

# **L'internationalisation du renminbi : quelles limites à l'expansion monétaire de la Chine ?**

Adrien Faudot<sup>1</sup>

## **Résumé**

L'internationalisation du renminbi (RMB) a été l'objet de l'attention de nombreux universitaires depuis la fin des années 2000, à la fois des économistes et des politologues. Les données disponibles aux chercheurs font état d'un développement de l'usage du RMB à l'échelle internationale. Ce papier a un double objectif : en premier lieu, il vise à exposer ces évolutions à la fois quantitatives – en mobilisant les statistiques – et qualitatives – en analysant les modifications du cadre institutionnel du RMB. Dans un second temps, il interroge les ambitions et les limites de la stratégie de la Chine d'internationalisation de sa monnaie. A ces fins, ce travail se penche sur la littérature macroéconomique qui s'est largement répandue sur le sujet ces dernières années. Cependant, dans la mesure où l'émergence monétaire internationale de la Chine est un processus conflictuel à la fois au niveau interne à la Chine et au niveau international, générateur de tensions avec d'autres puissances, en premier lieu les Etats-Unis, ce papier fait également référence aux travaux d'économie politique internationale relatifs à l'internationalisation de la monnaie chinoise.

**Mots clés :** *renminbi, internationalisation de la monnaie, pouvoir monétaire, Chine.*

**Codes JEL :** E42, F33, F40, F55

## **Introduction**

L'histoire récente de la Chine est caractérisée par un développement économique sans précédent. Aujourd'hui premier exportateur mondial, sa stratégie mercantiliste et la distance qu'elle a pris avec les préconisations du consensus de Washington sont souvent avancées pour expliquer son développement économique. Le pays a ainsi développé une production diversifiée et de plus en plus sophistiquée, justifiant des salaires de plus en plus élevés, et initiant la transformation structurelle à l'œuvre dans le pays (Felipe *et alii*, 2013). Cela fait donc plusieurs années que la Chine a bouleversé les statistiques mondiales en termes de croissance, de production et de commerce.

En revanche, sa situation est différente sur le plan financier et monétaire. La monnaie chinoise, le renminbi (désormais RMB), est longtemps restée absente des données internationales, car sans aucun rôle mondial. Cette dichotomie, qui s'explique en partie par des orientations de politique économique, est toujours présente, mais elle se réduit. Autrement dit, le RMB s'internationalise. Partant d'un niveau initialement très bas en 2009, l'internationalisation du RMB est indiscutable sur le plan statistique. Depuis lors, la littérature académique est abondante sur le sujet.

---

<sup>1</sup> Doctorant au CREG, Université Grenoble-Alpes, Grenoble.

Parmi celle-ci, Benjamin Cohen (2014b) est un de ceux qui se posent la question de savoir *jusqu'où ira le RMB*. Son étude comparative des différentes puissances monétaires émergentes depuis Bretton Woods qualifie la Chine à part et sans prédécesseur de même nature. La Chine place les analystes des questions monétaires internationales dans une situation d'incertitude, sa stratégie étant compliquée à cerner, notamment parce que la Chine n'est pas un allié historique des Etats-Unis. Elle génère un grand nombre de travaux aux conclusions diverses, parfois contradictoires.

L'étude qui suit se propose d'exposer le développement du RMB sur le plan international, et d'en analyser les enjeux économiques et politiques, particulièrement vis-à-vis du reste du monde. En clair, ce papier vise à la fois une synthèse technique au sujet du développement international du RMB ainsi qu'une étude de la littérature existante se rapportant aux enjeux entourant les développements de la monnaie chinoise.

La première section expose le développement du RMB dans ses différents usages ainsi que l'évolution de son cadre institutionnel. La seconde passe en revue les principaux enjeux domestiques et internationaux présents dans le processus d'internationalisation de la monnaie chinoise, ainsi que les limites potentielles à sa poursuite.

## **I. Une internationalisation entamée à grande vitesse**

Cette partie montre la réalité de l'expansion du RMB au travers de quelques faits stylisés, et expose les évolutions institutionnelles qui forgent le cadre nécessaire à la continuité de son internationalisation.

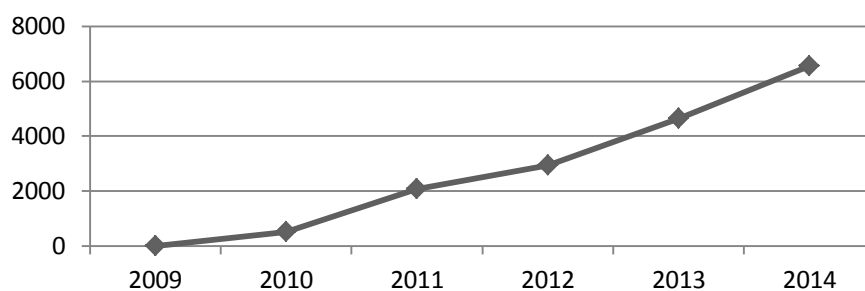
### *L'expansion du RMB appuyée par des chiffres*

Commençons par présenter l'évolution de l'usage du RMB dans le commerce international de la Chine. Les données dont on dispose sont celles du règlement – et non de la facturation – fournies par la PBoC<sup>2</sup>. Comme le note Eswar Prasad (2014, p. 238), la facturation se fait dans des proportions plus importantes en RMB pour les importations chinoises, car le RMB est demandé par les non-résidents et c'est un moyen d'en faire sortir du territoire chinois. Par exemple, au second trimestre 2014, sur les 3,27 trillions de RMB correspondant au commerce international dans la monnaie chinoise, 1,23 ont servi aux exportations, et 2,04 aux importations, ce qui confirme la tendance à la sortie de RMB de la Chine via le commerce international (PBoC, 2014). Cependant les exportations chinoises sont facturées en RMB dans des montants chaque année plus importants, ce qui aboutit à une croissance rapide du commerce international en RMB (voir figure 1 et 2). Inexistant en 2009, la part du commerce en RMB de la Chine avec le reste du monde s'élevait à 2011 à 8,8 %, et représentait 14 % au dernier quart de l'année 2012 (Ito et Chinn, 2014).

---

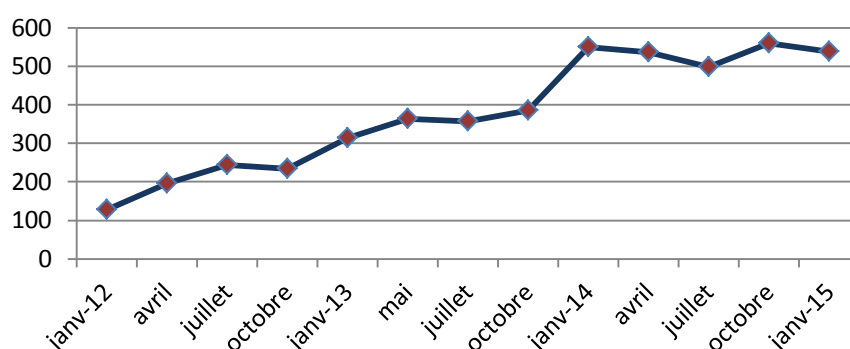
<sup>2</sup> Lai et Yu (2014) précisent que le commerce chinois est facturé bien plus qu'il n'est réglé en dollar. Il y a donc ici une divergence entre l'unité de compte (le dollar pour la facturation) et le moyen de paiement (le renminbi). Par ailleurs, PBoC est l'acronyme de People's Bank of China, la banque centrale de Chine.

