



De la devise clé au multilatéralisme : quel rôle pour la Chine dans le Système Monétaire International ?

Le dollar demeure la devise clé du système monétaire international, mais ce système a un défaut majeur : la politique américaine ne prend pas en compte les besoins de liquidité internationale. Cette contradiction a redoublé depuis que les États-Unis mènent une politique protectionniste pour contrer l'émergence économique de la Chine et son positionnement comme centre financier mondial à travers les Nouvelles Routes de la Soie. La posture ambivalente de Pékin vis-à-vis des règles de gouvernance financière mondiale et le faible niveau de sophistication et d'ouverture des marchés financiers chinois limitent encore ce rôle. Mais un système multilatéral sera indispensable pour produire les biens communs globaux nécessaires au développement soutenable. Cela implique un système dans lequel la liquidité ultime n'est la dette d'aucun pays. Quel rôle pour la Chine dans ce nécessaire rééquilibrage ?

■ Vers un système monétaire multipolaire répondant aux défis de la mondialisation

La monnaie est demandée par chacun parce que chacun présume que les autres vont la demander : c'est donc un bien public. L'acceptation de la monnaie est unanime, tant que chacun croit que n'importe qui d'autre va l'accepter. Détenir la liquidité est donc une protection contre les incertitudes de l'économie marchande. Mais c'est aussi un pouvoir d'appropriation privée. Dans le cadre national, maîtriser cette ambivalence requiert une autorité souveraine qui est au principe de la politique de la monnaie. L'accumulation du capital ne connaissant pas de frontière, les monnaies nationales se confrontent dans les transactions internationales, commerciales et financières. Quelles sont les règles qui permettent d'identifier un système monétaire international (SMI) efficace ? La nature de bien collectif de la monnaie est cruciale. C'est pourquoi la liquidité ultime au niveau international se concentre sur une devise dominante.

La solution pratique engendrée par l'histoire est la devise clé émise par un pays dominant, qui a été le dollar depuis Bretton Woods, d'abord dans les règles instituées en 1944, puis en dehors de toute règle après les accords de la Jamaïque de 1976. La contradiction du SMI fondé sur

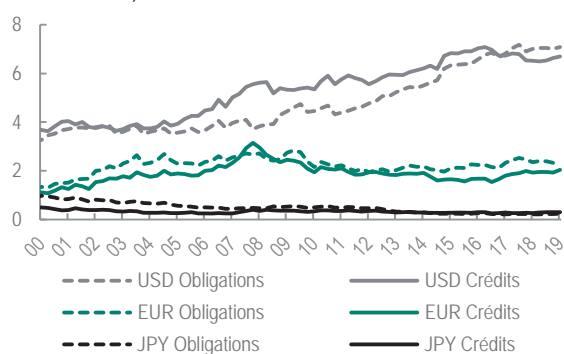
le dollar est que les objectifs de la politique monétaire des États-Unis sont purement internes, donc indépendants des besoins de liquidité internationale du reste du monde.

Depuis 2008, la liquidité internationale a explosé en dollars et a inondé les secteurs privés des pays émergents, principalement sous forme obligataire. En tant que devise clé, le dollar continue de bénéficier des effets de réseaux du système des paiements internationaux et on assiste même au renforcement de sa suprématie monétaire (graphique 1).

En l'absence d'une règle de convertibilité dans une forme de liquidité universelle, les pays à devises convertibles rencontrent le problème de l'asymétrie de la devise clé : les États-Unis n'ajustent pas leurs objectifs économiques à la demande de liquidité internationale, d'une manière compatible avec un équilibre mondial intertemporel des transactions internationales.

Par ailleurs, les bases réelles de la domination économique des États-Unis s'érodent progressivement, en particulier avec la croissance de la Chine qui deviendra probablement la première économie mondiale au cours de la prochaine décennie, même au taux de change de marché. En outre, la contradiction est devenue aiguë depuis le changement de pouvoir aux États-Unis. La question cruciale est la suivante : que signifie perpétuer une devise clé lorsque le pays émetteur poursuit une politique

Graphique 1 – Crédits à des agents étrangers non bancaires, par type et par devise (% du PIB mondial)



Source : Banque des règlements internationaux, FMI.

protectionniste, tout particulièrement vis-à-vis de la Chine désignée comme rival stratégique au niveau industriel et technologique ?

