



HAL
open science

Les relations yuan - dollar : de la ” guerre des monnaies ” à la gouvernance monétaire et financière internationale

Jean-Pierre Allegret

► To cite this version:

Jean-Pierre Allegret. Les relations yuan - dollar : de la ” guerre des monnaies ” à la gouvernance monétaire et financière internationale . *Diplomatie : affaires stratégiques et relations internationales*, 2014, 71, pp.80-85. <hal-01660224>

HAL Id: hal-01660224

<https://hal.science/hal-01660224v1>

Submitted on 15 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

Les relations Yuan – Dollar : de la « guerre des monnaies » à la gouvernance monétaire et financière internationale

Jean-Pierre Allegret, EconomiX, UMR 7235 CNRS et Université Paris Ouest Nanterre La Défense

Le système monétaire international actuel souffre de plusieurs déficiences majeures. Deux d'entre elles sont particulièrement importantes pour analyser les relations entre le yuan¹ et le dollar. La première est la persistance de déséquilibres globaux qui auraient dû en principe se corriger dans le temps, notamment à travers l'ajustement des taux de change. En second lieu, il existe une demande structurelle d'actifs sûrs au niveau mondial. Le dollar américain a joué ce rôle, mais la crise financière mondiale a mis en doute la capacité des Etats-Unis à alimenter le monde en actifs sûrs.

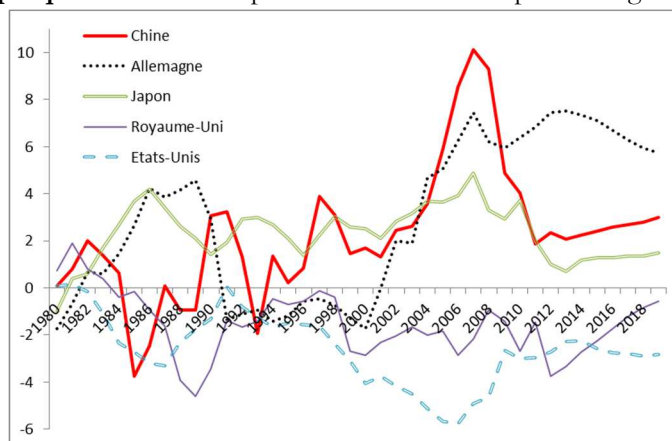
C'est dans ce cadre qu'il faut replacer la montée en puissance de la Chine au sein de l'économie mondiale. En 2013, la Chine a représenté près de 12 % des exportations mondiales contre 9 % pour les Etats-Unis, 5 % pour l'Allemagne (hors Zone euro) et 4 % pour le Japon. Sa part dans les importations mondiales est de près de 10 %, la situant juste derrière les Etats-Unis (12 %). L'OCDE estime que le PIB de la Chine, mesurée en termes de parité des pouvoirs d'achat, devraient dépasser celui des Etats-Unis d'ici 2020 et représenter 28 % du PIB mondial en 2030 contre 18 % pour les Etats-Unis (Johansson *et al.*, 2012).

Les relations yuan – dollar cristallisent les nombreux débats récurrents liés au fonctionnement du système monétaire international. Le premier porte sur la relation entre persistance des déséquilibres globaux et politiques de change. C'est le thème de la « guerre des monnaies ». Dans le cadre de la relation yuan – dollar, ce débat prend la forme d'accusations répétées par les autorités américaines envers les autorités chinoises suspectées de sous-évaluer le yuan. Un deuxième débat porte sur l'émergence d'un système monétaire international multipolaire. Dans quelle mesure le yuan, en s'internationalisant, peut-il contribuer à la formation d'un tel système ? Enfin, un dernier débat concerne la gouvernance des institutions de Bretton Woods. Celles-ci restent dominées par les pays avancés en dépit de l'apparition de nouvelles puissances économiques. La Chine, et plus largement le groupe des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du sud), peuvent-ils exercer une influence sur l'évolution de la gouvernance des institutions internationales et ainsi les rendre plus légitimes ?

