

## LE RENMINBI PEUT-IL RENDRE LE DTS PLUS ATTRAYANT ?

*Dans le cadre des discussions sur la réforme du système monétaire international, le Droit de Tirage Spécial (DTS) a connu un regain d'intérêt. La décision des ministres des finances et banquiers centraux du G20, en avril 2011, de travailler à un "sentier d'élargissement du DTS fondé sur des critères"<sup>1</sup> laisse envisager l'inclusion de la monnaie chinoise dans le DTS, aux côtés du dollar, de l'euro, du yen et de la livre Sterling. Ce projet est motivé par deux principaux objectifs : d'une part, rendre le DTS plus attrayant comme réserve de valeur et comme unité de compte ; d'autre part, renforcer la coopération monétaire internationale. Le principal obstacle est que la monnaie chinoise n'est pas "librement utilisable", selon la terminologie du Fonds monétaire international. Compte tenu du processus en cours d'internationalisation et de flexibilisation du régime de change, nous montrons toutefois qu'une inclusion relativement rapide du renminbi dans le DTS pourrait apporter des bénéfices substantiels en termes de représentativité, d'efficacité et de stabilité.*

1

### ■ Un DTS sorti des oubliettes

Le Droit de Tirage Spécial a été créé en 1969, après des années de discussions dans le cadre du "Groupe des Dix", un groupe alors composé des ministres des finances et des banquiers centraux des dix plus grandes économies, dans le but de compléter les instruments de réserve des banques centrales, à un moment où la quantité d'or et de dollar devenait insuffisante comparée à l'expansion des échanges mondiaux. Le stock de ce nouvel avoir de réserve, dont la valeur était fixée à 0,888671 grammes d'or (soit alors un dollar), a le grand avantage de ne pas dépendre de la balance des paiements du pays émetteur de la monnaie de réserve – les États-Unis –, ni des découvertes de nouvelles mines d'or : la quantité de DTS était fixée par le FMI en fonction des besoins en réserves internationales et allouée aux différents États membres en proportion de leurs quotes-parts.

Suite à l'abandon de la parité or, en 1971, puis au passage aux changes flottants en 1973, la valeur du DTS fut redéfinie comme un panier de monnaies. Ce panier a ensuite évolué plusieurs fois ; depuis 1999, il est composé du dollar, du yen, de la livre sterling et de l'euro.

Par rapport aux objectifs initiaux, le flottement des monnaies a réduit les besoins de détention de réserves. Avec l'accumulation de déficits de balances des paiements aux États-Unis, la quantité de dollars en circulation hors du pays s'est longtemps avérée suffisante pour satisfaire les besoins des banques centrales sans qu'il faille faire appel au DTS. Ainsi, en dépit de l'engagement pris par les États membres du FMI en 1978 de faire du DTS le principal actif de réserve, seules deux séries d'allocations ont eu lieu avant la crise de 2008 : 1970-1972, puis 1978-1981. Malgré l'allocation massive décidée en 2009, le

1. "A criteria-based path to broaden the composition of the SDR", voir <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-110415-en.html>.

DTS représente aujourd'hui moins de 5% des réserves officielles mondiales.

Le DTS connaît toutefois un net "regain d'intérêt", notamment depuis le discours très commenté du gouverneur de la Banque du Peuple Chinois, en mars 2009, plaidant pour une diversification des actifs de réserve. De fait, l'organisation actuelle du système monétaire international autour du dollar est de plus en plus incompatible avec le déplacement de l'économie mondiale vers les économies émergentes<sup>2</sup>.

## ■ DTS : mode d'emploi

Le DTS n'est pas une monnaie. C'est une créance potentielle sur les banques centrales qui disposent de monnaies "librement utilisables".

