

---

# EN TEMPS RÉEL

---

*Association pour le débat et la recherche*

*les cahiers*

**L' « internationalisation » de la devise chinoise :  
historique, fausses lectures, vrais défis**

Jean-François Di Meglio

*Depuis octobre 2010, le thème de la guerre des changes a envahi le débat public. C'est en fait principalement du Yuan qu'il s'agit, les débats portant sur d'autres monnaies étant pour la plupart à situer par rapport à celui concernant la devise chinoise. La focalisation sur la question d'éventuelles règles du jeu à définir pour réguler l'ampleur des déficits commerciaux le montre bien.*

*En Temps Réel se réjouit de publier dans ce contexte la mise en perspective de la stratégie chinoise que propose Jean-François Di Meglio. Banquier et universitaire, il connaît en profondeur la manière dont la Chine aborde la question de sa devise, et en propose une grille de lecture originale et convaincante. Elle repose sur deux piliers fondamentaux : la compréhension des déterminants fondamentaux, ancrés dans l'histoire longue, de la politique de la Chine en la matière ; l'analyse des évolutions récentes de sa mise en œuvre, marquées par une volonté de choisir souverainement la voie qui conviendra le mieux au pays, quelles que puissent être les pressions pour l'amener à adopter telle quelle la règle du jeu la plus communément admise, de devises pleinement convertibles aux changes librement flottants.*

*Jean-François Di Meglio montre que le débat académique chinois a, de longue date, exploré diverses alternatives possibles ; il met en lumière la manière dont ont été esquissées des solutions partielles permettant une internationalisation limitée de la devise chinoise (accords de swaps avec des pays dont la Chine dépend pour certaines importations vitales ; création d'une forme restreinte de convertibilité à partir de Hong Kong) ; il éclaire la manière dont des responsables chinois ont, à diverses occasions, lancé des ballons d'essai permettant de tester les réactions à telle ou telle inflexion de leur politique, et aussi dont ils ont agi, parfois tout à fait unilatéralement, pour prendre date (achats d'obligations d'Etat coréennes et japonaises).*

*Ce qui semble s'esquisser est une construction originale, bien loin du système de Bretton Woods ou de celui des changes flottants, une construction dans laquelle la devise chinoise connaîtrait une convertibilité limitée et contrôlée, gérée au plus près des intérêts du pays, contribuant à donner corps à une zone d'influence de la Chine tout en la maintenant à l'abri des grandes secousses monétaires et financières du système financier international qu'elle a su jusqu'ici éviter. Cette "troisième voie" ne s'embarrasse pas de visées théoriques globales ; elle s'ajuste pragmatiquement, aux yeux des dirigeants chinois, aux contraintes de l'heure, en analysant, étape après étape, les avantages et les coûts des différentes options possibles.*

*En Temps Réel espère que les lecteurs trouveront dans ce cahier des outils de compréhension durables des négociations en cours, au delà de la tonalité belliqueuse et simplificatrice des commentaires les plus fréquents.*

**Jean-François Di Meglio** a été responsable du secteur énergie et matières premières en Chine pour BNP Paribas. Il préside Asia Centre depuis 2009.

## SOMMAIRE

<b>Retour historique</b>	<b>5</b>
<b>Les clefs théoriques</b>	<b>10</b>
L'affirmation de la souveraineté en matière monétaire	10
La convertibilité, lointaine, sinon inaccessible	13
<b>Bases académiques des réformes récentes</b>	<b>13</b>
L'émergence d'un débat académique	13
Synthèse de ces théories	
<b>Le jeu des possibles</b>	<b>15</b>
Comment ré-inventer le système ?	15
Comment en était-on arrivé là ? 2005-2008	16
<b>Les mesures de 2010</b>	<b>18</b>
La nouvelle référence	18
La poursuite du débat sur l'internationalisation	21
L'innovation	23
<b>Qu'a-t-on observé depuis le 19 juin 2010?</b>	<b>24</b>
<b>Une nouvelle posture internationale pour la Chine ?</b>	<b>26</b>

L'entrée de la Chine dans nos obsessions, sa transformation en facteur déterminant de l'avenir et sa sortie du statut intermédiaire de « grande puissance émergente » se sont essentiellement faits dans le contexte de la crise économique et financière des années 2008-2010. La Chine « s'est invitée » dans les discussions à l'occasion de quelques réunions du G20 et de certains retournements de la situation internationale, dont le très court mais haletant feuilleton centré sur la quasi-faillite des deux institutions hypothécaires « Fannie Mae » et « Freddie Mac », le 15 septembre 2008, a constitué l'épisode le plus visible.

Installée à la table des grands pays et faisant entendre sa voix de façon à la fois plus forte et surtout plus originale, la Chine livre pour la première fois l'exemple possible d'une émergence pacifique. Ses dirigeants aiment à souligner que nous assisterions pour la première fois de l'histoire à un changement de centre de gravité du monde sans qu'aucune guerre soit menée.

La Chine a adopté un mode d'intervention original dans les affaires du monde. Cette émergence pose une question-clé : la Chine créera-t-elle une « zone d'influence » contre les accidents survenus ailleurs, un glacis protecteur, en procédant à des découplages d'ordres divers ? Ou bien cette évolution préfigure-t-elle un imperium qui pourrait notamment passer du commercial au monétaire ?

La monnaie chinoise, le yuan (appelé de façon courante le « renminbi », la « monnaie du peuple »), est passée en trente ans d'un « non-statut » de devise absente des tables de cotation au rang d'intrus venant clairement troubler l'artificielle routine des flux monétaires internationaux : cette devise fait figure d'ombre d'un géant, que l'on verrait s'étaler avant que celui-ci apparaisse physiquement. Sera-t-elle un jour directement dans le jeu ? Et cela entraînerait-il un dialogue pacifique ou de véritables tensions monétaires conflictuelles, une intégration ou un découplage ? Encore non convertible, mais de fait de plus en plus international, et surtout présent dans les réflexions sur l'avenir du système monétaire, le renminbi a vu son statut évoluer à toute allure depuis quelques mois. Les événements liés à son évolution donnent une idée très éclairante de la façon dont peuvent se résoudre un certain nombre des dilemmes nés de la croissance chinoise et de l'importance capitale que le pays prend dans l'économie du monde. Parmi ces dilemmes on trouve par exemple « l'impasse monétaire » qui semblait prévaloir depuis des années entre les Etats-Unis et la Chine, chacun des deux étant indispensable à l'autre pour résoudre, l'un le financement du déficit américain, l'autre le recyclage de la richesse chinoise que l'inconvertibilité du renminbi empêche de redistribuer. En effet, la « remontée » des excédents commerciaux sous forme de réserves en devises est la traduction de l'accumulation de profits dans les « trésors » des entreprises exportatrices. Ce trésor augmente plus vite que le pouvoir d'achat moyen, lui-même naturellement en croissance : c'est l'une des faces cachées de cette Chine qui s'enrichit certes de façon globale, mais qui ne redistribue pas toute sa richesse à sa population. On est aussi confronté à d'autres dilemmes : l'impossibilité visible de faire entrer dans des systèmes préétablis un pays, en réalité jeune et innovant, qui veut garder la parfaite maîtrise de son destin, et l'absence persistante de modèle alternatif proposé par la Chine. Depuis trente ans, mais plus encore dans les quinze dernières années, la séquence des décisions concernant le yuan et son régime de change, pour aussi fascinante qu'elle puisse être à soi seule, peut aussi être un sujet d'observation quand il s'agit d'analyser les déterminants généraux de toute la politique chinoise et de son impact sur notre siècle.

La décision divulguée le 19 juin 2010 d'élargir la base de devises-références servant à la cotation du renminbi a posé la question de savoir si l'avenir asiatique se ferait autour d'une « zone renminbi », isolée du reste du système financier global, ou bien autour d'une devise chinoise élevée au rang de devise de réserve et de référence. Cette question était impensable il y a moins d'un an : dans le contexte de l'immobilisme institué depuis près d'une décennie à la suite de l'entrée dans la Chine dans l'OMC et de la constitution de stocks massifs de réserves en devises, il semblait y avoir un statu quo entre les Etats-Unis et la Chine, simplement ponctué de protestations rituelles et de gestes symboliques. Nous allons voir comment les autorités monétaires chinoises ont mis ce statu quo sous forte pression le 19 juin dernier. Cette question trouvera demain des prolongements dans les relations internationales, voire dans l'ordonnement du monde. Cette évolution porte peut-être en elle l'avènement d'un multipolarisme, si l'on en croit un peu rapidement la lecture proposée par la Chine. En tous les cas, elle n'est pas sans porter le risque de voir réapparaître des blocs, une perte du sens du dialogue, et un retour à l'avant Bretton Woods, ou à l'avant G7. La Chine doit certainement être engagée dans les affaires du monde, une part de son élite dirigeante le souhaite d'ailleurs. Mais d'autres forces s'exercent « en rappel » pour contrer cet engagement global.

Nous reviendrons sur une brève histoire monétaire de la République populaire de Chine de façon à mieux comprendre comment quelques travaux académiques (certains déjà anciens) avaient préparé les changements intervenus en 2010 : ils en furent une sorte de mise en forme théorique dans le contexte politique de la Chine contemporaine. Nous analyserons la nouvelle situation qu'ont créée les nouvelles décisions monétaires de l'été 2010. Pour conclure, nous les placerons dans une dimension prospective, en incluant l'impact qu'elles peuvent avoir sur les relations internationales de la Chine.

## **RETOUR HISTORIQUE**

Il y a toujours des ambiguïtés lorsqu'un familier de la Chine parle de la monnaie car la langue courante fait sienne des expressions historiques : on continue ainsi à parler en chinois, dans la langue courante, de « yuan » ou de « kuai » comme à des époques lointaines et comme si le renminbi qui a été inventé par le nouveau pouvoir peu avant la libération de la Chine en 1949, n'était pas advenu : cet avènement, cette nouvelle dénomination, signifiait bien la volonté d'ouvrir une nouvelle ère monétaire pour la Chine.

Le pays s'est souvent distingué par des situations particulières, concernant la monnaie : le papier-monnaie a été introduit au 13<sup>ème</sup> siècle sous l'ère mongole, bien d'être généralisé au reste du monde. La référence à des métaux de base distincts (l'argent en particulier) l'a très longtemps différenciée des systèmes existant dans d'autres ensembles monétaires ou pays constitués. Rétrospectivement, cette avance relative finira par valoir un coûteux retard à une Chine soumise aux « puissances étrangères » durant le XIX<sup>ème</sup> siècle.

La hantise actuelle de l'inflation prend sa source dans l'histoire très récente : l'inflation aurait atteint jusqu'à 30% par mois dans les derniers temps du régime nationaliste sur le continent, le déficit ayant explosé après la fin de la guerre sino-japonaise jusqu'à être multiplié par 30. Il est fréquent d'entendre que c'est bien l'inflation galopante des dernières années de la « République de Chine » (de 1947 à 1949) qui a principalement causé la désaffection pour ce régime et sa chute finale. De la même façon que l'Union européenne, convertie à la hantise historique de l'Allemagne à l'inflation, endosse le dogme de la lutte contre l'inflation, le

pouvoir chinois entretient le souvenir des conséquences politiques d'un retour de l'inflation. Cette hantise dicte un certain nombre des choix monétaires faits pendant les cinquante (et surtout les quinze) dernières années..

