMI. Si ce dernier recevait en dollars le prêt FMI libellé en DTS et incorporait cette somme à ses réserves, tout en cherchant à couvrir ses engagements en DTS, il devrait vendre une partie des dollars contre des euros, sterling et yen. Dans cette hypothèse, l'effet sur le marché des changes serait pratiquement le même que si la Chine avait converti du dollar en DTS. Il faut également noter qu'en échangeant une obligation en dollars pour une obligation du FMI, la Chine changerait à la fois de contrepartie et de monnaie.

2. Le rapport sur la révision des DTS de 2005 précise : « Le critère de sélection des monnaies composant le panier des DTS est le même que lors de la révision précédente. Les monnaies comprises dans les DTS seront les quatre monnaies émises par des membres du FMI, ou les unions monétaires comprenant des membres du FMI, dont les exportations de biens et de services au cours des cinq dernières années se terminant douze mois avant la date exacte de la révision, étaient les plus importantes en valeur et ont été reconnues par le FMI comme étant des monnaies librement utilisables au sens de l'article XXX, §f, des statuts du FMI. Dans le cas d'une union monétaire, les échanges entre membres de l'union sont exclus des calculs.

Les pondérations des monnaies dans les DTS sont calculées sur la base des exportations de biens et de services et du montant des réserves libellées dans les monnaies respectives qui sont détenues par les autres membres du FMI.

L'article XXX, §f, stipule : « Par monnaie librement utilisable, il faut entendre la monnaie d'un État membre dont le FMI décide qu'elle est en fait largement utilisée pour régler des transactions internationales et couramment négociée sur les principaux marchés des changes.

3. Cheung, Chinn et Fujii (2009a) proposent une typologie de ces études.

4. Cheung, Chinn et Fujii (2007) ont montré la solidité de leur argument de base face à d'autres déterminants y compris des variables démographiques, des mesures de l'ouverture commerciale, de la balance des paiements courants, du déficit budgétaire, de l'importance des contrôles de capitaux et de la corruption.

BIBLIOGRAPHIE

ADMINISTRATION D'ÉTAT POUR LES CHANGES (2008), *China Balance of Payments Report 2007*.

BABA N., McCAULEY R. et RAMASWAMY S. (2009), « US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks », *BRI, Quarterly Review*, mars, pp. 65-81.

BANQUE DE DÉVELOPPEMENT CHINOISE (2009), *Annual Report 2008*.

BANQUE POPULAIRE DE CHINE (2008), *China's Monetary Policy Report*, mai.

BANQUE POPULAIRE DE CHINE et FMI (2009), *Note Purchase Agreement between the People's Bank of China and the International Monetary Fund*.

BLANCHARD O., GIAVAZZI F. et SA F. (2005), « The US Current Account and the Dollar », *NBER Working Paper*, n° 11137.

CHEUNG Y.-W., CHINN M.-D. et FUJII E. (2007), « The Overvaluation of Renminbi Undervaluation », *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, pp. 762-785.

CHEUNG Y.-W., CHINN M.-D. et FUJII E. (2009a), « The Illusion of Precision and the Role of the Renminbi in Regional Integration », in Hamada K., Reszat B. et Volz U. (éd.), *Towards Monetary and Financial Integration in East Asia*, chapitre 13, pp. 325-356.

CHEUNG Y.-W., CHINN M.-D. et FUJII E. (2009b), « Pitfalls in Measuring Exchange Rate Misalignment : the Yuan and other Currencies », *Open Economies Review*, vol. 20, pp. 183-206.

- CHEUNG Y.-W., CHINN M.-D. et GARCIA PASCUAL A. (2005), « Empirical Exchange Rate Models of the Nineties : Are any Fit to Survive ? », *Journal of International Money Finance*, vol. 24, pp. 1150-1175.
- CUI L., CHANG S. et CHANG J. (2009), « Exchange Rate Pass-Through and Currency Invoicing in China's Exports », *HKMA China Economic Issues*, n° 2/09.
- DOBSON W. et MASSON P. (2009), « Will the Renminbi Become a World Currency ? », *China Economic Review*, vol. 20, pp. 124-135.
- DUNAWAY S. et LI X. (2005), « Estimating China's Equilibrium Real Exchange Rate », FMI, *Working Paper*.
- DUNAWAY S., LEIGH L. et LI X. (2009), « How Robust Are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates : the Case of China », *Pacific Economic Review*, vol. 14, pp. 361-375.
- FRANKEL J. (2006), « On the Yuan : the Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate », *CESifo Economic Studies*, vol. 52, n° 2, pp. 246-275.
- FUNG S. et al. (2009), « Implications of Refined Renminbi Effective Exchange Rates with Asian Entrepot and Intra-Regional Trade », in Cheung Y.-W. et Wong K. Y. (éd.), *China and Asia : economic and financial interactions*, London : Routledge, pp. 178-193.
- GAO H. et YU Y. (2009), « Internationalisation of the Renminbi », article présenté à la conférence de la BRI et de la Banque de Corée à Séoul intitulée « Currency Internationalisation : Lessons from the International Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific », 19-20 mars.
- GENBERG H. et al. (2005), « Official Reserves and Currency Management in Asia : Myth, Reality and the Future », in *Geneva reports on the World Economy*, n° 7, Genève et Londres : International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.
- GOLDSTEIN M. et LARDY N. (2008), « Debating China's Exchange Rate Policy », Peterson Institute of International Economics, Washington.
- JAPAN BANK FOR INTERNATIONAL COOPERATION (2008), *Annual Report 2008*.
- LANE P. R. et SHAMBAUGH J. C. (à paraître), « Financial Exchange Rates and International Currency Exposures », *American Economic Review*.
- MA G. et MCCAULEY R. N. (2009), « The Evolving Renminbi Regime and Implications for Asian Currency Stability », manuscrit.
- MA G. et ZHOU H. (2009), « China's Evolving External Wealth and Rising Creditor Position », BRI, *Working Papers*, n° 286.
- MCGUIRE P. et VON PETER G. (2009), « The US Dollar Shortage in Global Banking », BRI, *Quarterly Review*, mars, pp. 47-63.
- MEESE R. A. et ROGOFF K. (1983), « Empirical Exchange Rate Models of the Seventies, Do They Fit Out of Sample », *Journal of International Economics*, vol 14.
- PROGRAMME DE COMPARAISON INTERNATIONALE (2007), « Preliminary Results : Frequently Asked Questions », mimeo. Voir le site : <http://siteresources.worldbank.org/ICPINT/Resources/backgroundunderFAQ.pdf>.
- TAKAGI S. (2009), « Internationalisation of the Yen : Unfinished Business or Mission Impossible ? », article présenté à la conférence de la BRI et de la Banque de Corée à Séoul intitulée « Currency Internationalisation : Lessons from the International Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific », 19-20 mars.
- YU Y. (2008), « Panda Bonds Could Help China Avoid the Risks of US Treasury Bonds », Forum d'Asie de l'Est. Voir le site : <http://www.eastasiaforum.org/2008/12/19/panda-bonds-could-help-china-avoid-the-risks-of-us-treasury-bonds/>.