La nécessité d'un changement de régime monétaire découlerait de la reconnaissance de ce que la trajectoire du capitalisme dans les quarante dernières années sous le régime politique néolibéral est insoutenable face aux défis écologiques de ce siècle. Le risque climatique est en effet sous-évalué dans les évaluations d'actifs en raison de la tragédie des horizons, c'est-à-dire de l'incohérence entre les intérêts de court terme de la finance et les besoins en financement de long terme liés à la protection de l'environnement. Les risques induits par les changements climatiques ne sont pas incorporés dans la valeur marchande des entreprises polluantes. Ils sont, au contraire, portés passivement à la fois par des investisseurs institutionnels et des banques centrales.

■ Quel rôle pour la Chine dans la gouvernance financière internationale ?

Avec les Nouvelles Routes de la Soie, la Chine se positionne au cœur d'un projet visant à transformer la mondialisation. L'objectif affiché de la *Belt and Road Initiative* (BRI) est de renforcer la connectivité entre la Chine, l'Afrique et l'Europe. Selon l'OCDE¹, la Chine et les pays de la BRI représentaient en 2017 plus de la moitié du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat (PPA). Le programme est encore insuffisamment défini et les débats sur sa taille financière réelle sont nombreux, mais il constitue quoi qu'il en soit un élément significatif dans le processus de mondialisation.

Entre 2013 (la première mention de la BRI) et 2017, 400 à 450 milliards de dollars américains ont été investis hors de Chine dans le cadre de la BRI². À titre de comparaison, le plan Marshall aurait coûté environ 135 milliards de dollars en monnaie actuelle. La BRI porte des stratégies de développement à long terme (transition énergétique, innovations numériques, infrastructures) qui impliquent une refonte du cadre financier afin de casser la logique dominante de profit à court terme. Toutefois, malgré son empreinte globale, la BRI n'est pas un projet

réellement multilatéral à l'heure actuelle. À fin 2018, les projets liés à l'initiative ont été, en effet, financés à plus de 80 % par des banques de développement ou des banques commerciales chinoises³. Les banques multilatérales de développement, en particulier la Banque Asiatique d'Investissement dans les Infrastructures (AIIB) et la Nouvelle Banque de Développement (NDB) restent extrêmement minoritaires, avec 2 % seulement du financement total de la BRI pour l'instant.

Par ailleurs, Pékin présente une attitude ambivalente vis-à-vis de la gouvernance financière internationale. La faible coopération des institutions chinoises avec les bailleurs de fonds internationaux dans le cadre de la BRI tient à une incompatibilité entre les modes opératoires et les standards en termes de transparence, de gouvernance et de soutenabilité des dettes. Le *Center for Global Development* a publié un document en mars 2018⁴ identifiant huit pays présentant des risques élevés de surendettement en raison de financements futurs liés à la BRI. Par ailleurs, malgré son rôle croissant en tant que prêteur international, la Chine a une politique opaque en matière de gestion des dettes, et n'a toujours pas rejoint le Club de Paris. Et les orientations politiques actuelles du gouvernement chinois ne présagent pas d'avancées significatives sur les questions de transparence à court terme.

À l'inverse, la Chine participe activement aux concertations internationales sur le financement de la transition énergétique. En 2017, la Banque populaire de Chine (People's Bank of China - PBoC) a lancé avec sept autres banques centrales le « *Network for Greening the Financial System* » (NGFS). Ce réseau, qui compte désormais 51 membres, a pour objectif de stimuler la concertation internationale visant à renforcer le rôle du système financier dans la gestion des risques et la transition énergétique. La PBoC a également soutenu le développement des obligations vertes. À fin 2018, la Chine était le deuxième pays émetteur d'obligations vertes (18 % du marché mondial), après les États-Unis (20 % du marché mondial⁵).

Le positionnement de pourvoyeur majeur de financements internationaux et l'implication, certes ambivalente mais croissante, de la Chine dans la gouvernance financière mondiale posent la question de son rôle dans le SMI et de l'usage de sa monnaie, le renminbi (RMB). En parité de pouvoir d'achat, la Chine est la plus grande économie du monde (18,7 % du PIB mondial) ; son marché de consommation gigantesque attire les capitaux étrangers. C'est ainsi que se pose la question de la connexion entre les flux financiers internationaux et la devise en usage dans le pays.

■ La Chine a-t-elle la capacité d'émettre un actif de réserve international ?