1. La Chine et la manipulation des taux de change : la « guerre des monnaies »

Le graphique 1 montre l'évolution des soldes courants en pourcentage des PIB depuis 1980. Ce graphique montre que la Chine n'est pas la seule économie fortement excédentaire. Cependant, il est clair que l'excédent chinois a considérablement augmenté au cours des années 2000 alors que, parallèlement, le déficit américain s'aggravait.

Graphique 1 Soldes des opérations courantes en pourcentage du PIB



Source : IMF, *World Economic Outlook Database*, Avril 2014

¹ Le yuan est le nom usuel de la monnaie chinoise. Son nom officiel est le renminbi.

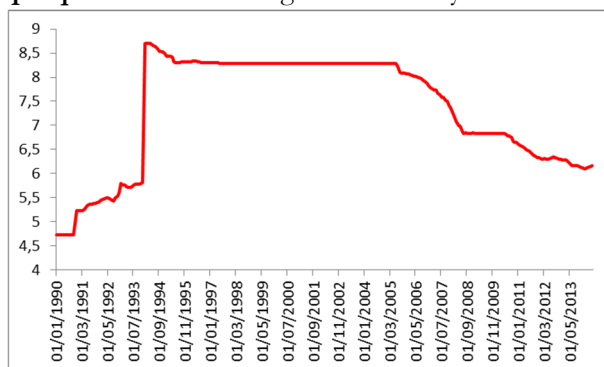
La question centrale est de savoir s'il est possible d'établir un lien entre ces déséquilibres courants et la politique de change suivie par la Chine.

Bergsten et Gagnon (2012) établissent un lien entre politiques de change et déséquilibres courants. En ce qui concerne l'économie américaine, ils considèrent que les pays qui accumulent des réserves de change pour éviter l'appréciation de leur monnaie ont contribué à une augmentation du déficit commercial de 200 à 500 milliards de dollars par an et conduit à la perte de un à cinq millions d'emplois. La Chine figure parmi les pays les plus manipulateurs. Ces pays ont vu leurs réserves de change augmenter plus rapidement que leur PIB entre 2001 et 2011. Leurs réserves représentent plus de six mois d'importations de biens et services² et ils ont un excédent courant. Si on compare l'évolution des réserves de change de ces pays et le solde de leurs opérations courantes, on observe une corrélation presque parfaite suggérant que c'est bien la politique de change qui explique le solde courant.

A la suite de l'unification des taux de change au début de 1994, la Chine a dévalué le yuan contre le dollar de 30 % et a adopté *de facto* un ancrage strict sur la monnaie américaine (Graphique 2). En juillet 2005, les autorités chinoises ont annoncé leur intention de laisser le yuan s'apprécier face au dollar et de modifier leur régime de change en adopter un flottement contrôlé sur un panier de devises.

Selon le graphique 2, la monnaie chinoise a suivi une tendance à l'appréciation face au dollar qui a été interrompue provisoirement entre juillet 2008 et juin 2010, où, afin de faire face à la crise financière mondiale, les autorités chinoises ont restauré l'ancrage au dollar.

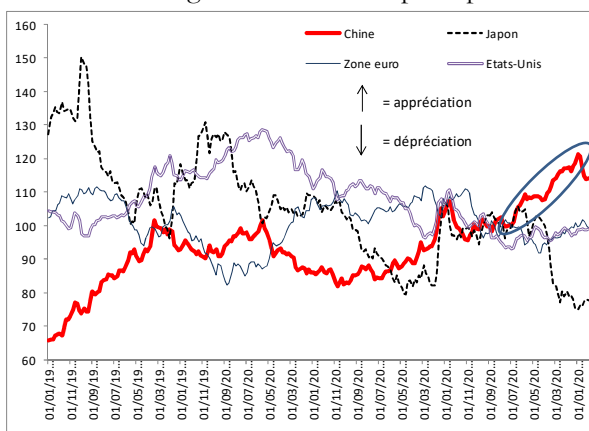
Graphique 2 Taux de change nominal du yuan contre dollar



Source : IMF, *International Financial Statistics*

Ce mouvement d'appréciation du yuan face au dollar est confirmé lorsque l'on considère son taux de change effectif réel (Graphique 3). Celui-ci mesure la position de la monnaie d'un pays par rapport à ses principaux partenaires commerciaux en tenant compte des différences dans les prix à la consommation.

