

**LE STATUT DE LA DEVISE CHINOISE :
ABERRATION DU SYSTÈME MONÉTAIRE,
ENTRÉE GRADUELLE DANS LE JEU INTERNATIONAL
OU IMPASSE THÉORIQUE**

PAR

JEAN-FRANÇOIS DI MEGLIO (*)

Après des années de réflexion et tranchant sur une attitude à la fois attentive, défensive et «isolationniste», la Chine a «ouvert en grand» – ou presque – la question du statut de sa devise. Elle avait été très débattue depuis longtemps dans les cercles académiques et politiques à Hong Kong et en Chine. Et, grâce à la «bienveillance» des autorités monétaires chinoises, elle a commencé à percoler en juillet 2005 dans le monde des «marchés» et à attirer l'attention des commentateurs étrangers non directement impliqués. Le terme qui a prévalu a très vite été «internationalisation de la devise chinoise». Néanmoins, après six ans de progrès et d'expérimentation de nouveaux jeux monétaires, cette dénomination mérite d'être expliquée et revue. C'est l'objet de cette analyse, qui tentera de poser des jalons théoriques, de revenir sur l'historique de la réflexion chinoise, de déchiffrer les mesures prises depuis juillet 2005 et de bâtir des scénarios pour le futur.

QU'EST-CE QU'UNE DEVISE «INTERNATIONALISÉE»?

La distinction entre devises internationales et devises «non internationalisées» n'est pas aussi claire que celle qui distingue celles qui sont convertibles des autres, elle-même à vrai dire plus floue parfois qu'il n'y paraît – ne serait-ce qu'à travers les différentes variations sur le thème «convertibilité du compte de capital ou dans les échanges commerciaux». Les devises «internationales» sont en principe celles qui servent dans les échanges commerciaux et sont acceptées de façon multilatérale. Ce sont aussi celles qui sont utilisées dans les transactions financières : opérations (levées de fonds) obligataires ou boursières exécutées sur le marché d'une devise par des entités dont la devise de référence n'est pas celle dans laquelle les émissions ont lieu. Ce sont, pour finir, les

(*) Président de l'Asia Centre (France).

devises «de réserve», dans lesquelles les banques centrales investissent leurs excédents.

Les critères qui conduisent donc traditionnellement à l'internationalisation d'une devise sont :

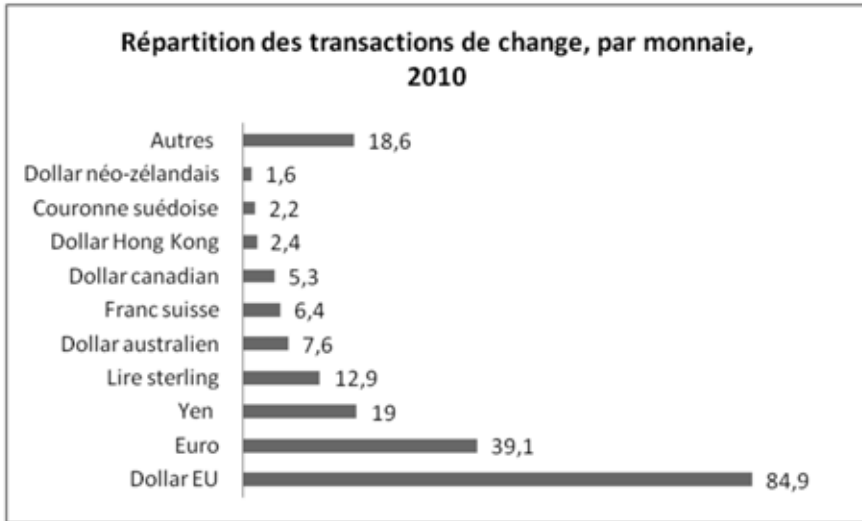
- l'acceptabilité : la devise doit être reconnue comme sûre, pérenne et reflétant positivement l'état de santé du pays dont elle est la monnaie et du système financier correspondant ;
- la liquidité : le phénomène d'internationalisation accentue naturellement la circulation d'une devise, mais il ne peut intervenir que si cette devise est facilement échangeable, couramment traitée sur les marchés des changes et si les instruments libellés dans cette devise sont variés et recherchés comme supports de transaction ;
- la relative prédictibilité de la politique monétaire – ou à défaut, sa rationalité, selon des critères largement partagés – et son efficacité, l'absence d'inflation étant en particulier reconnue comme un critère de reconnaissance, y compris à travers les débats européens faisant suite à la crise financière ;
- en corollaire de cet élément, les signes donnés par les autorités monétaires du pays concerné à propos de la volonté d'internationalisation sont naturellement déterminants.

Le statut «international» d'une devise est pratiquement le stade ultime avant le statut d'«étalon» – ou de standard –, lui-même mélange de reconnaissance implicite par les intervenants globaux et d'affirmation unilatérale d'une suprématie monétaire. Il convient à ce stade de se référer à quelques exemples historiques relativement récents, qui sont par ailleurs pertinents s'agissant d'une étude dont l'objet est la devise chinoise, parce qu'ils ont justement été observés par les régulateurs chinois et analysés par de nombreux chercheurs en Chine.

Les principaux exemples retenus sont ceux de la devise américaine, de la livre sterling, et, surtout, du yen japonais, parfois du Deutsche mark, avant la réunification de l'Allemagne, enfin de l'euro.

La devise américaine est à l'évidence la devise la plus internationale dans le système actuel : les facturations internationales se font sans difficulté dans cette devise qui, par défaut, est utilisée soit sous forme de monnaie fiduciaire, soit même en espèces entre de nombreux pays dont elle n'est pas la référence ; substitut d'une devise faible ou non reconnue – c'est parfois le cas en Asie, en Amérique du Sud à différentes époques –, c'est avant tout la référence incontestable pour des transactions de montants importants du

fait de la facilité à acheter ces devises, à couvrir le risque de change. Comme en atteste le tableau ci-dessous établi par Eichengreen (1)



Source : Banque des règlements internationaux.

