



**HAL**  
open science

# Évolution du rôle du yuan en Asie orientale : la guerre des monnaies aura-t-elle lieu ?

Catherine Figuière, Laëtitia Guilhot

► **To cite this version:**

Catherine Figuière, Laëtitia Guilhot. Évolution du rôle du yuan en Asie orientale : la guerre des monnaies aura-t-elle lieu ?. 2011, pp.30. halshs-00697581

**HAL Id: halshs-00697581**

**<https://shs.hal.science/halshs-00697581>**

Submitted on 15 May 2012

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

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

*Les Notes de l'Irasec n° 11 - Irasec's Discussion Papers #11*

# **Évolution du rôle du yuan en Asie orientale : la guerre des monnaies aura-t-elle lieu ?**

Catherine Figuière et Laëtitia Guilhot

*Mai 2011*



**IRASEC**

INSTITUT DE RECHERCHE SUR L'ASIE DU SUD-EST CONTEMPORAINE  
RESEARCH INSTITUTE ON CONTEMPORARY SOUTHEAST ASIA

Les *Notes de l'Irasec* sont publiées en version électronique par l'Institut de recherche sur l'Asie du Sud-Est contemporaine.

© Tous droits réservés à l'auteur ou aux auteurs des *Notes de l'Irasec*.

N. B. : Les opinions exprimées dans ce document n'engagent que leurs auteurs.

Pour citer cette publication :

Catherine Figuière et Laëtitia Guilhot, « Évolution du rôle du yuan en Asie orientale : la guerre des monnaies aura-t-elle lieu ? » *Notes de l'Irasec*, n° 11, mai 2011, [www.irasec.com](http://www.irasec.com)

COMITÉ DE PILOTAGE

- Bénédicte BRAC de LA PERRIÈRE (Case-CNRS-EHESS)
- Stéphane DOVERT (MAEE)
- Guy FAURE (CNRS-IAO)
- Christophe JAFFRELOT (CNRS-Ceri)
- Christian LECHERVY (MAEE)
- Jean-Francois SABOURET (CNRS)
- Benoît de TRÉGLODÉ (Irasec)
- Marie-Sybille de VIENNE (Inalco)

COMITÉ SCIENTIFIQUE

- Jean BAFFIE (CNRS - Irsea)
- Romain BERTRAND (CNRS-Ceri)
- Sophie BOISSEAU du ROCHER (Asia Centre-Sc. Po)
- Christian CULAS (CNRS-Irasec)
- Alain FOREST (Paris VII)
- Emmanuel POISSON (Paris VII)
- Yves GOUDINEAU (EFEO)
- William GUERAICHE (Université américaine de Dubai)
- Jacques IVANOFF (CNRS-Irasec)
- Rémy MADINIER (CNRS-Irasec)
- Vatthana PHOLSENA (CNRS-Irasec)
- Hugues TERTRAIS (Paris I)

IRASEC (USR CNRS 3142 - UMIFRE 22)  
c/o French Embassy  
29 Sathorn Tai Road  
Bangkok 10120  
Thailand

Tel : (66) 026 27 21 82

Fax : (66) 026 27 21 85

Site Internet: [www.irasec.com](http://www.irasec.com)

Email: [publications@irasec.com](mailto:publications@irasec.com)

L'Institut de recherche sur l'Asie du Sud-Est contemporaine (USR 3142 - UMIFRE 22 CNRS MAEE) s'intéresse depuis 2001 aux évolutions politiques, sociales et environnementales en cours dans les onze pays de la région. Basé à Bangkok, l'Institut fait appel à des chercheurs de tous horizons disciplinaires et académiques qu'il associe au gré des problématiques. Il privilégie autant que possible les démarches transversales.

# Évolution du rôle du yuan en Asie orientale : la guerre des monnaies aura-t-elle lieu ?

Catherine Figuière<sup>1</sup> et Laëtitia Guilhot<sup>2</sup>

## Introduction

La crise qui commence en août 2007 aux États-Unis et qui se diffuse en Europe à l'automne 2008, puis en Asie à partir de l'hiver 2008-2009, remet sur le devant de la scène la question de l'intégration monétaire en Asie comme un moyen pour mieux lutter contre les chocs, qu'ils soient endogènes, comme en 1997, ou exogènes, comme en 2008. C'est précisément la crise de 1997 qui avait incité les pays de l'Asean + 3<sup>3</sup>, à entamer un processus de coopération institutionnelle dans le domaine monétaire et financier visant à accompagner une régionalisation *de facto* déjà bien avancée (Figuière et Guilhot, 2010). Cette nouvelle crise marque-t-elle le début d'une « guerre des monnaies » en Asie, ou, au contraire, va-t-elle inciter les États de la zone à approfondir leur coopération en matière de taux de change ?

Pour poser les termes du débat sur l'avenir monétaire de l'Asie orientale, en général, et sur le rôle du yuan, en particulier – étant donné la place de la Chine dans l'économie régionale et mondiale – il faut comme la crise actuelle nous y oblige, réfléchir en termes de scénarios. En effet, les travaux régulationnistes ont largement mis en évidence que les périodes dites de « grandes crises » correspondent à des phases d'incertitudes structurelles au cours desquelles des éléments anciens et nouveaux se combinent, avant que n'émerge la combinaison caractéristique de la phase suivante de stabilité structurelle et, donc, de croissance. Au niveau global, deux hypothèses émergent actuellement : très schématiquement, soit « l'étalon dollar » se maintient, soit un « polycentrisme monétaire » se met progressivement en place (Aglietta, 2010a). Les créations d'un « Fonds monétaire asiatique » en mars 2010 et du Fonds européen de stabilité financière deux mois plus tard, peuvent être lues comme des arguments en faveur de cette seconde hypothèse, alors que

---

<sup>1</sup> Maître de Conférences, habilitée, à Université Pierre-Mendès-France de Grenoble.

<sup>2</sup> Maître de Conférences à l'Institut d'administration des entreprises (IAE) de Lyon.

<sup>3</sup> Les 10 membres de l'Asean (Association of Southeast Asian Nations) ainsi que le Japon, la Chine et la Corée du Sud. Les membres fondateurs de l'Asean (1967) sont l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande. Ils ont été rejoints par le Sultanat de Brunei (1984), le Viêt Nam (1995), le Laos et la Birmanie (1997), le Cambodge (1999).

le retour de la Chine à un ancrage dollar en juillet 2008 peut au contraire faire abonder dans le sens de la première. Néanmoins, la politique de change de la Chine fait l'objet de revirements fréquents comme l'a montré l'annonce faite, à la veille du sommet du G20 (26-27 juin 2010 à Toronto), d'un retour à une certaine flexibilité du taux de change du yuan.

Des travaux antérieurs menés par les auteures ont permis de montrer que la Chine et le Japon se partageaient les attributs de leadership régional en Asie orientale (Figuière et Guilhot, 2006 et 2008). L'arme monétaire fait bien partie de ces attributs, mais à ce jour, ni l'une ni l'autre de ces nations n'a accepté de laisser s'internationaliser sa monnaie. Si la Chine semble aujourd'hui plus en mesure d'imposer sa vision dans la région, on peut néanmoins s'interroger sur les capacités réelles de la monnaie chinoise à y jouer un rôle clé. En effet, l'enjeu n'est pas de discuter des critères d'optimalité d'une éventuelle zone monétaire en Asie orientale – dont on sait par avance qu'elle ne saurait être « optimale » au sens théorique du terme étant donnée la disparité des niveaux de développement dans la zone – mais bien de considérer le « biais » chinois qui semble s'affirmer dans l'élaboration en cours d'un régime monétaire et financier régional. Pour ce faire, en accord avec de nombreux observateurs et acteurs de la situation en Asie orientale (Plummer, 2010 ; Winkler, 2010 ; ADB, 2009, 2010a et 2010b), le périmètre de l'Asean + 3 s'impose comme le niveau spatial pertinent, et ce pour au moins deux raisons : d'une part, toutes les initiatives institutionnelles (régionalisme) dans les domaines monétaire et financier depuis la crise de 1997 rassemblent les treize pays qui en sont membres ; d'autre part, c'est entre ces pays que les flux économiques s'intensifient le plus (régionalisation). L'Asean ne saurait constituer un périmètre suffisant pour ce type de réflexion car, comme le souligne Bruno Jetin (2009), « une intégration monétaire qui exclurait la Chine ou le Japon aurait du mal à trouver sa cohérence ».

Après un retour sur l'évolution de la gestion du taux de change du yuan, l'analyse montrera que si quatre scénarios sont théoriquement envisageables pour l'avenir des taux de change en Asie orientale, le yuan ne pourra y jouer explicitement un rôle clé à court et moyen terme. L'expérience chinoise d'ancrage à un panier de monnaies entre 2005 et 2008 pourrait par contre s'imposer comme référence dans les années à venir, ouvrant la voie à la constitution d'un « bloc monétaire asiatique ». La création d'un Fonds monétaire asiatique en mars 2010 va renforcer cette hypothèse. Ainsi « la guerre des monnaies » peut être difficilement envisageable au sein de la zone, néanmoins les tensions récurrentes entre les États-Unis et la Chine sur les questions de la sous-évaluation du yuan laissent présager ce phénomène sur une autre aire géographique.

## 1 - Brève histoire d'une politique de change : « le yoyo du yuan »

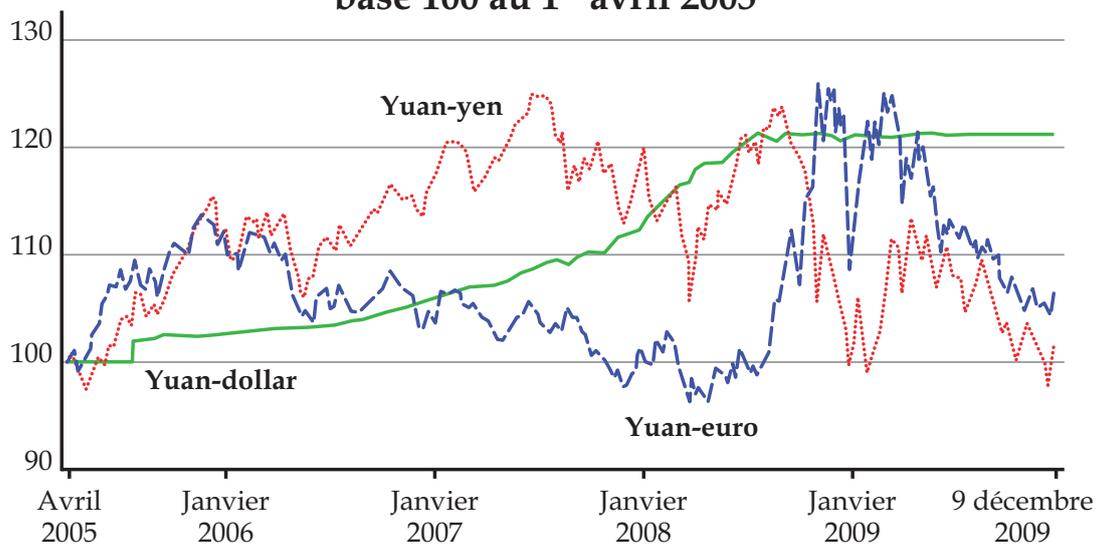
Pour comprendre les enjeux nationaux et internationaux du taux de change du yuan, le détour par les évolutions de la politique de change de la monnaie chinoise s'avère indispensable (Bénassy-Quéré et Lahrière-Révil, 2008).