Pour se donner les moyens d'une telle politique, il fallait bien que le nouveau régime soit se dote d'instruments de réglage performants, soit interdise ab initio tout jeu et tout risque de dérapage. Cette solution a longtemps prévalu et, l'interventionnisme étant plus limité que par le passé, explique la difficulté actuelle à passer à un système plus ouvert, où les différents facteurs influençant l'économie pourraient se prévoir et s'équilibrer. En termes monétaires, le nouveau régime communiste a commencé par fonctionner sur le modèle centralisateur et « holiste » de l'époque : tous les leviers financiers et monétaires ont été rassemblés dans une seule institution après la nationalisation du système financier de 1949. La « Banque populaire de Chine » faisait à la fois office de « banque de proximité », avec des agences dans toute la Chine, mais aussi de Banque centrale, régulatrice d'un système peu complexe et émettrice d'une monnaie absolument découplée du système monétaire international. Le peu d'échanges que la Chine pouvait alors avoir avec le monde extérieur et en particulier le monde non-communiste se faisant en devises, difficilement accumulées par le Trésor chinois. Il faudra attendre 1978 et le lancement de l'ère des réformes pour que soit entamé ce monopole de la Banque populaire de Chine.

Encore faut-il relever une constante dans le processus de réformes monétaires et financières. Si des « expériences » ont été tentées, souvent très novatrices (que l'on pense aux premières « zones économiques spéciales » en 1979 lorsqu'il s'est agi de libéraliser les différents secteurs de la production), le rythme des réformes a toujours été plus lent en matière financière et monétaire, voire apparemment retardataire par rapport à l'évolution de l'économie et à la libéralisation de la production qui aurait pu commander des circuits de décision financière plus rapides, plus courts et moins dogmatiques.

Les transformations sont venues dans les années 80. La Banque populaire de Chine a ainsi assez tardivement été constituée en banque centrale, garante de la politique monétaire, de la stabilité des prix et de la gestion des taux d'intérêts (éventuellement des mouvements de change, qui étaient relativement réduits à l'époque). Les banques commerciales et les banques industrielles, naturellement toutes détenues par l'Etat, ainsi que les banques régionales, ont été créées relativement tard aussi, avant d'aboutir au système bancaire actuel. Ce système a traversé vicissitudes et autres « crises de jeunesse et d'immaturation » (en particulier dans les années 90, avant la grande crise asiatique de 1997-1998). Il s'est ensuite diversifié, avant de s'engager dans une phase de solidification, sinon de consolidation, après que l'Etat et des investisseurs étrangers eurent procédé à des recapitalisations (à l'approche, puis, à l'occasion de la cotation de certaines de ces banques sur les marchés étrangers). Ce système est articulé à l'image de celui d'autres pays membres de l'OMC, que la Chine a rejoint en 2001, depuis que le moratoire sur le système bancaire et financier a expiré en 2006. On trouve désormais en Chine :

- une Banque centrale
- une autorité régulatrice du système bancaire, la CBRC, dotée d'une capacité d'audit des banques locales, nationales et étrangères sur le sol chinois
- une autorité régulatrice des marchés financiers, la CSRC
- une entité gérant les réserves de change, la SAFE
- une loi bancaire adaptée aux besoins de l'entrée de la Chine dans l'OMC (et promulguée en décembre 2006)

- des banques de statuts divers, dotées de mandats spécifiques et différenciés, depuis les banques capables d'intervenir à l'international jusqu'aux banques régionales ou locales, sans compter les coopératives ou les succursales et filiales de banques étrangères
- des marchés boursiers, pour l'instant non fongibles (certains actifs sont réservés aux investisseurs étrangers, d'autres, représentant des volumes beaucoup plus importants, ne pouvant être traités qu'en « devise résidente »)
- un marché obligataire théoriquement organisé mais très réduit.

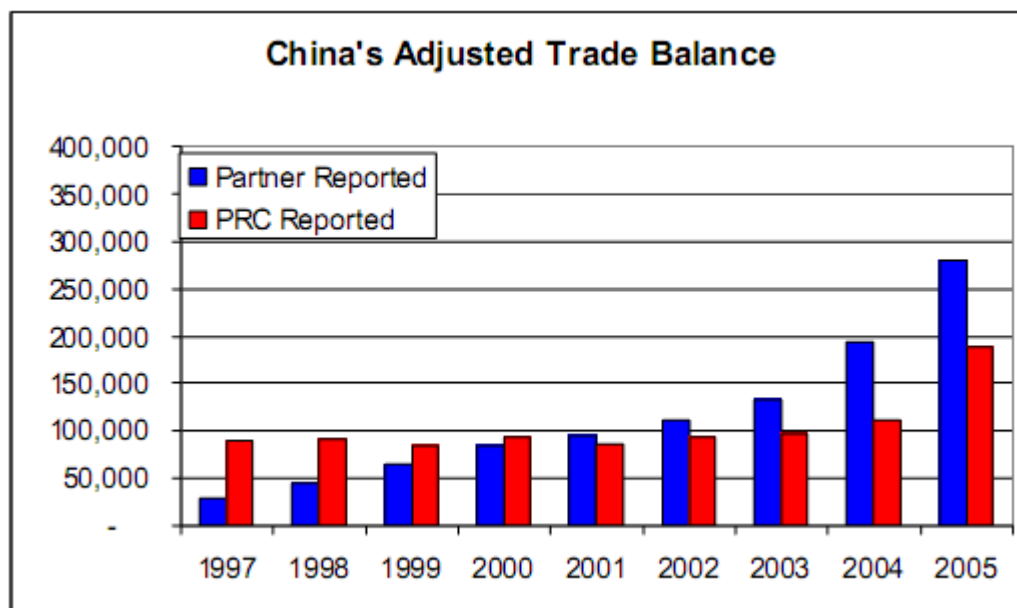
En ce qui concerne le statut même de la devise chinoise, il faut rappeler que jusqu'à la période des réformes et, comme pour les devises de pays à économie planifiée, ce cours arbitraire ne reposait ni sur une notion de convertibilité ni non plus sur une quelconque contrainte de marché ou de prix. Aucune transaction internationale ne se faisait dans cette devise. Les denrées importées, même lorsque leur consommation était courante, devaient être payées en devises, c'est-à-dire en dollars américains.

Ce cours était largement supérieur au cours actuel, et s'est longtemps maintenu à environ 2 CNY pour un dollar américain. Au fur et à mesure que la période des réformes a permis l'ouverture du marché chinois et l'entrée d'investisseurs étrangers, ce cours s'est néanmoins assoupli. De fréquentes dévaluations l'ont rapproché d'un taux « réaliste ».

Les accords de 1984 sur le statut de Hong Kong avaient définitivement fixé le sort de la monnaie de la colonie britannique, désormais indexée sur le dollar américain et dotée d'un statut spécifique (système du currency board, qui fut pratiqué ensuite par l'Argentine par exemple) ; il faudra attendre 1994 pour que la Chine établisse un cours stable pour le renminbi face au dollar. Fixé à 8,28 CNY/ USD, ce cours ne devait plus changer jusqu'en juillet 2005. Entre temps, la Chine allait faire en 2001 le « saut » dans l'OMC. Il faut se souvenir que le destin des exportations chinoises n'était pas certain lorsque cette annonce fut faite, que certains prédisaient un effondrement des excédents chinois naissants. Le graphique 1 montre de façon éloquent ce que désormais nous savons tous : il s'en est au contraire suivi une violente accélération des excédents.

Ce graphique des services du commerce extérieur américain indique incidemment le changement total d'optique entre l'avant et l'après OMC : la Chine avait tendance à surestimer son excédent commercial avant 2001, elle s'est mise à le sous-estimer par la suite. La poursuite du graphique indiquerait naturellement la persistance de cet excédent : malgré des soubresauts plus ou moins manipulés (en particulier en mars 2010, où le commerce chinois est devenu déficitaire, au moment d'intenses discussions menées déjà avec les Etats-Unis sur le statut de la devise), mais reflétant aussi parfois l'impact de la crise (comme fin 2008/début 2009 où l'excédent avait fondu), cet excédent s'est maintenu jusqu'à une période récente au-dessus des 400 milliards d'USD (le graphique ci-dessus est libellé en millions d'USD).

Graphique 1



Source : US Comtrade

Dans ce contexte de devise liée au dollar américain et avant même que les accords de l'OMC soient appliqués au domaine financier (décembre 2006), les conséquences sur les réserves en devises de la Chine ont été les suivantes (en milliards de dollars) :

1979	2.2
1983	15.0
1986	11.5
1991	43.7
1993	22.4
1996	107.0
2001	212.2
2003	403.3
Jan 2006	845.2
Jan 2008	1590

Aujourd'hui, ces réserves ont dépassé les 2500 milliards de dollars.

Il est rétrospectivement bien établi que l'ascension de la Chine, puissance exportatrice, a pu lui permettre de constituer ses réserves de changes de façon continue. Ce tableau montre a contrario que l'évolution de ces réserves a été chaotique lors des premières années de libéralisation, puis exponentielle après l'entrée dans l'OMC.

Il y a là un élément essentiel à la compréhension des postures ultérieures de la Chine: la crise de 1997, survenant très peu de temps après que cette mesure a été prise, a constitué un premier test de l'importance de la politique monétaire dans la Chine de « l'après-réformes ». A l'été 1997 en effet, et dans la foulée de dévaluations brutales, rendant extrêmement compétitifs à l'exportation les produits thai, indonésiens et malais, la question de savoir si la Chine suivrait ce phénomène de façon à protéger ses propres marchés d'exportation semblait dominer sur celle de l'éventualité d'une posture « responsable » de la Chine. En tenant bon mais plus encore en intervenant de façon à contrer l'attaque sur la devise hongkongaise, où l'ensemble des réserves en devises étrangères détenues par la quasi-banque centrale (le HKMA) risquaient de se volatiliser, la Chine a assurément surpris. Tout à la fois, elle a pris un risque considérable de voir sa croissance freinée par une éventuelle perte de compétitivité, et crédibilisé sa volonté de jouer un rôle de gouvernance internationale, en particulier monétaire, dans des situations de crise.

Dans un tel contexte, les analystes chinois ont vu dans l'attachement au concept de devise convertible l'une des explications aux catastrophes sud-est asiatiques : elle symbolisait la perte de souveraineté et de contrôle sur des économies dont la croissance présentait autant de risques que de chances de sortir rapidement du sous-développement. De nombreuses réformes restaient à faire sur le plan domestique, les questions d'internationalisation et de convertibilité de la devise ne constituaient donc pas des priorités. Ces processus historiques doivent être gardés en mémoire pour comprendre la posture chinoise dans la grande crise de 2008, au moment où étaient réclamé un pilotage du taux de change à la fois moins « protectionniste » et moins soucieux d'intérêts unilatéraux, et où la crise allait être, une nouvelle fois, un vecteur d'intégration pour la Chine.