On doit néanmoins se souvenir que la convertibilité de la monnaie américaine est un phénomène récent et que son internationalisation vient de l'«invention» des pétro- puis des euro-dollars : comme ces sommes détenues en dehors des Etats-Unis comme résultat de règlements internationaux – en particulier du commerce des matières premières achetées dans leur devise par les Etats-Unis – n'ont pas été rapatriées, elles se sont mises à «vivre leur vie» en dehors de leur pays d'origine. C'est un phénomène qui apparaît aujourd'hui tout à l'avantage des Etats-Unis, émetteur de la devise. Cela étant, il a commencé par être perçu de façon négative, comme un risque de création monétaire incontrôlée, en cas de rapatriement – à des moments non prévus/contrôlés – par des autorités monétaires, d'où les barrières à la convertibilité en retour de cette devise (2).

Avant que le dollar américain n'hérite de cet «exorbitant privilège» (3), qui équivaut désormais à battre monnaie sans aucune contrepartie – depuis qu'à la fois la convertibilité en or a été abolie en 1971, mettant fin au régime du double étalon établi à Bretton Woods – et à le faire d'autant plus que les déficits américains contraignent à une émission massive de dollars

(1) Barry EICHENGREEN, «Why the dollar's reign is near an end», *The Wall Street Journal*, 2 mars 2011.

(2) Cf. Milton FRIEDMAN, «The Euro-Dollar, some first principles», publié par The Federal Reserve of St-Louis, août 1971.

(3) Rappelons que la formule est attribuée à tort à Charles de Gaulle, mais qu'elle est de Valéry Giscard d'Estaing, alors ministre des Finances.

destinés à refinancer ces déficits, la livre sterling avait eu le statut de devise internationale, quasi universellement acceptée.

Les statuts des Deutsche mark – dans les trois dernières décennies du XX^e siècle – et du yen japonais – dans les vingt années qui ont précédé l'éclatement de la « bulle » japonaise, dans les années 1990 – étaient en partie seulement comparables, mais au fond différents de ceux qui caractérisaient la livre sterling avant qu'elle ne fût supplantée par le dollar. Ces deux devises ont connu des ascensions – et des réévaluations, progressive, dans le cas du mark, ou brutale dans le cas du yen – directement liées à la montée en puissance des pays émetteurs dans le poids du commerce mondial, dans le jeu monétaire, ainsi qu'à leur rang de puissance exportatrice.

Très vite, la question de la « solidité » des économies sous-jacentes, donc du potentiel d'appréciation de ces devises, s'est posée. A cette question, l'Allemagne fédérale de l'après-guerre, liée ou pas dans un système monétaire européen, a répondu par des réévaluations progressives, puis finalement par une réévaluation massive d'une partie de sa masse monétaire, lors de l'absorption de l'ex-Allemagne de l'Est « au prix fort », c'est-à-dire au prix de « un ostmark pour un deutschemark ». A cette question, le Japon n'a répondu que de façon « réactive », c'est-à-dire en subissant naturellement l'appréciation de sa devise, qui était supposée détruire progressivement la compétitivité du pays, y compris après les Accords du Plaza, en 1985, dans lesquels le Japon dut accepter des actions conduisant très vite à une très forte appréciation du yen.

A cette solidité, traduite par les marchés des changes ou les principaux partenaires en appréciation de la parité contre le dollar américain – plus forte bien évidemment pour le yen que pour le dollar américain –, a aussi correspondu un accroissement du rôle international des devises concernées. Dans le cas du Deutsche mark (4) cependant, ce rôle a été surtout régional et sa manifestation la plus marquante a été la très grande acceptabilité de la monnaie allemande dans les pays à devises alors faibles et non convertibles de l'Europe centrale, communiste à l'époque, démunis de réserves en devises et jouant de la proximité territoriale avec leur principal partenaire en dehors de l'Union soviétique. Il s'est porté principalement sur les échanges monétaires, puis est aussi devenu significatif dans les montants de devises détenues par les banques centrales. On peut aussi conclure que la régionalisation du Deutsche mark s'est achevée à la création de l'euro, qui est, d'une certaine façon et comme on le constate dans l'actuelle crise monétaire européenne (5), un « très gros Deutsche mark ». Dire qu'une certaine

(4) A ce propos, cf. un intéressant développement « comparatiste » et « apologétique », disponible en allemand dans une publication chinoise : Shiwei SHI, « Chinas Wechselkurspolitik könnte Impulse von Aufwertungsstrategie der D-Mark bekommen », 31 janv. 2011, disponible sur le site Internet German.China.org.cn.

(5) Les négociations autour d'une nouvelle définition de la zone euro des 10 et 11 décembre 2011 à Bruxelles n'ont fait que valider cette théorie.

forme de Deutsche mark est ainsi devenue la devise de toute une région qualifierait sans doute mieux la situation que de constater la pure et simple disparition du Deutsche mark à l'avènement de l'euro financier d'abord, puis de l'euro généralisé ensuite. Les devises régionalisées peuvent donc bien s'ancrer dans un nouveau destin, de la même façon que les devises «internationalisées» semblent bien l'être – sous réserve d'un rejet du dollar, encore à venir à cette heure – tant que le pays émetteur joue le rôle qui a permis à la devise de s'«internationaliser».

Concernant le yen (6), l'élargissement initial, précédant son repli par paliers au moment de l'éclatement de la «bulle» puis au moment de la crise asiatique, s'est fait à la fois par la régionalisation et par l'internationalisation. L'étape principale de la régionalisation s'est faite par la mobilisation de prêts bancaires libellés en yen et accordés à de nombreux emprunteurs de la région, en particulier sud-est asiatiques. Quant à l'internationalisation, elle s'est accomplie par l'émission de dette, par des emprunteurs japonais mais aussi par des emprunteurs non japonais, libellée en yen. Les deux phénomènes étaient naturellement liés au niveau très bas des taux d'intérêt en yen, rendant bien sûr très attractive les opérations d'emprunt quand il s'agissait de ne considérer que les «coupons» payés par les emprunteurs. Néanmoins, le risque de change renchérisait potentiellement le prix de ces emprunts : l'une des explications de la crise asiatique peut se trouver dans les rapatriements massifs des yens prêtés par les banques japonaises, en particulier aux entreprises des pays du Sud-Est asiatique, qui durent donc vendre rapidement des montants considérables de leur monnaie pour racheter les yens dus aux banques prêteuses, qui les réclamaient, pour les utiliser de nouveau au Japon, où la liquidité se raréfiait du fait du ralentissement de l'économie et des profits des entreprises.