**Figure 1: Commerce transfrontalier de la Chine réglé en RMB, en milliards de RMB, 2009-2014**



Source : People's Bank of China

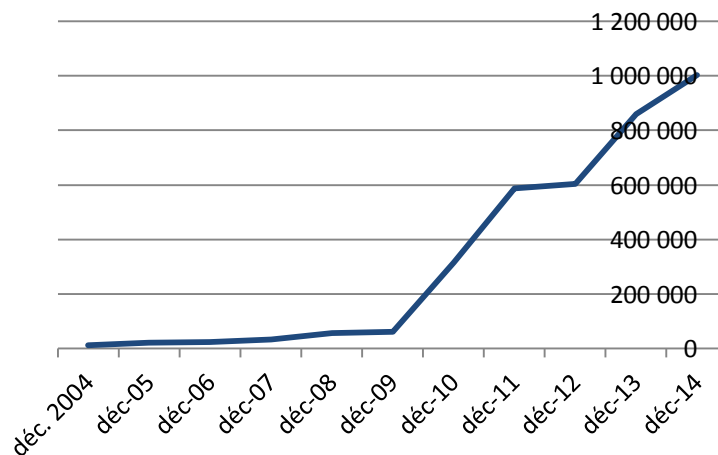
**Figure 2: Commerce mensuel transfrontalier de la Chine réglé en RMB sur une sélection de mois, en milliards de RMB, 2012-2015**



Source: People's Bank of China

Ces transactions commerciales sont la principale source de dépôts dans les diverses plateformes autorisées, également dans une dynamique de croissance soutenue, comme en témoignent les données de Hong Kong qui reflètent bien une utilisation accrue du RMB dans le commerce international (figure 3). Ces RMB viennent s'ajouter à des dépôts par des résidents de Hong Kong autorisés à acheter en quantité limitée des dépôts en RMB.

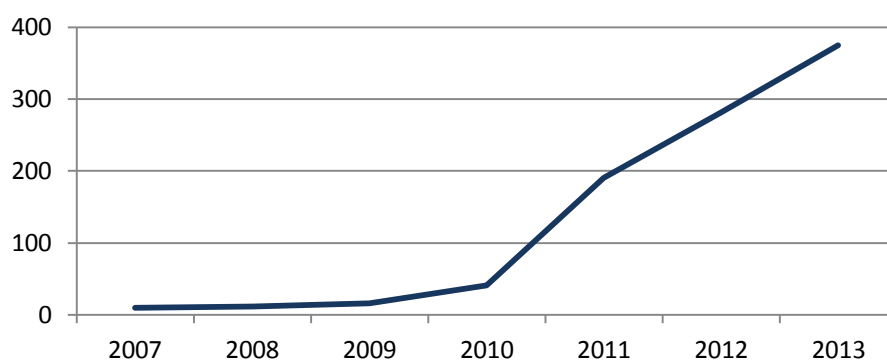
**Figure 3: Dépôts en RMB à Hong Kong, en millions de RMB, 2004-2014.**



Source: Hong Kong Monetary Authority

Or ces dépôts se retrouvent dans certaines circonstances en quête d'investissements et de placements, c'est pourquoi l'attraction d'une monnaie est renforcée par l'existence d'un marché de bons libellés dans la monnaie, sans quoi les détenteurs sont incités à convertir leurs dépôts dans d'autres monnaies autour desquelles de tels marchés existent. Les *Dim Sum bonds*, émis en RMB sur les places *offshore*, ont été autorisés en 2007 et constituent un moyen d'absorber les montants de plus en plus importants de RMB *offshore* (Mathur et De, 2014). Ces *Dim Sum bonds* représentent des montants croissants (figure 4). L'émission de ces bons par des acteurs non-chinois a débuté en 2010, le premier d'entre eux étant McDonald. En octobre 2014, le gouvernement du Royaume-Uni a émis pour 3 milliards de RMB de ces bons, la première émission de titres souverains en dehors de la Chine.

**Figure 4: Montant des émissions de Dim Sum Bonds, Valeur en milliards de RMB, 2007-2014**



Source: Aite Group, 2014

Ainsi les données disponibles ne laissent peu de place au doute quant à l'émergence de la Chine. Toutefois, il convient de rappeler que le RMB reste à des niveaux d'utilisation très bas sur le plan international. Si sa progression est effectivement rapide, sa part reste bien faible et amène à relativiser l'enthousiasme que l'on constate dans la littérature. C'est le point de vue que l'on retrouve dans divers travaux de Benjamin Cohen, qui se garde bien d'annoncer un futur remplacement du dollar par le RMB. Si toutefois celui-ci devait avoir lieu, ce ne sera pas dans un futur proche, car il est encore loin de le rattraper dans les fonctions les plus importantes de la monnaie<sup>3</sup>. En utilisant des données s'arrêtant à 2010, Cohen et Benney (2014) montrent que les pratiques monétaires sont surtout le fait du dollar, et dans une moindre mesure, de l'euro, le système monétaire international prenant une forme tantôt unipolaire, tantôt bipolaire selon les fonctions étudiées, mais pour chacune d'entre elles, le yuan ne figure même pas au niveau des monnaies de second rang, son utilisation étant anecdotique.

Le travail de Cohen et Benney est un réel apport dans la mesure où il propose une méthodologie rigoureuse pour étudier le degré d'internationalisation des monnaies, en utilisant notamment des indices de concentration. Leur article conclut à une stabilité du système monétaire international et du dollar, dominant en son sein ; par ailleurs, il rejette la bipolarité et plus encore la multipolarité. Ceci

<sup>3</sup> « The yuan is so far back in the race that it barely even registers a yet » (Cohen et Benney, 2014, p. 1038).

dit, depuis 2010, les pratiques monétaires ont évolué, et l'évolution a été rapide. En décembre 2014, malgré une part relativement faible dans les paiements internationaux, les statistiques montrent sans équivoque que le RMB a progressé très rapidement par rapport à 2010<sup>4</sup>, de sorte qu'il a doublé des monnaies de second rang comme le dollar australien et le franc suisse (d'après les données de SWIFT), passant à la 5<sup>e</sup> place mondiale.

Sur le plan monétaire, le pays se distingue donc des autres pays habituellement désignés comme émergents. En effet, les données disponibles concernant l'Inde et le Brésil ne permettent pas la comparaison avec la Chine, les usages du real et de la roupie étant bien plus limités. Les récents troubles rencontrés par le rouble ne permettent pas d'envisager une dimension internationale pour lui non plus. Cette divergence au sein des BRIC est d'ailleurs avancée par Jim O'Neill lui-même lorsqu'il affirme qu'aujourd'hui, le terme de BRIC se réduirait au seul « C »<sup>5</sup>. Tout cela va bien dans le sens d'une émergence monétaire de la Chine, qui s'observe également sur un plan qualitatif au travers des institutions liées au RMB.

#### *Evolutions du cadre institutionnel de la monnaie chinoise*

Sachant la monnaie indissociable des institutions qui la créent et la véhiculent, l'étude de l'internationalisation du RMB ne peut se dispenser de présenter les évolutions qu'a connues la monnaie chinoise sur le plan institutionnel. Nous nous contenterons d'en rapporter trois qui nous paraissent les plus remarquables.

- **La diplomatie du RMB et les accords bilatéraux de SWAPS**

Les travaux sur l'internationalisation du RMB mettent fréquemment en évidence la signature de contrats bilatéraux de SWAPS entre la PBOC et les banques centrales de ses partenaires dans plusieurs régions du monde. Ces accords représentent un pan important de la diplomatie monétaire chinoise, et implique directement la Banque centrale chinoise, ce qui joue favorablement sur le sentiment pour les acteurs d'être en présence d'un véritable prêteur en dernier ressort (Eichengreen, 2013, p. 161).

La Chine a ainsi signé un grand nombre d'accords de SWAPS, qui visent à assurer la fourniture de liquidités aux signataires des contrats. A la différence de la plupart des contrats SWAPS signés notamment dans le cadre de l'initiative de Chiang Mai, depuis décembre 2008, ces SWAPS bilatéraux sont en RMB, et par conséquent n'impliquent plus le dollar.