Le mécanisme d'allocation et d'utilisation est le suivant : le FMI décide une allocation, laquelle est répartie entre les États-membres selon leur quotes-parts. Les banques centrales voient alors leur actif et leur passif augmenter dans les mêmes proportions. Le taux d'intérêt reçu à l'actif et versé au passif étant identique (c'est une moyenne pondérée des taux d'intérêt à court terme des monnaies du panier), l'opération est neutre tant que les DTS ne sont pas exercés.

À travers un mécanisme volontaire ou de désignation, un pays en situation de déficit de la balance des paiements peut échanger ses DTS contre l'une des monnaies composant le panier auprès d'un pays en excédent afin de faire face à ses obligations. Le pays en déficit détiendra alors moins de DTS à son actif mais toujours les mêmes engagements vis-à-vis des autres États-membres à son passif. Il paiera donc un intérêt net au FMI. À l'inverse, le pays en excédent, qui a fourni les devises en échange des DTS, recevra un intérêt net au FMI, qui sert ainsi de chambre de compensation.

## ■ Le renminbi dans le DTS : pour quoi faire ?

En avril 2011, les ministres des finances et banquiers centraux du G20 ont convenu de travailler à un "processus d'élargissement du DTS fondé sur des critères". Il s'agit en fait d'inclure, sous certaines conditions, la monnaie chinoise dans le panier, aux côtés des quatre monnaies qui le composent actuellement.

Si la Chine est sans conteste devenue une puissance de premier plan (et le premier pays exportateur mondial de biens), cela ne suffit pas pour que sa monnaie soit intégrée dans le DTS. Il faudrait en effet que le renminbi devienne "librement utilisable", c'est-à-dire largement utilisé dans les transactions internationales et échangé sur les marchés des changes, alors même qu'il n'est pas convertible et encore très loin d'occuper une place significative dans les transactions internationales. L'enjeu, dès lors est d'examiner si cette condition peut être révisée (au moins pour une période transitoire) ou si les indicateurs de la "libre utilisation" peuvent être revus. Surtout, il s'agit de bien cerner les avantages et inconvénients d'une inclusion du renminbi dans le panier.

Parce que la volatilité du panier par rapport au renminbi serait mécaniquement réduite, la Banque du Peuple Chinois pourrait être incitée à se porter volontaire pour échanger ses dollars (ou des renminbis) contre des DTS, renforçant ainsi le dispositif tout en ouvrant la porte à une diversification en douceur des réserves chinoises. L'inclusion du renminbi dans le DTS créerait aussi un cercle naturel pour la coordination monétaire internationale – celui des pays émetteurs des monnaies du panier.

Toutefois, inclure une monnaie non convertible et ancrée au dollar pourrait réduire l'attrait du DTS dans la mesure où cela en ferait un substitut non liquide du dollar. La question clé est sans doute davantage celle de la volatilité que celle de la liquidité du DTS, déjà assurée par les monnaies du panier actuel.

## ■ Impact de l'inclusion du renminbi : stabilité

La stabilité du panier – stabilité de sa composition et de sa valeur – est une condition clé de l'attrait du DTS comme unité de compte et réserve de valeur. Nous proposons ci-dessous une projection de la composition du DTS en suivant la méthode du FMI et à partir de quelques hypothèses simples concernant l'évolution future du commerce mondial et la composition des réserves de change (voir l'encadré 1). Nous comparons les résultats selon que le renminbi est ou non inclus dans le panier. Les résultats sont reportés dans le tableau 1.

Si la monnaie chinoise avait été comprise dans le DTS dans les années 1990 et 2000, son impact sur le comportement du panier aurait été très limité en raison du faible poids du renminbi (moins de 10%). Cependant, le renminbi

2. Voir A. Bénassy-Quéré & J. Pisani-Ferry (2011), "La longue marche vers un régime monétaire multipolaire", *La lettre du CEPII*, n° 308, février.