A partir de ces exemples, l'internationalisation, qui peut apparaître comme le signe de la force d'un pays à travers sa monnaie, prend immédiatement des couleurs plus nuancées, et c'est à partir de là qu'il faut reconsidérer l'approche chinoise.

Dans la logique des observateurs chinois en particulier, c'est, concernant les pays qui ont souffert de l'internationalisation de leur devise, le Japon qui est pris en exemple pour critiquer cette internationalisation : pour ces observateurs, le Japon a accepté un *diktat* étranger et a internationalisé sa devise, se dépossédant du coup de la maîtrise de son taux de change. De là serait arrivée la crise bancaire japonaise, qui est une conséquence directe, pour la lecture chinoise, de ce qu'on a appelé le «big bang», c'est-à-dire la dérégulation financière découlant de cette internationalisation, et, avec, la ruine du Japon, qui est entré dans la «décennie perdue» de stagnation éco-

(6) Cf. Claude MEYER, «Le renminbi doit-il être réévalué? Les leçons de l'expérience japonaise», *Revue d'économie financière*, n° 102, juin 2011, pp. 183-194.

nomique et de mauvaises créances à éponger vague après vague par des recapitalisations, des fusions bancaires dont l'économie ne s'est jamais remise.

Il est intéressant de noter que la lecture chinoise diffère considérablement néanmoins de celle qui est faite en Occident, laquelle repose plutôt sur les observations suivantes :

- la crise bancaire japonaise tient plus à une question de gouvernance interne des banques, qui étaient très liées aux groupes industriels dont elles étaient issues et manquaient de discernement dans l'octroi de prêts, en particulier liés à l'activité de ces groupes : il a fallu longtemps pour que le Japon se dote des structures de surveillance et d'audit du système bancaire qui seraient comparables à ce que les autres systèmes bancaires «ouverts» ont mis en place;
- le dégonflement de la bulle tient plus à la soudaine réalisation de l'exagération des prix payés sans douleur par des acquéreurs brutalement – mais fausement – victimes d'un «effet de richesse» lié à l'«endaka» – la très abrupte montée du yen contre le dollar, rendant les actifs américains très abordables pour le Japon et, du coup, influençant les prix domestiques, dans l'immobilier et les valorisations boursières;
- l'atonie économique japonaise qui a suivi n'a pas permis de relancer l'activité financière, contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, où la politique de taux bas pratiquée par la FED après la crise des «savings and loans» dans les années 1990 a pu relancer l'économie dans un contexte démographique et aussi d'ouverture à l'international plus favorable qu'au Japon;
- loin d'être la cause de la crise, l'internationalisation du yen, qui n'a été que partielle, n'a pas permis une large utilisation de la devise par les investisseurs étrangers, encore tenus à l'écart par de nombreuses procédures opaques ou contraignantes : une internationalisation réussie aurait rendu possible l'intervention d'investisseurs étrangers dans un Japon dont les valeurs étaient en train de «dévisser», mais la familiarité avec les marchés financiers japonais n'ayant pas eu réellement le temps de se développer, les investisseurs étrangers n'ont joué qu'un rôle «accélérateur» de la dégringolade des valeurs, plutôt que d'intervenir en soutenant un marché devenu très attractif en réalité, ce qui aurait changé indéniablement le destin du Japon et, peut-être aussi, finalement... l'attitude chinoise (7).

Cette digression, loin de la question de l'internationalisation de la devise chinoise, permet cependant de planter simplement le décor dans lequel elle s'effectue :

(7) Cf. Peng CHEN, «The potential of renminbi as an international currency», *China Economic Issues*, n° 7, 2007.

- pour toute internationalisation d'une devise, il y a un lien fort entre les chances de réussite et la transparence, l'attractivité, le bon fonctionnement du système financier domestique, d'où part cette internationalisation : l'exception pourrait être l'internationalisation du dollar américain, mais il s'agit plus là d'une globalisation et de l'instauration d'un nouveau concept monétaire, dépassant la notion de pure « internationalisation » ;
- les phénomènes d'internationalisation ont toujours nécessité comme préalable la convertibilité totale des devises concernées, c'est-à-dire la possibilité d'avoir en permanence une « vérification » de l'adhésion des marchés au fonctionnement des réformes et du système monétaire du pays concerné : cette convertibilité a toujours permis le développement, par les marchés, d'instruments de couverture, d'anticipation, d'investissement, rendant le marché de la devise « plus profond », plus liquide, même si effectivement, le corollaire direct de ces éléments est une perte marginale de souveraineté ; la perte de souveraineté dérive du droit donné à des intervenants « non nationaux » d'utiliser une « richesse nationale » dont ils peuvent devenir les évaluateurs externes en communiquant leur évaluation par le prix des actifs libellés dans la devise concernée.

BREF HISTORIQUE DE LA RÉFLEXION CHINOISE

La réflexion sur l'internationalisation de la devise chinoise est ancienne. Elle a d'abord eu une base académique et domestique, puis le débat, à partir du début du siècle, s'est élargi à des commentateurs journalistiques ou extérieurs, en tout cas à Hong Kong.