Bien que la BRI ait suscité des réactions mitigées à l'étranger, elle devrait continuer à renforcer l'empreinte financière internationale de la Chine, ce qui plaide en faveur d'une augmentation des dépôts d'acteurs

1. OECD (2018), « The Belt and Road Initiative in the Global Trade, Investment and Finance Landscape », in « OECD Business and Finance Outlook 2018 », Éditions OCDE, Paris.
 2. M. Bertuzzi, T. Melonio, A. Pomet & L. Tremel (2019), « Vers de « Nouvelles Routes de la Soie » durables ? », *AFD Policy Paper*, n° 2, novembre.
 3. OECD (2018), *op. cit.*
 4. J. Hurlley, S. Morris & G. Portelance (2018), « Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative from a Policy Perspective », *CGD Policy Paper*, n° 121, mars.
 5. Climate Bond Initiative (2018), « Green Bonds: The State of the Market 2018 ».

privés et des réserves de change en RMB. Si la devise chinoise reste très minoritaire dans les flux financiers de la Chine avec le reste du monde, le nombre d'institutions financières utilisant le RMB a augmenté de 11 % entre juillet 2017 et juillet 2019, la plus forte augmentation étant observée en Afrique et au Moyen-Orient (21 %⁶).

Par ailleurs, Pékin renforce le cadre institutionnel permettant l'internationalisation du RMB. À mi-2019, la Chine avait signé des accords bilatéraux d'échanges de devises avec 38 pays, pour un total de 3 700 milliards de RMB⁷. À cet égard, la Chine pourrait jouer un rôle crucial pour les pays émergents en cas de crise de liquidité, car la Fed reste prudente lorsqu'il s'agit d'ouvrir des lignes de crédit avec les banques centrales des pays émergents.

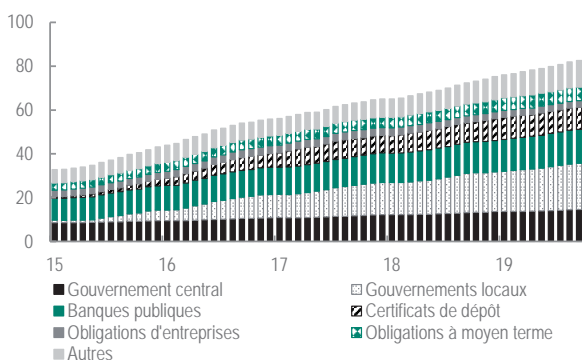
En outre, Pékin a mis en place un réseau de centres de clearing en RMB *offshore*, permettant d'échanger le RMB contre d'autres devises en dehors du territoire chinois, en créant ainsi un marché des changes liquide pour tous les fuseaux horaires.

Enfin, les actifs domestiques chinois (obligations et actions) ont été récemment inclus dans des indices financiers de référence mondiaux. Cette décision a suscité l'intérêt des investisseurs internationaux et contribuera à accroître la participation étrangère sur les marchés financiers chinois⁸.

Le FMI a reconnu les efforts de Pékin pour initier la convertibilité du compte de capital et pour renforcer la sophistication de ses marchés financiers, en incluant le RMB dans le panier des Droits de Tirage Spéciaux (DTS⁹) en octobre 2016 avec une pondération de 10,92 %. La décision a accru l'attrait du RMB en tant que monnaie internationale. La part des réserves de change en RMB, bien que toujours très limitée (moins de 2 %), a en effet presque doublé depuis 2017.

En parallèle, la Chine a initié un processus d'ouverture progressive des immenses marchés financiers intérieurs (2^{èmes} plus grands du monde). En particulier, les programmes *Stock Connect* d'une part, et les programmes *CIBM Direct* et *Bond Connect* d'autre part, ont

Graphique 2 – Composition du marché obligataire chinois par type d'émetteur



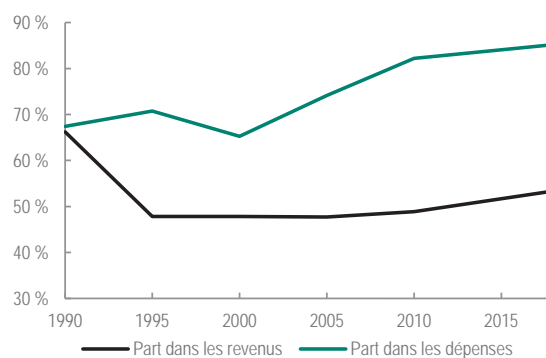
Source : Wind Economic Database, calculs des auteurs.

considérablement allégé les contraintes réglementaires imposées aux investisseurs étrangers pour accéder aux marchés boursiers et obligataires chinois.