---

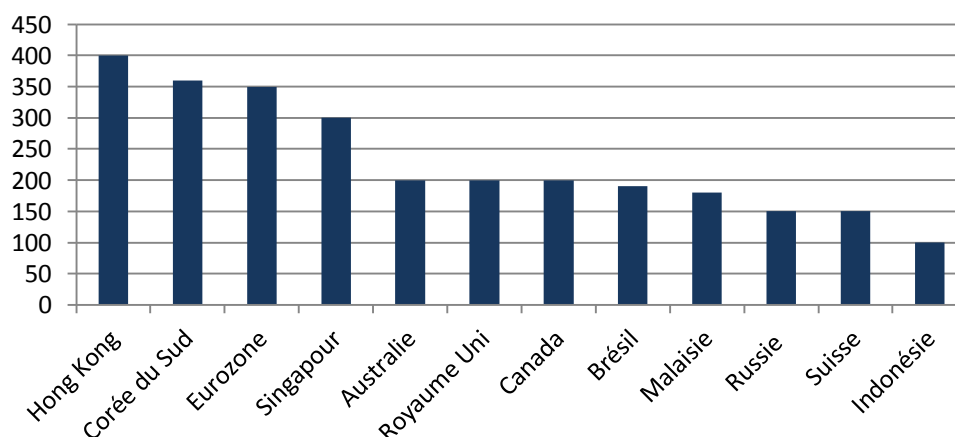
<sup>4</sup> En janvier 2012, la part du RMB ne représentait que 0,25 % de la valeur des paiements internationaux, mais s'élevait à 2,17 % en décembre 2014 (contre 44,64 % pour le dollar US),

<sup>5</sup> "If I were to change it, I would just leave the 'C'". Citation de Jim O'Neill tirée d'une interview donnée au Wall Street Journal en août 2013, et reprise dans de nombreux médias. [http://www.huffingtonpost.com/parag-khanna/against-growth-market-pes\\_b\\_4603262.html](http://www.huffingtonpost.com/parag-khanna/against-growth-market-pes_b_4603262.html)

Le caractère bilatéral (plutôt que multilatéral) des contrats est critiqué dans certaines analyses comme étant un moyen pour la Chine de négocier dans l'opacité, justifié par la nécessité de s'assurer la fourniture de matières premières dont elle est importatrice, et parce que de tels accords sont moins susceptibles d'engager les pays signataires dans des réformes (Jiang, 2014). Une étude empirique s'oppose à cette vision en montrant que les choix de pays sont motivés par la taille du pays signataire, l'intensité de son commerce avec la Chine, et l'existence d'accords de libre-échange (Garcia-Herrero et Xia, 2013). On perçoit ainsi que les accords de SWAPS bilatéraux sont encouragés par l'intensité des relations commerciales avec la Chine.

Le plus gros contrat swaps est celui passé avec Hong Kong, qui permet de garantir des liquidités à hauteur de 400 milliards de RMB. Les banques centrales d'Asie restent majoritaires dans la liste des signataires. La figure 5 regroupe les 12 principaux accords de SWAPS signés avec la Chine (elle n'est donc pas exhaustive).

**Figure 5 : Montants des 12 plus importants accords de SWAP de la People's Bank of China, en milliards de RMB, au 1er mars 2015**



Adapté de Hatzvi et alii (2014)

Toutefois, il convient de rappeler ce qu'implique ce type de contrat de SWAPS bilatéral. Ces contrats garantissent l'ouverture de lignes de crédit en RMB en cas de pénuries de liquidités, c'est-à-dire lorsque les marchés *offshore* viennent à manquer de RMB, ce qui rend ainsi nécessaire une connexion supplémentaire avec le milieu *onshore*. Ils ne sont utilisés qu'en dernier ressort, le contrat prévoyant une prime, c'est-à-dire un supplément de taux d'intérêt de 25 points de base par rapport à celui pratiqué sur le marché *onshore* (Ballantyne et alii, 2013). Leur influence sur l'utilisation du RMB est donc positive mais indirecte. Il s'agit d'instaurer un rapport de confiance auprès des utilisateurs internationaux en leur fournissant une assurance.

- **Le développement des plateformes offshore en RMB**

De manière à rendre accessible le RMB tout en souhaitant conserver les règles qui encadrent le système monétaire et financier chinois, les autorités ont lancé un processus d'ouverture de plateformes *offshore* où se tiennent des transactions en RMB.

La première plateforme ouverte est celle de Hong Kong, dont l'autorisation date de novembre 2003 et le démarrage de février 2004. Hong Kong est une cité connue pour avoir été le corridor reliant la Chine au monde occidental. Sur le plan monétaire et financier, elle occupe les mêmes fonctions. En Asie, Singapour et Taipei sont également des plateformes de transactions en RMB de grande dimension.

La monnaie qui circule *offshore* reste la monnaie chinoise et donc une créance sur le système bancaire chinois. En revanche, ces plateformes permettent aux banques de contourner les restrictions existantes sur le territoire chinois et de se soustraire à certaines règles contraignantes sur le territoire d'émission. Mais, comme le rappelle McCauley (2011, p. 41), le RMB *offshore* est en comparaison bien plus contrôlé que le dollar *offshore* de l'époque, et cette maîtrise relative du développement *offshore* apparaît comme une originalité chinoise qui n'a pas de précédent.

**Tableau 1 : Quelques éléments à propos du fonctionnement des marchés du RMB Onshore et Offshore vis-à-vis du dollar US**

	Marchés du CNY	Marchés du CNH
<b>Produits vendus</b>	Spot, forward, swap et options	Spot, forward, swap et options
<b>Participants au marché</b>	Banque centrale, banques domestiques, compagnies financières (filiales d'entreprises d'Etat), filiales chinoises de banques étrangères	Exportateurs, importateurs, institutions financières offshore, hedge funds, résidents de Hong Kong
<b>Mécanisme de formation des prix</b>	Flottement dirigé	Flottement libre
<b>Intervention de la Banque centrale</b>	Oui	Non
<b>Marge de fluctuation (trading band)</b>	$\pm 2\%$	Non
<b>Autorité de régulation</b>	PBoC	Hong Kong Monetary Authority

Adapté à partir de Shu et alii (2014, p. 20)

Un aspect intéressant de ces développements *offshore* est qu'ils aboutissent à l'existence de deux taux de change, le CNY (qui s'applique au RMB du *mainland*) et le CNH (qui s'applique au RMB convertible disponible à Hong Kong, et plus largement dans les plateformes offshore).

L'existence de deux taux de change traduit des réponses différentes à des chocs car d'une part les acteurs des marchés *onshore* et *offshore* ne sont pas les mêmes (voir tableau 1) et n'ont donc pas les

mêmes réactions, et d'autre part les restrictions légales qui fondent la distinction *onshore* et *offshore* créent un *spread* qui correspond à une prime<sup>6</sup>. Toutefois, le CNY et le CNH s'échangent entre eux à parité. Comme l'expliquent Gagnon et Troutman (2014), les divergences entre ces deux taux de change se résorbent *a posteriori* par le biais du règlement du commerce chinois, du fait des arbitrages opérés par les résidents – qui choisissent finalement entre CNY et CNH – et de leur liberté effective dans les opérations courantes, à la différence des opérations financières, qui sont encore l'objet de contrôles. Une réduction des divergences entre zones *onshore* et *offshore* est également possible avec l'augmentation de l'offre de titres en RMB *offshore* (figure 4) qui harmonise les rendements des actifs financiers entre les deux zones.

Les développements *offshore* du RMB peuvent être considérés comme une stratégie visant à améliorer la circulation et la disponibilité de la monnaie, facilitées par un cadre légal beaucoup plus permissif, même si *in fine* la supervision par la PBoC, au travers de l'offre de monnaie banque centrale, est toujours effective. Une telle stratégie n'est pas sans rappeler celle qu'ont suivie les banques américaines profitant de la possibilité laissée par le droit américain d'effectuer des opérations bancaires *offshore* en dollar. Ces opérations, qui ont eu pour point de départ le financement du commerce international et le recyclage de ces opérations en *Bankers' acceptances*, ont débuté après le *Federal Reserve Act* de 1913, à partir duquel le dollar a démarré son internationalisation (Broz, 1997, Eichengreen et Flandreau, 2012). Elles ont contribué à fournir en dollar une partie importante du reste du monde. Les eurodollars relèvent également d'une logique de contournement de règles contraignantes existantes sur le territoire américain, d'où le développement d'activités *offshore*.