Le yuan, ou renminbi, désignation officielle de la monnaie chinoise, a été créé le **1<sup>er</sup> décembre 1948**, concomitamment à la fondation de la Banque populaire de Chine qui deviendra la Banque centrale. Sur la période **1972-1979**, le yuan s'établit à 1,50 dollar. À partir du début des années 1980, les autorités chinoises procèdent à des dépréciations successives afin de renforcer – ou maintenir – la compétitivité des exportations chinoises.

Entre **1994 et 2005**, une politique de parité fixe par rapport au dollar est mise en place (Bénassy-Quéré *et alii*, 2004). Un dollar s'échange alors contre 8,3 yuans. Lors de la crise asiatique de 1997, les autorités chinoises décident de ne pas dévaluer leur monnaie afin de ne pas pénaliser davantage leurs voisins en difficulté. Cette attitude permet également d'exprimer leur « solidarité régionale » et ainsi d'améliorer leur image.

Le **21 juillet 2005**, les autorités chinoises, via la Banque centrale de Chine, décident d'abandonner cette stratégie d'ancrage fixe (Aglietta, 2010b). Elle est remplacée par un ancrage à un panier de devises qui comprend le dollar, l'euro, le won, le yen mais aussi le ringgit malais, le rouble, le dollar canadien, le dollar australien, la livre sterling et le baht thaïlandais. Néanmoins, les pondérations ne sont pas rendues publiques (Bouveret *et alii*, 2006). Les autorités chinoises font en fait régulièrement évoluer ces pondérations afin d'éviter une trop forte appréciation du yuan. Cette réforme s'accompagne d'une appréciation de 2 % du yuan contre le dollar et d'une « autorisation » de fluctuation quotidienne comprise entre +/- 0,3 % du taux de change contre le dollar (élargie en 2006 à +/- 0,5 %) Aglietta et Landry, 2007) Cette appréciation contrôlée du yuan a permis une revalorisation de plus de 20 % de la devise chinoise par rapport au dollar en l'espace de trois ans. En 2008, le dollar s'échangeait ainsi contre 6,83 yuans (*cf.* graphique ci-dessous).

**Graphique 1 : taux de change bilatéraux du yuan, base 100 au 1<sup>er</sup> avril 2005**



Source : *Alternatives économiques*, n°287, janvier 2010.

À partir de juillet 2008, les autorités chinoises annoncent un retour à un ancrage au dollar. Elles considèrent en effet que l'expérience d'une gestion par panier du renminbi n'est pas compatible avec l'aggravation de la crise financière mondiale, et surtout avec la chute des exportations chinoises (qui baissent de 21 % en 2009 selon la Banque mondiale, 2009). À partir de cette date, la devise chinoise suit l'évolution du dollar. Elle s'apprécie donc au second semestre 2008 par rapport aux autres monnaies (yen et euro en particulier). Depuis début 2009, elle connaît un mouvement de baisse, la politique monétaire ultra-expansive de la Banque centrale américaine ayant entraîné une dépréciation du dollar.

Mi-juin 2010, les autorités chinoises annoncent leur volonté de revenir à une stratégie « de panier ». Elles considèrent en effet que les conditions économiques nationales et internationales sont suffisamment stabilisées. Cette annonce est faite avant le G20 de juin 2010 qui a lieu au Canada, dans le but de réduire les pressions sur le gouvernement et d'éviter que la sous-évaluation du yuan ne soit le seul ordre du jour. Mais, depuis, le yuan s'est faiblement apprécié (aux alentours de 2 % par rapport au dollar). Les pressions pour une plus grande flexibilité du yuan continuent et ont été un sujet de discussions lors de la conférence du G20 à Séoul en novembre 2010. En effet, les tensions croissantes, entre les États-Unis et l'Union européenne d'un côté, et la Chine de l'autre, avaient fait craindre une guerre des monnaies. Mais, au terme de ce sommet, les déclarations des chefs d'États et de gouvernements du G20 n'ont fait aucune allusion à

la politique chinoise. Elles ont cependant souligné la nécessité d'évoluer vers des mécanismes de détermination des taux de change davantage fondés sur les mécanismes de marché afin d'éviter toute dévaluation compétitive. La Chine est ainsi implicitement visée. Les gouvernements occidentaux espèrent en effet que cette dernière tiendra ses engagements le plus rapidement possible, sans oser faire pression collectivement de manière trop explicite.

Cinq mois plus tard, **début mars 2011**, le yuan s'est progressivement apprécié face au dollar (4 % depuis juin 2010), notamment depuis que la Banque centrale chinoise a réinstauré une fluctuation de 5 % autour du cours pivot. Un dollar s'échange désormais contre 6,5651 yuans. Malgré cette appréciation qui confère au taux de change chinois un niveau tout à fait « raisonnable » selon le ministre chinois du Commerce, Chen Deming<sup>4</sup>, les autorités américaines continuent de faire pression sur les autorités chinoises et estiment pour leur part que les Chinois manipulent leur monnaie pour améliorer leur compétitivité. Néanmoins, les autorités chinoises continuent d'affirmer qu'une hausse du yuan n'aurait pas d'effets positifs sur les gros déficits commerciaux enregistrés par les États-Unis ou l'Europe. Une récente étude de la Fed (février 2011) va dans le même sens, en soulignant que le déficit commercial américain s'explique en premier lieu par des arbitrages internes entre épargne et investissement<sup>5</sup>.

Cette brève analyse de l'évolution de la politique de change chinoise amène à questionner les pratiques des voisins de la Chine, membres de l'Asean + 3 et partenaires commerciaux privilégiés via le commerce intrazone.

**Tableau 1: les régimes de change en Asie orientale en 2010**

Monnaies	Classification FMI
Renminbi chinois	Panier de monnaie
Yen japonais	Flottement libre
Won coréen	Flottement libre
Dollar de Singapour	Flottement
Dollar de Hong Kong	Currency Board – caisse d'émission
Dollar de Brunei	Currency Board
Ringgit malais	Flottement
Baht thaïlandais	Flottement
Rupiah indonésien	Flottement
Peso philippin	Flottement
Riel cambodgien	Flottement
Dông vietnamien	Autre arrangement
Kip laotien	Autre arrangement
Kyat de Myanmar	Autre arrangement

Source : FMI (2009) actualisé par les auteurs.

- **Flottement libre** : les autorités sont censées ne pas intervenir
- **Flottement** : les autorités peuvent intervenir pour vendre ou acheter leur devise.
- **Currency board** : taux de change fixe par rapport au dollar le plus souvent, un dollar de Hong Kong émis doit être compensé par un dollar américain qui entre dans les réserves de la Banque centrale. Le taux de couverture doit être au minimum de 100%. Il s'agit d'une politique d'ancrage « absolu ».
- **Panier de monnaie** : la monnaie nationale est ancrée à un panier de devises.
- **Autre arrangement** : non communiqué par les autorités nationales.

<sup>4</sup> *Le Point*, 7 mars 2011.

<sup>5</sup> *Le Figaro*, 14 février 2011.

Cette disparité des pratiques dans le domaine des changes fait suite à la crise de 1997 (Patnaik et Shah, 2010). Auparavant, l'ancrage plus ou moins implicite au dollar constituant la règle, les taux de change de la région évoluaient de façon plus ou moins harmonieuse. L'analyse montrera ultérieurement que cette harmonie disparaît en cas de choc exogène comme ce fut le cas à partir d'août 2007 avec le début de la crise des *subprimes*.

## 2 - La gestion du yuan au service d'une politique de croissance.

Malgré son taux de croissance à deux chiffres sur la dernière décennie (exception faite de 2009 où il n'était « que » de 8,7 %), l'économie chinoise conserve les caractéristiques d'une économie en développement : en effet, avec un indicateur de développement humain (IDH) de l'ordre de 0,663 (niveau de développement qualifié de « moyen »), elle se classe au 89<sup>e</sup> rang mondial en 2010 selon le PNUD.

Les autorités chinoises, à l'instar de celles des autres pays asiatiques, mènent une stratégie de développement largement financée par des exportations massives, comme le montre amplement l'essor de l'excédent commercial. De 1995 (date à laquelle l'économie chinoise s'ouvre sur l'extérieur, et où commence à se poser la question de la convertibilité de la monnaie nationale) à 2008, ce dernier est passé de 16,6 à 297 milliards de dollars. La crise actuelle, ayant fait chuter la demande mondiale et, avec elle, les ventes des produits chinois, entraîne une baisse de cet excédent, qui s'est établi à 197 milliards de dollars en 2009<sup>6</sup>.

L'histoire récente confirme bien que la politique de change demeure un outil mobilisé par les autorités chinoises dans le cadre de leur stratégie de développement économique – l'objectif d'une croissance de l'ordre de 8 % minimum est considéré par les dirigeants comme un seuil de paix sociale. La faiblesse relative du yuan accentue la compétitivité des produits chinois sur les marchés étrangers, déjà relativement importante, étant donné le faible niveau des coûts de production. Cette compétitivité-prix assure des débouchés aux secteurs exportateurs – firmes étrangères implantées en Chine incluses – qui contribuent majoritairement à la création de richesses et d'emplois en Chine. En effet, la demande interne, étant donné le faible niveau de développement et la forte épargne de précaution des ménages chinois, n'est pas le moteur de la croissance chinoise.

Néanmoins, alors que la Chine tient une place prépondérante dans les échanges régionaux est-asiatiques, sa monnaie n'est pas utilisée comme monnaie de règlement. Les autorités chinoises se sont, en effet, toujours opposées à l'utilisation du yuan comme monnaie de facturation, le dollar étant la devise généralement utilisée par l'ensemble des pays asiatiques pour régler leurs échanges internationaux et régionaux. Les données fournies par Artus (2011) permettent de démontrer la place prépondérante du dollar dans la facturation totale des exportations et importations chinoises (respectivement 90 % et 93 %). La Malaisie se rapproche de ces niveaux (90 % pour les importations et les exportations). La part du dollar dans les échanges de la Corée du Sud est relativement plus faible (83,2 % pour les exportations et 79,6 % pour les importations). La faible internationalisation du yen – mouvement freiné par le gouvernement nippon – pousse également les entreprises japonaises à utiliser le dollar comme monnaie de règlement de leurs transactions commerciales (48 % pour leurs exportations et 68,7 % pour leurs importations).