Cette réflexion a toujours eu comme toile de fond l'objectif incontesté d'internationalisation de la devise chinoise, mais comme limite implicite ou explicite plusieurs composantes fondamentalement contraires à cette évolution :

- l'observation, trait constant du processus des réformes chinoises, de ce qui s'est passé à l'étranger et le souhait de tirer les leçons de chaque échec et de chaque réussite ;
- la nécessité de préserver l'intégrité d'un système financier graduellement ouvert, mais encore très peu avancé sur la voie de sa « modernisation » – rappelons que, même pour l'entrée dans l'OMC en 2001, la Chine a fait valoir une clause retardant l'intégration du système financier dans cette entrée, repoussée à décembre 2006 et elle-même discutable dans son application, dans la mesure où la loi bancaire locale garde des éléments discriminants pour les intervenants étrangers – ;
- le souhait de garder la compétitivité de l'économie chinoise, en particulier la capacité exportatrice, à travers une parité de change non pénalisante,

contrairement à ce que l'«endaka» avait fait subir – dans la lecture chinoise – à l'économie japonaise.

C'est ainsi que le processus a été envisagé :

- sous forme d'un impératif clair mais dont les contours pouvaient rester flous : c'est celui de l'internationalisation de la devise chinoise, à un horizon se situant entre 2020 et 2030, indépendamment de la construction de tout scénario concernant la planète financière globale;
- l'objectif de l'internationalisation a systématiquement été découplé de celui de la convertibilité : la tendance dans les différentes études qui ont été publiées entre 1995 et 2003 a été d'oblitérer la plupart du temps la dimension de la convertibilité, avant même que ce mot ne devienne une réelle pierre d'achoppement dans le dialogue avec les partenaires économiques et financiers de la Chine; ce qui a été envisagé, c'est «l'internationalisation» de la devise chinoise;

Qu'est-ce qui était entendu dans ce processus? Certainement plusieurs objectifs étaient poursuivis, sans que nécessairement tous les auteurs et acteurs aient eu les mêmes en tête ou les mêmes priorités dans le même ordre :

- assurément, l'accroissement des échanges chinois avec le monde, depuis l'instauration du lien fixe entre le yuan et le dollar, appelait une sortie de l'«isolement» du yuan et l'invention d'un processus propre d'intégration;
- l'entrée dans l'OMC obligeait les théoriciens chinois mais aussi les autorités, qui avaient déjà obtenu un sursis pour la sphère financière chinoise, à établir un calendrier de «normalisation» du statut de la devise chinoise : la normalisation la plus classique étant le changement du régime de change, mais ce changement conduisant naturellement à la convertibilité totale, l'internationalisation – ou même la «régionalisation», car en réalité l'opération a d'abord porté ces couleurs-là – peut être aussi vue à la fois comme une étape réellement nécessaire pour accomplir de façon harmonieuse les étapes nécessaires, soit comme une sorte de «leurre» où, chacun voyant «midi» à sa porte – et le système monétaire international avec ses propres lunettes –, le lancement de ce leurre pouvait permettre de gagner du temps face à la pression sur la «normalisation»; le même raisonnement peut être appliqué face à la pression pour la réévaluation – débat sous-jacent qui n'est pas dans le programme de cette étude –, car annoncer l'internationalisation permet de sous-entendre une position souple sur le taux de change, tout en occultant la réalité d'une doctrine beaucoup moins ouverte au changement;
- mais aussi, la régionalisation – l'internationalisation – peut servir la création d'une zone d'influence monétaire chinoise, réduit la dépendance à un seul étalon, à la santé d'une seule économie – ou, pour être plus réaliste

et plus juste, à la pérennité d'un système financier mondial fondé sur des critères auxquels, fondamentalement, le système chinois ne souscrit pas forcément : concurrence des institutions financières domestiques, ouverture aux institutions étrangères, principes de régulation non seulement conformes à des règles internationales mais aussi permettant l'intervention ou le contrôle par des instances internationales.

Aussi comprend-on facilement l'erreur qui a pu consister à confondre la démarche réflexive chinoise et celle qui a conduit par étapes à la participation successive de pays de plus en plus nombreux au système financier international, du temps de la validité de Bretton Woods. Cette participation s'est ensuite aussi faite par agrégation de nouveaux pays au groupe, même après la dénonciation de la convertibilité du dollar en 1971, alors même que, d'une certaine façon, adhérer à ce système, c'était adhérer à un système sans règles.

A cet égard, outre l'exemple japonais, la crise de 1997 en Asie a été un révélateur des limites du «système», dont la Chine a bien pris les mesures, exposée comme elle l'était au front de l'incendie qui l'a entourée et un moment menacée, à travers les attaques contre le système monétaire hongkongais.

Là où la logique aurait voulu que :

- le «peg» hongkongais liant la monnaie de l'ex-colonie au dollar américain, tombe sous les coups de la spéculation à la dévaluation;
- la Chine se lance dans une dévaluation compétitive qu'aucune force de marché ne la contraignait à adopter, mais qui allait s'imposer du fait de l'augmentation considérable de la compétitivité des «concurrents de la Chine» (Thaïlande, Indonésie, Malaisie), dont les devises avaient été dévaluées par la force des marchés s'exerçant sur une devise convertible.

En fait, la Chine choisit de défendre le «peg» – lien fixe entre la monnaie hongkongaise et le dollar – et de «tenir» contre les forces de marché, de façon à établir une digue ultime contre la vague de la crise. Certainement elle dut engager des fonds pour intervenir sur la Bourse hongkongaise et sur la défense du «currency board», fondement du «peg».

La conclusion théorique qui s'en est dégagée est qu'un système de non-convertibilité était un rempart efficace aux aléas des marchés et valait probablement la peine d'être maintenu aussi longtemps que des fragilités persisteraient ici ou là dans le dispositif domestique ou régional. En outre, le dividende, sans doute inattendu en premier lieu, de cette vertu insoupçonnée – et de l'apparent altruisme portant à défendre la région et Hong Kong en premier lieu – des autorités monétaires chinoises a été l'accroissement de l'attractivité de la Chine vis-à-vis des investisseurs internationaux, la Chine prenant dès lors son rôle d'«aspirateur» à investissements directs étrangers.