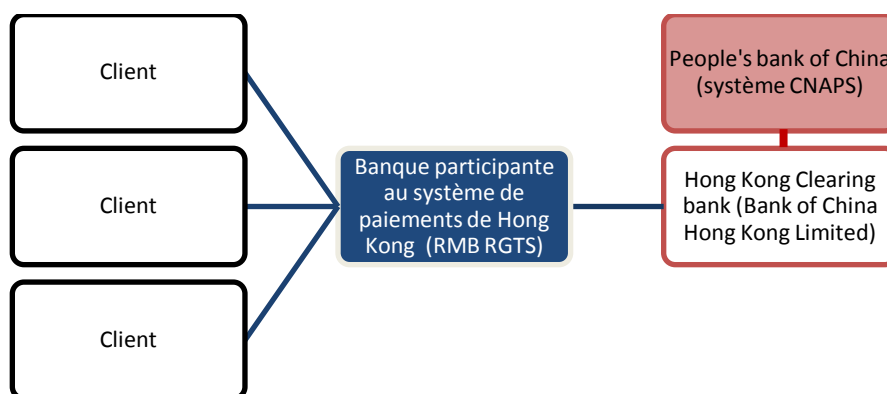
Par ailleurs, le gouvernement chinois approuve un nombre croissant de « clearing banks ». Celles-ci permettent d'améliorer la liquidité des acteurs, en facilitant l'accès au système de paiements chinois. Auparavant, les acteurs se procuraient des RMB au moyen de banques correspondantes (ce qu'on appelle le *correspondent banking*) en ouvrant un compte *nostro* auprès d'une banque située sur le *Mainland*. Les « clearing banks » officielles constituent une amélioration en ce qu'elles officialisent et sécurisent les opérations en RMB avec le reste du monde, tout en améliorant également leur coordination et leur rapidité (Hatzvi *et alii*, 2014). A Hong Kong, la Bank of China (Hong Kong) Limited est la banque officiellement en charge du clearing. C'est par son intermédiaire que les agents à Hong Kong accèdent à un service de paiements en RMB, en utilisant l'infrastructure de Hong Kong (figure 6). Huit banques de ce type ont été autorisées en 2014. Elles se situent à Sydney, Toronto, Londres, Frankfurt, Paris, Luxembourg, Séoul, et Qatar. Zurich s'est rajoutée à cette liste en janvier 2015.

---

<sup>6</sup> « Even when both respond to the same set of economic news, e.g. on macroeconomic data and policy changes, the CNH rate may react more strongly as there are no trading limits or worries over central bank actions » (Shu *et alii*, 2014, p. 5).



**Figure 6 : Modèle de clearing bank en RMB, exemple de Hong Kong**



Adapté à partir de SWIFT (2012)

- **L'amélioration des systèmes de paiements en RMB**

La troisième évolution institutionnelle que nous souhaitons évoquer concerne les infrastructures de paiements en RMB, indispensables pour faciliter sa circulation dans les échanges interbancaires. A la différence des deux autres, elle est absente de la littérature académique. L'internationalisation d'une monnaie s'appuie aussi sur l'efficacité de son système de paiement. L'architecture des paiements internationaux repose aujourd'hui largement sur des institutions américaines reconnues pour leur capacité à fournir en liquidité le reste du monde, et à faire circuler le dollar entre les institutions financières.

Les institutions en question sont Fedwire et CHIPS, auxquelles sont connectées des « participants », c'est-à-dire des banques internationales américaines ou des banques étrangères disposant d'une branche américaine. La première est un service fourni par la Fed connectant les différentes *Reserve Banks* du pays entre elles, gérant les transferts domestiques des banques américaines connectées à ce réseau. Fedwire étant un système RTGS (pour *Real Time Gross Settlement*), les transferts au sein du réseau sont opérés en temps réels. CHIPS est une société privée, connectée à la *Federal Reserve Bank of New York*, qui gère les transferts internationaux selon une méthode particulière : les banques participantes fournissent un *prefunding* de départ en monnaie banque centrale, les opérations de paiements sont, dans la mesure du possible, réalisées en temps réel, puis à la fin de la journée, les paiements mis en attente sont réglés à chaque membre après être passés dans une chambre de compensation suivant les principe d'un *multilateral netting system*. Une infrastructure comme CHIPS est en fait primordiale pour les paiements internationaux car elle offre un cadre sécurisé particulièrement efficient pour opérer les paiements interbancaires de manière optimale (c'est-à-dire optimisant à la fois les liquidités mobilisés et le temps nécessaire pour la transaction), et ce en monnaie banque centrale.

La Chine ne dispose pas d'institutions similaires jusqu'à présent, ses institutions de paiements sont encore peu développées. Son système de paiements, au jour où s'écrit ce papier (mars 2015), est

toujours l'ancien système CNAPS qui souffre de nombreuses carences : le langage des messages financiers (en chinois, ce qui pose problème pour les opérations internationales) ; les messages ne répondant pas aux standards de SWIFT<sup>7</sup> ; le caractère manuel de certaines opérations (qui induit des erreurs « humaines ») ; les horaires pendant lesquels le système est ouvert (trop restreints, ce qui empêche la réalisation de transactions avec certains acteurs ouverts à d'autres fuseaux horaires).

Toutefois, un grand projet de réformes des systèmes de paiement a été mis en chantier, bien qu'à notre connaissance, la littérature académique n'y fasse pas référence<sup>8</sup>. Il vise à aligner les structures en charge des paiements et règlements en RMB sur les standards internationaux les plus performants pour les paiements internationaux. Mais l'annonce la plus significative réside dans le design que prendrait l'architecture des paiements en RMB. Les différents rapports disponibles – publiés par des banques internationales – font savoir que cette architecture prendrait la même forme que celle dont bénéficie actuellement le dollar, avec une plateforme en RTGS pour les règlements domestiques – équivalent de Fedwire aux Etats-Unis – et CIPS, une plateforme de type hybride (ou RTFS) – équivalent de CHIPS – dédiée aux paiements internationaux.

Du fait de la complexité des techniques nécessaires à l'élaboration d'une structure similaire à celle des Etats-Unis, la Chine a pris du retard dans cette construction, mais le système est semble-t-il prêt et devrait être lancé en septembre 2015. Il est prévu que 20 banques participent directement au système CIPS, parmi lesquelles 13 seraient des banques chinoises (le reste, des banques étrangères disposant d'une branche en Chine)<sup>9</sup>. Il est clair que ce projet en lui-même indique une volonté de la part des autorités chinoises de créer le cadre dans lequel le RMB pourra s'internationaliser.

Ces transformations à la fois quantitatives et qualitatives sont révélatrices de l'émergence monétaire de la Chine. La véritable question est alors de savoir jusqu'où ira ce phénomène bien particulier d'émergence. Plus exactement, de déterminer si le RMB est destiné à se substituer au dollar, ou bien s'il se cantonnera à une existence en tant que monnaie de second rang dans la pyramide des monnaies<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Les paiements internationaux ayant besoin d'être réalisés dans des conditions de sécurité optimale, les messages sécurisés fournissant les instructions de paiements sont désormais indissociables des paiements eux-mêmes. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) est l'institution qui produit les standards internationaux en termes de messagerie financière.

<sup>8</sup> A l'exception de Hooley (2013, p. 309). Les informations à ce sujet ont été portées à notre connaissance par des rapports réalisés par des banques internationales. Voir notamment J.P. Morgan (2012), Aite Group (2014) et Deutsche Bank (2014).

<sup>9</sup> Ce que nous avons lu dans un rapport récent de la banque DBS :

[https://www.dbs.com.sg/treasures/aics/templatedata/article/generic/data/en/GR/032015/150311\\_economics\\_next\\_step\\_in\\_yuan\\_internationalisation.xml](https://www.dbs.com.sg/treasures/aics/templatedata/article/generic/data/en/GR/032015/150311_economics_next_step_in_yuan_internationalisation.xml)

<sup>10</sup> Ce qui, rappelons-le, est le lot du dollar australien, du franc suisse, et plus largement des monnaies des pays développés à l'exception des Etats-Unis ; cette mobilité du RMB dans la hiérarchie constitue déjà en soi un phénomène d'émergence car à ce stade, la monnaie permet d'assurer une forme d'autonomie monétaire du pays émetteur, s'illustrant par exemple par une capacité d'endettement international en monnaie nationale.