Graphique 3 Le taux de change effectif réel des principales devises, 100 = 2010

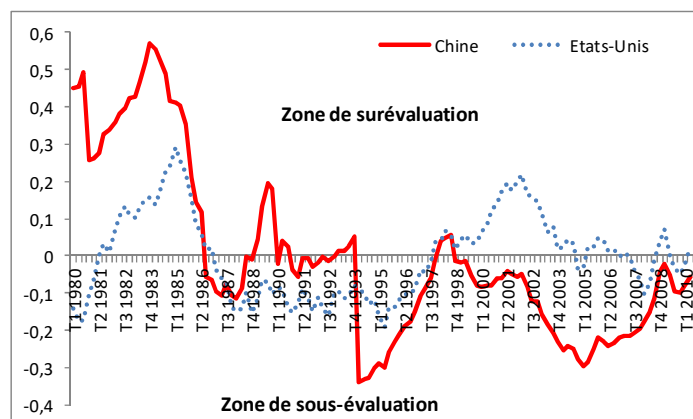


Source : BRI

² Il s'agit du niveau jugé adéquate par le FMI pour faire face à un problème de balance des paiements.

La question centrale est de déterminer dans quelle mesure le yuan est sous-évalué. Afin de répondre à cette question, il faut construire un taux de change de référence et estimer l'écart – appelé mésalignement – entre le taux de change observé et cette référence. Allegret et Sallenave (2014) ont estimé le mésalignement du dollar, de l'euro et du yuan sur la période 1980 – 2010 en cherchant à identifier leurs effets sur l'activité économique dans les autres pays. Ils utilisent à cette fin l'approche BEER (*Behavioural Equilibrium Exchange Rate*)³. Le graphique 4 présente les mésalignements pour le dollar et le yuan. On voit que la monnaie chinoise a été plus souvent sous-évaluée que le dollar sur la période, et ce, plus particulièrement dans les années 2000, période où les excédents courants de la Chine ont considérablement augmenté.

Graphique 4 Le mésalignement du yuan et du dollar entre 1980 et 2010



Source : Allegret et Sallenave (2014).

Fondamentalement, non seulement la sous-évaluation du yuan accroît les déséquilibres globaux, mais elle exerce aussi une influence négative sur l'activité économique dans les autres pays. Il est donc déterminant que les niveaux des taux de change face l'objet d'une surveillance accrue, par exemple *via* le FMI, afin d'éviter une crise protectionniste.

2. Vers un système monétaire international multipolaire : l'internationalisation du yuan

Une monnaie domestique peut devenir internationale si elle possède trois caractéristiques (Eichengreen, 2013). Un attribut d'échelle relatif au fait qu'il existe une base suffisamment importante pour favoriser les transactions internationales entre le pays émetteur et le reste du monde. La taille du pays importe ici. Un attribut de stabilité lié à une inflation stable et faible au cours du temps. Un attribut de liquidité reposant sur un système financier large et profond. Il convient de rajouter un quatrième attribut, fondamental : l'intention politique. En effet, si le yen japonais et le mark allemand n'ont pas réussi à supplanter le dollar comme monnaie dominante, cela est dû en partie à l'absence de volonté politique (Cohen, 2014). *A contrario*, dès le début des années 1920, les États-Unis ont cherché à supplanter la livre sterling comme monnaie de référence, notamment en s'engageant dans les opérations de stabilisation monétaire en Europe centrale après 1925 (Costigliola, 1988). L'emprunt Dawes, lancé en 1924, a aussi offert une opportunité aux États-Unis d'accélérer l'internationalisation du dollar. En effet, les prêts américains à l'étranger ont été multipliés par près de quatre entre 1924 et 1927.

Dans le système monétaire international actuel, le dollar est la seule monnaie remplissant toutes les fonctions d'une monnaie internationale. Le yuan peut-il changer la donne ?