C'est ainsi que, la «poussière étant retombée», c'est dès 2000 qu'on trouve des réflexions, conséquences directes de ce qui s'est passé pendant la crise, sur la définition d'un nouveau système pour la Chine. Ce que disent ces auteurs (8), c'est effectivement que la taille de l'économie de la Chine ainsi que l'importance des montants traités en yuan doivent conduire à une utilisation élargie de la devise, en dehors des frontières, et que cette évolution doit être balisée par des étapes scrupuleusement respectées, faute de quoi la manœuvre de libéralisation présentera des risques.

De fait, depuis la proclamation de la République populaire de Chine, on peut distinguer trois phases dans l'histoire de la nouvelle monnaie chinoise (la «monnaie du peuple», le renminbi, instaurée à la Libération, dès 1949, après une période traumatisante d'inflation et de cataclysmes bancaires qui ont accéléré la chute du régime «nationaliste» sur le continent).

La première phase, correspondant à une période de fermeture totale, est celle qui s'étend jusqu'au début des réformes – donc approximativement trente ans – : c'est une période où le statut de la banque centrale et donc de toute autorité régulatrice échappe à toute réflexion. La monnaie circule uniquement sur le territoire chinois, les échanges sont considérablement réduits. Mis à part le commerce avec les pays «frères» ou bien l'alimentation du défi à l'Union soviétique que constitue le Grand Bond en avant et la fourniture de produits d'exportation au prix de la ruine domestique et de l'asservissement de l'économie, y compris rurale à ces objectifs de pure façade, le pays est presque isolé.

La deuxième période, celle des réformes, va conduire, jusqu'en 1994, à réfléchir sur les instruments et les institutions nécessaires pour développer l'économie. L'intermédiation bancaire est «réinventée», le rôle des différentes banques différencié, avec la création de la Banque populaire de Chine comme banque centrale, à la fois en ce temps autorité de surveillance et de régulation et autorité gérant la masse monétaire, mais aussi la création de banques dotées chacune d'un rôle spécifique, spécialisé et particulier, et surtout, une série de «réévaluations» de la devise, dont on a encore du mal à s'expliquer aujourd'hui la logique, sinon que, dans les volumes d'échanges croissants mais toujours limités avec l'extérieur et l'existence d'un déficit commercial créé par le besoin d'équiper le pays de machines performantes, une parité élevée du yuan était clairement un facteur adjuvant.

Après 1995, après l'arrivée de Zhu Rongji, le ministre de l'Economie, qui allait devenir Vice-premier ministre, des décisions dont les effets restent perceptibles sont prises : c'est la troisième période jalonnant l'histoire contemporaine de la monnaie chinoise. Après un premier échec de libéralisation du marché boursier, une nouvelle initiative est prise pour développer

(8) A ce sujet, cf. le rapport de l'autorité monétaire hongkongaise, HKMA, «What does internationalization of RMB mean for Hong Kong?», 2009.

de façon plus raisonnée – en particulier avec une distinction entre les actions accessibles aux investisseurs étrangers et les actions réservées aux résidents et nationaux – des instruments financiers et se rapprocher de la réalité macro-économique et fondamentale du pays : c'est ainsi qu'en 1994 une parité fixe (8,28) par rapport au dollar est instaurée pour le yuan. Cette parité, rompant avec la tradition de « monnaie forte », mais très imparfaitement traitée, est instaurée à un niveau très inférieur au taux officiel. Il est à noter que la différence entre le taux officiel et le taux effectif auquel les transactions « libres » – c'est-à-dire illégales, sous le manteau et en cash – s'effectuaient était considérable. Aussi l'un des palliatifs utilisés avant l'instauration d'un nouveau taux de change fut-il la distinction entre yuan « convertible », c'est-à-dire résultant de transactions de change (par exemple après l'importation de devises par les étrangers et l'achat subséquent de yuan par les mêmes étrangers), et yuan domestique, distinction matérialisée pendant un temps par l'existence de deux sortes de billets de banque. Ce souvenir anecdotique demeure à l'état de trace dans la pratique principale résultant des réformes les plus récentes, ainsi que nous allons le voir.

LA SITUATION DEPUIS 2005

Une quatrième étape, elle-même amorcée en deux temps, allait intervenir à partir de juillet 2005, puis une cinquième, celle-là beaucoup plus décisive, en juin 2010. Ces étapes ont été remarquablement retracées par J. Frankel dans plusieurs de ses publications en 2011 (9).

Depuis 1994 en effet, la parité de la devise chinoise par rapport à la monnaie américaine était fixe : cette fixation est plus tardive que celle du dollar de Hong Kong, qui date de 1984 et reposant sur des principes différents – le Hong Kong Dollar (HKD) est régi par un « currency board », c'est-à-dire un système garantissant la convertibilité absolue par la détention entre les mains des autorités « centrales », le Hong Kong Monetary Authority, qui tient lieu de banque centrale, d'un montant de devises équivalent à la masse monétaire en devise locale en circulation. La similitude dans les deux régimes respectifs était néanmoins que la parité fixe tolérait une « bande de fluctuation », établie dans le cas de la devise chinoise à 2 % au-dessus et au-dessous des 8,18 yuans pour 1 dollar, comme il en avait été décidé en 1994.

L'étape de juillet 2005 semblait anodine, puisqu'elle consistait simplement, en apparence, à faire un pas timide vers un système flottant : il s'agissait alors d'« élargir » la bande de fluctuation de la devise chinoise, la faisant passer de 2 à 5 % de chaque côté de la valeur fixée, ce mouvement étant un maximum quotidien.

(9) Cf. notamment Jeffrey FRANKEL, « The renminbi since 2005 », in S. EVENETT (dir.), *The US – Sino Currency Dispute : New Insights for Economics, Politics and Law*, CEPR, Londres, 2010, pp. 51-60.