## II. Enjeux et limites potentielles à l'internationalisation du RMB. Jusqu'où ira-t-il ?

Si l'influence de la Chine s'est largement accrue sur le plan monétaire et financier depuis les années 2000, particulièrement en Asie (Henning, 2012), les termes du débat sont les suivants : sur le plan monétaire, la Chine est soit vue comme un pays certes émergent, mais bien loin de présenter les capacités de rattraper un jour les Etats-Unis et le dollar, soit comme une nation capable d'assumer une forme de polycentrisme monétaire qui reviendrait à partager le rôle du leadership monétaire, soit enfin pour les plus optimistes, comme un pays qui devrait parvenir, à terme, à rattraper mais également détrôner le dollar. Dans la multitude des travaux sur l'internationalisation du RMB, les auteurs s'opposent essentiellement quant à l'importance à accorder à tel ou tel facteur de blocage du processus d'internationalisation. Les paragraphes suivants étudient les principaux facteurs de blocage.

### *Les facteurs de blocage macroéconomiques*

Un essoufflement de l'internationalisation du RMB pourrait provenir d'un problème de capacité de l'économie chinoise à fournir l'appui à cette internationalisation. Si la Chine devait être amenée à traverser d'importantes difficultés macroéconomiques, la crédibilité de la monnaie chinoise pourrait être remise en question en même temps que la trajectoire de croissance du pays. Or le ralentissement de l'économie chinoise semble bien se confirmer au fil des mois, reflété notamment par une inquiétante diminution des importations<sup>11</sup> et une difficulté à effectuer la réorientation si attendue du modèle de croissance par la demande interne et non plus par les exportations, à quoi s'ajoutent les baisses successives des taux directeurs de la PBoC visant à soutenir tant bien que mal la croissance du crédit à l'économie. Parmi les craintes les plus importantes, la bulle immobilière chinoise présente une menace sur l'économie chinoise en même temps qu'elle traduit certains signes de son essoufflement (Gaulard, 2014). Le secteur productif ne permettant plus de rentabiliser le capital, celui-ci se valorise dans une bulle. En cas de déconvenue sur le plan domestique, la dynamique d'internationalisation du RMB, si elle devait se poursuivre, sera difficilement aussi soutenue qu'elle ne l'a été ces dernières années. Chacun a pu observer qu'au Japon, l'éclatement de la bulle immobilière a largement contribué à éteindre la croissance japonaise. Le Japon est alors rentré dans une crise dont il n'est toujours pas sorti et qui a brisé l'internationalisation du yen, pourtant promis à un bel avenir par la littérature de l'époque (Cohen, 2014a, p. 13).

Si son problème de bulle immobilière est loin d'être réglé, la situation de la Chine est tout de même bien différente de celle du Japon. Le Japon a subi dans les années 1980 le « *Japan bashing* », c'est-à-dire une pression considérable de la part d'économistes et politiques occidentaux, particulièrement parmi les américains, pour libéraliser son économie et permettre l'appréciation du

---

<sup>11</sup> Qui, par ailleurs, a eu pour résultat de diminuer le niveau du commerce transfrontalier de la Chine en RMB, celui-ci passant de 559 milliards de RMB en novembre 2014 à 538 milliards en janvier 2015 et 452 milliards en février 2015, selon la People's Bank of China.

yen, considéré dans la plupart des analyses comme sous-évalué, sous-évaluation qui était supposée favoriser les excédents japonais, au détriment des Etats-Unis largement déficitaires. Le Japon a cédé à ces pressions, notamment après les accords du Plaza en 1985, et le yen a connu une réévaluation considérable (Cohen, 2014a, p. 14).

La Chine a toutefois une stratégie bien différente du Japon. D'abord, la Chine se nourrit de l'expérience du Japon pour établir sa propre stratégie, et éviter d'en reproduire les erreurs (Kirshner, 2014). D'autre part, la Chine n'entretient pas les mêmes relations que le Japon avec les Etats-Unis. Depuis la seconde guerre mondiale, le Japon est un allié des Etats-Unis dans la région, tandis que la Chine est plutôt considérée comme un rival géopolitique. Bien qu'elle ne soit pas indépendante des Etats-Unis, la Chine est bien mieux disposée que le Japon à résister à ce qui est appelé aujourd'hui le « *China bashing* ».

Comme le démontrent clairement McKinnon et Schnabl (2014), la réévaluation du yen est loin d'avoir produit les effets escomptés. En réalité, elle a eu pour effet de casser la dynamique d'investissement et de consommation, de telle sorte que si les exportations japonaises ont diminué, elles ont en réalité diminué moins vite que les importations, si bien que les déséquilibres globaux – et donc l'excédent japonais sur les Etats-Unis – se sont creusés. En revanche l'appréciation considérable de la monnaie, les flux de *hot money* et l'éclatement de la bulle immobilière au Japon ont plongé l'économie japonaise dans une crise déflationniste que la Chine n'a aucune envie d'expérimenter à son tour. Pour cette raison, elle résiste aux multiples appels des économistes occidentaux à l'ouverture du compte de capital et à la libre convertibilité du RMB. Ce conservatisme est vu par McKinnon et Schnabl (2014) comme une nécessité dans le but de préserver l'économie chinoise des flux déstabilisants de *hot money* qui iraient chercher en Chine – économie en croissance toujours intéressante relativement à celle des pays occidentaux – des rendements qu'ils ne trouveraient pas ailleurs. Si les contrôles de capitaux semblent donc nécessaires à la stabilité interne de l'économie chinoise, ils constituent certainement un obstacle institutionnel important à l'internationalisation du RMB.

#### *Quels blocages institutionnels ?*

Un passage en revue de la littérature sur l'internationalisation de la monnaie laisse apparaître comme inévitable la libéralisation du compte de capital et la libre convertibilité du RMB. On comprend bien cette thèse : le système monétaire se doit de permettre aux agents de faire circuler les montants de monnaie selon leur besoin. La présence des contrôles de capitaux apparaît donc indésirable pour une expansion monétaire et constitue toujours le premier motif de réserves des économistes vis-à-vis du rôle international du RMB.

Par ailleurs, au niveau inférieur de son système monétaire, la Chine reste un « créiteur international immature » (McKinnon et Schnabl, 2014). Il est important de garder à l'esprit que les monnaies s'internationalisent au travers des banques (Broz, 1997). Les banques chinoises sont perçues comme des structures mal gérées, notamment au niveau de leur capacité d'évaluation du risque, affichant des taux importants de prêts non-performants (Ju et Lo, 2012). Elles se retrouvent au centre de jeux d'influence politiques. Le système bancaire chinois est analysé comme inapte à faire face à une libéralisation financière, ce qui explique là encore sa protection au travers de contrôles des capitaux. La crise de 2008 n'a rien arrangé, elle aurait même anéanti les efforts d'assainissement des banques chinoises fournis durant plusieurs années : l'économie chinoise a vu sa croissance soutenue par le crédit durant la récession mondiale, mais le remboursement de ces crédits est aujourd'hui problématique (Jiang, 2014, p. 164). Quelle solution est alors proposée par la plupart des économistes ? La plus fréquente est la libéralisation du secteur bancaire de manière à faire adopter aux banques chinoises les standards occidentaux basés sur une régulation micro-prudentielle, et ce malgré la crise de 2007-2008, qui n'aura pas modifié la prescription (comme le notent Ju et Lo, 2012).

La volonté de maintenir une certaine autonomie de la croissance chinoise vis-à-vis des fluctuations intempestives des mouvements de capitaux internationaux est un aspect important de la stratégie de développement de la Chine aux yeux du Parti Communiste Chinois, mais cette stratégie, qui a certes permis une dynamique d'investissement impressionnante, n'a pu empêcher l'intégration de la Chine au capitalisme américain, puisqu'elle l'a rendue dépendante du marché américain comme débouché, ainsi que des bons du trésor américain qu'elle n'a cessé d'accumuler (Gindin et Panitch, 2012, p. 292-300). Le régime de croissance de la Chine, reposant sur une dynamique d'investissement et un progrès technologique permis par des transferts de technologie et des exportations, le tout encadré par l'Etat, appelle des contrôles de capitaux et l'accumulation de réserves, ce qui rejoint l'analyse évoquée plus haut de McKinnon et Schnabl. Le secteur des exportations, essentiellement situé sur la côte Est, et les partisans d'une stabilité financière maximale en Chine ont en effet appuyé avec un certain succès l'accumulation de réserves<sup>12</sup> (Steinberg, 2014).