Depuis la fin des années 2000, les autorités chinoises semblent avoir opté en faveur d'une internationalisation accrue du yuan comme en témoignent les nombreuses mesures visant à réduire les restrictions concernant son utilisation dans les transactions commerciales et financières entre la Chine et le

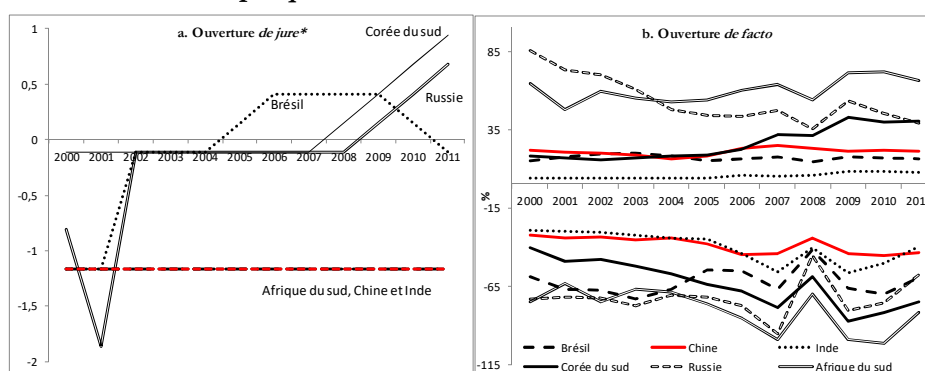
³ Pour une présentation détaillée, voir Couharde et Sallenave (2013).

reste du monde⁴. De nombreux défis restent à relever avant que le yuan ne devienne un rival crédible du dollar.

La Chine possède l'attribut de l'effet taille même si des doutes subsistent quant à sa capacité à croître durablement au rythme actuel (plus de 6 % par an). Au-delà de cette question, l'enjeu est aussi de favoriser la montée en gamme des exportations chinoises afin de promouvoir une utilisation large du yuan dans les échanges commerciaux.

Un deuxième défi porte sur l'ouverture financière internationale et, plus largement, sur les réformes à mener au sein du système financier domestique. En termes d'ouverture financière, les indicateurs prenant en compte les restrictions légales sur les flux de capitaux (Graphique 5a) et ceux mesurant les actifs et engagements étrangers en pourcentage du PIB (Graphique 5b) montrent le retard pris par la Chine relativement à des pays comme le Brésil, la Corée du sud et la Russie.

Graphique 5 Ouverture financière internationale



* Un indice élevé signifie une ouverture financière importante.

Sources : Bases de données de Chinn et Ito et Lane et Milesi-Ferretti

L'enjeu pour les autorités chinoises est de procéder à une ouverture graduelle du compte financier afin de ne pas reproduire les erreurs japonaises des années 1980. En 2011, la Banque Populaire de Chine a pris l'initiative d'un programme en quatre étapes : (i) libéralisation des entrées de capitaux avant les sorties ; (ii) les capitaux longs avant les capitaux courts ; (iii) les investissements directs étrangers avant les investissements de portefeuille ; (iv) les investisseurs institutionnels avant les investisseurs individuels. Cependant, le principal obstacle à l'internationalisation du yuan repose sur un développement financier insuffisant et une fragilité bancaire encore importante. Tout d'abord, il est important de réduire l'influence de l'Etat sur le système bancaire afin de favoriser une plus grande efficacité. Ensuite, les autorités chinoises doivent permettre un développement institutionnel protégeant mieux les droits de propriété. Enfin, la supervision des institutions financières doit être renforcée, y compris du point de vue du règlement du stock de créances douteuses.

De nombreux travaux suggèrent un rôle accru du yuan au niveau régional. D'une part, depuis le changement de régime de change en juillet 2005, de plus en plus de monnaies de la région tendent à suivre davantage le yuan que le dollar (Graphique 6a)⁵. Liée à la convergence des taux d'inflation, on observe une convergence des taux de change effectifs réels (Graphique 6b). D'autre part, la Chine joue un rôle important dans l'Initiative de Chiang Mai (ICM) qui concerne les dix pays de l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est plus la Chine, la Corée du sud et le Japon. L'ICM a pour objectif de répondre aux problèmes posés par le besoin de liquidité à court terme. Elle est fondée sur un réseau d'accords de swap⁶ bilatéraux et sur des facilités de refinancement entre les pays participants. L'ICM a été multilatéralisée en mars 2012 par la transformation des contrats de swap bilatéraux en un contrat unique. En mai 2012, le montant des swaps mutualisés est passé de 120 milliards à 240 milliards de dollars. La Chine, qui

⁴ Pour une analyse détaillée, voir Zhang et Tao (2014).