En réalité, la conséquence directe serait bien que, jour après jour et jusqu'à la fin de l'été 2008, on allait «tester» les niveaux hauts auxquels pouvait s'établir la devise chinoise par rapport au dollar, ce qui équivaldrait à une réévaluation progressive, rampante, mais surtout raisonnée et maîtrisée. A ce point maîtrisée qu'elle s'arrêterait lorsque les effets du ralentissement mondial produiraient leur impact sur la croissance chinoise et que, pour soutenir le moteur de ses exportations, la Chine gèlerait le phénomène d'appréciation jusqu'en juin 2010. Il faut noter que cet arrêt ne nécessitait aucune déclaration officielle et qu'il était tout simplement rendu possible à la fois par le fait que le marché des changes concernant la devise chinoise est très étroit, permettant donc l'intervention des autorités monétaires à tout moment, et aussi que la mesure de juin 2005 était un simple «assouplissement», pas un changement de régime des changes, et assurément une mesure qui permettait aux autorités centrales de garder l'initiative sans en faire part aux marchés.

La mesure de juin 2010 ne concernait plus simplement la bande de fluctuation par rapport au dollar, mais les références de la cotation du yuan. Ce qui fut alors annoncé, c'est que, désormais, la parité du yuan serait établie en fonction d'un panier de devises représentatives des échanges commerciaux de la Chine, dont la composition et la répartition ne seraient pas communiquées. C'était là naturellement la porte semblait-il ouverte à une réévaluation nouvelle du yuan, en particulier par l'inclusion de la référence à d'autres devises, elles-mêmes dotées d'un potentiel d'appréciation par rapport au dollar. De fait, le mouvement conduisant à une appréciation constante, discontinue cependant, du yuan est bien en place (10)

L'événement plus important qui allait avoir lieu pendant l'été 2010 ne concernait cependant pas la parité du yuan ou les références à un panier de devises, mais bien le statut régional de la devise chinoise et les implications dans la réflexion menant à son «internationalisation». Il s'agit de la création d'une sorte de «deuxième yuan», dont les caractéristiques, comparées à d'autres expériences similaires, ont été retracées par Michel Aglietta (11), ce «deuxième yuan» circulant dans un nouveau marché. Jusqu'ici, les mouvements d'élargissement des devises devenues «régionales» ou «internationales» avaient été l'effet des forces de marché et de la créativité des opérateurs, utilisant les ressources réglementaires pour créer de nouveaux instruments : cela avait été le cas pour l'«euro-dollar», pour les émissions en yen effectuées par des institutions financières internationales ou

(10) L'objet de cet article n'étant pas d'évaluer la transparence de la politique de change de la banque centrale chinoise, ni l'adéquation de ses propos avec la réalité de la parité du yuan, ni même encore d'entrer dans le débat de la sous-évaluation constante du yuan par rapport au dollar, on pourra sur ces points se référer aux analyses plurielles et qui mobilisent des outils comparatifs communs, en particulier l'étude parue dans la *Revue d'économie financière*, n° 102, juin 2011.

(11) Michel AGLIETTA, «Yuan convertibility to non-residents», CEPIL, 12 janv. 2011; Dong HE, «International use of the renminbi: developments and Prospects», Hong Kong Monetary Authority and Hong Kong Institute for Monetary Research, 28 juin 2011.

japonaises, élargissant la zone de circulation de la monnaie et ouvrant son marché à des intervenants non résidents. S'il fallait néanmoins trouver un exemple historique ressemblant à l'initiative chinoise de juillet 2010 et des mois qui suivraient, c'est plutôt celle de l'euro-franc, qui, dans les années 1980 en Europe, était une forme «non-résidente» du franc domestique. Cet exemple, dû à l'initiative et au contrôle strict d'autorités monétaires françaises, était une «zone de liberté» préfigurant l'ouverture totale du marché français et des instruments disponibles à l'ensemble des opérateurs domestiques et non-résidents. Il était ainsi possible d'extrapoler une intention plus ou moins secrète dans l'ouverture d'un nouveau marché du «yuan non résident» à Hong Kong.

Quelles en seraient les règles ?

- au lieu de devoir être immédiatement convertis dans une autre devise, les yuans obtenus dans des opérations avec la Chine – en particulier des exportations – par des non-résidents pouvaient être conservés et placés dans différents instruments financiers exclusivement sur la place de Hong Kong;
- ces yuans ne pouvaient entrer en Chine, à moins de faire l'objet d'une opération de change obéissant à des règles et des vérifications strictes déléguées exclusivement à la Banque de Chine, succursale de Hong Kong.

Des instruments financiers de dette pouvaient être émis dans cette «pseudo-devise», par exemple des émissions obligataires, permettant éventuellement à des non-résidents de lever des yuans pour un usage qui restait à définir, dans la mesure où ces yuans, obtenus à l'étranger, n'avaient pas plus de facilités à entrer dans la zone monétaire domestique chinoise que n'importe quelle autre devise étrangère, à moins d'être soumis aux approbations des autorités contrôlant les changes.

Plusieurs hypothèses pouvaient donc être formulées pour expliquer cette décision, et plusieurs scénarios pour l'avenir de la devise chinoise :

- la première hypothèse était qu'il s'agissait bien d'une étape vers la convertibilité, dans un calendrier ressemblant fort à celui qui avait été établi dans les articles académiques des années précédentes : en créant pour le yuan une situation d'«offre et de demande» déconnectée des purs flux de commerce ou d'investissement qui avaient jusqu'alors été la base du marché des changes pour le yuan, les autorités chinoises ouvraient une zone de liberté – le yuan pouvait être conservé par des exportateurs étrangers travaillant avec la Chine, éventuellement recyclé par les mêmes ou par des tiers important à leur tour de Chine et achetant ainsi à Hong Kong la devise chinoise, à des moments potentiellement déconnectés des besoins ponctuels; la devise pouvait être «stockée», achetée en prévision, servir d'instrument de couverture en quelque sorte avant l'achat ou la vente de «vrais yuans» qui, à la différence de ceux de Hong Kong (qu'on

ne tarderait pas à nommer les «CNH») ne pouvaient se trouver qu'en Chine; ce «substitut» pouvait aussi être «créé» par la voie d'émission de dette à Hong Kong libellée en yuan, libérant donc progressivement la vie de la devise des contraintes intérieures, pour la rapprocher de l'existence que «mènent» les devises internationales et convertibles. Le «substitut de yuan» ainsi créé pourrait avoir une vie indépendante, à Hong Kong, et s'échanger potentiellement de façon plus libre que le yuan domestique, ce qui posait une question à «deux visages»: ce yuan pourrait-il avoir un taux de change différent de celui du yuan domestique – étant, de fait, «convertible» –? et si ce taux différait trop de l'autre, y aurait-il intervention sur les montants en jeu?