Les mauvais souvenirs qu'évoque pour la Chine la crise asiatique ne doivent pas faire oublier, comme le rappellent les chiffres des stocks de réserves mentionnés ci-dessus, le rôle accélérateur que la crise, avant même l'entrée dans l'OMC, a joué dans le positionnement de la Chine comme « aspirateur » à devises étrangères, que ce soit comme principal bénéficiaire de la redistribution des cartes en matière de commerce international après le coup d'arrêt momentané donné aux économies du sud-est asiatique (qui se remirent assez vite d'ailleurs à ré-exporter, et à reconstituer des stocks de devises importants) ou comme réceptacle d'investissements étrangers privilégiant désormais la stabilité chinoise. La crise de 1997 constitue donc bien pour la Chine la première expérience « victorieuse » en matière de gestion de sa politique monétaire en face d'une crise internationale.

Il n'est sans doute pas fortuit de noter en ce qui concerne l'OMC que la date (21 juillet 2005) à laquelle la Chine a changé la « bande de flottement » du renminbi, c'est-à-dire s'est mise à accepter sa réévaluation progressive et l'a orchestrée et contrôlée, se situe précisément entre l'entrée de la Chine dans l'OMC (2001) et l'application des règles de l'OMC (avec des caractéristiques chinoises) au secteur financier (décembre 2006). Les autorités chinoises gérant les questions monétaires ont pu parfois manquer d'à-propos : on peut en effet imaginer que si la diversification des stocks en devises, et peut-être la réforme monétaire rendant le renminbi convertible était intervenue avant la forte croissance des excédents, le débat sur la devise et l'affrontement avec les Etats-Unis n'auraient pas pris les proportions actuelles. Mais l'adaptation de la réforme du système financier au calendrier de l'OMC a montré que la Chine souhaitait éviter d'accumuler les griefs venus de l'étranger : au moment où la nouvelle loi bancaire risquait d'être vue comme discriminatoire, la fenêtre d'opportunité ouverte par la mesure de juillet 2005 était la meilleure à saisir. Et il faut se souvenir que les autorités

chinoises gardaient la possibilité de refermer la fenêtre, comme en 2008, si les circonstances devenaient moins favorables au commerce extérieur chinois.

Il faut voir dans ces phénomènes l'illustration d'un processus de décision en « faisceau de raisons », fondé sur l'analyse du couple « coût/opportunité », qui constitue le déterminant des évolutions mise en œuvre en parallèle à des réflexions théoriques menées dans la longue durée.

## **LES CLEFS THEORIQUES**

Les décideurs chinois ont intériorisé les éléments précédemment rappelés, qui sont donc au fondement de leur attitude sur les questions monétaires. Certaines déclarations « théorisantes » offrent la justification aux évolutions ultérieures des positions monétaires chinoises.

Après avoir indiqué leur volonté d'être plus présentes sur la scène économique et financière internationale, les autorités chinoises ont voulu construire un plan pour les années futures (ce plan viendrait de toute façon, partie prenante d'une planification à long terme et à grande échelle qui est constitutive de la politique chinoise). Elles ont bâti des hypothèses et voulu tester leurs théories « en public ». Dès le début des années 2000, un certain nombre d'articles universitaires l'ont fait en rendant publics des débats internes. Cela a aussi permis de rendre audibles des positions officielles parfois tranchées, et d'expliquer les attitudes de la Chine dans des débats où l'a entraîné le rôle qu'elle a joué en 1997.

### **L'affirmation de la souveraineté en matière monétaire**

La volonté de conservation de la souveraineté chinoise sur sa politique monétaire se fonde sur deux arguments. D'une part, l'idée selon laquelle la Chine connaîtrait mieux que quiconque son propre intérêt (« China knows best »). D'autre part, l'histoire monétaire du siècle dernier (expériences liées à l'étalon-argent des XIX<sup>ème</sup> et XX<sup>ème</sup> siècles et les tentatives japonaises d'internationalisation du JPY dans les années 1980 et 1990 notamment), qui porte en elle les germes de la hantise actuelle d'une internationalisation qui serait imposée à la Chine de l'extérieur.

L'histoire monétaire de la Chine des XIX<sup>ème</sup> et XX<sup>ème</sup> siècles, telle qu'elle est réécrite actuellement par Huang Yiping,<sup>1</sup> donne l'impression d'un très fort ressentiment né du fait que la Chine a systématiquement été prise à contre-courant par le système international du siècle dernier.

Huang Yiping considère que la globalisation aurait emporté des conséquences non négligeables sur l'économie chinoise dès la dynastie Ming. Ses sources d'exportation particulièrement lucratives comme celles du thé ou de la soie ont permis à la Chine de s'approvisionner de manière confortable en argent-métal. La volonté occidentale de s'introduire sur un marché chinois très protégé et de profiter des importantes réserves ainsi

---

<sup>1</sup> Xin Shiji, revue « le nouveau siècle », 2009

accumulées constitua l'une des causes des guerres de l'opium menées contre la Chine à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle.

Ave la signature du traité de Paris en 1867, la mise en place d'un système monétaire international impliquant l'ensemble du monde à l'exception de la Chine a isolé l'Empire du système. Les excédents commerciaux chinois ainsi que l'isolement de la Chine ont conduit à y faire des transferts massifs d'argent : cela a permis de développer de nombreuses activités, notamment dans le secteur des services, mais a déprécié sa monnaie.

La situation chinoise s'est dramatiquement retournée avec la Grande Dépression. L'argent reprit de la valeur en 1931, une fois qu'un certain nombre de pays eurent abandonné l'étalon-or pour le dollar (devenu monnaie de référence depuis la fin de la Première Guerre Mondiale). Les produits chinois n'étaient cependant plus compétitifs ; l'économie entra elle aussi en récession. La balance commerciale chinoise passa d'une situation structurellement excédentaire à une situation déficitaire. Malgré la mise en place en 1935 d'une nouvelle Banque centrale par le gouvernement du Kuomintang, les lacunes flagrantes en matière de politique monétaire, et surtout la décorrélation de celle-ci avec le reste du système monétaire international, conduiront les acteurs économiques à perdre confiance envers l'autorité monétaire du régime, qui disparut avec ce dernier. C'est dire si l'histoire monétaire chinoise et internationale des deux derniers siècles a eu des retombées particulièrement influentes sur le schéma structurel de raisonnement chinois actuel quant au statut de la monnaie.

Ayant subi de plein fouet les conséquences du système international, la Chine se sent aujourd'hui en droit d'affirmer sa propre doctrine en matière de politique monétaire, tirée selon Huang Yiping des « leçons de l'histoire » et fondée sur les conditions suivantes : existence d'une devise internationale et compétitive, mais surtout stabilité, convertibilité et indépendance de la politique monétaire. La Chine doit donc, ainsi qu'elle le réaffirme régulièrement, avoir une politique monétaire indépendante, capable de prendre le contrepied des politiques de ses partenaires pour privilégier son propre intérêt.

« L'échec » des tentatives japonaises d'internationalisation du JPY menées dans les années 1980/1990 n'a pas conduit la Chine à infléchir sa position, tout au contraire. Bien que les observateurs occidentaux aient interprété cet « échec » japonais davantage comme l'expression de la réticence du Japon à laisser le JPY se transformer en un système de transaction internationale, instrument de prêts aux nations asiatiques ou instrument d'émissions obligataires « offshore », la Chine y a vu pour sa part l'expression d'une incapacité du Japon à maîtriser la parité et les règles d'utilisation du JPY, avec pour conséquence un affaiblissement de la capacité d'intervention des autorités japonaises responsables.

Depuis lors, la Chine a régulièrement affirmé que les pays occidentaux ne devaient pas s'ingérer dans sa politique monétaire en matière de parité. Encore faut-il rappeler la décorrélation entre cette question et celle de la convertibilité : ces deux questions sont à la fois dissociées, et placées sur des plans différents dans le discours chinois et la pratique actuelle. La priorité donnée éventuellement à une marche raisonnée vers la convertibilité devrait logiquement mettre un terme au débat sur la parité. Le point de vue « traditionnel » occidental sous-entend que la convertibilité conduira à ajuster la parité dans la mesure où la demande pour le renminbi établit son niveau plus haut que celui qui a été fixé par les autorités monétaires. Le point de vue chinois fait pour sa part l'impasse sur la convertibilité. Les deux points de vue prennent en compte la limite et les dangers de la situation actuelle d'une façon

également pertinente : les excédents qui se sont constitués ainsi que l'addiction mutuelle des deux pays (le premier à la dette du second, le second aux réserves en devises du premier) doivent mutuellement cesser de se maintenir et de croître. Or ces excédents et cette addiction découlent autant de l'inconvertibilité du renminbi que de la parité de la monnaie chinoise. Les analyses diffèrent en ce que le prix à payer pour l'adoption d'un système monétaire de type occidental dépasse, dans l'analyse chinoise, les avantages dérivés de la fin de cette « addiction » désormais perçue comme néfaste (en fait depuis novembre 2008). L'adhésion à l'OMC a constitué davantage qu'une démarche tactique de la part des autorités chinoises pour faire bénéficier les exportations de la Chine d'un accès plus facile à de nouveaux marchés : cette démarche relève de l'approche constructive et délibérée suivie par le pays pour entrer dans le club de l'OMC, sans exclure d'y jouer un rôle positif, constructif, comparable à celui d'autres membres. Cette adhésion s'est néanmoins accompagnée pour la Chine (d'abord du fait du report de l'application des règles de l'OMC au secteur financier de 2001 à 2006, puis par la promulgation au moment de cette entrée d'une nouvelle loi bancaire) d'une menace pour son système financier. Sauf à adopter un certain nombre de mesures protectrices (sinon protectionnistes sans le nom), son système risquait la crise : encore inégalement capitalisé et peu compétitif, ce système financier n'est toujours pas doté d'instruments unanimement adoptés dans les pays où la libre circulation des flux a fortement développé la sphère financière.

Voilà où les logiques divergent donc : alors que la nécessité de sortir de l'impasse fait consensus, les raisons de l'impasse (l'addiction mutuelle) sont interprétées de façon différente. Les Etats-Unis se focalisent sur la parité, et sous-entendent que tendre vers la convertibilité constitue la meilleure façon de résoudre rapidement le problème de la parité. Les Chinois adoptent une double posture : trouver par eux-mêmes (sans exclure totalement la concertation) les solutions au problème, et ne pas nécessairement adopter des solutions déjà testées ailleurs. C'est ainsi qu'est possible l'avènement de ce que nous sommes tentés d'appeler la « devise du troisième type », dont les contours, les contraintes, et les possibles ne sont d'ailleurs pas encore totalement connus.