Mais, malgré les outils institutionnels qui soutiennent l'internationalisation du RMB, ainsi qu'un accès désormais plus aisé aux actifs domestiques chinois, le RMB est toujours loin d'être une devise de réserve internationale. Les investisseurs étrangers restent frileux au regard des risques inhérents au système financier du pays, de l'immaturité des infrastructures financières et de l'opacité du cadre juridique¹⁰. En particulier, la faible liquidité observée sur le marché obligataire, liée à une base d'investisseurs très restreinte (rôle très majoritaire des banques commerciales), pénalise la fluidité des transactions et donc l'ajustement des prix d'actifs aux conditions de marché.

Par ailleurs, le marché des obligations des gouvernements locaux, qui constitue plus d'un quart du marché total (graphique 2), présente des vulnérabilités fortes. Depuis la réforme fiscale de 1994, l'équilibre budgétaire des administrations locales a, en effet, été radicalement modifié vers des déficits persistants (graphique 3), très hétérogènes d'une province à l'autre.

Graphique 3 – Part des gouvernements locaux dans les recettes et les dépenses fiscales totales



Source : Bureau National des Statistiques de Chine, calculs des auteurs.

Enfin, la faiblesse du marché des instruments de couverture et les incertitudes quant à l'application des lois en matière de faillite incitent les investisseurs étrangers à la prudence.

Au total, les réformes et l'ouverture ont certes stimulé l'appétit des investisseurs étrangers pour les actifs chinois, mais les créances des investisseurs étrangers restent très limitées en pourcentage du marché intérieur total (environ 2,5 % et 3 % du total des marchés obligataires et actions, respectivement, à mi-2019).

Dans ce contexte, la part du RMB dans les paiements mondiaux (seulement 1,65 % du total en novembre 2019 selon les données SWIFT) et dans les réserves de change stagne et est loin de correspondre au rôle actuel de la Chine dans l'économie mondiale.

6. SWIFT (2019), « An Inside Look Into London's Quest for the Renminbi », *RMB Tracker*, édition spéciale, septembre.

7. http://www.xinhuanet.com/money/2019-05/14/c_1124490199.htm

8. F. Lalanne & I. Peresa (2019), « Repondérer la Chine dans les indices de référence : quelles implications ? », *Bloc-note Eco Banque de France*, 29/10/2019.

9. Les DTS sont un instrument monétaire mis en place par le FMI en complément des actifs de réserves internationaux. Il s'agit d'un panier de devises dont la composition est réévaluée tous les 5 ans et censée refléter le rôle des principales devises dans les échanges internationaux.

10. M. Aglietta & C. Macaire (2019), « Setting the Stage for RMB Internationalization - Liberalizing the Capital Account and Strengthening the Domestic Bond Market », *CEPII Policy Brief du CEPII*, n° 28, juin.

■ Construire un cadre institutionnel durable pour le SMI

Lorsque la liquidité devient anarchique et que la politique unilatérale du pays émetteur de la devise clé fait augmenter sans limite l'endettement international, alors l'équilibre intertemporel des échanges internationaux n'est plus assuré. C'est ce qui se produit depuis la crise financière systémique de 2008. L'énorme liquidité en dollars a été en partie transmise aux entreprises des pays émergents par les marchés financiers internationaux.

Cette situation évoque celle du début du XX^e siècle, où le pouvoir hégémonique du Royaume-Uni était battu en brèche par l'affirmation de l'Empire allemand et par la prépondérance industrielle des États-Unis, qui demeuraient dépendants financièrement en l'absence d'une banque centrale. Dans un tel contexte, où la base économique réelle de la domination monétaire du pays émetteur de la devise clé s'érode, la dé-globalisation sous la forme de blocs monétaires régionaux, constitués autour de monnaies régionales dominantes, est une évolution fort plausible.

Cette tendance s'oppose cependant à la concertation multilatérale que requièrent les enjeux planétaires climatiques et environnementaux. Ces enjeux ont une dimension financière essentielle qui légitime de postuler que l'ère historique de la devise clé est en train de se clore, d'autant que le pays émetteur mène une politique protectionniste, tout en répudiant l'accord de Paris sur le climat.