- l'autre hypothèse était qu'il s'agissait là d'un simple test, destiné à «apprendre» en conditions quasi réelles la pratique d'une devise convertible, en cantonnant cette expérience à Hong Kong et en lui donnant tous les paramètres rendant plausible et exploitable un tel test: lieu d'exercice – et donc identité des joueurs sur ce marché – proche de la Chine, publicité largement assurée auprès des opérateurs financiers et banques massivement actifs en Chine, monopole de fait attribué à la Banque de Chine, lui permettant d'engranger le savoir dérivé des expériences faites sur ce marché limité.
- une troisième hypothèse était qu'il s'agissait là d'une expérience destinée aussi à être répliquée dans d'autres marchés, de façon que le «yuan extérieur» accroisse progressivement sa zone d'influence et de reconnaissance, jusqu'à développer un marché d'une taille telle que le fondre ensuite dans le marché du yuan domestique, en rendant *de facto* convertible le yuan domestique, serait plus facile et moins générateur de ruptures.
- une quatrième hypothèse, fondée sur le fait qu'à aucun moment les autorités monétaires chinoises n'avaient réellement avancé le terme de «convertibilité», était que cette ouverture d'un nouveau marché à Hong Kong n'était pas destinée, comme le disait la troisième hypothèse, à fondre ultimement les deux marchés, mais simplement à «internationaliser» ou tout au moins à régionaliser la devise chinoise, pour tout simplement réduire mécaniquement les volumes d'échanges en devises non pilotées par la Chine, c'est-à-dire le dollar et les autres devises convertibles utilisées par la Chine dans ses différents échanges.

A partir de là les scénarios variaient du «plus optimiste» – en termes libéraux – au plus pessimiste :

- le scénario optimiste, correspondant à la première et à la deuxième hypothèse, indiquait que la réussite de cette première étape permettrait, selon un calendrier conforme aux analyses académiques des années 2000, une convertibilité intervenant entre 2020 et 2030;

- le scénario médian, correspondant à la troisième hypothèse, se rapprochait du précédent, mais faisait cependant l'impasse sur l'état du système financier chinois au moment de la «fusion», celle-là n'étant possible que si le système financier chinois pouvait absorber l'usage d'instruments financiers forcément plus sophistiqués que ceux qui existent aujourd'hui en Chine, et sur le risque que la pratique par des institutions étrangères du «yuan extérieur», associée à leur force de frappe internationale, pouvait être couvert par un développement adéquat desdites institutions en Chine;
- le dernier scénario, enfin, était un scénario s'appuyant sur le décalage fort entre les réformes annoncées et l'absence de progrès «théorique» ou même dans les analyses et les étapes de la dérégulation : en effet, alors que ce nouveau marché se développait, rien sur le marché domestique des actions – qui étaient toujours scindées en *A Shares* et *B Shares*, les unes réservées aux résidents, les autres, beaucoup moins liquides, à tout investisseur non chinois –, rien sur le marché des «titres» (*securities*) n'intervenait pour moderniser les pratiques, déréglementer, instaurer des règles n'assouplissant pas nécessairement la supervision mais ouvrant, comme cela avait été annoncé plusieurs fois, les marchés à des produits nouveaux (dérivés, etc.). Bien sûr, le passage de la première crise financière en 2008 et 2009, avec l'implication forte demandée à la Chine, qui, dans ce *round*, s'était volontiers prêtée au jeu de la concertation – sans tomber dans le piège des gages donnés pour accélérer ses contributions ou sa marche vers la convertibilité –, avait ralenti les ardeurs réformatrices en Chine, mais tout se passait en réalité comme s'il y avait totale étanchéité entre le nouveau marché basé à Hong Kong et le marché domestique. Donc le scénario envisageant un développement purement régional des moyens de paiement en yuan sans aucune porosité entre la «zone yuan» ainsi constituée et le reste du système financier international pouvait avoir quelque crédibilité.

Quelles ont été les conséquences pratiques et directement observables des réformes de 2010 et de l'instauration du système du CNH? Tout d'abord, un engouement tout à fait inouï et très rapide pour les nouveaux instruments libellés dans la «nouvelle devise». Ensuite, comme on pouvait s'y attendre, une appréciation sensible du yuan, néanmoins moins forte, sur une période désormais comparable (plus de 18 mois à l'heure où nous écrivons, c'est-à-dire un peu moins que la première période de «réévaluation» du yuan, entre juillet 2005 et l'automne 2008), mais suffisamment exposée à différents aléas internationaux et à des crises en tout genre pour être significative. Cependant aussi, curieusement, un ralentissement après l'été 2011 des volumes de transactions en yuan dérivant des opérations commerciales (12). On n'a observé aucun réel changement, même graduel, concer-

(12) R. COOKSON, dans le *Financial Times*, 24 nov. 2011.

nant le statut de la convertibilité du yuan, et très peu de mesures «normalisant» les différents marchés domestiques, y compris celui des obligations ou des actions en monnaie locale et leur accessibilité à des étrangers, ce qui aurait été un signe fort en direction d'une certaine forme de convertibilité. En revanche, il y a eu la construction d'un début de «courbe» des taux pour le CNH, qui pourrait effectivement préfigurer la construction de références pour des émissions obligataires dans cet instrument, pour des durées relativement longues (allant jusqu'à 5 ans) : les principaux émetteurs étant privés, il faut néanmoins noter que la construction de cette «courbe de taux» est atypique – habituellement, une courbe se construit par rapport à un marché obligataire étatique et les différentes entreprises emprunteuses sur les marchés sont référencées en fonction de la «marge» au-dessus des emprunts d'Etat qu'elles doivent payer –, puisque c'est plutôt l'inverse ici, les emprunteurs privés construisant la courbe, sans qu'on sache la corrélation précise avec ce que serait une courbe d'emprunts obligataires d'Etat chinois.

