



# La montée en puissance du renminbi : la devise chinoise va-t-elle devenir une monnaie de réserve mondiale ?

July 30, 2015

selma

Ces derniers mois, les autorités chinoises ont intensifié leur campagne – lancée depuis quelque années – en vue de faire intégrer sa devise (dont le nom officiel est le renminbi [RMB] mais qui est également désignée par le terme « yuan ») dans la composition des Droits de tirage spéciaux (DTS) du Fonds monétaire international (FMI). Bien que les médias ne cessent d'évoquer les implications potentielles de l'obtention du statut de monnaie de réserve internationale (devise pouvant être utilisée par les banques centrales et d'autres grands établissements financiers pour rembourser leurs dettes), le sujet reste néanmoins obscur. Les DTS sont une quasi-devise synthétique composée d'un panier de devises parmi les plus négociées. Utilisées par le FMI à des fins comptables, ils servent aussi à l'allocation d'actifs des pays membres. En revanche, ils ne sont presque pas utilisés dans le cadre des \*opérations et des financements privés\*. Les devises composant le panier sont considérées par le FMI comme ayant les qualités nécessaires pour être des monnaies de réserve internationales. De fait, les devises entrant dans la composition du panier des DTS sont acceptées comme monnaies de réserve, alors que les autres devises doivent remplir plusieurs critères de pleine convertibilité pour obtenir le même statut.

Le gouvernement chinois imposait encore récemment d'importantes restrictions sur l'utilisation du RMB. Il semblait en effet estimer que le contrôle conféré par une devise isolée des marchés sur les politiques domestiques (à la fois budgétaire et monétaire) était plus important que les avantages potentiels induits par une participation pleine et entière aux marchés financiers internationaux. Le gouvernement a toutefois changé son fusil d'épaule ces dernières années en mettant en œuvre des réformes favorables à l'économie de marché ainsi qu'une politique étrangère plus ouverte, notamment en encourageant l'utilisation du RMB.

Les quatre devises ayant le statut de DTS (le dollar américain, l'euro, la livre sterling et le yen japonais) représentent la grande majorité des réserves de change internationales. En corollaire, ces devises dominent également les marchés obligataires internationaux et les transactions financière mondiale. Ces dernières années, le poids croissant dans le commerce mondial des marchés émergents, et notamment de la Chine, a entraîné une situation quelque peu anachronique concernant la composition des DTS. Le gouvernement chinois avait demandé l'inclusion du RMB dans les DTS dès 2010, lors de la dernière revue de la structure des DTS par le FMI ; mais cette demande avait alors été rejetée. Selon nous, la perspective d'une inclusion lors de la revue prévue en octobre 2015 est élevée.

## Les avantages potentiels pour la Chine

Le statut de devise de réserve et l'internationalisation du RMB pourraient offrir plusieurs avantages potentiels à la Chine, notamment abaisser les coûts d'emprunt et faciliter l'expansion des entreprises chinoises à l'étranger. Cela permettrait de conclure des contrats transfrontaliers en RMB sur les principales matières premières comme le minerai de fer, et réduirait le risque de change lié à la cotation en dollar américain. Autre avantage, cela permettrait de redéployer une part importante des énormes réserves de change de la Chine vers des secteurs plus rentables. Cette dernière mesure pourrait théoriquement stimuler la croissance économique à la marge, à la fois en Chine et à l'échelle mondiale. Les autres pays dotés de devises de réserve possèdent des réserves bien plus faibles que la Chine comparativement à leur PIB ; les États-Unis peuvent actuellement se passer de réserves de change. D'autre part, des projets d'investissement à l'étranger comme les initiatives ambitieuses de la Chine baptisées « One belt, one road » et « Nouvelle route de la soie » visant à mettre en place des infrastructures de trading avec ses voisins, combinées à des initiatives privées, pourraient constituer de nouvelles utilisations intéressantes des ressources, qui sont actuellement placées dans des dépôts en devises et en bons du Trésor.

Pour qu'une devise soit intégrée dans les DTS, le FMI exige surtout qu'elle représente une part importante dans le commerce mondial, mais aussi qu'elle soit « librement utilisée », à savoir qu'elle soit « largement utilisée » et « largement négociée ». En 2010, le RMB était déjà largement utilisé dans le commerce mondial mais le FMI avait décidé qu'il ne respectait pas le critère « librement utilisé ». A l'époque, la devise chinoise n'était pas une devise internationalement convertible. Son taux de change face aux autres devises était étroitement contrôlé par les autorités, de sorte que de nombreux observateurs la jugeaient très sous-évaluée. Dans le même temps, le système bancaire local, peu moderne, était incapable d'offrir de nombreux instruments exigés par les entreprises internationales pour gérer leur exposition aux devises. Une autre version du RMB, appelée « RMB offshore » était accessible via quelques banques de Hong Kong, mais elle était difficile à négocier par rapport à d'autres devises, et sa valeur différait de celle du RMB onshore sur les marchés des changes.