Dépasser les conflits ouverts par un système obsolète de devise clé implique la mise en place d'un cadre institutionnel nouveau, déterminé par la coopération internationale. L'affirmation d'espaces monétaires régionaux est inéluctable, du fait de la centralité de la Chine en Asie et de la nécessité politique de l'intégration européenne. Dans le cadre d'un multilatéralisme piloté par le G20, il serait possible d'institutionnaliser des zones géographiques de coopération monétaire, chaque zone étant basée sur la monnaie prépondérante de la région. En Asie, le RMB pourrait jouer un rôle central. Ces espaces de coopération monétaire introduiraient un principe de subsidiarité dans un système de gestion intégré à deux niveaux. Le deuxième compromis consiste à renforcer la réglementation financière et à la rendre compatible entre les zones monétaires.

Selon le FMI¹¹, 40 à 50 % des soldes du compte courant mondial sont excessifs, c'est-à-dire que certains pays épargnent trop et d'autres empruntent trop. C'est important parce que les déséquilibres excessifs, lorsqu'ils sont persistants, peuvent devenir insoutenables. En particulier, les pays aux positions extérieures faibles sont vulnérables aux arrêts brusques et aux renversements des entrées de capitaux (*sudden stops*) provoquant le rapatriement soudain des flux financiers.

Dans un discours prononcé le 23 mars 2009, Zhou Xiaochuan, alors gouverneur de la PBoC, a plaidé pour une réforme du système monétaire international affirmant l'objectif à long terme de la Chine d'effacer la prédominance du dollar, afin de migrer vers un système multilatéral plus durable et moins préjudiciable aux pays en développement. Il a appelé à un rôle plus important pour les DTS et une surveillance multilatérale dans le cadre du G20, alimentée par la prospective du FMI.

Le rôle actuel du DTS est très modeste, car il a été artificiellement contraint dans ses conditions d'utilisation par le veto américain à la suite des accords de la Jamaïque de 1976. Seulement 3 % du total alloué sont attribués aux pays à faible revenu. Or, une utilisation plus importante du DTS limiterait la dépendance des banques centrales vis-à-vis du dollar et permettrait une diversification ordonnée des réserves de change tout en limitant le risque de fluctuations importantes sur le marché des changes.

Le développement du DTS comme liquidité ultime supranationale rendrait possible l'avènement d'un prêteur en dernier ressort légitime et équitable : le FMI. Parce que c'est un actif qui n'est la dette d'aucun pays, c'est la manière la plus rationnelle de fournir un actif de réserve alternatif au dollar sans activer une concurrence de devises déstabilisante. Mais ceci nécessiterait une refonte de la structure de gouvernance du FMI. En particulier, une révision substantielle des quote-parts, de manière à refléter les équilibres du monde économique actuel, en incluant notamment la représentativité de la zone euro en tant qu'entité unique. La minorité de blocage doit aussi être révisée, car cela n'aurait aucun sens qu'un SMI fondé sur une liquidité universelle soit encore soumis à une gouvernance sous la tutelle d'un seul pays disposant d'un droit de veto à lui tout seul.

Michel Aglietta & Camille Macaire*
michel.aglietta@cepil.fr

11. IMF (2018), « 2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions », *External Sector Reports*, juillet.

* Michel Aglietta est conseiller au CEPIL, professeur émérite de sciences économiques à l'Université de Paris-X Nanterre et ancien membre du Haut Conseil des Finances Publiques. Camille Macaire est chargée de recherche au CERDI-IDREC (CNRS/Université de Clermont-Auvergne) et chercheuse invitée à l'Université Fudan de Shanghai.

La Lettre du

CEPIL

© CEPIL, PARIS, 2019

REDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
20, avenue de Ségur
TSA 10726
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00
www.cepil.fr – @CEPIL_Paris

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

REDACTION EN CHEF :
Jézabel Couppey-Soubeyran
& Thomas Renault

REALISATION :
Laure Boivin et Sophie de Salée

La Lettre du CEPIL
est disponible en version électronique
à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/LaLettreDuCEPIL>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,
s'inscrire à l'adresse :
<http://www.cepil.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)
ISSN 2493-3813 (en ligne)
CCP n° 1462 AD

Novembre-Décembre 2019
Imprimé en France par le CGSP
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPIL.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