Les annonces ou les mesures visibles peuvent donc venir en « provocation » contre quiconque tenterait d'agir contre de ce privilège. Au moment du dernier voyage à qualité de Secrétaire d'Etat au Trésor Hank Paulson les 2 et 3 décembre 2008, la parité de la devise chinoise avait ainsi été marginalement abaissée contre dollar alors que l'un des objectifs affichés de ce voyage était d'inciter les autorités monétaires chinoises à réenclencher le mouvement d'appréciation graduelle lancé le 21 juillet 2005 (au moment de l'« élargissement de la bande de flottement du RMB) et qui s'était arrêté à la mi-2008.

Le point de vue de Ye Xiang<sup>2</sup> résume bien les arguments de la position chinoise : « dans l'environnement [actuel], le yuan ne peut pas nécessairement s'apprécier de façon très rapide : cela dépend de nombreuses conditions extérieures, du développement de l'économie mondiale, des conditions environnantes, et plus encore de la situation des autres pays émergents, qui ne doivent pas subir trop violemment la pression d'un yuan qui s'apprécierait. C'est pourquoi il faut commencer par promouvoir l'internationalisation, et à l'intérieur de l'internationalisation, la régionalisation, de façon à donner le droit de cité au yuan avant toute chose ».

---

<sup>2</sup> V. les contributions de Xie Taifeng au *Quotidien du peuple*, 6 mai 2009, de Zhang Yihui au *Wenweipao*, 14 août 2008, ou encore de Ye Xiang et Huang Yiping dans « Xin shiji » d'avril 2010.

## La convertibilité, lointaine, sinon inaccessible

Aucune fois le mot de « convertibilité » n'a été utilisé lors des étapes qui ont marqué la progression de la réflexion sur la convertibilité de la devise chinoise depuis l'été 2010, et ce alors que celles-ci étaient prédites et attendues depuis près de dix ans. La convertibilité semble constituer un « tabou » impropre à définir le système monétaire chinois. En réalité, la démarche organisant la « régionalisation », voire « l'internationalisation » du RMB tient lieu depuis plusieurs années de réflexion sur la convertibilité, ou devrions-nous dire, d'évolution vers plus d'ouverture du traitement des flux monétaires et de l'encadrement de la parité du RMB.

## BASES ACADEMIQUES DES REFORMES RECENTES

### L'émergence d'un débat académique

La réflexion sur la possible « internationalisation » du RMB est relativement ancienne. Elle a gardé pendant très longtemps un aspect à la fois académique et probatoire. De nombreux travaux, élaborés à Hong Kong et aux Etats-Unis, définissent des scénarios possibles d'« internationalisation » de la devise chinoise.<sup>3</sup>

L'entrée de la Chine dans l'OMC (en marche depuis 2001, effective de plein droit dans le domaine financier depuis décembre 2006, et devant logiquement déclencher une ouverture du marché du RMB) a encouragé une série de publications que l'on pourrait qualifier d'optimistes, sinon simplistes concernant l'ouverture du marché de la devise chinoise.<sup>4</sup> Ces publications énonçaient notamment les points de vue suivants : « les devises internationales sont habituellement associées à des économies compétitives et de grande taille, liées entre elles par des liens profonds. Dans la mesure où la Chine va croître plus vite que les autres économies développées, son poids dans le monde devrait continuer à croître. Aussi, au fur et à mesure que les restrictions à la convertibilité du RMB seront progressivement levées, on devrait s'attendre à ce que la devise joue un rôle raisonnable dans le commerce et la finance internationale, même s'il est très peu probable qu'elle constitue un défi pour le dollar ou l'euro dans l'immédiat ». <sup>5</sup> Les données statistiques appuyaient de leur côté ce type de raisonnement (taux historique moyen d'inflation sur 10 ans en 2007 estimé à 1,08 % pour la Chine et à 2,6% pour les Etats-Unis ; volatilité sur la même période identique pour les deux

---

<sup>3</sup> On peut citer en premier lieu Yu Yongding (et Gao Haihong, cf. [www.bis.org/arp/conf\\_0903.htm](http://www.bis.org/arp/conf_0903.htm)), ainsi que Runlin Zhang, dès 2005 (Shanxi University of Finance & Economics: [www.china-review.org/News/manage/image/9-.pdf](http://www.china-review.org/News/manage/image/9-.pdf)) : RMB Asialization: A Key Step in Its Internationalization Process., tous travaux débouchant sur des « panels » comme le plus récent : « what does the internationalization of the RMB mean for Hong Kong? » avec la HKMA (HK Monetary Authority) [www.asiasociety.org/.../asia-society-anz-china-series-renminbi-next-global-currency](http://www.asiasociety.org/.../asia-society-anz-china-series-renminbi-next-global-currency)

<sup>4</sup> L'article de Chen Hongyi et Peng Wenchen « the potential of the RMB as an international currency » fournit l'un des meilleurs exemples de ces raisonnements, V. in « China Economic issues », numéro 7 de 2007, publié par la Hong Kong Monetary Authority)

<sup>5</sup> Traduction de l'auteur

devises (aux environs de 4,6%) ; appréciation moyenne contre « droits de tirage spéciaux » du FMI identique (dépréciation marginale de 1,7%).

La montée en puissance d'un pays sur le plan économique et commercial s'accompagne d'habitude d'un accroissement symétrique de son rôle dans la sphère financière : ainsi « Eichengreen et Frankel (1996) ont établi que chaque point de pourcentage de PNB d'un pays dans le monde conduit à une augmentation de 1,33% des réserves de banque centrale détenues dans la devise de ce pays ». <sup>6</sup> On pouvait donc s'attendre à ce que, très vite, l'internationalisation du RMB (et donc sa convertibilité, l'une n'étant pas conçue sans l'autre) en ferait une monnaie de réserve. Comme on le verra infra, cette remarque reste riche d'échos après le 19 juin 2010.

Mais c'est un raisonnement qui devrait conduire à justifier l'entière convertibilité : « la convertibilité sans limite est une nécessité pour jouer un rôle significatif dans le commerce international et les transactions financières, mais ce n'est pas une condition suffisante. L'utilisation internationale d'une devise est déterminée par les forces du marché », concluent les auteurs.

Ces théories ont plusieurs points de convergence. Malgré les réticences historiques mentionnées plus haut, qui sont toujours à l'esprit des autorités chinoises, une théorie « d'intégration progressive au système économique et monétaire mondial » commença à émerger dès avant juillet 2005. Cette théorie fut renforcée entre juillet 2005 et l'été 2008, au moment où le RMB s'appréciait par rapport à l'USD. Les différentes variantes de cette théorie prônaient notamment que les constantes évoquées précédemment, les processus de décision propres à la Chine contemporaine et les spécificités des instances concernées (en particulier la SAFE) soient pris en compte très marginalement. Cette théorie visait à créer un modèle spécifiquement destiné à dessiner le schéma d'évolution futur de la devise chinoise. Les principes de ce modèle d'intégration ne divergeaient pas en substance de ceux de la Banque centrale de Taiwan, qui partageait son héritage historique avec la Banque populaire de Chine. Cette économie « ouverte », mais où les échanges commerciaux ne pouvaient pas être totalement libéralisés en l'absence d'une devise totalement convertible (comme c'était le cas pour Taiwan jusqu'au milieu des années 90), « hantée » par les mêmes « fantômes » du passé, avait été confrontée dix à quinze ans auparavant aux mêmes questions : celle de la planification optimale du compte de capital..

Cette théorie d'intégration progressive, élaborée dès 2005 puis développée graduellement jusqu'à la « crise » de 2008, fut notamment partagée par des économistes hongkongais et débattue en Chine même ; ce n'était donc pas seulement l'objet de l'attention d'économistes occidentaux libéraux, obsédés qu'ils aient pu être par l'assimilation d'une nouvelle devise dans le système consensuel de convertibilité totale des devises majeures.

Les coups que les conséquences de la crise financière de 2008 ont porté à l'optimisme de cette période ont conduit à un certain recul de la théorie d'intégration monétaire. Comme cela avait été le cas avec la crise asiatique de la fin des années 1990, les risques portés par l'ouverture des systèmes (devises convertibles, achats de dettes souveraines par des investisseurs venus de pays tiers, dépendance vis-à-vis des débiteurs indisciplinés) et leur intégration au niveau mondial furent mis en évidence. La Chine se vit ainsi confirmer l'utilité de sa position « non intégrée » (qui avait déjà permis de renforcer son rôle financier régional en 1997). Enfin, la

---

<sup>6</sup> Idem.

crise de 2008 permit de soutenir le point de vue chinois selon lequel une trop grande implication dans les affaires monétaires internationales est néfaste. L'internationalisation de la devise ne conférait pas a priori automatiquement à la Chine une telle implication. Associée au nouveau poids financier (et politique) de la Chine dans le G20, cette implication devenait cependant un risque, contrevenant au principe énoncé initialement.

Que conclure ? Le contexte récent aurait-il entraîné l'amorce d'un virage chinois hors de la ligne théorique tracée par les milieux intellectuels depuis le début des années 2000, et devrait-il conduire à l'entrée du RMB dans le cercle des devises internationales et convertibles entre 2020 et 2030 ? Ou bien cette « ligne théorique » n'était-elle qu'une construction artificielle, éventuellement étudiée mais toujours écartée des débats internes et des projections faites par les autorités monétaires chinoises ? La voie semble tracée, comme toujours, vers une construction originale, conduisant potentiellement non seulement à une « devise du troisième type » mais aussi peut-être à un nouvel ordre monétaire international ressemblant à un pré-Bretton Woods.

## **LE JEU DES POSSIBLES**

Le débat a quitté la sphère des questions monétaires pour s'étendre à des questions relatives à la souveraineté, au rôle de la Chine en général dans les formes économiques qui régissent aujourd'hui le règlement des relations internationales (la « crise financière » est l'une de ces formes), à son positionnement dans les instances mondiales ainsi qu'à sa dépendance vis-à-vis des grands acteurs mondiaux, dont les Etats-Unis.

### **Comment ré-inventer le système ?**

Souvent les dirigeants chinois interviennent en lançant des idées en forme de « tests », qui ne sont pas nécessairement fondés ni crédibles. La déclaration de Zhou Xiaochuan aura indubitablement été celle qui aura fait le plus fort effet au moment des premières réunions du G20 en avril 2009, annonçant qu'il était temps de réfléchir à une utilisation moins massive de l'USD et à une forme de réhabilitation du DTS, « devise » du FMI: « l'encours des DTS devrait croître pour répondre au besoin de placement de banques centrales sur des masses importantes, ce qui est possible par emprunt auprès du FMI. Il faudrait s'assurer de la liquidité des DTS. Pour ce faire, nous suggérons que les banques centrales puissent échanger auprès du FMI des bons du trésor ou des obligations d'Etat en devise contre les DTS. Le FMI pourrait racheter aux banques centrales des avoirs en devises contre l'émission de DTS. Le FMI serait la banque des banques centrales et pourrait gérer une sorte de fonds commun de placement d'actifs composés de bons du trésor et d'obligations d'Etat en devises revendus au FMI contre des DTS, les DTS pouvant représenter des parts de ce fonds -la composition du fonds étant représentative des devises correspondant aux échanges internationaux. Il faudrait aussi que la monnaie chinoise soit convertible et fasse partie du panier de devises composant le DTS » : à elle seule, et remise en perspective, cette affirmation démontrait que l'hypothèse globale n'était formulée en son temps que pour être mieux réfutée.