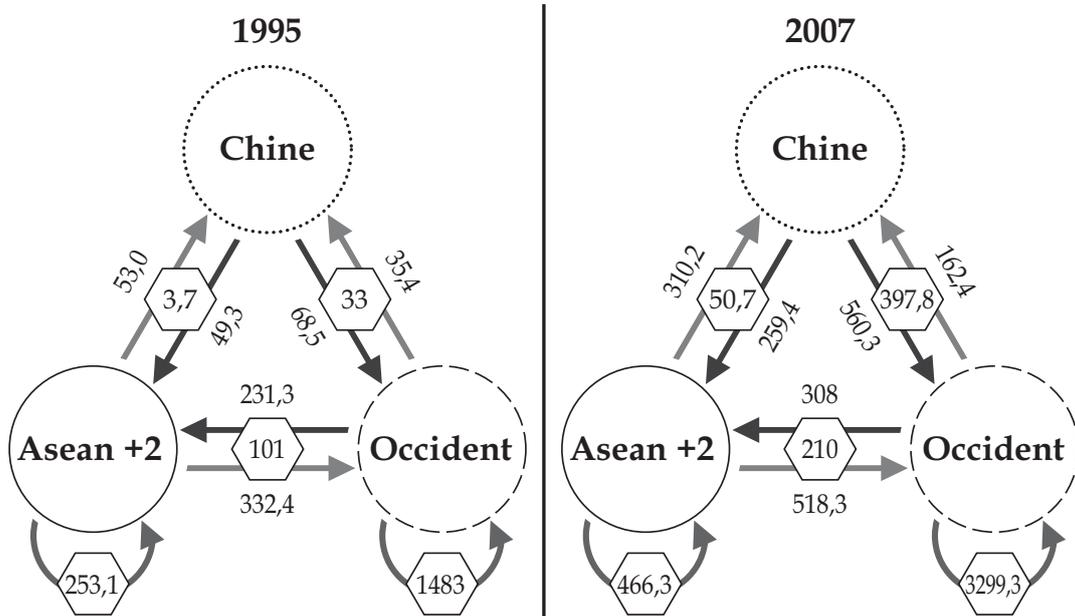
Ce recours systématique à la « devise clé » du système monétaire international s'explique en grande partie par le rôle de plateforme de réexportations joué par la Chine en Asie (Figuière et Guilhot, 2008), illustré par les graphiques ci-dessous.

---

<sup>6</sup> Données UnctadStat, disponibles sur le site de la CNUCED.

## Le commerce triangulaire

Les flux d'exportations et d'importations en 1995 et 2007 (milliards de dollars)

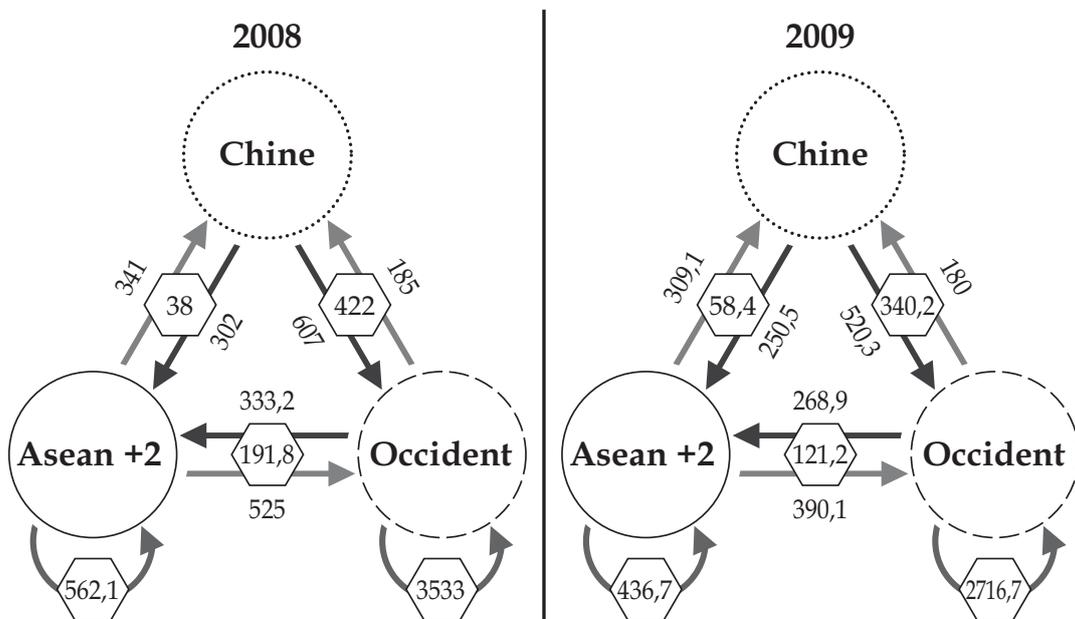


Source : calculs des auteures à partir de la base de données Chelem.

ASEAN+2 : les dix pays membres de l'ASEAN ainsi que la Corée du Sud et le Japon ;  
l'Occident : l'Union européenne à 15 et les États-Unis.

## Le commerce triangulaire

Les flux d'exportations et d'importations en 2008 et 2009 (milliards de dollars)



Source : calculs des auteures à partir de la base de données Chelem.

ASEAN+2 : les dix pays membres de l'ASEAN ainsi que la Corée du Sud et le Japon ;  
l'Occident : l'Union européenne à 15 et les États-Unis.

Schématiquement, d'un côté, la Chine importe des pièces et composants en provenance des économies est-asiatiques pour les assembler, enregistrant ainsi un déficit commercial avec ses principaux partenaires asiatiques (seuls les quatre pays les moins développés de l'Asean – derniers arrivants dans l'association : Cambodge, Laos, Birmanie et Viêt Nam – et Singapour enregistrent un excédent avec la Chine). Cette « intégration par l'offre » de l'Asie orientale nécessite une certaine stabilité des changes. Comme le souligne Aglietta (2008), « la rigidité de toutes les monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar évite une forte instabilité des taux de change bilatéraux en Asie et compense, en quelque sorte, l'absence d'un accord régional ». De l'autre côté, une fois les biens intermédiaires assemblés, la Chine exporte les biens finis principalement vers les grandes économies développées, notamment les États-Unis, qui deviennent le premier débouché pour les biens de consommation chinois (Gaulier *et alii*, 2006). La crise actuelle ne semble pas avoir modifié cette organisation de la production. Certes l'excédent commercial chinois vis-à-vis de l'Occident s'est réduit (recul de 80 milliards de dollars entre 2008 et 2009), mais le déficit commercial chinois avec les pays asiatiques s'accélère en 2009 pour atteindre 58,4 milliards de dollars.

Le tableau suivant vient compléter le graphique ci-dessus en soulignant notamment que seule la part des exportations chinoises vers l'Asie diminue entre 2000 et 2008, alors que pour tous les autres pays d'Asie cette part augmente (à l'exception du Viêt Nam).

**Tableau 2 : évolution de la part du commerce intra et extrarégional en Asie de l'Est entre 2000 et 2008**

Part ds les exports	Asie de l'Est		États-Unis		Zone euro	
	2000	2008	2000	2008	2000	2008
Pays partenaires						
Chine	48.28	36.58	20.93	17.69	12.29	15.34
Hong Kong	48.88	61.11	23.25	12.75	10.49	9.58
Indonésie	59.25	61.51	13.66	9.55	11.24	9.49
Japon	40.46	47.79	30.09	17.75	12.80	10.55
Corée du sud	45.39	47.15	21.89	10.90	10.27	10.21
Malaisie	55.37	57.24	20.54	12.50	10.17	8.92
Philippines	49.49	61.01	29.84	16.72	13.71	15.75
Singapour	52.81	60.68	17.29	7.13	11.02	7.79
Taiwan	47.84	63.05	23.42	12.05	9.60	6.21
Thaïlande	47.21	49.78	21.32	11.40	11.69	9.02
Viêt Nam	52.84	40.73	5.06	18.93	15.64	13.05
Asie de l'Est intra-EA		48.06	23.64	14.63	11.53	11.50
Asie de l'Est extra-EA			44.68	28.17	21.80	22.13

Source : *Direction of Trade Statistics*, Yearbook du FMI et CEIC pour Taiwan.

Concomitamment, il est à souligner que la part des États-Unis dans les exportations chinoises diminue également alors que celle de la zone euro augmente – la crise provoquant une baisse de la demande plus importante aux États-Unis qu'en Europe. Ces variations « opposées » illustrent le bouclage de l'Asie sur le reste du monde. **Ce que l'Asie consomme, elle peut le produire, ce qu'elle produit elle ne peut le consommer.**

### 3 - Internationalisation du yuan : quelques tentatives récentes

La crise de 2007 a fait prendre conscience aux autorités chinoises de leur double dépendance, aux débouchés extérieurs d'une part, au dollar d'autre part. Elles essaient, actuellement, de trouver des solutions. La recherche d'une plus grande autonomie vis-à-vis des marchés étrangers passe par le recentrage sur la demande interne. Cette dernière doit devenir le moteur de la croissance chinoise à moyen terme. Les différentes initiatives incluses dans le plan de relance chinois de fin

2008, dont le montant s'est élevé à près de 586 milliards de dollars, s'inscrivent dans cette perspective (Apoteker, 2009 ; Figuière et Guilhot, 2011). Les mesures de court terme (des subventions à l'achat d'automobiles ; des coupons de réduction pour l'électroménager, les téléphones portables, les ordinateurs, etc.) qui ont pour objectif de soutenir la demande en ces temps difficiles, sont accompagnées de mesures de long terme qui visent à rééquilibrer la croissance : encourager la consommation intérieure au détriment des exportations. Cette volonté de recentrage sur la demande interne passe également par la mise en place d'un système de protection sociale plus développé. Mais les effets de cette mesure ne se feront sentir qu'à moyen ou long terme.