Les contrôles des capitaux, dans cette analyse apparaissent moins comme un choix de développement interne que comme une nécessité pour préserver l'économie chinoise d'un effondrement de son système bancaire et de la pénétration dans le système de banques étrangères. La Chine, qui a libéralisé une part importante de son économie dans la sphère de la production et des échanges, est plus réticente à mettre en application les promesses pourtant récurrentes de libéralisation du secteur bancaire et financier. Cette réticence, pouvant apparaître comme une faiblesse, est analysée par Léo Goodstadt (2014) comme une volonté de conserver un dernier levier de contrôle économique

---

<sup>12</sup> Celles-ci ont atteint un niveau tel que la Chine semble prise au piège, résignée à soutenir le dollar contre sa volonté, pour éviter de voir s'effondrer la valeur – aujourd'hui estimée à plus de 3 trillions de dollars – de son stock de réserves accumulées en dollars. C'est ce qu'Eswar Prasad (2014) décrit comme le « *dollar trap* ».

par la structure étatique, levier qui en outre répond aux besoins des gouvernements locaux toujours influents, ce à quoi sont mêlés quelques restes de l'idéologie du Parti Communiste Chinois, méfiant vis-à-vis des libéralisations du secteur et soucieux de conserver dans son giron le secteur bancaire si central à l'économie chinoise.

Quelle analyse dégager de ces contrôles vis-à-vis de l'internationalisation du RMB ? La discussion prend deux directions.

La première tient pour vraie l'hypothèse que la poursuite de l'internationalisation de la monnaie est impossible sans la libéralisation complète des flux financiers et du compte de capital. Dans ce cadre, les spécialistes qui reconnaissent volontiers que la monnaie chinoise est d'ores et déjà demandée par les acteurs internationaux et bénéficie d'une crédibilité liée à l'économie chinoise, s'intéressent alors au rythme d'ouverture financière de la Chine et observent avec attention les mesures de libéralisation (par exemple, Kawai et Liu, 2015).

La seconde, plus minoritaire, regroupe les auteurs qui considèrent que les contrôles de capitaux ne seront pas levés – voire qu'ils ne devraient pas l'être – mais qu'il est raisonnable de penser que l'internationalisation du RMB pourra tout de même se poursuivre via divers mécanismes. Par exemple pour Joshua Aizenman (2015), l'internationalisation du RMB pourrait tout à fait se poursuivre dans les échanges de la Chine sans viser l'internationalisation financière du RMB, qui elle, nécessiterait d'achever la libéralisation financière du pays<sup>13</sup>. Après tout, il faut bien admettre que jusqu'à maintenant, la progression du RMB s'est produite sans une parfaite mobilité des capitaux avec la Chine. On note également les travaux de Rhee et Sumulong (2013). Ceux-ci affirment qu'il est possible d'accommoder les restrictions actuelles sur les flux financiers vers la Chine avec la poursuite de l'internationalisation du RMB dès lors qu'une infrastructure adéquate existe sur des places *offshore* pour permettre de contourner l'usage du dollar. L'infrastructure en question assure le management des dépôts en RMB et offre une passerelle vers un marché des titres dans la même monnaie. C'est également l'opinion de Dong He et Robert McCauley (2010) qui insistent sur le rôle important des plateformes *offshore* dans le processus d'internationalisation<sup>14</sup>. Enfin, pour Jonathan Kirshner (2014, p. 237), l'internationalisation du RMB sans que soient levés les contrôles apparaît plausible tout en

---

<sup>13</sup> Joshua Aizenman écrit notamment « One expects the settlement share of the CNY will keep increasing rapidly, as there is ample room for further internationalization of the use of the RMB in trade settlements. The rapid trade internationalization, however, does not imply the desirability or the necessity of the RMB financial internationalization, a process that would require much deeper financial liberalization » (Aizenman, 2015).

<sup>14</sup> Les deux auteurs concluent un de leurs papiers ainsi « ...offshore markets perform essential economic functions, including a separation of currency risk from country risk and diversification of operational risks associated with the financial infrastructure that provides vital clearing and settlement services for the currency. For emerging market economies that are interested in seeing a larger share of their international balance sheets denominated in their own currencies, offshore markets can help to increase the recognition and acceptance of the currency among exporters, importers, investors and borrowers outside the country. This process can begin (but not end) while substantial capital controls are still in place, allowing the authorities to retain a measure of control over the pace of capital account liberalization » (He et McCauley, 2010, p. 24).

correspondant à un modèle de développement assumant ses divergences avec le modèle libéral prôné par les Etats-Unis. Son expansion est notamment liée à la diplomatie de la Chine, et aux accords bilatéraux de SWAPS.

### *Enjeux politiques*

En plus d'étudier les limites économiques et institutionnelles de l'internationalisation du RMB, il est nécessaire de questionner la volonté réelle du gouvernement chinois de la promouvoir. Aucune monnaie ne peut s'internationaliser sans l'aval – et même l'appui – des autorités du pays émetteur (Kirshner, 2014, p. 215-16). Cet argument est souvent avancé pour expliquer les ralentissements de l'internationalisation du Deutsche Mark, du yen, ou de l'euro, qui n'ont pas bénéficié du support des autorités monétaires et politiques compétentes pour encourager leur internationalisation. Sans volonté d'expansion monétaire internationale, l'internationalisation du RMB sera certainement limitée.

Cela nous amène à aborder la place de l'Etat dans le processus d'internationalisation. Le processus semble conditionné par la levée progressive de restrictions liées à son usage (He, 2012). Mais l'internationalisation d'une monnaie dépend avant tout de son utilisation – et donc de son acceptation – par des agents privés dans le reste du monde. En cela c'est un processus « endogène », évoluant selon le contexte juridique qui régit les opérations sur les marchés. Cette vision est éloignée de la théorie néochartaliste, qui attribue un rôle central à l'Etat dans l'établissement d'une monnaie. Ainsi, la théorie neochartaliste ne fournit pas la seule ni même la principale explication du développement de la monnaie dans les économies capitalistes (Rochon et Vernengo, 2003). Cela ne veut pas dire que l'Etat n'a aucun rôle à jouer dans le développement de la monnaie. Il est notamment amené à fournir une instance centralisatrice qui va homogénéiser les monnaies privées émises par les institutions bancaires. Qu'en est-il des relations monétaires avec le reste du monde ? La monnaie s'internationalise par le biais d'acteurs privés, qui créditent, prêtent, investissent, facturent et règlent leurs transactions. L'Etat a cependant la possibilité d'encadrer les pratiques monétaires des acteurs au travers de contrôles plus ou moins stricts sur le système monétaire et financier. S'il ne peut contrôler l'ensemble du processus d'internationalisation, il peut protéger son système de la présence d'acteurs du reste du monde, au travers de restrictions et d'un système de règles. Il contribue donc à définir l'espace de souveraineté monétaire. Ce que l'on peut déduire de la première partie de ce travail, c'est qu'en plus d'appuyer sur le plan diplomatique et institutionnel l'internationalisation du RMB, le gouvernement chinois adopte une réglementation qui lui est de plus en plus favorable.

Cependant, plusieurs éléments peuvent laisser penser que la Chine n'a pas de stratégie visant à se substituer au dollar. Tout d'abord certains discours provenant d'officiels chinois qui dénoncent non seulement la seule domination du dollar, mais la construction institutionnelle qui la rend possible. En cela la Chine porte un projet de refonte du système monétaire international qui remet en question la

possibilité laissée à une monnaie d'être hégémonique<sup>15</sup>. Ainsi, l'idée répandue selon laquelle la Chine développerait une stratégie expansionniste de manière à faire du renminbi un hégémon monétaire dans une logique de « guerre des monnaies » pourrait être fantasmée. Pour Michel Aglietta, les mesures stratégiques visant à internationaliser le RMB « n'ont pas pour objectif de faire du RMB la nouvelle devise incontournable à la place du dollar, mais plutôt de bâtir un consensus visant à abolir l'hégémonie quelle que soit sa forme » (Aglietta, 2011, p. 84). Le projet chinois avancé par Zhou (2009) est un projet qui vise à remettre en question le monopole, l'hégémonie du dollar, en appelant à un nouveau Bretton Woods<sup>16</sup>.