On pouvait dire sur le moment Zhou Xiaochuan que ne « voulait pas dire ce qu'il a dit » ! La mise en pratique de cette recommandation ne reposait pas sur le début d'un consensus. Zhou Xiaochuan avait par ailleurs la prudence (que n'a pas retenu l'écho international donné en leur

temps à ses propos) d'envisager un second scénario : la création d'une « monnaie de référence mondiale, que les banques centrales d'accord pour le faire, pourraient même utiliser *sans le consentement des États-Unis* ».

Le recul conforte pourtant les différentes interprétations que l'on pouvait tirer de cette déclaration. Zhou Xiaochuan entendait ainsi affirmer la voix chinoise comme tenant majeur du règlement de « la crise » et souligner le caractère non orthodoxe de la « solution chinoise », destinée à briser le cercle particulièrement vicieux dans lequel les déficits américains et sans doute aussi l'indéniable interdépendance des ensembles financiers occidentaux avaient placé l'« ordre monétaire » caractérisé par les principes post-Bretton Woods, ou plutôt post-dénonciation de Bretton Woods (libre circulation des flux financiers sans forte taxation, convertibilité des devises, prééminence d'une « devise-pivot », « modèle-dollar » pour toutes les devises qui prendraient une dimension internationale, mais impossibilité pour les autres devises de bénéficier du même statut privilégié, équivalant au privilège régalien de battre monnaie).

### **Comment en était-on arrivé là ? 2005-2008**

On a annoncé en juillet 2005 un élargissement de la bande de fluctuation du Renminbi par rapport au dollar. Une période d'appréciation a commencé immédiatement après, qui ne fut arrêtée que par la crise financière de 2008. La réalisation des théories élaborées « en chambre » semblait alors se mettre en place. La Chine semblait satisfaire les différentes demandes venant de l'extérieur. Sans avoir nécessairement anticipé les effets de la crise financière qui allait commencer deux années plus tard, les autorités monétaires chinoises s'étaient dotées des moyens d'inverser ou au moins d'arrêter la tendance en cas de problème et en particulier s'il y avait nécessité d'enrayer cette réévaluation progressive : elle s'était d'ailleurs accélérée dans la dernière période de « fluctuation large », au premier trimestre 2008.

C'est aussi pendant cette même période 2005-2008 qu'ont été conclus la plupart des accords bilatéraux de paiements et de « swaps » avec des partenaires, 100 milliards de dollars au total sous forme de « swaps de devises » avec six pays, dont l'Argentine, l'Indonésie et la Corée du Sud.

Dans les années 1990, l'« internationalisation » du yen reposait sur la profondeur du marché financier japonais et sur l'intensité de l'activité des banques – du moins avant l'entrée de ces dernières dans une période de troubles nées de la remontée des mauvaises dettes. L'internationalisation choisie par Tokyo avait entraîné le développement de marchés obligataires en yen en dehors du Japon, l'utilisation du JPY par des émetteurs non japonais sur le marché domestique (« samurai bonds » et « daimyo bonds »), ainsi que l'utilisation du JPY pour les prêts octroyés par ses banques dans la zone d'influence et de proximité immédiate des grands groupes japonais (l'Asie du Sud-est en premier lieu). La Chine a choisi symétriquement, encore que de façon très originale, de bâtir sa force commerciale et exportatrice sur une forme d'internationalisation du CNY dès 2005 sans ouvrir pour autant le marché de sa devise. Les « accords de swaps » mentionnés ci-dessous permettaient en théorie à la Chine de payer des importations, principalement de matières premières d'urgence nécessaire dans sa propre devise, de déposer cette devise entre les mains des pays exportateurs et de la recouvrer en retour au fil des exportations chinoises vers ces pays. L'échange international d'une devise non convertible devenait possible. Ce processus, peu productif au début constituait un test qui allait s'élargir de façon formelle ou informelle dans la périphérie

immédiate de la Chine. Ainsi, le yuan est devenu la devise officielle des échanges entre l'Asie du Sud-est et de deux provinces chinoises situées à sa périphérie, le commerce entre la Chine et ces deux provinces, le Guangxi et le Yunnan, se faisant couramment en monnaie chinoise, supposée théoriquement ne pas devoir quitter le territoire.....

Gu Xiaosong (directeur de l'Institut des Études sur l'Asie du Sud Est à Nanning et Vice President of the Guangxi Academy of Social Sciences) confirmait lors du « sommet de Nanning » sur « le corridor », qui réunissait les pays limitrophes du Guangxi au début du mois de septembre 2010, que « le yuan sera prochainement utilisé comme devise pour les échanges avec l'Inde, le Pakistan, la Russie, le Japon et la Corée ».

Rien ne semblait signaler dans le courant des années 2008 et 2009 que les mesures prônées par les universitaires ou les théoriciens de la monnaie seraient imminentes. La « courbe » d'évolution des mesures de libéralisation a pourtant fini par rejoindre progressivement les projections effectuées au début des années 2000 : ont joué en ce sens les mesures qui ont suivi l'annonce faite le 19 juin 2010 de la diversification de la base de référence du taux de change (la fin du système liant presque exclusivement le sort de la devise chinoise à celui du dollar américain), ce qui laisse effectivement envisager des étapes très concrètes et achevées pour 2020, puis 2030, pouvant en théorie conduire à la convertibilité totale. Telle pourrait être la conclusion tirée de ces réflexions.

Les initiatives prises par les autorités monétaires chinoises à cette période, lues à l'époque comme synonymes de coopérativité et d'ouverture, ont cependant également montré la détermination chinoise à conserver systématiquement les atouts et les acquis du système précédent lors de phases « test » du nouveau système, à privilégier des voies originales et non orthodoxes d'ouverture à l'extérieur du marché de sa devise – sans remettre en cause l'inconvertibilité et en soulignant en filigrane la souveraineté absolue exercée depuis Pékin sur le régime de change, et le taux – et enfin à refuser techniquement la convertibilité absolue imposée par les autorités monétaires internationales.

Il n'est pas inintéressant d'évoquer en guise de comparaison le processus par lequel Taiwan a ouvert le marché de sa devise en ouvrant le compte de capital. On aurait pu penser entre 2008 et 2010 que la Chine se serait conformée à ce modèle.

L'augmentation progressive des quotas de QFII (« qualified foreign institutional investors ») depuis 1995 a permis au marché boursier de Taiwan d'accueillir de plus en plus d'investisseurs étrangers (jusqu'à 50%). Au début, le dollar taiwanais n'était pas entièrement convertible : les résidents désireux d'exporter des capitaux à partir de Taiwan ainsi que les investisseurs étrangers désirant procéder à un investissement direct sur l'île devaient se procurer pour cela de nombreuses autorisations. On ne pouvait donc pas acquérir de devise taiwanaise hors du pays.

La Chine se trouvait dans une situation identique aux alentours de 2005, avant l'instauration des accords de swaps et le début du programme de QFII, calqué sur celui de Taiwan.

La Chine a visiblement étudié le modèle de Taiwan. Elle a restreint le schéma des QFII ainsi que celui des investisseurs chinois financiers autorisés à investir à l'étranger (les « QFDI ») et privilégie l'internationalisation contrôlée dans le domaine commercial.

La décision de juillet 2005 d'élargir la bande de fluctuation quotidienne – à quoi s'ajoutent de nombreux freins aux transactions sur le renminbi permettant de garder le contrôle sur son appréciation – a permis d'apprécier significativement la parité du renminbi contre dollar (de 8,18 à environ 6,8 à la mi-2008 - les évolutions de la parité USD contre Euro ayant en revanche totalement neutralisé cette appréciation « unidirectionnelle »). Le violent retournement de conjoncture dans la deuxième moitié de 2008 a néanmoins brutalement remis en cause cette évolution, le ralentissement des exportations chinoises entraînant la décision chinoise de stopper cette appréciation.

La Chine gardait donc le contrôle de la parité du renminbi avant les décisions de l'année 2010, et ce malgré les mesures de 2005 et la réflexion théorique sous jacente sur l'ouverture des marchés monétaires. Par ailleurs, la devise chinoise n'était convertible qu'à des conditions très sélectives, soumises à autorisations préalables (investissements étrangers en Chine, dont les montants étaient rapatriables uniquement en cas de fermeture des opérations concernées, versements de dividendes). Enfin, le Yuan pouvait théoriquement être utilisé dans certains échanges commerciaux avec un nombre de pays défini, mais les montants étaient limités et les instruments financiers (domestiques pour les résidents, disponibles à l'étranger pour les non-résidents) étaient inexistantes.

## **LES MESURES DECISIVES DE 2010**

### **La nouvelle référence**

L'idée émise par Ding Zhijie en mars 2010 de fixer le cours du renminbi en fonction d'un panier de monnaies pondérées par leur poids dans le commerce international<sup>7</sup> a semblé annoncer une évolution vers le taux de change flottant.

La première mesure consécutive à ces réflexions fut l'annonce le 21 juin 2010 d'un « changement » des références guidant la fixation de la parité du renminbi, alors considérée comme étonnamment proche de ce qu'attendaient les partenaires monétaires de la Chine.