Quant à la dépendance au dollar, les autorités chinoises tentent de s'en émanciper peu à peu en amorçant l'internationalisation du yuan. L'objectif, à terme, est d'en faire une monnaie de réserve. Dans cette perspective, deux « dispositifs expérimentaux » ont été instaurés par les autorités (Steta, 2010). **Le premier** vise à favoriser les règlements commerciaux en yuans. Depuis juillet 2009, les autorités chinoises ont lancé un programme expérimental entre cinq villes chinoises (les villes les plus exportatrices : Shanghai et les villes du Guangdong) et les régions administratives spéciales chinoises que sont Hong Kong et Macao, ainsi qu'avec les pays de l'Asean. Les entreprises peuvent ainsi choisir de régler leurs échanges en yuans. Fin 2009, ce dispositif avait rencontré un faible succès : seulement 527 millions de dollars de transactions commerciales avaient été libellés en monnaie chinoise. Mais au premier semestre 2010, il a connu un essor important. En six mois, les règlements effectués en yuans se sont élevés à 10,3 milliards de dollars, soit 400 millions de dollars échangés en yuans chaque jour sur 4000 milliards de dollars de transactions quotidiennes dans le monde (0,01 % des règlements)<sup>7</sup>. En juin 2010, les autorités poursuivent cette initiative et l'étendent à une vingtaine de villes et provinces chinoises. Ce programme vise à réduire les risques de volatilité de change et peut être considéré comme le premier pas vers une internationalisation du yuan<sup>8</sup>. Parallèlement, le yuan commence à être échangeable sur le marché des changes d'autres pays. C'est le cas par exemple en Russie, début février. Les autorités chinoises visent ainsi à régler dans leur propre monnaie l'achat des matières premières nécessaires à leur développement<sup>9</sup>. **Le deuxième** dispositif réside dans la conclusion d'accords de *swaps* libellés en yuans entre banques centrales (Hong Kong, Corée du Sud, Malaisie, Indonésie pour l'Asie, mais également, Biélorussie et Argentine). Si les économies de ces pays rencontrent des difficultés monétaires, la Banque centrale chinoise mettra à leur disposition des yuans. Ces accords visent à ce que les autorités monétaires des pays signataires placent une partie de leurs réserves en renminbi (Cheung *et alii*, 2009).

À ces deux dispositifs vient s'ajouter le développement des marchés obligataires libellés en monnaie locale inscrit dans la coopération financière mise en place depuis 2003 au sein de l'Asean + 3, à savoir l'ABMI, Asian Bond Markets Initiative (Shirai, 2007). Fin 2010, les autorités chinoises ont accordé aux banques étrangères le droit d'investir sur leur marché obligataire.

Bien que les dirigeants chinois soient conscients de la nécessité de démanteler, à terme, le contrôle des mouvements de capitaux et de renforcer la convertibilité du yuan, pour l'heure, les dispositifs instaurés ne sont que les prémices de cette internationalisation de la monnaie chinoise. Ils veulent ainsi éviter un afflux trop important de capitaux sur leur territoire, qui pourrait se solder par une appréciation brutale de leur monnaie. Les marchés financiers chinois doivent, par ailleurs, pour assumer cette internationalisation, gagner en maturité (Artus, 2011).

Malgré les récentes tentatives des autorités chinoises, le yuan demeure encore faiblement internationalisé. La monnaie chinoise est en effet toujours loin de posséder les caractéristiques d'une monnaie internationale, voire d'une monnaie « régionale ». La synthèse suivante des

<sup>7</sup> *Le Figaro*, 15 décembre 2010.

<sup>8</sup> *Les Échos*, 22 juin 2010.

<sup>9</sup> *Le Figaro*, 15 décembre 2010.

attributs d'une monnaie internationale peut être aisément transposée à une monnaie « régionale », comme le montre la pratique du passage à l'euro.

**Tableau 3 : principaux attributs d'une monnaie internationale**

Fonctions de la monnaie	Acteurs publics	Acteurs privés
Réserve de valeur	Réserves internationales	Portefeuilles d'actifs (substitution de devises)
Moyen d'échange	Monnaie véhiculaire pour intervention de change	Monnaie de règlement des transactions commerciales et financières
Unité de compte	Devise d'ancrage des monnaies nationales	Numéraire dans les marchés organisés

Source : Aglietta et Landry (2007 : 163)

Malgré cet état de fait, les questions sur le rôle du yuan en Asie orientale ne cessent de se poser, du fait principalement de l'importance économique de la Chine dans la région (cf. point précédent).

#### **4 - Quel rôle pour le yuan en Asie orientale ? Quatre scénarios... en théorie.**

La littérature spécialisée envisage quatre scénarios pour cerner les rôles possibles du yuan, et plus largement, l'avenir de la gestion des taux de change, en Asie orientale : la constitution d'une « zone yuan », la création d'une monnaie unique (à l'image de l'euro), l'ancrage de chaque monnaie au dollar, ou encore le recours à un panier commun de devises. Avant d'étudier la pertinence à court terme de chacun de ces scénarios, l'une des caractéristiques, apparemment « paradoxale » de l'intégration asiatique, mérite d'être rappelée : alors que le régionalisme - institutionnalisation des relations interétatiques - financier a pris de l'avance sur le régionalisme commercial, la régionalisation - intensification des flux intrarégionaux - monétaire et financière est, elle, très en retard sur la régionalisation productive (Investissements directs à l'étranger (IDE) + sous-traitance) et commerciale. Ce paradoxe n'est qu'apparent puisqu'il est la conséquence « logique » de la disparité entre les niveaux de développement, dans une zone où l'Indice de développement humain (IDH) va, en 2010, de 0,451 (Myanmar) à 0,884 (Japon), et des différences de maturité des systèmes monétaires et financiers nationaux qui en découlent. Ceci conditionnera largement les modalités possibles d'une gestion régionale des taux de change rendue nécessaire par l'interdépendance économique croissante des membres de la zone.

##### **Scénario 1 : une zone yuan en Asie orientale**

La constitution d'une telle zone fait référence à deux modalités : une hypothèse « basse », toutes les monnaies de la région sont ancrées au yuan ; et une hypothèse « haute », le yuan se substitue aux autres monnaies nationales (comme le dollar en Équateur et au Panama via un processus dit de « dollarisation » des économies nationales). Néanmoins, ce scénario doit être écarté car les paragraphes précédents ont montré que le yuan n'est pas internationalisé. Par ailleurs, il ne possède pas davantage (pour le moment ?) les autres attributs d'une « devise clé » qui lui permettraient, à court ou moyen terme, de devenir le pivot d'une « zone yuan » en Asie orientale. « Le yuan manque en effet de tous les attributs de la liquidité internationale : des banques robustes et des marchés des capitaux profonds » (Aglietta et Landry, 2007 : 165). Le temps nécessaire aux réformes indispensables à l'acquisition de ces attributs ne permet donc pas d'envisager la constitution d'une telle zone dans les années à venir. Cette situation n'empêche pas la Chine de jouer « le grand frère monétaire » quand l'occasion se présente, comme lors de la crise de 1997 (Morrison, 2009 : 9).

Dès 2004, Aglietta et Rzepkowski se prononçaient sur ce cheminement possible pour la coopération monétaire dans la zone :

« Un arrangement monétaire qui prend en compte le développement international des monnaies composantes doit se détacher complètement des monnaies occidentales. Cela implique une concertation monétaire qui définisse un système de change sur une base entièrement régionale, un mécanisme de règlement et pool de liquidités mis en commun pour endiguer les crises de liquidités. Il faut donc un accord politique jetant les bases d'une action collective dans le domaine monétaire. Dans cette perspective, les enseignements du système monétaire européen ne sont pas pertinents, parce qu'aucune monnaie ne pourra jouer le rôle de pivot incontesté qui était celui du deutschmark. »

Ils écartent ainsi l'éventualité d'une zone yuan tout comme celle d'une zone yen (les travaux de Levasseur et Serranito, 1996, parvenaient déjà empiriquement à ce résultat).

### **Scénario 2 : création d'une monnaie unique**

L'hypothèse est envisagée « en théorie » par certains auteurs tels Mundell (2002) ou McKinnon et Schnabl (2004) qui brossent les perspectives d'une unité de compte asiatique. Ils envisagent un ancrage au dollar de cette unité de compte, et non son « flottement autonome » comme c'est le cas pour l'euro. Il est encore intéressant de souligner que ces auteurs font mention de la nécessité de la création conjointe d'un Fonds monétaire asiatique. Or ce Fonds vient d'être créé en mars 2010 - avec l'accord de multilatéralisation de l'Initiative Chiang Mai - rendant plus plausible, à long terme, la création d'une monnaie unique. Parallèlement, un centre de recherche japonais, le RIETI (Research Institute of Economy, Trade and Industry), calcule depuis 2000 le taux de change d'une monnaie commune virtuelle, comme va le montrer la suite de l'analyse. Néanmoins, ce scénario comme le précédent, ne peut être envisageable qu'à long terme.

### **Scénario 3 : tous ancrés au dollar**

Les stratégies asiatiques d'ancrage au dollar sont l'un des facteurs déterminants dans le déclenchement de la crise de 1997. Malgré cela, dans les années qui ont suivi, la majorité des pays concernés est revenue à cet ancrage, le dollar étant leur principale monnaie de facturation, comme l'a montré le début de cette étude et comme le rappelle Aglietta (2008 : 50-51) :

« L'ancrage au dollar en Asie de l'Est et en particulier en Chine n'est pas seulement utilisé à cause des relations commerciales avec les États-Unis, mais surtout parce que le dollar est utilisé comme monnaie d'échange pour le commerce avec le Japon et dans la région asiatique. »

La rigidité de toutes les monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar évite une forte instabilité des taux de change bilatéraux en Asie et compense, en quelque sorte, l'absence d'un accord régional. Ce scénario était sans doute le plus probable jusqu'à l'éclatement de la crise des *subprimes*. Mais la volatilité du taux de change du dollar, associée à l'expérience concluante de la méthode du panier par les Chinois entre 2005 et 2008, incite à favoriser le quatrième et dernier scénario.

### **Scénario 4 : l'avenir dans un panier... similaire pour tous : vers la constitution d'un bloc monétaire asiatique ?**

Cheung, Ma et Mc Cauley (2009) suggèrent en effet que la gestion des monnaies asiatiques en fonction d'un panier similaire (abstraction est faite ici de la crise qui a provoqué un réancrage dollar) pourrait favoriser une coopération monétaire dans le temps. Cette coopération, d'abord informelle, pourrait, par la suite, inciter les partenaires commerciaux de la Chine à libeller leurs dettes en yuans. En bref, la gestion des taux de change par la méthode du panier est plus favorable à une coopération régionale car elle crée une convergence des mouvements de change en dehors

des périodes de grandes crises, comme l'a amplement montré l'expérience 2005-2008 durant laquelle les monnaies asiatiques ont été relativement stables les unes envers les autres (Ma et Mc Cauley, 2010). La plupart des auteurs ont analysé le réancrage du yuan au dollar en juillet 2008 comme une parenthèse liée à une réaction chinoise face à la crise, estimant – et l'actualité récente leur donne raison – que le panier de devises devait rapidement faire son retour comme mode de gestion du taux de change du yuan.