## Encadré 1 – Méthode de simulation

Notre scénario contrefactuel de participation du renminbi au DTS s'appuie sur la méthode du Fonds Monétaire International (FMI, 2010). Le poids  $w_{i,T}$  de chaque monnaie  $i$ , fixe pour chaque période de cinq ans  $T$  (la dernière en date courant du 1<sup>er</sup> janvier 2011 au 31 décembre 2015) est fonction des réserves de change libellées dans cette monnaie,  $R_{iT}$  et des exportations du pays (ou de la zone monétaire) correspondant(e),  $X_{iT}$ , en moyenne durant les cinq années précédant la révision du panier :

$$w_{i,T} = \frac{R_T}{R_T + X_T} \frac{R_{i,T}}{R_T} + \frac{X_T}{X_T + R_T} \frac{X_{i,T}}{X_T}$$

où  $R_T$  et  $X_T$  désignent respectivement les réserves de change mondiales et les exportations mondiales. Sur les périodes passées, les  $w_{i,T}$  se calculent aisément à l'aide des données FMI, même si les résultats pour le panier sans la monnaie chinoise diffèrent parfois du panier officiel en raison notamment de règles d'arrondis.

En projection, on fixe les poids respectifs des réserves de change et des exportations dans la formule de calcul et on s'appuie sur les projections d'exportations à long terme du modèle MIRAGE. Pour la structure des réserves de change, deux scénarios extrêmes sont successivement envisagés : une structure constante, égale à celle de 2010 (aucunes réserves en RMB – hypothèse conservatrice) ; ou une structure des réserves qui s'aligne progressivement sur le poids des différents pays dans le PIB mondial à l'horizon 2050 (hypothèse de multipolarité du système monétaire international). Dans le scénario conservateur, le yuan deviendrait la deuxième monnaie du panier à l'horizon 2050 (voir le tableau) ; elle serait première dans le scénario multipolaire.

L'impact de l'inclusion du RMB sur la volatilité du DTS est ensuite calculé l'hypothèse conservatrice, avec régimes de change alternatifs : un ancrage de la monnaie chinoise sur le dollar ; ou un flottement du RMB, rapprochant le comportement de cette monnaie de celui des autres monnaies du panier\*.

\* Les hypothèses sont détaillées dans A. Bénassy-Quéré & D. Capelle (2011), "On the inclusion of the renminbi in the SDR basket", *Document de travail CEPIL*, n° 2011-19, juillet.

pourrait devenir, à l'horizon 2040, la deuxième, voire la première monnaie du panier. Attendre trop longtemps avant d'inclure le RMB dans le panier (sous le motif que cette monnaie n'est pas "librement utilisable") fait courir le risque d'une discontinuité lorsque le panier sera finalement élargi. À l'inverse, le principe d'une composition stable du panier milite contre l'inclusion d'autres monnaies, car la liste des monnaies risquerait de devoir être révisée périodiquement en fonction de l'évolution des rangs des différents pays.

Tableau 1 – Composition du DTS par année de révision\*, avec et sans RMB, en %

		2000	2010	2020	2030	2040	2050
USD	Sans RMB	45,0	41,9	41,5	41,1	41,0	40,7
	Avec RMB	44,0	37,6	37,9	36,7	35,7	35,0
EUR	Sans RMB	29,0	37,4	38,1	37,9	37,5	37,3
	Avec RMB	28,0	33,4	30,9	27,8	25,1	23,3
GBP	Sans RMB	11,0	11,3	10,4	10,3	10,2	10,2
	Avec RMB	10,0	10,1	8,3	7,3	6,5	6,0
JPY	Sans RMB	15,0	9,4	10,0	10,7	11,3	11,7
	Avec RMB	14,0	8,4	7,5	6,9	6,3	5,8
CHN	Sans RMB	-	-	-	-	-	-
	Avec RMB	4,0	10,5	15,5	21,3	26,4	29,9

\* Les poids s'appliquent pendant cinq ans à partir de l'année suivant l'année de révision.  
Source : FMI et calculs des auteurs.