Nous avons alors proposé une interprétation légèrement différente de l'interprétation très optimiste qui a immédiatement prévalu au moment de l'annonce (tactiquement faite à la veille d'un sommet monétaire).<sup>8</sup> Permettons-nous de rappeler quelques éléments de cette interprétation à contre-courant. L'idée était de souligner que, tout en donnant des signes d'intégration au système international, le système monétaire chinois restait un « OVNI » (d'où l'expression utilisée supra de « devise du troisième type ») défiant les règles établies. Rien ne permettait de dire que la Chine adopterait ces règles un jour. Voilà ce que l'on pouvait dire dès le 29 juin : « La décision de laisser fluctuer un tant soit peu le renminbi a relevé à la fois d'un rattrapage attendu, et de la révolution économique en germe. Rattrapage : après tant de demi-annonces, les principaux partenaires se faisaient de plus en plus pressants. L'imminence du G20 donne le calendrier politique de la décision. L'omniprésence médiatique et politique de cette annonce n'a pourtant d'égal que sa portée pour l'instant très limitée. Dès

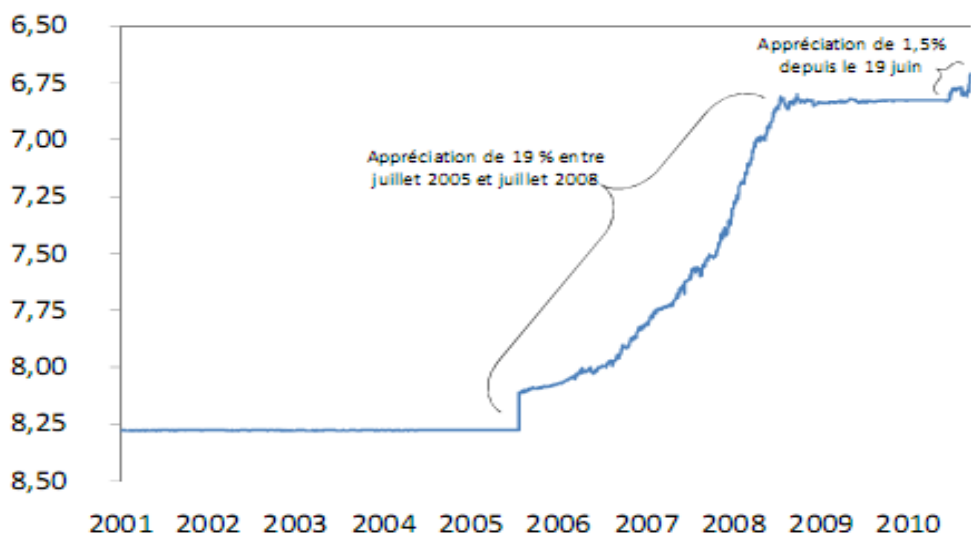
---

<sup>7</sup> Caixin online, « China leans towards yuan float », 17 mars 2010

<sup>8</sup> François Godement et Jean-François Di Meglio, « Pourquoi la Chine a fait le choix de laisser fluctuer le yuan », *Le Figaro*, mardi 29 juin 2010, page 16

le troisième jour d'échanges sur les marchés, on n'avait plus la réévaluation tant espérée, mais bien une flexibilité bi-directionnelle, démontrée par un affaiblissement marginal du « yuan ».

Graphique 2. Evolution de la parité Yuan/ USD de 2001 à 2010



Source : CEIC/ SER de Pekin

Le graphique 3 ci-dessous indique bien l'ambiguïté du « panier » de devises, tel que l'on peut supposer qu'il est constitué (à proportion de l'importance relative des zones émettrices des autres devises de références dans le panier). Durant la première période, qui court jusqu'à la mi-août 2010, le CNY s'est apprécié contre le dollar et est resté stable contre son panier de devises. Cela pourrait traduire une volonté de garder un taux de change stable par rapport à ses principaux partenaires tout en satisfaisant le plus tonitruant d'entre eux, les Etats-Unis. Mais on peut voir aussi que le CNY s'est en fait déprécié par rapport à un certain nombre des constituants de ce panier, en particulier les devises européennes, sachant que la zone euro est le premier partenaire commercial de la Chine (hors chiffre incluant les ré-exportations à l'intérieur de l'Asie). L'opération du 21 juin permet donc de maintenir la compétitivité des exportations chinoises « à volonté », et aussi de développer une « communication » constructive dans les discussions monétaires. C'est donc une annonce très habile, sans qu'on puisse savoir quel cheminement exact a conduit à ce changement. Le Professeur Yu Yongding, ancien membre du comité de politique monétaire chinois, de passage à Paris à ce moment-là, le soulignait d'ailleurs.

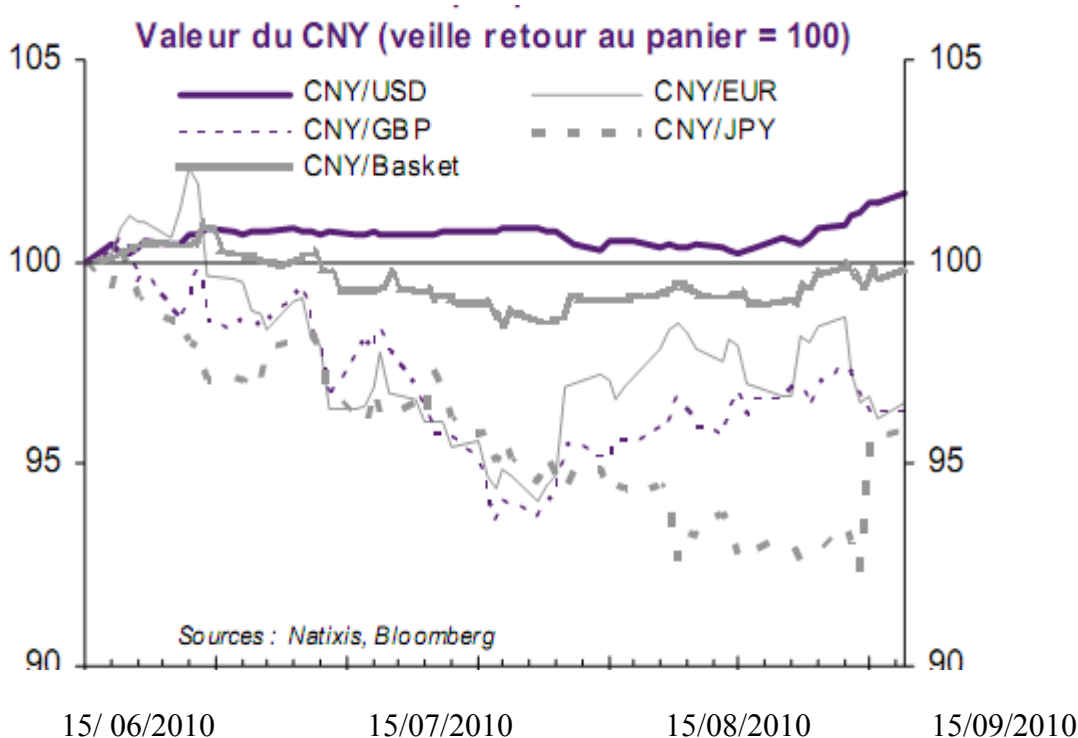
Pour citer de nouveau l'article du Figaro : « L'annonce du 21 juin n'est pas un nouveau Bretton Woods, visant un 'concert monétaire des nations'. C'est une adaptation habile, doublée de la recherche 'sino-centrée' d'une liberté d'action croissante au service de la croissance chinoise. Cette liberté d'action peut très bien comporter une ouverture de partie vis-à-vis d'autres – peut-être l'Europe, où les circonstances s'y prêtent ».

L'économiste en chef d'UBS Wang Tao, l'un des meilleurs analystes de la politique monétaire chinoise, commentait ainsi le 13 septembre 2010 les résultats effectifs de la première mesure de juin, avant l'élargissement du rôle du CNY décidé en juillet : « Le taux de change constitue un autre instrument de réglage monétaire à la disposition du gouvernement. Le renminbi s'est très peu apprécié cet été, se dépréciant même à certains moments contre le

dollar américain. Ces mouvements ont souligné que le taux de change CNY/USD n'est pas une autoroute à sens unique, et qu'une appréciation régulière ne doit pas être considérée comme acquise ».

Suivait à l'époque (en juillet) une prédiction qui allait être confirmée : « Nous maintenons néanmoins notre prédiction de taux de change à 6,5 pour la fin de l'année, car une appréciation du CNY n'aiderait pas seulement la Chine à rééquilibrer ses changes et à contenir l'inflation, mais aussi à battre en brèche le protectionnisme d'autres pays ». <sup>9</sup> La politique de ré-évaluation progressive du CNY reprit à partir de la mi-août :

Graphique 3



Le graphique 3 est plus explicite encore : le changement de référence a permis dans un premier temps de procéder à un ré-ajustement de la parité face aux partenaires européens. L'écart s'est creusé entre le début juillet et la mi-septembre entre la parité théorique du CNY contre dollar et la parité de marché. Malgré l'adoption d'un nouveau système plus orienté vers les marchés, il y a donc une part de « manipulation », défavorisant la devise américaine. Comme on le verra plus bas, l'appréciation multi-directionnelle du CNY à partir de la mi-août a remis la tendance dans la direction souhaitée par les partenaires de la Chine. Une vraie ré-évaluation progressive du CNY contre les devises de tous ses partenaires occidentaux s'est bien produite (concernant les partenaires asiatiques comme la Corée et le Japon, l'achat massif d'obligations destinée à diversifier les réserves allait pervertir le jeu en déclenchant une appréciation de leurs monnaies).

<sup>9</sup> « Pourquoi la Chine a fait le choix de laisser fluctuer le yuan », François Godement et Jean-François Di Meglio, Le Figaro, mardi 29 juin 2010, page 16

## La poursuite du débat sur l'internationalisation

Du côté chinois, et avant la deuxième vague de mesures que nous détaillerons plus bas, les réflexions prises dans la lignée de ce qui s'était dit et écrit à la fin de 2009 et au début de 2010 ont été très fertiles depuis l'annonce du 19 juin jusqu'aux mesures d'ouverture progressive du marché du CNY à Hong Kong décidées durant l'été.

Un numéro de la revue *Xiandai Guoji Guanxi* a notamment consacré tout un dossier à ces sujets en mettant en présence de nombreux experts de la question.<sup>10</sup> Le « brain-storming » dont témoigne ce dossier a certainement été pris en compte, de manière partielle, dans les mesures de l'été. Voilà l'essentiel des réflexions d'alors.

« L'internationalisation de la devise chinoise : est-ce une chance, une opportunité, une nécessité, ou une contrainte, une difficulté, un piège ? » La réponse des experts chinois est si nuancée qu'elle semble reprendre parfois tous ces jugements à la fois.

Jiang Yong exalte la « devise rouge » ou « redback » (hongbi) contre le « billet vert » américain. Pastichant un propos célèbre, il affirme que « le renminbi est la monnaie de la Chine et le problème du monde ». Il brocarde les modèles mathématiques et la « ridicule » notion de taux d'équilibre, qui « démontrent » la sous-évaluation du renminbi : « l'intérêt national américain, le voilà le modèle mathématique ! » Le professeur d'économie financière Ding Zhijie, s'appuyant largement sur les documents officiels du FMI, appelle de ses vœux une intégration complète de la monnaie chinoise comme grande monnaie de réserve internationale, et d'abord au sein des réserves du FMI. Il prétend que cela suppose une réévaluation préalable et considérable de la valeur de la devise chinoise.