⁵ Subramanian et Kessler (2013).

⁶ Echanges temporaires de leur monnaie réciproque entre banques centrales.

représente près de 63 % du total des réserves de change des pays concernés contribue à hauteur de 32 % du total des réserves mobilisables.

Le rôle régional accru du yuan traduit-elle la nouvelle puissance chinoise ? La littérature sur cette question conduit à une réponse nuancée. D'une part, il est important de souligner l'ampleur de la reconfiguration du commerce international au sein de la région depuis la fin des années 1990. On observe en effet un recul de poids relatif des Etats-Unis dans les exportations et les importations au profit de la Chine. En conséquence, les pays de la région tendent à suivre la politique de change de la Chine par peur de l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du yuan (Pontines et Siregar, 2012). D'autre part, Henning (2012) souligne que les économies de la région suivent davantage leur propre préférence qu'elles ne répondent à la puissance chinoise. Surtout, la Chine n'est pas nécessairement gagnante dans ces évolutions au sens où elle peut préférer une appréciation de ces monnaies non seulement contre le dollar mais aussi contre le yuan.

3. Emergence de la Chine et gouvernance monétaire et financière internationale

Un dernier élément central de la relation yuan – dollar porte que la capacité de la Chine à exercer une influence sur la gouvernance des institutions internationales, en particulier le FMI. La légitimité de ce dernier est contestée à trois niveaux (Allegret et Le Merrer, 2007) : tout d'abord, un trop faible poids donné aux pays en développement et émergents dans son processus de décision ; ensuite, des influences politiques trop fortes, notamment de la part des Etats-Unis et, enfin, une conditionnalité dans les prêts qui devient de plus en plus intrusive.

Une manière de redonner une certaine légitimité au FMI est de réformer les quotes-parts qui définissent notamment les droits de vote des pays au sein de l'institution. Le point central est qu'il existe un écart grandissant entre la réalité des rapports économiques et le poids des pays dans les droits de vote. Si on ne retient que les BRICS, alors qu'ils ont représenté en 2013 plus de 21 % du PIB mondial, leur droit de vote représente 11,03 % du total au sein du FMI.

En décembre 2010, l'Assemblée générale du FMI a voté une réforme des quotes-parts. Le total des quotes-parts doit être doublé pour le porter à environ 773 milliards de dollars. Six pourcent des quotes-parts doivent être transférées vers les pays émergents et en développement dynamiques. Suite à ce réalignement, le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine figureront parmi les dix plus importants actionnaires du FMI. Cette réforme devrait entrer en vigueur en 2015, une fois validées par les Etats membres, et plus particulièrement le Congrès américain. Or, ce dernier se montre réticent à l'adopter.

En réaction, les BRICS ont pris deux décisions importantes en juillet 2014. La première est la création d'une Nouvelle Banque de Développement, dotée d'un capital de 50 milliards de dollars financé à part égale par les pays fondateurs et pouvant être porté dans le futur à 100 milliards, dont le siège sera à Shanghai. L'objectif de cette banque est de financer des projets d'infrastructure dans les pays émergents et, surtout, d'échapper au fait que les prêts de la Banque mondiale s'accompagnent souvent de conditions allant dans le sens du Consensus de Washington. La seconde décision est la mise en place d'un nouveau fonds monétaire à travers la création d'un Fonds Commun de réserves de change doté de 100 milliards de dollars. Il s'agit d'une alternative aux prêts d'urgence du FMI et à la conditionnalité qui les accompagne. Ce fonds s'inscrit dans un contexte où les BRICS détiennent près de 43 % des réserves de change mondiale (dont 33 % pour la seule Chine, donnée mars 2014).