L'impact de l'inclusion du RMB dans le DTS sur la volatilité de la valeur du panier dépendra, de manière déterminante, du régime de change chinois : en supposant un RMB ancré sur le dollar, la volatilité du panier par rapport à l'euro ou à la livre Sterling augmenterait considérablement au cours des décennies à venir, tandis que le DTS serait stabilisé par rapport au dollar, au renminbi et à un certain nombre de monnaies hors DTS (graphique 1). À l'inverse, un régime de change flexible limiterait fortement l'impact de l'inclusion du renminbi dans le panier, à supposer qu'un RMB flottant se comporte comme les actuelles monnaies flottantes en termes de variance et de covariance (graphique 2).

De la même manière, l'inclusion d'un renminbi fortement sous-évalué affaiblirait la valeur du DTS. Ces arguments suggèrent de ne pas faire entrer le RMB dans le panier avant que la Chine n'ait flexibilisé son régime de change et réduit la sous-évaluation de sa monnaie. Cependant, en attendant trop longtemps, on risque d'introduire une discontinuité au moment de l'élargissement du panier. Par ailleurs, l'inclusion du RMB dans le DTS pourrait compenser une tendance du panier à la dépréciation en termes effectifs réels, en lien avec l'effet Balassa-Samuelson et l'accumulation de déficits extérieurs aux États-Unis, le dollar pesant pour 42% dans le panier actuel. De manière symétrique, le potentiel d'appréciation du RMB est

Graphique 1 – Impact sur la volatilité de l'inclusion d'un RMB ancré sur le dollar US (variation de l'écart-type des variations mensuelles de taux de change, en %)



Source : Calculs des auteurs.

important, toujours en termes effectifs réels. Cet aspect pourrait renforcer l'attrait du DTS notamment pour les économies émergentes extérieures au panier, d'autant plus que l'impact de l'inclusion du RMB sur le taux d'intérêt du DTS devrait être limité.

Graphique 2 – Impact sur la volatilité de l'inclusion d'un RMB flottant (variation de l'écart-type des variations mensuelles de taux de change, en %)



Source : Calculs des auteurs.

## Conclusion

Lors de la conférence G20 sur le système monétaire international à Nankin, en mars 2011, le secrétaire d'État au Trésor américain Timothy Geithner a créé l'émoi en posant la flexibilisation du régime de change chinois comme condition à une entrée du RMB dans le panier DTS : alors que, par le passé, des monnaies non flexibles ont souvent fait partie du panier, l'administration américaine semblait avoir trouvé un nouveau levier pour accélérer l'adoption par la Chine d'un régime de change flottant. Cependant, l'analyse qui précède suggère que ce critère pourrait de fait s'avérer plus important, pour renforcer l'attrait du DTS comme unité de compte et réserve de valeur, que son caractère "librement utilisable", même s'il est difficile d'envisager l'inclusion du renminbi sans qu'il existe de véritable marché pour cette monnaie. Dans la mesure où elle ne serait plus ancrée sur le dollar, la monnaie chinoise serait susceptible de réduire la volatilité du DTS et de contrecarrer une possible tendance baissière du panier à long terme. L'inclusion du renminbi serait cohérente avec l'irruption de la Chine comme premier pays exportateur de biens et elle pourrait contribuer à un développement plus harmonieux de son rôle au sein du système monétaire international.

Agnès Bénassy-Quéré & Damien Capelle  
beatrice.postec@cepii.fr

### LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2011  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
113, rue de Grenelle  
75700 Paris SP 07  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :  
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
DILA  
Direction de l'information  
légitime et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 60 € TTC  
Europe 62 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
60,80 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
61,90 € HT  
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :  
**Direction de l'information légale et  
administrative (DILA)**  
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07  
commande@ladocumentationfrancaise.fr  
tél. : 01 40 15 70 01

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

23 septembre 2011  
Imprimé en France par le  
Centre d'Analyse Stratégique

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