Par suite, nous considérons ici le scénario d'un panier commun aux monnaies asiatiques comme le plus probable à court et moyen terme. Même en l'absence de coopération explicite, des stratégies similaires dans les différents pays de la zone Asean + 3 viendraient stabiliser les conditions des échanges intrazone, éloignant le spectre d'une « crise de 1997 bis ». Une fois de plus, l'Asie privilégierait, au moins dans un premier temps, la voie du *de facto* sur celle du *de jure* – comme elle le fait encore dans le domaine commercial, aucun accord de libre-échange n'étant signé à ce jour entre les treize membres de l'Asean + 3. Si on rajoute au panier commun des « bandes de fluctuation<sup>10</sup> » explicitement négociées entre les pays (comme dans le système monétaire européen), on peut alors parler de « bloc monétaire régional ».

## 5 - « La guerre des monnaies n'aura pas lieu » ou les Asiatiques sur le sentier de la paix

Alors que le point précédent présentait les scénarios envisageables à partir des textes académiques sur la question du régime de change en Asie, c'est à l'observation des pratiques en cours, des constructions institutionnelles qui s'amorcent et des prises de position des acteurs asiatiques dans ce domaine, tel que l'Asian Development Bank (ADB), qu'il faut « se » livrer désormais. Le résultat de cette observation peut se résumer au titre de l'article d'Éric Girardin (2011): « Un bloc monétaire de facto en Asie orientale : il était là mais nous ne l'avons pas regardé ».

La formule est tout à fait évocatrice de la cécité des observateurs occidentaux quand il s'agit de l'Asie. Philippe Pons commençait également son célèbre ouvrage sur le Japon (1988 : 9) de la façon suivante :

« La modernisation du Japon n'est pas seulement une histoire de ressemblance. Il est né sur l'archipel une modernité à la fois émule et rivale de celle de l'Occident. Cette modernité singulière, inopinément surgie à l'autre extrémité du monde, a dépossédé l'Occident du monopole qu'il pensait détenir et elle a pris de court sa réflexion. »

La réflexion sur une gestion concertée des taux de change de la zone est en effet beaucoup plus avancée que ne le laissent supposer, à la fois, les discours récurrents des Occidentaux sur le manque d'institutionnalisation du processus asiatique, mais également, certains propos officiels de l'ADB (2010a p. xiii) sur une Asie qui reste, selon elle, « institution light », et ce malgré « un réseau dense d'institutions et d'accords ». Les travaux menés par cette même ADB, acteur régional majeur par défaut<sup>11</sup> depuis la signature des accords de Chiang Mai en 2000 (*cf.* encadré ci-dessous), mais également par le RIETI<sup>12</sup> japonais révèlent au contraire une réflexion élaborée, des outils de surveillance performants, notamment en matière d'analyse conjoncturelle régionale, toutes choses

---

<sup>10</sup> Les taux sont alors « autorisés » à fluctuer de part et d'autre d'un taux de référence, dans une fourchette également prédéterminée.

<sup>11</sup> Arner *et alii* (2007 : 32) soulignent l'importance de la part des membres du G7 (près de 40 %) dans le capital de l'ADB et rappellent que le Japon, la Chine et les États-Unis nomment chacun un directeur pour défendre « leurs propres intérêts ». Ils reconnaissent néanmoins que les dirigeants de la zone sont contraints d'adhérer à la politique de la banque, à cause du vide institutionnel régional.

<sup>12</sup> Ce centre de recherche financé sur fonds privés et publics se veut force de proposition pour le gouvernement japonais. Il défend une position très volontariste en matière d'intégration monétaire régionale (<http://www.rieti.go.jp/en/>).

constituant des préalables indispensables à l'étape suivante qui pourrait consister à mettre en place une véritable politique commune en matière de change.

#### Encadré 1 : La Banque asiatique de développement – *Asian Development Bank (ADB)*

L'ADB est une institution financière internationale dédiée au développement, dont la mission est d'aider les pays membres en voie de développement à réduire la pauvreté et à améliorer la qualité de vie de leurs habitants. Créée en 1966, elle a son siège social à Manille et elle est financée par ses 67 membres (dont elle est la propriété), dont 48 sont des pays de la région. Les principaux partenaires de l'ADB sont des gouvernements, le secteur privé, des organisations non gouvernementales, des agences de développement, des organisations communautaires ou encore des fondations. Dans sa « Stratégie pour 2020 », cadre stratégique à long terme adopté en 2008, l'ADB met en place trois programmes complémentaires : une croissance plus « inclusive », une croissance environnementalement soutenable et l'intégration régionale. Pour mettre en œuvre ces objectifs, les principaux instruments dont dispose l'ADB sont : les subventions, les prêts, l'assistance technique, sa connaissance de la zone, notamment. Bien que la plupart de ses financements soient destinés au secteur public – et aux gouvernements – l'ADB fournit également une assistance aux entreprises privées des pays en voie de développement au travers de garanties, prêts et autres prises de participation. De plus, sa notation « triple-A » par les agences internationales l'aide grandement à mobiliser des fonds pour le développement.

Il convient de souligner que le Japon et la Chine, avec respectivement 15.57 % et 6.42 % du capital, ne détiennent pas plus de parts que les États-Unis et le Canada (15.57 % et 6.42 %). Il en va de même pour les votes.

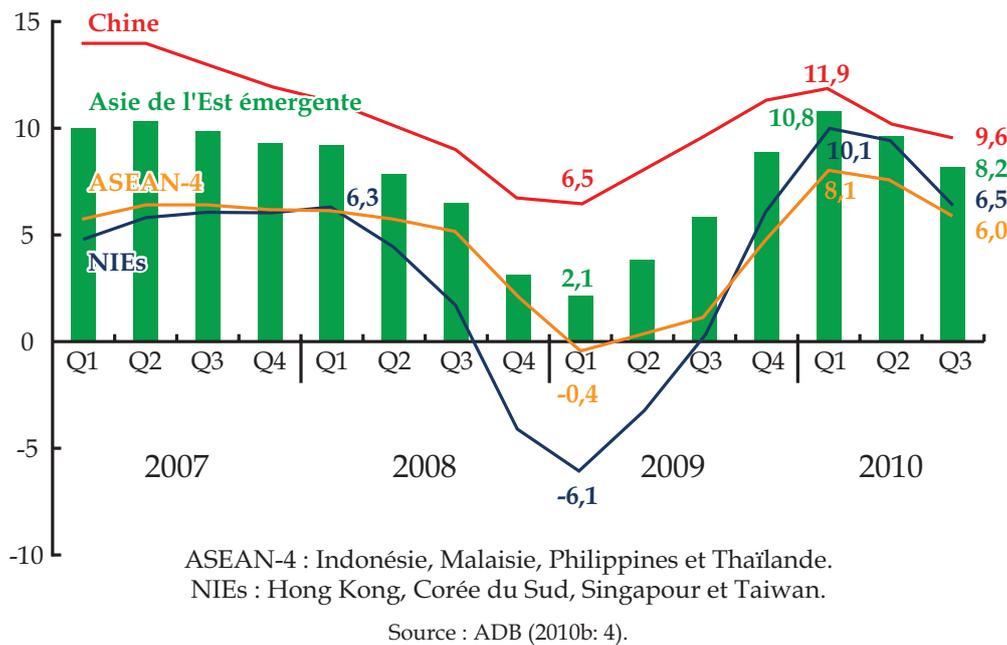
Source : site de l'ADB, le 24 janvier 2011, traduction des auteures.

Ce sont ces avancées qui permettent d'être raisonnablement optimiste quant à l'éventualité d'une « guerre des monnaies », autre leitmotiv des éditoriaux de la presse régionale et internationale. La **guerre des monnaies** peut correspondre à plusieurs réalités en fonction du périmètre géographique envisagé. Celle qui est évoquée par l'ADB (2010b : 49) fait explicitement référence à une guerre fratricide entre pays voisins et très interdépendants sur le plan des échanges intrarégionaux. Le point suivant abordera la question sous un angle plus global à travers la relation tumultueuse entre le dollar et le yuan.

Ce questionnement asiatique sur une guerre régionale dans le domaine des taux de change révèle la maturité de la réflexion qui se fonde sur l'examen attentif de l'histoire de la construction européenne dans ce domaine. En effet, dans la décennie précédant le passage à l'euro, certains pays européens s'étaient faits les champions de pratiques considérées comme déloyales par leurs principaux partenaires commerciaux dans la zone. Ainsi, les Italiens recouraient régulièrement à des dévaluations, considérées comme compétitives par leurs partenaires, en cas de déficit jugé trop important de la balance commerciale. Les observateurs (voire les parties prenantes comme l'ADB) appellent de leurs vœux un accroissement de la coopération régionale en matière de change, accompagnement « logique » d'une augmentation de l'interdépendance économique entre les économies de la zone, afin d'éviter précisément le recours à l'arme monétaire entre pays partenaires.

Si les analystes de l'ADB sont si favorables à une véritable stratégie de coopération régionale dans le domaine des changes, c'est entre autres parce que la situation mondiale les amène à ne pas écarter un scénario proche de celui de 1997 dans un avenir proche. En effet, la crise qui commence en 2007 aux États-Unis n'a pas eu les mêmes répercussions ni la même persistance dans toutes les zones du globe. Ainsi, alors que la croissance des grands pays occidentaux semble durablement ralentie, celle des pays asiatiques n'a connu qu'un bref « creux de la vague », comme le montre le graphique ci-dessous.

### Graphique 3 : croissance du PIB régional des économies émergentes d'Asie Orientale (variations annuelles en %)



Ce différentiel de croissance, associé à un fort volume de liquidités internationales, rend une fois encore les pays asiatiques très attractifs, d'autant plus qu'ils sont en train de remonter leurs taux d'intérêt pour lutter contre des tendances inflationnistes. Or l'histoire a montré comment se déroulaient les événements en l'absence d'une action concertée sur les taux de change. La crise actuelle vient donc aiguillonner le processus initié par la crise précédente.

## 6 - Coopération monétaire en Asie orientale : des institutions pas si « light » que ça...

Masqué derrière des appellations parfois (volontairement ?) trompeuses, le processus d'institutionnalisation de la coopération monétaire en Asie a connu en 2010 une avancée très significative. Mais qui irait voir derrière « la Multilatéralisation de l'Initiative Chiang Mai », la mise en place d'un véritable Fonds monétaire asiatique (Henning, 2009) ?