Comme le souligne Aglietta (2014), cette décision est « la première initiative significative de déplacement du pouvoir politico-financier depuis Bretton Wood ». Cependant, il convient de nuancer l'ampleur de la volonté d'émancipation de ces pays à l'égard du FMI et de la Banque mondiale. D'une part, la capacité d'action de la Nouvelle Banque de Développement restera limitée par comparaison à la Banque Mondiale dans la mesure où elle devrait pouvoir prêter chaque année entre 5 et 10 milliards de dollars contre 32 milliards aujourd'hui pour la Banque Mondiale. D'autre part, l'accord sur le fonds de réserve prévoit que les pays pourront utiliser 30 % du plafond attribué à chacun d'eux sans accord préalable avec le FMI, les

70 % restant devant quant à eux s'intégrer dans un programme FMI faisant l'objet d'une conditionnalité (art 5, alinéas c et d).

Au terme de cette contribution, il apparaît que les relations yuan – dollar sont porteuses à la fois de tensions et de stabilité pour le SMI contemporain. Tensions du point de vue de la guerre des monnaies, aspect qui dépasse d'ailleurs le simple cadre de la relation bilatérale Etats-Unis – Chine. Cette guerre des monnaies peut fortement déstabiliser les relations internationales si elle s'étend. Eléments de stabilité en ce que le yuan peut, potentiellement encore pour l'instant, participer à la formation d'un SMI multipolaire plus stable que le système actuel. En effet, la contestation du pouvoir monétaire international des Etats-Unis peut inciter ces derniers à impulser une réforme monétaire internationale. L'histoire des mutations du système monétaire international montre que la puissance dominante n'a jamais cherché à impulser un processus de réforme monétaire, sauf si sa domination est menacée (Mundell, 1995). Si on a cru un temps que l'euro pourrait contester le dollar, l'absence d'espace politique européen est en réalité un obstacle majeur. Le yuan dispose quant à lui d'un espace politique clair susceptible de mettre en oeuvre une stratégie consciente de contestation du pouvoir monétaire américain.

Références

- Aglietta M. (2014), « Nouvelles Banque de Développement des BRICS : une étape vers la réforme du SMI », *Le Blog du CEPII*, 20 juillet.
- Allegret J.P. et Le Merrer P. (2007), *Economie de la mondialisation, opportunités et fractures*, collection Ouvertures économiques, de Boeck, Bruxelles.
- Allegret J.P. et Sallenave A. (2014), « The impact of real exchange rates adjustments on global imbalances: multilateral approach », *Economic Modelling*, 37, 149–163.
- Bergsten C.F. et Gagnon J.E. (2012), « Currency manipulation, the US economy, and the global economic order », Peterson Institute for International Economics, *Policy Briefs*, PB 12-25.
- Cohen B.J. (2014), « Will history repeat itself ? Lessons for the Yuan », *ADB Working Paper Series*, n°453.
- Costigliola F.C. (1988), *Awkward dominion : American political, economic and cultural relations with Europe, 1919-1933*, Cornell University Press.
- Couharde C. et Sallenave A. (2013), « How do currency misalignments' threshold affect economic growth ? », *Journal of Macroeconomics*, 36, 106–120.
- Eichengreen B. (2013), « ADB distinguished lecture “Renminbi internationalization : tempest in a teapot ?” », *Asian Development Review*, 30, 148–164.
- Henning C.R. (2012), « Choice and coercion in East Asian exchange rate regimes », Peterson Institute for International Economics, *Working Paper Series*, WP 12 - 15.
- Johansson A. et al. (2012), *Horizon 2060 : perspectives de croissance économique globale à long terme*, Etudes de politique économique de l'OCDE, n°3, Paris.
- Mundell R. (1995), « Prospects for the international monetary system and institutions », in H. Genberg (ed.), *The international monetary system, its institutions and its future*, Springer, Berlin, 21-46.
- Pontines V. et Siregar R.Y. (2012), « Fear of appreciation in East and Southeast Asia : the role of the Chinese renminbi », *Journal of Asian Economics*, 23, 324–334.
- Subramanian A. et Kessler M. (2013), « The renminbi bloc is here : Asia down, rest of the world to go ? », *Journal of Globalization and Development*, 4, 49-94.
- Zhang L. et Tao K. (2014), « The benefits and costs of Renminbi internationalization », *ADB Working Paper Series*, n°481.

Nombre de caractères : 20 033