QUID DE L'AVENIR ?

Convertibilité, participation au jeu international, normalisation des marchés monétaire, obligataire, boursier chinois, création d'un yuan réellement traité sur les marchés des changes, internationalisation du yuan et diversification des moyens de paiement utilisés par la Chine dans ses échanges avec l'étranger : les publications théoriques, les annonces officielles ayant préparé les changements depuis 2000 pouvaient laisser imaginer qu'un calendrier permettant de répondre à ces questions très ouvertes serait établi dès le début de la décennie actuelle.

En face des scénarios échafaudés au moment de la création du marché *offshore* du yuan, il semblerait bien que ce soit plutôt celui d'une semi-impasse évolutive qui se dessine, sans pour autant que le sort des réformes soit pour autant scellé.

Les accords de «swaps» entre yuan et devises d'un nombre de pays déterminé n'ont jamais été utilisés à plein : en 2010, ils existaient déjà pour huit grands partenaires commerciaux (Corée du Sud, 180 milliards de yuans; Hong Kong et Malaisie pour l'équivalent de 16 milliards de dollars chacun; l'Indonésie, 14,6 milliards; l'Argentine, 10 milliards; le Brésil et l'Islande pour un demi-milliard; Singapour pour 22 milliards de dollars), pour un total actuel dépassant 100 milliards de dollars en théorie, mais pas forcément activés.

L'annonce de nouveaux centres d'opération pour le yuan *offshore* n'a été que modestement suivie d'effets – ce qui affaiblit, voire annule, le deuxième scénario ci-dessus.

Les débats sur la parité du yuan et les pressions sur sa convertibilité souhaitée par les pays occidentaux n'ont pas vraiment progressé, chaque offensive – en particulier américaine – sur ces sujets étant classiquement suivie – comme c'est le cas au moment où nous écrivons, c'est-à-dire mi-novembre 2011 – d'une phase de gel des évolutions, sinon de mini-repli de la parité du yuan.

Certes, on peut s'interroger sur les repères que se seraient fixés les autorités monétaires chinoises et la validité des arguments liant les excédents commerciaux chinois à la parité – trop faible – du yuan. Néanmoins, le «pouvoir d'achat» international du yuan, quelle que soit la réalité de son appréciation par rapport au dollar ou à un panier incluant l'euro de façon significative, n'a pas été considérablement augmenté.

Indéniablement, les incertitudes sur nombre de points constituent des facteurs de blocage :

- l'état de la finance internationale et l'avenir de l'euro autant que du système post-Bretton Woods ne peuvent inciter les autorités chinoises à accélérer des réformes «libérales» intégrant la «zone yuan» dans le système;
- le tout dernier sommet de l'APEC, où s'est dessinée une vaste zone de libre-échange autour des Etats-Unis, mais excluant explicitement la Chine, n'est pas de nature à encourager celle-là à «jouer le jeu»;
- le contexte économique mondial fait naturellement peser de nombreux risques sur la croissance chinoise et des doutes sur la pérennité du modèle «globalement exportateur»;
- enfin, les difficultés à faire admettre, malgré l'augmentation de sa part, la Chine comme un acteur majeur du FMI – et l'impossibilité structurelle, sauf à changer les règles, à faire entrer dans le DTS une devise non convertible – ne sont naturellement pas non plus de nature à faire évoluer la question.

La conclusion d'une telle étude, plus d'un an après l'engouement qu'avait commencé de susciter le début d'internationalisation du yuan, risque donc fort d'être plus nuancée, sinon même délibérément pessimiste, par rapport à la vision d'un yuan devenu d'abord «international», puis intégrant le «concert» des monnaies internationales, devenant «monnaie de réserve» – il ne l'est aujourd'hui que pour l'autorité monétaire hongkongaise, HKMA – et, pour finir, constituant significatif des stocks de devises des principales banques centrales.

Il est fort probable que l'internationalisation sans convertibilité, qui faisait ressortir la contradiction quasi intenable entre une devise très recherchée mais dont l'appréciation était contrôlée par des autorités refusant de la rendre convertible, débouche au mieux sur une «régionalisation».

Cette régionalisation aurait pour la Chine plusieurs avantages conséquents :

- à un «seigneurillage» universel – comme celui dont jouit le dollar américain – la Chine pourrait opposer un «seigneurillage restreint», c'est-à-dire qu'elle pourrait, à travers sa devise, devenir «la» référence de la région, avec les privilèges souverains et l'influence qui en découlent : l'avantage principal, c'est-à-dire celui d'émettre sans rendre compte de la dette qui ne se dévalue pas, est aujourd'hui inutile pour la Chine; néanmoins, la protection que ce seigneurillage restreint procurerait en cas de défaillance de tout ou partie du système mondial est importante;
- augmentant la proportion de son commerce (avec la région, mais aussi le Brésil, la Russie, l'Afrique) libellé dans cette devise semi étrangère que sera le CNH, la Chine réduit son «exposition» aux risques globaux;

En tout cas, se prolongeant aussi longtemps que nécessaire, cet état, transitoire ou pas, n'empêcherait pas pour autant le passage à un statut plus libéral et conforme aux lois de marché pour la devise chinoise. L'un des paramètres, outre la santé de la finance internationale, serait très certainement aussi la capacité des autorités réglementaires chinoises à faire passer la finance nationale à un stade à la fois plus concurrentiel, encore plus transparent et indépendant, avec comme corollaire un véritable marché interbancaire, une courbe des taux par exemple et une liquidité plus développées qu'aujourd'hui.