Le projet de Fonds monétaire asiatique a été proposé une première fois par le Japon dès 1998, rencontrant alors une vive opposition de la part de la Chine... et des États-Unis. Dix ans plus tard en pleine crise des *subprimes*, ce projet ressort des cartons comme suite logique à la construction institutionnelle en cours dans la région. Les États-Unis n'ont pas été sollicités pour donner leur aval, et la Chine a changé d'avis. Les motivations ne sont pas financières (la Chine a suffisamment de réserves pour faire face en cas d'attaque sur sa monnaie) mais plutôt économiques et géopolitiques (Yuan et Murphy, 2010 : 4). L'interdépendance commerciale de la Chine avec ses voisins l'incite à jouer la carte de la stabilisation régionale. Du même coup, la Chine, consciente de pâtir d'une image encore mauvaise auprès de ces mêmes voisins, continuerait ainsi à redorer son blason, comme elle avait notamment commencé à le faire en ne dévaluant pas lors de la crise de 1997-1998, afin de ne pas aggraver les difficultés de ses voisins (avec qui elle entretenait alors des relations commerciales nettement moins intenses).

Après avoir été écarté pendant près de dix ans, ce projet revient sur le devant de la scène, en empruntant la voie de la multilatéralisation de l'ICM, mise en place depuis. Face à une situation économique mondiale de plus en plus préoccupante, en mai 2008, lors de la déclaration conjointe

des ministres des Finances, les pays s'engagent à accélérer les discussions afin d'arriver à un consensus sur les modalités de la multilatéralisation de l'ICM, basée jusque là sur des accords bilatéraux. Les treize ministres s'accordent sur le montant des réserves mises en commun (au moins 80 milliards de dollars, soit le montant alors couvert par le réseau de *swaps*), les conditions d'accessibilité des emprunts et le mécanisme d'activation. Les pourparlers sur la répartition des contributions progressent également : on s'oriente vers une répartition « 20/80 » pour les pays de l'Asean et les trois autres économies (Chine, Corée du Sud et Japon).

La déclaration des treize ministres de l'Asean + 3 lors du 12<sup>e</sup> sommet, le 3 mai 2009 à Bali, confirme les conditions de cette multilatéralisation et son instauration d'ici la fin de l'année. Les pays s'accordent ainsi sur le montant alloué (qui passe de 80 à 120 milliards de dollars), sur le mécanisme de surveillance et sur les contributions de chaque partenaire : 32 % pour la Chine et le Japon (38,4 milliards chacun), 16 % pour la Corée du Sud (19,2 milliards), 20 % pour les dix pays de l'Asean dont 95 % sont fournis par les cinq membres fondateurs : Thaïlande, Philippines, Indonésie, Malaisie, Singapour. Les treize pays – auxquels se joint l'autorité monétaire de Hong Kong – tiennent leurs engagements. Le 28 décembre 2009, la multilatéralisation de l'ICM (MICM) est signée. Elle entre en vigueur le 24 mars 2010.

Parallèlement à la volonté de multilatéraliser les accords de *swaps*, les treize pays décident de renforcer le mécanisme de surveillance de l'ICM afin d'éviter le problème d'aléa moral inhérent à un accord strictement « régional ». Suite à la déclaration conjointe des ministres des Finances, du 4 mai 2008, les dirigeants de l'Asean + 3 mettent en place des mesures visant à renforcer l'ERPD (Asean + 3 Economic Review and Policy Dialogue). Les trois mesures phares sont l'augmentation des fréquences des dialogues et le développement d'un format standardisé pour les rapports d'information<sup>13</sup>, mais surtout la création de l'AMRO (Asean + 3 Macroeconomic Research Office).

L'AMRO (2010-2011) vient renforcer l'ERDP (2000) principalement en matière de surveillance macroéconomique (Sussangkarn, 2010). Sa création marque un tournant important dans l'histoire de l'Asean + 3 qui n'a toujours pas de secrétariat permanent. L'AMRO, basé à Singapour, comptera en effet une dizaine de permanents. L'encadré suivant rappelle la filiation entre l'ERDP et l'AMRO.

#### Encadré 2 : des quasi institutions au service du FMA

##### ERD : Economic Review and Policy Dialogue

Ce forum de dialogue intergouvernemental est mis en place en 2000 à l'instar de l'ICM. Il vise à renforcer le dialogue politique régional, ainsi que la collaboration autour de plusieurs grands thèmes tels que les politiques économiques, la régulation financière, le financement des infrastructures de développement, les réformes économiques structurelles et enfin la surveillance économique et financière de la région (ADB, 2010a : 66).

##### AMRO : Asean + 3 Macroeconomic Research Office

Ce bureau est créé en 2010 (concomitamment au FMA) et s'établit à Singapour. Unité de surveillance indépendante créée à l'initiative des ministres des finances, il sera opérationnel en mai 2011 avec une équipe d'une dizaine de personnes, alors même que l'Asean + 3 n'est toujours pas doté d'un secrétariat permanent (ADB, 2010a : 142). Sa fonction est de « surveiller » les économies membres afin de pouvoir effectuer des missions de sauvetage en connaissance de cause dans le cadre de la CMIM, mais également en vue de faciliter la coopération, d'harmoniser les pratiques, de promouvoir la transparence et la gouvernance multiniveaux (Asean, Asean + 3 notamment). L'AMRO est qualifié « d'institution intrarégionale fonctionnelle », par l'ADB.

Source : à partir du site de l'ADB (2011).

<sup>13</sup> <http://www.reuters.com/article/marketsNews/idUSSEO7774120080504?pageNumber=4&virtualBrandChannel=0&sp=true>

Le renforcement progressif de l'ICM (offre de ressources et mécanismes de surveillance) présente des ressemblances étonnantes avec la création d'un Fonds monétaire asiatique (Chey, 2009, Henning, 2009 et Guilhot, 2009), d'autant plus que c'était le nom donné au projet nippon de 1998. Si ce terme n'est pas (encore) employé officiellement par les treize gouvernements, le renforcement du mécanisme de surveillance et la multilatéralisation des accords de *swaps* permettent d'affirmer que ce FMA a bien été créé *de facto*, en mars 2010. Les Asiatiques se défendent néanmoins de vouloir concurrencer le FMI avec le FMA, tout en soulignant que cela permet aux pays de bénéficier de lignes de crédit jusqu'à un certain seuil sans tomber sous les critères de conditionnalité du FMI (ADB, 2010a : 76). Il n'est pas inutile de rappeler ici combien les Asiatiques ont mal vécu les ingérences du FMI lors de la crise du 1997. La position des États-Unis a également changé depuis 1998, ils ne cherchent plus à entraver la mise en place du projet mais ne manquent pas de s'interroger sur son positionnement par rapport au FMI (Yuan et Murphy, 2010).

L'encadré suivant rappelle les dates clés de la constitution du FMA.

### Encadré 3 : genèse du Fonds monétaire asiatique (CMIM)

- 1997** : Premier sommet informel entre les 13 pays à Kuala Lumpur.
- 2000** : Seconde réunion des ministres des Finances de l'Asean + 3 en Thaïlande. Instauration de l'Initiative Chiang Mai (ICM).
- 2003** : Création de l'ABMI (Asian Bond Markets Initiative) afin de développer les marchés obligataires est-asiatiques et du Research Group (sur proposition japonaise) qui a pour but d'explorer les différents moyens pour renforcer la coopération financière et promouvoir la stabilité dans la région en s'appuyant sur les travaux académiques des différents pays membres.
- 2005 (mai)** : 8<sup>e</sup> réunion des ministres des Finances à Istanbul. Accord pour améliorer l'effectivité de l'ICM. Asean + 3 Economic Policy Review and Dialogue Process est intégré à l'ICM. Adoption d'un mécanisme de décision collective pour l'activation des *swaps*. Les liquidités de court terme, mises à disposition des pays sans l'appel du FMI passent de 10 à 20 %. Une multilatéralisation de l'ICM est envisagée.
- 2006** : 9<sup>e</sup> réunion des ministres des Finances de l'Asean + 3, renforcement de l'ICM. Création de deux groupes de travail, Group Of Experts et ETWG (Technical Working Group on Economic and Financial Monitoring) pour améliorer la surveillance macroéconomique de la région.
- 2007 (mai)** : 10<sup>e</sup> réunion des ministres des Finances de l'Asean + 3 : la mise en commun des réserves est considérée comme la forme appropriée pour multilatéraliser l'ICM. Les députés sont chargés d'étudier les éléments clés pour que cette multilatéralisation puisse avoir lieu, c'est-à-dire, la surveillance, les mécanismes d'activation, les quotas d'emprunt.
- 2008 (mai)** : lors de la 11<sup>e</sup> réunion des ministres des Finances de l'Asean + 3, les ministres s'accordent sur un montant des réserves mises en commun (au moins 80 milliards de dollars), les conditions d'accessibilité des emprunts et le mécanisme d'activation. Les pourparlers sur la répartition des contributions se précisent également : ils annoncent une répartition « 20 : 80 » entre les pays de l'Asean et les trois autres économies (Chine, Japon et Corée du Sud).
- 2009 (décembre)** : face à la diffusion de la crise financière, the *Chiang Mai Initiative* devient véritablement « multilatérale » (CMIM) et se voit désormais dotée de tous les attributs d'un Fonds monétaire asiatique (FMA)<sup>14</sup> : multilatéralisme régional, système de surveillance et dotation initiale de 120 milliards de dollars.
- 2010 (mars)** : l'accord venant entériner le projet de CMIM est signé par les 13 pays. L'AMRO est créé.

Sources : à partir notamment de Sussangkarn (2010), Yuan et Murphy (2010), ADB, (2009), Guilhot (2008).

<sup>14</sup> Ce projet a vu le jour dès 1998, porté alors par le Japon et repoussé par la Chine et les États-Unis (Higgot, 1998). Il fait désormais l'objet d'une adhésion unanime de la part des membres de l'Asean + 3.

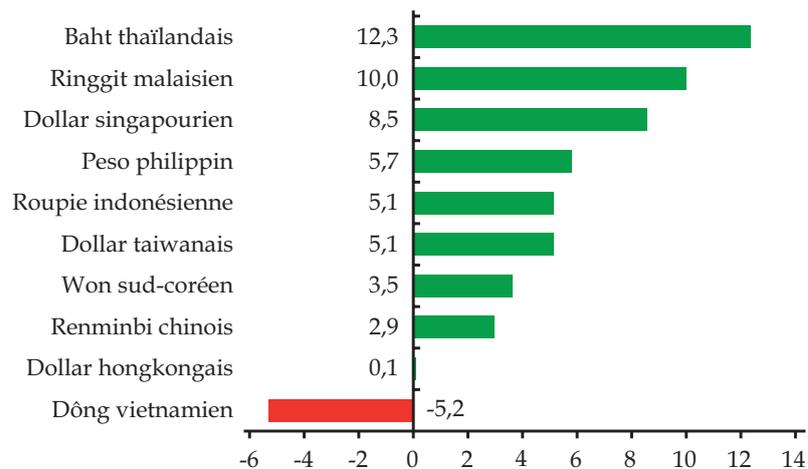
Le renforcement constant de la coopération monétaire au sein de l'Asean + 3 qui a abouti à la création d'un FMA, illustre la volonté des gouvernements des treize économies de renforcer les réponses « régionales » afin de faire face, ensemble, aux chocs « extérieurs ».