Beaucoup de choses ont évolué depuis 2010 et les changements se sont accélérés. Le nombre de centres offshore autorisant la négociation du RMB se sont multipliés, et dans la zone de libre-échange de Shanghai, les transactions sur devises peuvent désormais être exécutées entre des entreprises du continent et des entités offshore associées, avec seulement quelques restrictions. Parallèlement, la Banque Populaire de Chine (PBOC) a réformé le secteur bancaire du pays en libéralisant les taux d'intérêt et en instaurant un système d'assurance des dépôts, deux mesures essentielles en vue de créer un système véritablement capable de participer aux flux financiers internationaux. Point important, de nombreuses autorités, dont le FMI, jugent le RMB correctement valorisé. Le statut de réserve de change impliquerait l'abandon de l'ancrage actuel entre le RMB et le dollar.

### **Une nouvelle connexion de marché favorable au RMB**

L'ouverture de la connexion entre les Bourses de Shanghai et Hong Kong (Stock Connect) au second semestre 2014 (système permettant aux investisseurs étrangers d'investir librement dans des actions A chinois éligibles auparavant réservées exclusivement aux citoyens chinois ou aux étrangers possédant des autorisations spéciales), a été considérée comme une initiative majeure en vue de l'internationalisation du RMB ; ce système permet effectivement aux investisseurs du continent d'acheter des actions sur les marchés internationaux de Hong Kong. L'impact initial a été moins marqué que prévu, les quotas d'échanges quotidiens autorisés n'ayant été que très peu utilisés. La situation a changé en avril dernier avec l'annonce de nouvelles mesures permettant aux gérants de fonds d'investissement du continent d'acheter des valeurs cotées à Hong Kong (qui affichaient des valorisations nettement plus faibles). Les restrictions imposées à l'utilisation du Stock Connect par les particuliers ont aussi été assouplies. A mesure qu'étaient divulguées les nouvelles modalités, le recours à la plateforme Stock Connect a nettement augmenté et les quotas de trading ont été dépassés à plusieurs reprises et se sont établis à des niveaux nettement plus élevés qu'auparavant. En mai, un programme de « Reconnaissance mutuelle » a été annoncé. Il permettra aux gérants de fonds du continent et de Hong Kong de proposer leurs fonds sur leurs marchés respectifs. Nous pensons que ce sont les investisseurs du continent qui bénéficieront le plus de ce concept de reconnaissance mutuelle, grâce à un choix d'investissements plus étoffé. Ces derniers développements pourraient également permettre à la Bourse de Shanghai d'être beaucoup plus intégrée dans les marchés financiers mondiaux, ce qui renforcerait l'utilisation effective du RMB.

Certaines zones d'incertitudes concernant l'investissement direct en Chine modèrent toutefois notre enthousiasme vis-à-vis des nouvelles libertés accordées : d'une part, la taxe « suspendue » sur les plus-values en capital pourrait être réinstaurée et, d'autre part, une loi contre les investissements court-termistes (short swing) pourrait se traduire par l'expropriation des plus-values en capital sur les participations importantes des investisseurs dans des entreprises individuelles. En outre, les interventions récentes du gouvernement sur les marchés boursiers et la suspension de certaines valeurs à l'occasion d'une forte chute des cours pourraient avoir une incidence sur le processus de réforme et les avancées réalisées en vue de l'obtention du statut de devise de réserve internationale pour le RMB. Cependant, nous constatons une véritable volonté politique de faire avancer les réformes économiques en Chine ; ces difficultés pourraient donc être temporaires.

A terme, la PBOC entend mettre en place une « convertibilité encadrée » sur le reste de l'année 2015, notamment en connectant les Bourses de Hong Kong et de Shenzhen et en appliquant les libertés de négociation de devises instaurées à Shanghai dans d'autres zones de libre-échange et, potentiellement, dans tout le pays. Par ailleurs, nous pensons que l'introduction du système de paiement international de la Chine (CIPS), créant une chambre de compensation mondiale pour les paiements internationaux en RMB, pourrait accroître sensiblement la facilité d'utilisation de la devise et la mettrait sur un pied d'égalité avec les autres monnaies mondiales. Des contrôles seraient néanmoins maintenus dans certains domaines : le contrôle du blanchiment d'argent et du financement du terrorisme, la prévention des excès de dette en devises étrangères et des déséquilibres entre les monnaies d'actifs et de passifs, la gestion des flux spéculatifs à court terme et l'amélioration des statistiques et du suivi de la balance des paiements.