He Zhicheng comme Huang He, Jiang Yong comme Ding Zhijie, se retrouvent pour défendre l'internationalisation du yuan, certes sous des formes très différentes. Jiang Yong y voit une façon d'échapper au chantage et à la manipulation des réserves par les États-Unis : un choix stratégique « aussi important que celui de l'arme nucléaire par la Chine nouvelle ». Ding Zhijie considère lui aussi que les grands pays membres du FMI s'opposent à la montée de la Chine dans cet organisme, et ont « inventé », lorsque les pays d'Afrique ont présenté la candidature du renminbi comme monnaie des Droits de Tirage Spéciaux, le principe de la nécessaire « liberté d'utilisation du renminbi » comme préalable. Pour tourner le veto occidental, Ding propose d'ailleurs un panier de devises élargi à huit des dix premières puissances commerciales : donc avec le dollar canadien, le won coréen et le rouble russe, mais sans les

---

<sup>10</sup> *Xiandai Guoji Guanxi*, 6/ 2000, p. 1-19. Ma Xiaojun est professeur au Centre de recherches stratégiques de l'Ecole Centrale du PCC ; Chen Fengying est directeur du Centre d'économie du CICIR ; Zhang Zhixiang est un ancien cadre de la Banque de l'Agriculture de Chine et représentant de la Chine au conseil d'administration du FMI ; Jiang Yong est président du Centre de sécurité économique du CICIR ; He Zhideng est économiste senior au siège de la Banque de l'Agriculture » de Chine ; Huang He est un post-doctorant, professeur-assistant au Collège des relations internationales et des affaires publiques de l'université Fudan ; Fu Mengzi est « assistant président » (yuanzhang zhuli) du CICIR ; Wang Yuanlong est chercheur du Tianda Institute (Hong Kong) mais aussi directeur du Forum des Réformateurs de Chine et directeur exécutif associé du CICIR ; Ding Zhijie est directeur-adjoint du Collège de finance de l'Université chinoise de l'économie et du commerce extérieur, Chen Daofu est directeur de l'Institut d'études financières du Centre de Recherche sur le Développement du Conseil des Affaires de l'État ; Lin Limin est chercheur au CICIR et rédacteur en chef de sa revue

dollars de Hong Kong (trop proche de la Chine) et de Singapour (qui refuse l'internationalisation de sa devise). La démarche est bien politique.

On discerne dans ces jugements un tronc commun : si tous les auteurs ne les partagent sans doute pas entièrement, tous en font au moins formellement mention. La vulgate dit ainsi que :

- le poids de la Chine dans l'économie et les échanges mondiaux augmentera encore alors que diminuera la part et l'influence effective des États-Unis et de l'Europe, souvent qualifiés de « pays dirigeants » du système financier,
- pourtant le rôle spécifique des États-Unis au sein du système financier occidental s'est encore accru à travers la crise car ils sont plus que jamais l'ancre de ce système, quelles que soient leurs propres difficultés économiques,
- l'internationalisation du renminbi renforcera la voix de la Chine, la mobilité internationale de ses capitaux et donc de ses investissements ; elle réduira la vulnérabilité de ses réserves, mitigera l'impact des énormes fluctuations dans le temps du dollar, diminuera la domination des centres occidentaux de la finance, créera pour la Chine des revenus à partir des transactions en monnaie chinoise,
- l'internationalisation rapide, et certaines de ses formes, présentent pourtant des inconvénients et des dangers évidents.

Au passage, on aura toutefois glané les réticences et les critiques très profondes des experts chinois devant l'ordre monétaire international, aussi bien dans sa dimension présente qu'historique.

La Chine n'étant pas considérée comme une économie de marché par ses grands partenaires, elle doit construire pragmatiquement et silencieusement une zone monétaire diffuse. Selon Chen Daofu citant le poète Du Fu : « la pluie mouille silencieusement tout l'environnement ». Cette stratégie d'internationalisation furtive a un fondement politique dans la mesure où procéder autrement la verrait « étouffée au berceau ». Elle doit permettre de conserver la régulation des échanges entre l'économie intérieure et l'étranger, restreindre la possession par les entreprises chinoises de devises étrangères (Chen Daofu), tout en donnant au renminbi un marché extérieur – et en ancrant la Chine dans une zone monétaire de facto.

Zhang Zhihai va plus loin dans la planification temporelle – mais son scénario d'internationalisation complète n'est pas partagé par nombre de ses collègues. De 2010 à 2020, le renminbi devient une monnaie de règlement pour les transactions commerciales sur un plan régional et avec des économies étatiques. La coopération est engagée à la fois avec le FMI et sur un plan régional. De 2020 à 2030, le renminbi est utilisé pour fixer les prix et servir de monnaie de règlement régionale, avec une zone monétaire allant de la grande Chine aux pays de l'Asean + la Chine seule (ce qui, on le notera, laisse le Japon à l'écart). Les marges de fluctuation du renminbi peuvent s'élargir au sein d'une zone monétaire stable, et un système régional de réserves est construit. De 2030 à 2040, le renminbi devient une monnaie de règlement financier, l'égal des autres grandes monnaies comme le dollar et l'euro, il fluctue par rapport à elles mais est ancré sur une zone de change fixe, et représente 20 à 25 % des réserves mondiales.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Ces citations et les traductions sont reprises du numéro 29 de « China analysis » (Asia Centre ed.), les traductions sont de François Godement.

Voilà donc la base théorique, riche et diverse mais néanmoins traversée de courants unifiants au point que les prédictions avancées infra y puisent leur source. C'est sur elle que se développe « en continu » la pensée monétaire « exploratoire » chinoise.

### **L'innovation**

Mais ce sont surtout les mesures décisives prises en juillet qui ont changé la problématique de l'internationalisation du CNY. Quelles sont-elles ? L'interprétation qu'en ont très vite faite les banques très actives sur la place de Hong Kong est précieuse, nous utiliserons en particulier les travaux issus de Standard Chartered.

L'existence du CNH (dénomination conventionnelle du renminbi convertible et non-résident, équivalent chinois de « feu l'euro-franc »), consacre la volonté d'internationaliser la devise chinoise, tout en maintenant pour commencer la façade inconvertible. C'est une situation qui n'est pas tout à fait inédite. Les euro-dollars ont circulé en Europe en particulier à la suite de l'exécution du plan Marshall, les marchés du FRF domestique et l'« euro-franc » eux-mêmes n'étaient pas fongibles au début des années 90 et les transactions avec des intervenants étrangers passaient par un marché-sas, dont la perméabilité était sous haut contrôle.

Ces dichotomies ont toujours été secondaires, et ont toujours fini par se résorber : c'est le cas pour le FRF, qui était devenu pleinement convertibles après s'être fondu dans son jumeau non-résident.

Il est en réalité possible de faire avec le CNH exactement la même chose qu'avec une devise convertible, mais naturellement en limitant « géographiquement » ces dispositions à Hong Kong (d'où le surnom de code donné à cette nouvelle entité, le « CNH ») :

- il est possible d'ouvrir des comptes dans cette devise, d'acheter des instruments financiers, et de convertir « à l'entrée et à la sortie » cette devise dans n'importe quelle autre devise
- une barrière infranchissable demeure entre les véritables « RMB (CNY) » domestiques et la masse monétaire non-résidente
- les RMB (CNY) provenant déjà d'opérations reliées à l'étranger peuvent être convertis et devenir des CNH
- les CNH ne peuvent pas redevenir des CNY domestiques
- certains titres de dette émis spécifiquement en monnaie domestique peuvent être souscrits en vendant des CNH, mais uniquement en passant par des intermédiaires bancaires
- la Banque de Chine à Hong Kong est instituée comme la « Banque centrale » (clearing bank en fait) de cette nouvelle entité monétaire.

Ce marché a néanmoins deux caractéristiques temporaires qui limitent les espérances trop vives qui pourraient se bâtir rapidement :

- il est le résultat d'une novation : le CNH est considéré a priori comme une nouvelle devise, sans relation avec son « sous-jacent » le renminbi intérieur
- il est étroit et, même si sa croissance est prévue, elle ne peut être que graduelle, et sur un rythme tel que la profondeur du marché hongkongais peut l'absorber.

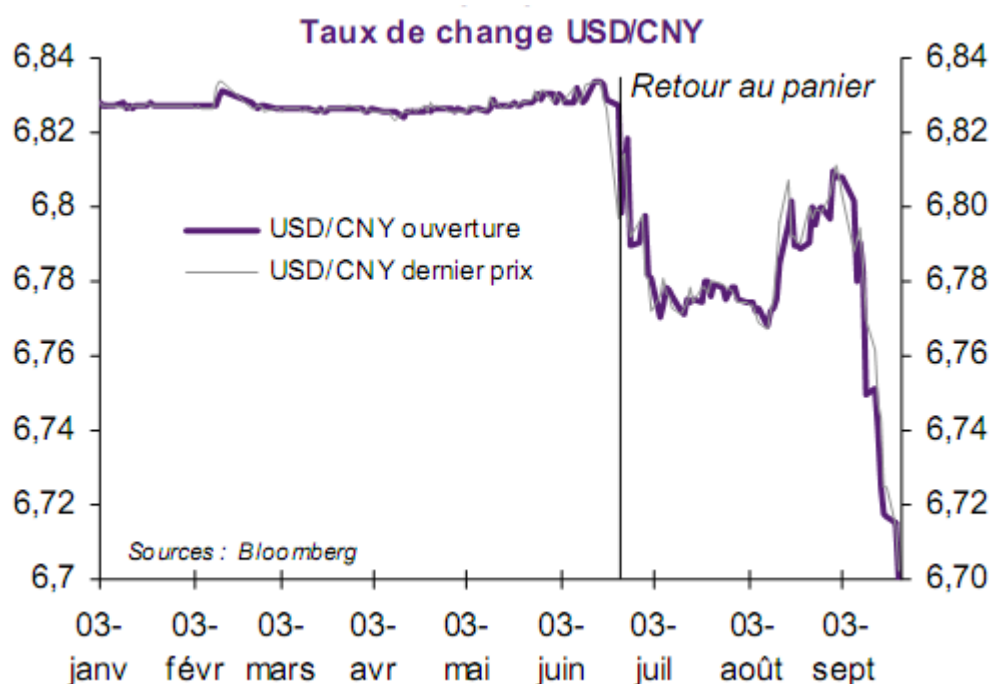
## QU’A-T-ON OBSERVE DEPUIS LE 19 JUIN 2010?

Avant l’introduction du CNH, les fluctuations du RMB par rapport aux différentes devises (dans un contexte d’euro faible mais se renforçant marginalement par rapport au dollar américain et d’un JPY fort, en particulier du fait des actions monétaires chinoises, voir ci-dessous) sont restées limitées – voire surprenantes comme lorsque fin juillet le RMB s’est affaibli marginalement contre USD. Ces mouvements semblent être en relation avec les anticipations ou parfois les publications de chiffres du commerce extérieur chinois, ou simplement des importations chinoises.

Un mouvement très récent de re-appréciation continue du RMB s’est en revanche mis en place depuis l’introduction des mesures créant le CNH.

Il est très difficile de déchiffrer la valeur de trois éléments, qui contrairement à la période précédente, jouent désormais ensemble, de façon concertée, concurrente ou accidentellement convergente. Ce que certains appellent la « manipulation » fait assurément parti de ces trois éléments. Ce mot reste commode même s’il est empreint d’une visée péjorative. On a pu voir grâce au graphique précédent comment cette manipulation pouvait se manifester. La devise chinoise est cotée sur un marché contrôlé par les autorités. Deux éléments nouveaux jouent aussi désormais. Il est possible depuis le 19 juin d’ajuster la parité en fonction des volumes et des provenances d’importation et d’exportation dans le commerce extérieur chinois. Il y a aussi une volonté de se rapprocher ou de contrer ce qui se passe dans le marché « libre » de la devise à Hong Kong.