Les discours officiels doivent bien entendu être confrontés aux données. Les développements du RMB impliquent tout de même à plusieurs niveaux les autorités chinoises. Depuis la réaffirmation par la Chine en 2009 d'une volonté de modifier le système monétaire international, le pays a envisagé plusieurs stratégies pour contourner le conservatisme des institutions internationales, telles que les partenariats bilatéraux, les contrats SWAPS, et le développement de plateformes « d'avant-garde » pour le RMB *offshore*, que l'on a abordés plus haut. Ces stratégies ont permis à la Chine d'acquérir une forme de pouvoir monétaire international. La première manifestation de celui-ci réside dans une autonomie croissante sur le plan monétaire, permettant à la Chine d'être souveraine et lui fournissant un espace politique (la notion de pouvoir monétaire se manifestant par une autonomie croissante est développée dans Cohen, 2006). La seconde manifestation est l'ouverture des choix possibles aux acteurs internationaux, notamment en termes de monnaies de réserve (Chin, 2014). En étant à l'origine de ces nouvelles options, la Chine manifeste sa capacité à modifier le cadre du système monétaire international, et en cela vient se confronter au pouvoir du dollar.

Ce qui pourrait paraître paradoxal à première vue, c'est que le choix de la Chine de ne pas internationaliser sa monnaie sur les mêmes bases que les Etats-Unis pourrait bien être une des explications de l'expansion actuelle du RMB. Pour un certain nombre d'auteurs, la Chine ne cherche pas simplement à « tirer la couverture » vers elle, et sa démarche d'influencer le système monétaire international centré sur le dollar prend appui sur une contestation du modèle libéral américain (Kirshner, 2014). Les errements de celui-ci, qui ont transparu avec force lors de la crise de 2008, constituent d'ailleurs un soutien à l'internationalisation du RMB. La remise en cause du modèle libéral américain est un des fondements idéologiques prêtés de manière générale à la stratégie de développement chinoise. Là encore, il convient de rester prudent vis-à-vis de cette vision qui est portée

---

<sup>15</sup> « We stand for establishing a new international political and economic order that is fair and rational. We oppose all forms of hegemonism and power politics. China will never seek hegemony and never pursue expansionism » (discours de Jiang Zemin, en 2002, alors Président de la République Populaire de Chine, cité par Chin, 2014, p. 190).

<sup>16</sup> Bien que le projet de Zhou appelle à une nouvelle monnaie *de réserve* internationale, et non à une refonte du système visant l'instauration d'une monnaie internationale fonctionnant selon les principes de la *Clearing Union*, telle que la souhaitait Keynes. L'opposition entre *liquidité* et *clearing* est ici fondamentale. Ses implications sont exposées dans un article d'Amato et Fantacci (2014).



par la volonté de voir dans la Chine l'espoir d'une modification du système monétaire international, et qui peut conduire à une forme de cécité sur la nature de l'économie chinoise. Toutefois, nous pensons que toute monnaie repose sur un système de confiance à plusieurs niveaux, méthodique, hiérarchique et éthique (Aglietta et Orléan, 2002, p. 103-106 ; Théret, 2008, p.817-818). Ces différents niveaux conditionnent la liquidité elle-même. Le RMB reflète un ordre monétaire basé sur des principes politiques et éthiques sensiblement différents de ceux associés au Dollar US. Tandis que la plupart des analyses se focalisent sur l'impérieuse liquidité liée à la monnaie, l'émergence internationale du RMB au lendemain de la crise de 2008 tend à donner du crédit à l'approche insistant sur les relations de confiance vis-à-vis de l'ordre monétaire, et fournit une explication au succès de l'internationalisation du RMB malgré la subsistance de freins à sa liquidité<sup>17</sup>. Les croyances dans les valeurs incarnées par la Chine et sa monnaie – croyances fondées ou non – pourraient avoir ainsi pour résultat de favoriser le développement du RMB.

Au-delà des potentiels facteurs de blocage centrés sur la Chine, le dernier élément à aborder est la question du RMB relative à la position du dollar US. L'intérêt – pour ne pas dire l'enthousiasme – que le RMB suscite dans le milieu académique est accentué par les thèses « déclinistes » selon lesquelles se trouvent en déclin les Etats-Unis en général, et le dollar US en particulier. Ces théories sont pourtant réfutées par un certain nombre d'observateurs rattachés à l'économie politique internationale et analysant, à l'aide d'indicateurs, le caractère toujours profondément américano-centré de l'économie internationale. Comme nous l'avons évoqué plus haut, le RMB a certes dépassé le seuil de 2 % des paiements internationaux en valeur, mais le dollar est à plus de 44 %. En dépit du fait que certains facteurs macroéconomiques devraient *a priori* amener le dollar à décliner (par exemple, du fait d'une perte de confiance liée à un déficit récurrent du compte courant), des facteurs d'ordre politique et institutionnel jouent un rôle dans son maintien en tant que monnaie-clé (Cartapanis, 2009). Reprenant les travaux et la méthodologie de Susan Strange<sup>18</sup>, les « anti-déclinistes » constatent que le pouvoir structurel des Etats-Unis est toujours robuste et qu'à court terme, il est loin d'être menacé (Norrlof, 2014 ; Stokes, 2014). Par exemple, les Etats-Unis n'ont rien perdu de leur capacité à faire financer leur dette par le reste du monde (Stokes, 2014, p. 1080). Ils disposent de nombreux avantages qui favorisent leur domination dans les relations monétaires internationales, à commencer par leur budget militaire colossal (Norrlof, 2014, p. 1047).

---

<sup>17</sup> Nous entendons par là que bien que le gouvernement chinois s'emploie à améliorer la liquidité du RMB *offshore* au travers d'une libéralisation progressive du compte de capital, CNH et CNY ne sont pas parfaitement fongibles. Cela n'a pas empêché le RMB de progresser considérablement sur le plan international.

<sup>18</sup> Susan Strange a notamment développé la notion de « pouvoir structurel » dont les quatre caractéristiques sont i) l'exercice d'un contrôle sur la sécurité des autres nations ; ii) un contrôle sur le système de production des biens et services ; iii) la capacité à déterminer et à influencer la structure de la finance internationale et du crédit, de manière à pouvoir en bénéficier ; iv) le contrôle ou l'influence sur le savoir technique et informationnel, ainsi que sur les connaissances technologiques et religieuses (Strange, 1987, p. 565). Il est alors intéressant de confronter ces caractéristiques à la réalité de l'économie internationale.

Evoquer cet élément permet de rappeler que le statut toujours hégémonique du dollar pourrait être le dernier facteur de blocage, et non des moindres, à une internationalisation plus poussée du RMB, du fait du caractère asymétrique du système monétaire international.

## **Conclusion**

L'avenir du RMB en tant que monnaie internationale reste incertain. Ce papier, dont le but est d'exposer le processus d'internationalisation du RMB et son traitement dans la littérature académique, à la fois en termes macroéconomiques et d'économie politique internationale, fournit quelques éléments pour analyser son évolution.

Il en ressort que le RMB se trouve dans une dynamique d'internationalisation, observable dans les chiffres du commerce international, qui est son principal moteur, mais aussi dans des activités bancaires et financières, grâce à une implications croissantes de places *offshore*. L'internationalisation du RMB est portée par des institutions qui elles-mêmes sont en évolution, sous l'impulsion du gouvernement chinois, ce qui, sans être suffisant, est nécessaire à la soutenabilité de l'expansion de la monnaie chinoise. Si le RMB se trouve au cœur d'un ordre monétaire émergent en Chine et plus largement en Asie, la dynamique qui le porte est néanmoins menacée par des problèmes d'ordres macroéconomiques, institutionnels, et politiques. La question – qui reste sans réponse – est alors de savoir si ceux-ci pourront être résolus, ou du moins contenus, de manière à ne pas entraver l'internationalisation de la monnaie.