## 7 - Aux origines du FMA : une volatilité de mauvais augure suite à la crise des *subprimes*.

Dans quelle mesure l'accélération du processus de coopération régionale est-elle à imputer à la crise des *subprimes* ?

Alors que les régimes de change sont assez comparables avant la crise asiatique, ils vont se diversifier fortement par la suite (*cf.* premier point du texte). Cette diversification des pratiques provoque à son tour une grande variété des réactions de chaque monnaie en cas de choc exogène. Et c'est bien à une disparité des réactions que l'on assiste après la chute du dollar suite à la crise des *subprimes* comme le montre le graphique suivant. Cette volatilité pose encore davantage de problèmes qu'en 1997 dans la mesure où l'interdépendance économique entre les pays de la zone a considérablement augmenté.

**Graphique 4 : fluctuations des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar, du 4 janvier 2010 au 10 novembre 2010 (pourcentage)**



Dernière fermeture du 10 novembre 2010, dont les données sont basées sur la valeur locale du dollar américain.  
Une donnée négative indique une dépréciation.

Source: ADB (2010b : 14).

Le graphique précédent, en mettant en évidence la disparité sur quelques mois de l'appréciation des monnaies de la zone par rapport au dollar, montrait clairement que l'interrogation sur une éventuelle guerre des monnaies était fondée ; le graphique suivant représente la disparité sur la décennie écoulée, révélant ainsi l'impact de la crise des *subprimes*.

### Graphique 5 : dispersion du taux de change régional réel 2000-2010 (coefficient de variation en pourcentage)



Source : ADB (décembre 2010b : 49).

Ce graphique apporte en fait un double enseignement : l'illustration de la volatilité des taux de change asiatique à partir de mi-2007, d'une part ; la révélation de l'existence d'une véritable méthodologie de calcul à partir d'une monnaie asiatique fictive, d'autre part. En effet, depuis le début des années 2000, le RIETI travaille sur un projet d'Unité monétaire asiatique (Asian Monetary Unit, AMU), construite comme une moyenne pondérée des monnaies asiatiques (Asean + 3 + Hong Kong), sur le modèle de la méthode utilisée pour calculer l'Ecu (European Currency Unit) adopté par les pays de l'Union européenne dans le cadre du Système monétaire européen avant l'introduction de l'euro (Ogawa et Kawasaki, 2006 ; Ogawa et Shimizu, 2007). En d'autres termes, l'AMU correspond au panier des monnaies asiatiques, la pondération est basée sur le PIB en parité du pouvoir d'achat et le volume du commerce international pour chacun des pays. Le taux de change de chaque monnaie est ensuite calculé au jour le jour en fonction de l'AMU, ce qui permet d'estimer des « coefficients de déviation » par rapport à une période de référence. Ces calculs permettent une surveillance des évolutions monétaires dans la zone. Ils préparent également l'instauration d'une véritable stratégie de convergence si les autorités de la zone s'orientent vers une coopération dans le domaine des changes. Ces calculs renforcent la faisabilité rapide d'un véritable « bloc monétaire asiatique ». Il n'est, par ailleurs, pas anodin de souligner la persévérance du Japon, à l'origine du projet refusé en 1998, qui anticipe malgré tout son retour sur le devant de la scène créant un centre de recherche spécialisé.

C'est donc sur une base régionale que va vraisemblablement s'organiser l'Asie pour tenter d'éviter une guerre des monnaies, mais également une crise de 1997 bis. Dans ce scénario, le yuan n'est pas prêt pour jouer un rôle pivot, ce n'est donc pas une zone yuan qui va se mettre en place. C'est l'agenda des crises internationales qui contraint l'agenda asiatique et non la Chine qui dicte son tempo, même si, comme on l'a vu précédemment, elle tente d'accélérer l'internationalisation de sa monnaie. Néanmoins, les réformes structurelles qui permettront de mener à maturité son système monétaire vont prendre du temps. Et ce n'est qu'une fois cette phase atteinte que le yuan pourra éventuellement devenir une devise internationale. Or, la Chine ne dispose pas de ce délai pour pouvoir rapidement dominer le processus de coopération régionale actuellement en cours dans le domaine des changes.

## 8 - Yuan/dollar : sous-évaluation ou non, là n'est pas la question !

Au-delà de cette avancée régionale concrète, l'avenir du yuan en Asie orientale ne peut néanmoins faire l'économie d'un détour par « le reste du monde » et, plus spécifiquement, par les États-Unis. « La guerre des monnaies » doit donc ainsi être envisagée sur un horizon géographique plus large. En effet, l'Asie reste une zone largement ouverte, et l'économie chinoise est très fortement imbriquée à l'économie américaine, comme le rappellent chaque jour les pressions de plus en plus fortes des autorités américaines en faveur d'une réévaluation du yuan. Aglietta (2008 : 37) souligne que « le Congrès américain vocifère depuis 2003 » contre ce yuan si scandaleusement sous-évalué. Afin d'augmenter encore cette pression, la Chambre des représentants a adopté, le 29 septembre 2010, une loi autorisant le gouvernement américain à augmenter les droits de douane sur les produits chinois, le très faible niveau du taux de change chinois étant considéré comme une action de dumping monétaire de la part des autorités chinoises. Pour qu'elle entre en vigueur, le sénat américain doit l'approuver ce qui n'a pas encore été fait. Néanmoins, les pressions américaines vis-à-vis de la sous-évaluation du yuan persistent. Avant la visite du président chinois, Hu Jintao, aux États-Unis, mi-janvier 2011, plusieurs sénateurs ont mentionné de nouveau la nécessité d'adopter ce projet de loi afin de pénaliser la compétitivité chinoise considérée comme induite car résultant de la manipulation de sa monnaie – l'idée qu'une appréciation du yuan par rapport au dollar américain permettrait aux industriels américains de retrouver des marges de manœuvre et de renforcer la croissance et l'emploi dans le pays, semble clairement admise aux États-Unis.

Certains auteurs rappellent pourtant la nécessaire différence dans la gestion du taux de change dans une économie mature ou dans une économie en développement. Dans la seconde, les objectifs de croissance (facteurs internes) dictent la politique de change, et le contrôle strict du taux de change (Aglietta, 2005 ; Bouveret *et alii*, 2006). De plus, il ne faut pas oublier que l'économie chinoise est une économie très ouverte pour une économie « continentale » : son taux d'ouverture<sup>15</sup> était de 59 % en 2005, il n'est plus « que de 43 % »<sup>16</sup> en 2009 suite au ralentissement de la demande mondiale. D'autres analystes rajoutent que

« L'observateur impartial est plutôt tenté de mettre en cause la politique économique de la zone euro en ce qui concerne son chômage, ou des États-Unis en ce qui concerne leur déficit courant » (Bouveret *et alii*, 2006 : 78).

Artus (2011 : 6-7) quant à lui, soutient explicitement que :

« Le renminbi n'est pas anormalement sous-évalué par rapport aux autres monnaies des émergents si on tient compte du niveau de développement de la Chine, car ce qui compte c'est le taux de change effectif réel qui justement s'apprécie depuis 2005 (y compris contre dollar jusqu'en 2008) avec la hausse rapide des salaires unitaires ».

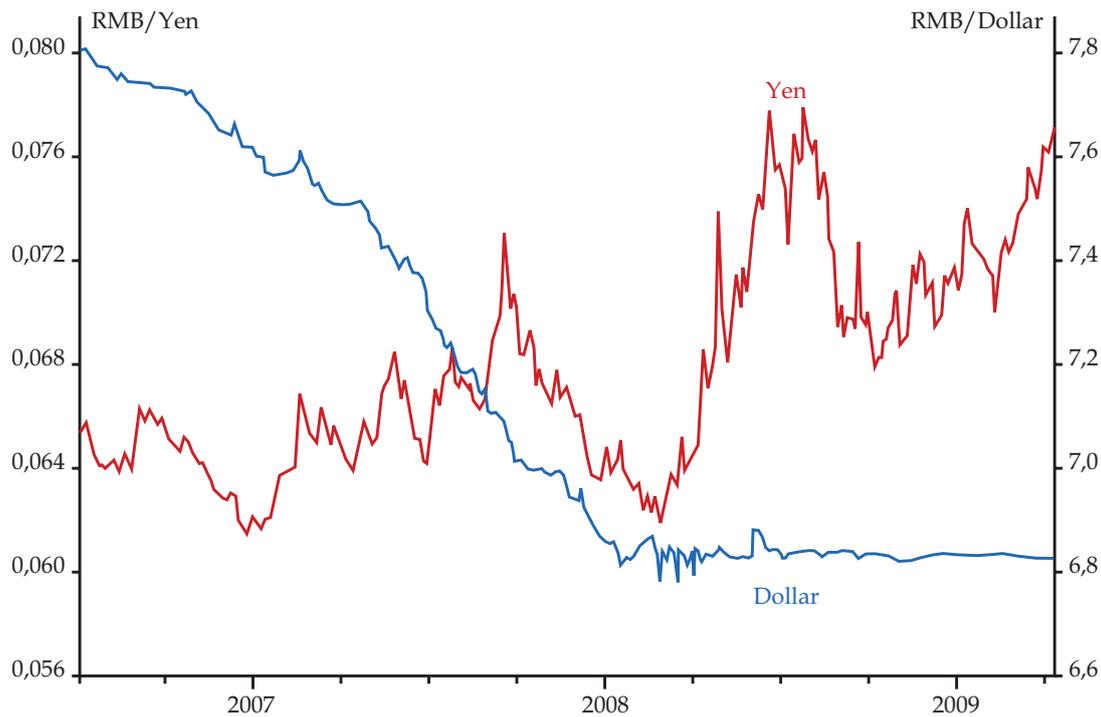
Le graphique suivant, en comparant les évolutions de la parité yuan/dollar et de la parité yuan/yen, est révélateur du biais de la position américaine.

La divergence des *trends* est significative et rappelle une fois de plus que le taux de change d'une devise ne se réduit pas à sa parité contre une seule autre...

<sup>15</sup> Calcul du taux d'ouverture retenu : (importations totales du pays + exportations totales)/PIB du pays.

<sup>16</sup> Calculs des auteurs d'après la base de données CHELEM.

**Graphique 6 : variation du taux de change du yuan contre le dollar et le yen**



Source : Thorbecke (2010 : 23).

Deux remarques permettent de mieux se positionner dans le débat sur le taux de change « optimal » (pour qui ?) du yuan. **La première est de nature scientifique** : les nombreuses études empiriques aux résultats contradictoires sont loin d'apporter la preuve irréfutable de la sous-évaluation du yuan. Certains auteurs vont même jusqu'à soutenir la thèse de sa surévaluation en se basant sur le niveau global de développement de la Chine<sup>17</sup>.