Qui plus est, le FMI sait probablement qu'une adhésion entière au système financier mondial serait un facteur important favorable à l'instauration du programme de réforme financière en Chine ; ainsi, le Fonds hésitera peut-être à procurer des munitions aux opposants domestiques à ces changements, ce qui pourrait compliquer un processus qui semble largement dans l'intérêt des investisseurs occidentaux et des chinois. La position du FMI est devenue très claire en mars dernier lorsque sa Directrice générale Christine Lagarde a déclaré que l'inclusion du RMB dans les DTS ne faisait plus aucun doute mais que le calendrier devait encore être étudié. Néanmoins, les derniers événements sur les marchés pourraient inciter à la prudence

Les entreprises internationales semblent être favorables à l'internationalisation du RMB. Dans une enquête réalisée par l'Economist Intelligence Unit pour le cabinet d'avocat international Allen & Overy, près de 50 % des dirigeants qui ont répondu s'attendent à un doublement de l'utilisation du RMB, tandis que 45 % disent avoir déjà utilisé le RMB dans le cadre de transactions transfrontalières sur les 12 derniers mois, contre seulement 21 % lors des 12 mois précédents. 49 % envisagent d'utiliser le RMB pour financer des acquisitions. Moins de 20 % utilisent cette devise dans cette optique depuis plus de 12 mois.<sup>[1]</sup> Selon nous, de nouveaux développements vers une convertibilité intégrale pourraient accélérer le processus.

Le paysage financier mondial pourrait être transformé d'ici la fin 2015, avec notamment le lancement de la Banque d'Infrastructure Asiatique, la Nouvelle Banque de Développement et le système de paiement CIPS, en plus de l'admission du RMB dans les DTS du FMI, ce qui lui permettrait de devenir l'une des principales devises de réserve internationales. Parallèlement, le marché des actions A pourrait être en passe de devenir une composante des indices mondiaux, changement probablement freiné (mais non bloqué) par la récente décision de MSCI d'exclure les actions chinoises jusqu'en 2016 au minimum. Cela renforcerait les liens de la Chine au sein du système financier mondial et lui conférerait une place beaucoup plus importante qu'actuellement. Selon nous, ces initiatives ainsi que les changements qui les ont rendus possibles, constituent une opportunité majeure à long terme pour les investisseurs internationaux, et rejailliront sur le statut de tous les pays émergents.

Mais les dernières mesures du gouvernement chinois en vue de soutenir les marchés et d'influencer les intervenants pourraient saper la capacité du marché à attirer une certaine respectabilité internationale. Les concepteurs d'indices hésiteront très probablement à accorder une pondération élevée aux actions A chinoises. Il ne faut donc pas s'attendre à des bouleversements à court terme, mais à plus long terme, le marché chinois va gagner en maturité et jouer un rôle important dans les portefeuilles mondiaux.

*Les commentaires, opinions et analyses de Mark Mobius sont présentés uniquement à des fins d'information et ne doivent pas être interprétés comme des conseils d'investissement individuels ou une recommandation visant un titre ou une stratégie d'investissement particulière. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Ce document ne constitue pas une analyse complète des faits relatifs aux divers pays, régions, marchés, secteurs, investissements ou stratégies cités.*

## **Mentions légales importantes**

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, comme les fluctuations de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Investir dans les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence d'un cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés boursiers. Les risques liés à l'investissement dans les marchés frontières sont encore supérieurs à ceux associés aux marchés émergents en raison du développement moins avancé des structures précitées, ainsi que du potentiel de forte volatilité des prix, de la liquidité insuffisante, des barrières commerciales et des contrôles sur les taux de change. Les cours des actions sont soumis à des fluctuations, parfois rapides et importantes, en raison de facteurs affectant les entreprises individuelles et certains secteurs ou sous-secteurs, ou du fait des conditions générales de marché.

[\[1\]](#) « Generation ¥, RMB The new global currency », rapport de l'Economist Intelligence Unit, à la demande du cabinet Allen & Overy, 21 avril 2015.