Enfin, rappelons que l'internationalisation du RMB ne s'écrit pas sur une page blanche, mais dans un monde où d'autres monnaies circulent déjà. L'étude de l'émergence du RMB ne peut se dispenser de tenir compte des pratiques monétaires préexistantes, caractérisées par un usage dominant du dollar dans les relations monétaires du continent asiatique dans son ensemble. Ce papier n'aborde que très rapidement ces éléments pourtant essentiels, et qui auraient mérité un traitement approfondi. Il est par conséquent nécessaire de prendre en considérations l'attitude et la stratégie des principaux intéressés, à savoir les Etats-Unis, aux yeux de qui une remise en cause à grande échelle du dollar par le RMB est une menace susceptible d'engendrer des bouleversements majeurs, non seulement économiques, mais aussi politiques.

## Bibliographie

AGLIETTA, M. (2011), « Internationalisation de la monnaie chinoise », *Perspectives Chinoises*, n°2011/3, p. 84-88.

AGLIETTA, M. et ORLEAN, A. (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob, Paris.

AITE GROUP (2014), *Internationalizing the Renminbi: Weaving a Web for the Next World Currency*, Commissioné par Clearstream, mai, 81 p.

AIZENMAN, J. (2015), « The internationalization of the RMB, capital market openness and financial reforms in China », *NBER Working Paper*, n° 20943, février.

AMATO, M. et FANTACCI, L. (2014), « Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money », *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 38, n° 6, novembre, p. 1431-1452.

BALLANTYNE, A., GARNER, M. et WRIGHT, M. (2013), « Developments in Renminbi Internationalisation », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, juin, p. 65-74.

BROZ, J. (1999), « Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-rider Problem », *International Organization*, Vol. 53, n° 1, hiver, p. 39-70.

CARTAPANIS, A. (2009), « Le dollar incontesté? Economie politique d'une monnaie internationale », *Revue d'économie financière*, n° 94, p. 135-150.

CHIN, G. (2014), « China's Rising Monetary Power », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 184-212.

COHEN, B. (2006), « The Macrofoundations of Monetary Power », in ANDREWS, D. (ed.), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 31-50.

COHEN, B. (2014a), « Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan », *ADB Working Paper Series*, n° 453, Asian Development Bank Institute, janvier.

COHEN, B. (2014b), « The China Question: Can Its Rise Be Accommodated? », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 23-44.

COHEN, B. et BENNEY, T. (2014), « What does the international currency system really look like? », *Review of International Political Economy*, Vol. 21, n° 5, p. 1017-1041.

DEUTSCHE BANK (2014), « Roadmap for RMB internationalization », *Asia Economics Special*, June 25.

EICHENGREEN, B. (2013), « Renminbi Internationalization: Tempest in a Teapot? », *Asian Development Review*, Vol. 30, n° 1, p. 148-164.

EICHENGREEN, B. et FLANDREAU, M. (2012), « The Federal Reserve, the Bank of England, and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914–1939 », *Open Economies Review*, Vol. 23, n° 1, février, p. 57-87.

FELIPE, J., KUMAR, U., USUI, N. et ABDON, A. (2013), « Why has China succeeded? And why it will continue to do so », *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 37, n° 4, juillet, p. 791-818.

GAGNON, J. et TROUTMAN, K. (2014), « Internationalization of the Renminbi: The Role of Trade Settlement », *Policy Brief*, n° 14/15, Peterson Institute for International Economics, mai.

GARCIA-HERRERO, A. et XIA, L. (2013), « China's RMB Bilateral Swap Agreements: What Explains the Choice of Countries? », *BOFIT Discussion Paper*, n°12/2013, Bank of Finland.

GAULARD, M. (2014), « Les dangers de la bulle immobilière chinoise », *Revue Tiers Monde*, n° 219, juillet-septembre, p. 77-96.

GINDIN, S. et PANITCH, L. (2012), *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*, Verso Books, Londres et New York.

GOODSTADT, L. (2014), « China's Banking: How Reforms Lost Momentum », *HKIMR Working Paper*, n° 26/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, octobre.

HATZVI, E., NIXON, W. et WRIGHT, M (2014), « The Offshore Renminbi Market and Australia », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, décembre, p. 53-62.

HE, D. (2012), « Renminbi Internationalisation: A Primer », Hong Kong Institute for Monetary Research, 31 juillet.

HE, D. et McCAULEY, R. (2010), « Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues », *BIS Working Papers*, n°320.

HENNING, C.R. (2012), « Choice and Coercion in East Asian Exchange Rate Regimes », *The Peterson Institute for International Economics Working Paper*, n° 12/15, septembre.

HOOLEY, J. (2013), « Bringing Down the Great Wall? Global Implications of Capital Account Liberalisation in China », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 4<sup>e</sup> trimestre, p. 304-316.

ITO, H. et CHINN, M. (2014), « The Rise of the “Redback” and the People’s Republic of China’s Capital Account Liberalization: An Empirical Analysis of the Determinants of Invoicing Currencies », *ADB Working Paper Series*, n° 473, Asian Development Bank Institute, avril.

J.P. MORGAN (2012), *Global RMB Handbook for Financial Institutions*, JPMorgan Chase Bank.

JIANG, Y. (2014), « The Limits of China’s Monetary Diplomacy », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China’s International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 156-183.

JU. X. et LO, D. (2012), « The cost and benefit of banking regulations and controls, Chinese style », *PSL Quarterly Review*, Vol. 65, n° 263, p. 385-402.

KAWAI, M., et LIU, L.-G. (2015), « Trilemma Challenges for the People’s Republic of China », *ADB Working Paper Series*, n° 513, Asian Development Bank Institute, février.

KIRSHNER, J. (2014), « Regional Hegemony and an Emerging RMB Zone », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China’s International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 213-240.

LAI, E. et YU, X. (2014), « Invoicing Currency in International Trade: An Empirical Investigation and Some Implications for the Renminbi », *The World Economy*, Vol. 38, n°1, janvier, p.193-229.

MATHUR, I. et DE, S. (2014), « The Dim Sum Bond Market in Hong Kong », in BATTEN, J. et WAGNER, N. (eds.) *Risk Management Post Financial Crisis: A Period of Monetary Easing*, Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis, Vol. 96, Emerald Group Publishing Limited, p. 367-388.

McCAULEY, R. (2011), « Renminbi internationalization and China’s financial development », *BIS Quarterly Review*, décembre, p. 41-56.

McKINNON, R. et SCHNABL, G. (2014), « China’s Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency », *China & World Economy*, Vol. 22, n° 3, p. 1-35.

NORRLOF, C. (2014), « Dollar Hegemony: a Power Analysis », *Review of International Political Economy*, Vol. 21, n° 5, p. 1042-1070.

PEOPLE’S BANK OF CHINA [PBOC] (2014), *China Monetary Policy Report*, Quarter 2 – 2014, Pékin, 1er août.

PRASAD, E. (2014), *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened its Grip on Global Finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 432 p.

RHEE, C. et SUMULONG, L. (2013), « A Practical Approach to International Monetary System Reform: Building Settlement Infrastructure for Reform », *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, n° 341, mars.

ROCHON, L-P. et VERNENGO, M. (2003), « State money and the real world: or chartalism and its discontents », *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 26, n°1, octobre, p. 57-67.

SHU, C., HE, D., et CHENG, X. (2014), « One Currency, Two Markets: The Renminbi's Growing Influence in Asia-Pacific », *HKIMR Working Paper*, n°10/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, mai.

STEINBERG, D. (2014), « Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserves », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p.71-98.

STOKES, D. (2014), « Achilles' deal: Dollar decline and US grand strategy after the crisis », *Review of International Political Economy*, Vol. 21, n° 5, p. 1071-1094.

STRANGE, S. (1987), « The Persistent Myth of Lost Hegemony », *International Organization*, Vol. 41, n° 4, automne, p. 551-574.

SWIFT (2012), « RMB internationalisation: perspectives on the future of RMB clearing », White paper. Disponible à l'adresse suivante :

[http://www.swift.com/resources/documents/SWIFT\\_White\\_paper\\_RMB\\_internationalisation\\_EN.pdf](http://www.swift.com/resources/documents/SWIFT_White_paper_RMB_internationalisation_EN.pdf)

THERET, B. (2008), « Les trois états de la monnaie : approche interdisciplinaire du fait monétaire », *Revue économique*, Vol. 59, n°4, juillet, p. 813-841.

ZHOU, X. (2009), « Reform the International Monetary System », discours délivré le 23 mars, People's Bank of China.