Graphique 4 Evolution des taux de change USD/ Yuan en 2010



Un rythme proche de celui de la période 2005-2008, emportant le consensus des analystes, semble s'installer : la corrélation avec les anticipations sur le CNH reste certainement à faire, ainsi que les raisons de l'arbitrage entre le Hongkong dollar et le CNH. Le CNH ne bénéficie pas de la même régulation que le CNY (inaccessible aux investisseurs non résidents), mais présente des taux plus attractifs que le Hongkong dollar, sur lequel la liquidité est très importante, et les véhicules d'investissement systématiquement sursouscrits. Cela fait tout l'attrait des instruments en « CNH ».

Dans un tout autre domaine, la Chine a par ailleurs multiplié ses achats d'actifs libellés en devises convertibles hors dollar : elle a souscrit massivement à l'émission espagnole de dette en euro de la mi-juillet (10% apparemment, c'est-à-dire plus de 500 millions d'Euro). Elle a diversifié en juillet et août ses réserves en devises en convertissant une partie en won coréens et en yen (en multipliant par plus de trois les investissements en won, dépassant déjà pour 2010 les investissements en yen réalisés en 2005, qui étaient historiquement les plus hauts). L'appréciation très notable de ces devises qui en a résulté a même conduit la Banque centrale du Japon à intervenir de façon massive à la mi-septembre dans le cadre d'une action qui est sans équivalent dans les 8 dernières années.

Comment caractériser le plan chinois, s'il y en a un ?

- contrairement à ce que l'« annonce du 19 juin » laissait entendre, on est revenu à une politique de réformes et d'actions « sui generis » communiquées avec très peu de transparence : chaque étape est annoncée séparément, sans qu'aucun grand plan ne soit divulgué. Ces actions dans les marchés prennent même à certaines occasions un tour « égoïste », en tout cas sinocentré, sinon franchement hostile (comme c'est le cas des investissements en yen et won). Nous verrons infra quels sont les risques posés par ces actions.
- ajoutée aux accords de swaps jamais vraiment entrés en pratique, la décision de créer un marché très limité du renminbi « offshore » crée des facilités de recyclage pour tous les partenaires de la Chine qui accepteraient d'être payés en renminbi. Il faut rappeler par ailleurs que l'autorité monétaire hongkongaise, la HKMA, a annoncé son souhait de détenir des renminbis comme monnaie « étrangère » de réserve
- la signature du traité de libre échange avec Taiwan, qui facilite la capacité des banques des deux rives à faire des transactions, a aussi tendance à inclure Taiwan dans une zone « renminbi »

Plusieurs objectifs semblent donc être actuellement poursuivis ; ils intensifient la libéralisation, voire l'internationalisation du régime de devise chinoise. C'est l'application même des jeux théoriques développés dans les articles cités supra. Cette situation peut dans une certaine mesure satisfaire partiellement les attentes des partenaires étrangers de la Chine. Le chemin est pourtant pour le moins atypique ; la perspective de tensions, comme on peut le voir courant octobre 2010, est loin donc d'être écartée.

On pourrait décrire comme suit les grandes perspectives qui s'ouvriraient à ce renminbi « internationalisé » en marge des règles attendues par le concert monétaire international, pour qui « internationalisation » serait allée logiquement de pair avec une marche vers la convertibilité:

- le renminbi a de plus en plus vocation à constituer une devise du « sud », utilisée dans les échanges avec des pays « amis », qui acquièrent grâce aux mesures récentes (en plus des accords de swaps antérieurs) la possibilité de recycler les renminbi recueillis en cas de paiement dans cette devise : avant même d'être une monnaie convertible, le renminbi devient effectivement, une devise de règlement dont la zone d'action est en quelque sorte définie par les seules autorités monétaires chinoises. Cette zone a vocation à s'étendre en Amérique du sud, peut-être en Russie, et sûrement en Asie.
- Par ailleurs, la Chine s'installe dans le rôle d'un « joueur » actif dans les devises de ses voisins (JPY et KRW).
- Ces deux éléments plaident pour un probable découplage, sinon des économies, en tout cas des systèmes monétaires de la Chine et de ceux de certains de ses partenaires (Etats-Unis et peut-être Europe) qui étaient en train de rendre la Chine « dépendante ». <sup>12</sup>
- A aucun moment l'inconvertibilité ne semble faire problème pour exécuter ce plan.

Depuis mars 2010, les autorités chinoises ont franchi plus qu'une étape « sur la route du CNY » et préfiguré un modèle, qui a peut-être vocation à devenir un modèle « tiers » et porteur de situations nouvelles. Ni retour aux parités fixes contre un étalon (ce serait Bretton Woods) ni absence totale de communication avec le reste du monde (ce serait un retour à la situation du CNY avant les réformes d'il y a trente ans) ni convertibilité totale : l'internationalisation trouve là son premier point d'appui.

Qu'est-ce finalement que cette internationalisation ? Une facilité supplémentaire que se donne la Chine d'augmenter sa « zone d'achalandage » sans courir les risques que la dépendance au dollar a clairement mis en évidence. Il s'agit aussi certainement d'une réponse originale, qui récuse toute « soumission » aux injonctions venues de ceux qui se disent les maîtres du jeu monétaire. Il faut en outre y voir aussi une réaction à la relecture historique des avatars et des crises que la situation monétaire de la Chine a traversées dans les deux cents dernières années. On y verra aussi certainement une bonne illustration, une fois de plus, de l'invention « en temps réel » d'une nouvelle forme originale de réflexion monétaire. A des impasses nées en Occident, la Chine serait-elle capable d'apporter des solutions qui, inventées pour elle seule et avant tout à son usage, finiraient par profiter à l'intérêt général ?

## **UNE NOUVELLE POSTURE INTERNATIONALE POUR LA CHINE ?**

Bretton Woods a montré que redéfinir l'ordre monétaire mondial, c'est prendre une sérieuse option sur une domination plus large. Les « solutions » chinoises ne résolvent que partiellement les problèmes de ses partenaires, américains en particulier. Mais elles permettent déjà de démontrer un début de volonté concernant la parité du renminbi, ainsi lors des derniers jours de l'été 2010. Ceci ne suffit visiblement pas, puisque des sanctions américaines se profilent au moment où nous écrivons. C'est que l'enjeu dépasse celui de la simple parité. Avec le débat sur la convertibilité, qui n'est toujours pas résolu, on voyait bien que ce qui se faisait jour, c'était un enjeu portant sur les règles elles-mêmes. Si jamais d'autres standards que ceux qui ont régi le monde depuis la fin de la Deuxième guerre apparaissaient, la Chine serait effectivement un bon candidat pour en être le promoteur.

---

<sup>12</sup> V. l'article précité du Figaro, 29 juin 2010

Ils seraient promus dans le cadre d'une initiative non concertée, probablement « sino-centrée », portant potentiellement en germe la constitution d'une zone protectrice autour du renminbi, devenu la monnaie d'échanges d'un espace défini. Les autres espaces d'échanges actuellement actifs risqueraient d'en pâtir, sans en être exclus pour autant. Il faut probablement lire les réflexions américaines à cette aune-là. Certaines, officieuses, émaneraient du Peterson Institute et s'intéresseraient aux moyens de contrer « les » pays qui laissent leur devise sous-évaluée : cela pourrait passer par une intervention monétaire « à l'envers » (pour réévaluer de l'extérieur une devise tierce, contrairement à ce qui se passe habituellement où le pays émetteur défend sa devise ou au contraire lutte contre une trop grande appréciation, porteuse de perte de compétitivité). Il s'agirait là d'une première forme de « guerre monétaire » véritable, conflit non pas du troisième type mais peut-être du troisième millénaire, dont les munitions restent peut-être encore à inventer car la convertibilité limitée de la devise chinoise restreint considérablement les moyens de rétorsion. Le seul véritable moyen d'« acheter » du yuan, en dehors du marché du « CNH » convertible, déconnecté en principe du yuan domestique, serait de faire émettre par des sociétés « amies » (des compagnies américaines résidant en Chine) des obligations en RMB : ceci créerait une demande, potentiellement extérieure, pour ces obligations, qui feraient donc augmenter la valeur du RMB.

L'autre pratique envisagée à l'heure où nous écrivons consiste à mettre en place de pures et simples « sanctions » par les partenaires des pays qui sous-évaluent leur devise. Taxes à l'importation ou autres, ces sanctions restent elles aussi à inventer.

En filigrane de la question monétaire apparaît donc une nouvelle forme de présence chinoise au monde globalisé : elle dépendait de l'enrichissement procuré par son ouverture, elle souhaite désormais prendre de plus en plus en charge son évolution, et surtout se prémunir contre les risques liés à son ouverture. La solution qu'elle semble élaborer est une solution originale, sui generis. En matière monétaire, ce serait donc l'invention d'une devise internationale mais non convertible, laissant fatalement le rôle de monnaie d'échanges à d'autres devises. Le renminbi ne serait ainsi monnaie d'échanges que dans la zone d'influence et de rayonnement chinoise. Le succès d'une telle entreprise reste aléatoire : on n'a pas d'exemple d'un schéma de ce type. Mais il est vrai qu'en 1979, on n'avait pas d'exemple non plus de « zones économiques spéciales » ; en 2005, on n'avait pas d'exemples de recapitalisation de banques nationales dont le capital était en monnaie nationale par l'infusion de réserves en devises étrangères....

La difficulté résiderait davantage dans un développement non contrôlé du marché de la devise chinoise une fois internationalisée. Par ailleurs, la Chine n'aurait pas développé cette nouvelle posture monétaire si elle n'avait le sentiment d'avoir acquis le droit de faire désormais valoir ses positions. Précédemment, chacun de ses mouvements, pour novateur qu'il soit, prenait aussi bien soin de couvrir les risques afférents : l'élargissement de la bande de fluctuation de la monnaie permettait ainsi aussi de revenir à une variation moins ample en 2005, ce qui fut le cas. La nouvelle attitude est plus affirmée. Elle a pour conséquence initiale de confirmer l'empreinte de la Chine sur la région : la manœuvre destinée à commencer une diversification des réserves en devise par apport (sous forme d'achats d'obligations) de won coréens et de yen japonais, réalisée dans un premier temps aux dépens des intérêts même de ces pays, et sans concertation, en forme un exemple frappant. La nouvelle affaire des Senkaku-Diayutai avec les excuses obtenues du Japon pour la détention d'un patron de pêche chinois « égaré »

dans des eaux revendiquées par le Japon en est un autre, qui vient mordre sur un nouveau terrain et plante un nouveau décor.

L'attitude de la Chine demeure pacifique : elle n'indique aucune volonté de mener des conflits, au sens propre ou figuré, pour des causes territoriales, souveraines ou monétaires. Tout se passe néanmoins comme si la Chine était désormais prête à user largement de la dissuasion, ce qui est le signe qu'elle se sent suffisamment forte pour ne pas reculer en cas d'escalade de la tension. Les mois qui viennent seront très éclairants, que ce soit sur le plan monétaire ou sur celui des relations internationales, avec un G20 où domineront les problèmes financiers ainsi que ceux liés à la gouvernance.