**La seconde remarque est de nature historique et comparative** : de nombreux observateurs s'accordent en effet pour considérer l'*endaka* (hausse rapide du yen à partir des accords du Plaza en 1985) comme l'un des facteurs déterminants de la crise financière qui éclate au Japon à partir de 1989<sup>18</sup>. Il est dès lors possible d'établir un parallèle avec les pressions américaines récurrentes en faveur d'une réévaluation du yuan. L'effectivité de cette dernière pourrait bien avoir les mêmes conséquences désastreuses sur l'économie chinoise sans avoir d'impact significatif sur la balance commerciale américaine, comme cela a été le cas lors de l'*endaka*. Aglietta (2008 : 37) montre en effet comment une réévaluation massive du yuan provoquant une baisse des exportations engendrerait en fait une diminution des importations (qui ne viennent pas massivement satisfaire la demande intérieure, étant donné la division régionale du travail à l'œuvre en Asie orientale). Le solde de la balance commerciale est de fait peu sensible à cette évaluation (Garcia-Herrero *et alii*, 2008). Aglietta précise également que si les importations américaines en provenance de Chine venaient à baisser suite à cet événement, elles seraient remplacées par des importations en provenance d'autres pays émergents, tout comme, en d'autres temps, la Chine s'est substituée au Japon comme première « source de déficit ».

Or, il n'est pas certain que saper les fondements de la croissance chinoise soit la solution la plus efficace pour sortir les pays développés de la crise dans laquelle les a durablement plongés l'aventure américaine des *subprimes*. Envisager l'hypothèse d'un recentrage du régime de

<sup>17</sup> Bouveret *et alii*, 2006.

<sup>18</sup> Aglietta, 2008 ; Bouveret *et alii*, 2006.

croissance chinoise sur la demande intérieure à moyen terme (Gaulier *et alii*, 2010) pourrait constituer un chemin plus efficace vers un rééquilibrage des relations commerciales entre l'Asie et le reste de monde (Artus, 2011). Le vaste programme de relance mis en place par la Chine dès 2009 (Apoteker, 2009) constitue peut-être le premier pas dans une direction qu'il faut encourager et non handicaper.

**L'accélération du processus de coopération régionale en Asie orientale** peut également être lue comme un processus d'émancipation par rapport au dollar (Aglietta, 2010c). Quant aux deux scénarios globaux évoqués en introduction, l'ensemble du propos montre que l'Asie n'attend pas la réforme des institutions de Bretton Woods promise par le G20 pour s'organiser sur une base régionale, à la suite de la zone euro, favorisant ainsi largement le scénario d'un monde multipolaire... au moins dans le domaine monétaire. Le rôle du yuan, dans cette perspective de construction régionale rapide, ne pourra qu'être celui d'une devise de pays émergent, malgré la politique volontariste actuelle de la Chine en matière d'internationalisation de sa monnaie.

#### Liste des acronymes

ABF	– Asian Bond Fund
ABMI	– Asian Bond Markets Initiative
ACU	– Asian Currency Unit
ADB	– Asian Development Bank
AFTA	– ASEAN Free Trade Area
ALE	– Accord de libre-échange
AMRO	– ASEAN+3 Macroeconomic Research Office
AMU	– Asian Monetary Unit
ASEAN	– Association of Southeast Asian Nations
CMI ou ICM	– Initiative Chiang Mai
CMIM	– CMI Multilateralization
ERPD	– ASEAN+3 Economic Review and Policy Dialogue
FMA	– Fonds monétaire asiatique
FMI	– Fonds monétaire international
GDP	– Gross Domestic Product
IDE	– Investissements directs à l'étranger
IDH	– Indice de développement humain
IRI	– Institution for Regional Integration
OCDE	– Organisation pour la coopération et le développement économique
OMC	– Organisation mondiale du commerce
PIB	– Produit intérieur brut
PNUD	– Programme des Nations unies pour le développement
RIETI	– Research Institute of Economy, Trade and Industry
UE	– Union européenne

## Bibliographie

- ARNER Douglas W., LEJOT Paul, WANG Wei, « Post-crisis Financial Integration in East Asia », *AIIFL-EAIEL Policy Paper* n° 3, 2007, 45 p.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK (ADB), « Regional Surveillance for Economic Stability », *Asian Economic Monitor*, décembre 2009, p. 51-71
- ASIAN DEVELOPMENT BANK (ADB), *Institutions for Regional Integration. Toward an Asian Economic Community*, 2010a, 313 p.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK (ADB), « Exchange Rate Cooperation: Is East Asia Ready? », *Asian Economic Monitor*, décembre 2010b, p. 46-58
- AGLIETTA Michel, « La rivalité monétaire sino-américaine et le régime de change de la Chine », in « La Chine », *Les Cahiers – Le Cercle des économistes*, n° 9, 2008, p. 35-54
- AGLIETTA Michel, « La Chine doit sortir de l'ancrage dollar », *L'Expansion.com*, 7 janvier 2010a
- AGLIETTA Michel, « Le dollar, le yuan et le système international », *L'Économie politique*, n° 45, 2010b, p. 6-24
- AGLIETTA Michel, « La montée des pays asiatiques dans le système monétaire international », *Reflète et perspectives de la vie économique*, n° 45, 2010c, p. 93-101
- AGLIETTA Michel, LANDRY Yves, *La Chine vers la superpuissance*, Economica, Paris, 2007, 176 p.
- AGLIETTA Michel, RZEPKOWSKI Bronka, « Le dollar et la formation d'un pôle monétaire en Asie », *Revue d'économie financière*, n° 77, 2004, p. 147-161
- APOTEKER Thierry, « La Chine : accélération des transformations et nouveaux défis », *Revue d'économie financière*, n° 95, 2009, p. 207-228
- ARTUS Patrick, « Réforme du Système Monétaire International : éviter les pistes sans intérêt », *Flash économie Natixis*, n° 127, 16 février 2011, 10 p.
- BANQUE MONDIALE, « Transforming Rebound into Recovery », *East Asia and Pacific Update*, 51498, novembre 2009, 96 p.
- BENASSY-QUERE Agnès *et alii*, « Changement et continuité : le régime de change de la Chine », *Politique étrangère*, n° 2, 2004, p. 285-297
- BENASSY-QUERE Agnès et LAHRECHE-REUIL Amina, « Le yuan et le système monétaire international », in « La Chine », *Les Cahiers du Cercle des économistes*, n° 9, 2008, p. 55-66
- BOUVERET Antoine, MESTIRI Sana et STERDINIAC Henri, « La valeur du Yuan. Les paradoxes du taux de change d'équilibre », *Revue de l'OFCE*, n° 98, 2006, p. 77-127
- CHEUNG Yin-Wong, MA Guonam, MC CAULEY Robert N., « Renmimisation des actifs internationaux de la Chine », *Revue d'économie financière*, n° 95, 2009, p. 135-155
- CHEY Hyung-Kyu, « The Changing Political Dynamics of East Asian Financial Cooperation: The Chiang Mai Initiative », *Asian Survey*, vol. 49, n° 3, mai-juin 2009, p. 450-467
- DIEMER Arnaud, DOZOLME Sylvie (dir.), *Les enseignements de la crise des Subprimes*, Éditions C. Juglar, Paris, 2011, 262 p.
- FIGUIERE Catherine, « 1985-1990 : l'impact de la hausse du yen sur les structures productives japonaises », *Japon in Extenso*, n° 34, décembre 1994, p. 38-46
- FIGUIERE Catherine, GUILHOT Laëtitia, « La Chine, un hégémon régional en Asie Orientale ? Une approche en Économie Politique Internationale », in Yunnan Shi et Françoise Haye (dir.), *La Chine au cœur de la croissance mondiale ? Concurrence, opportunités, restructuration des réseaux économiques*, Presses Universitaires de Rennes, Rennes, 2006, 411 p.

- FIGUIERE Catherine, GUILHOT Laëtitia, « La Chine : prochain leader de l'Asie Orientale ? », *Revue Région et Développement*, n° 28, 2008, p.151-180
- FIGUIERE Catherine, GUILHOT Laëtitia, « Rattrapage asiatique : les enjeux de la crise », *Mondes en Développement*, n° 150, 2010, p. 123-134
- FIGUIERE Catherine, GUILHOT Laëtitia, « La Chine : avenir du découplage asiatique ? », in DIEMER A. et DOZOLME S. (dir), Éditions C. Juglar, Paris, 2011, p. 233-244
- GARCIA-HERRERO Alicia, KOIVU Tuuli, « China's exchange rate policy and Asian trade », *Économie Internationale*, n° 116, 2008, p. 53-92
- GAULIER Guillaume, LEMOINE Françoise, UNAL-KESENCI Deniz, « China's Emergence and the Reorganization of Trade Flows in Asia », *Working Paper CEPPII*, n° 5, mars 2006, 31 p.
- GAULIER Guillaume *et alii*, « Chine : fin du modèle de croissance extravertie », *La Lettre du CEPPII*, n° 298, 21 avril 2010, 4 p.
- GIRARDIN Éric, « A De Facto Asian-Currency Unit Bloc in East Asia: It has been there but we did not look for it », *ADB Working Papers series*, n° 62, 2011, 23 p.
- GUILHOT Laëtitia, *L'intégration économique régionale de l'ASEAN + 3. La crise de 1997 à l'origine d'un régime régional*, Thèse, Université Pierre-Mendès-France (Grenoble), 2008, 276 p., disponible en ligne sur le site <http://tel.archives-ouvertes.fr/>
- GUILHOT Laëtitia, « L'impact de la crise 1997 sur l'ASEAN+3 : les apports de l'Économie Politique Internationale », *Mondes en Développement*, n° 147, 2009, p. 123-138
- HENNING C. Randall, « The future of the Chiang Mai Initiative: An Asian Monetary Fund? », *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, number PB09-5, février 2009, 9 p.
- JETIN Bruno, « L'intégration monétaire asiatique : dollarisation, monnaie commune ou simple coopération monétaire ? » *Revue Tiers-Monde*, n° 199, 2009, p. 591-610
- LEVASSEUR Valérie, SERRANITO Fransisco « Y a-t-il formation d'une zone yen en Asie Pacifique? », *Économie internationale*, n° 66, 1996, p. 81-108
- MC KINNON Ronald I., SCHNABL Gunter, « The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin », *Review of Development Economics*, 2208, n° 8, 2004, p. 331-360
- MA Guonam, MC CAULEY Robert N., The evolving renminbi regime and implications for Asian currency stability, *BIS Working Papers*, n° 321, septembre 2010, 18 p.
- MORRISON Wayne M., « China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States », *Congressional Research Service*, 3, juin 2009, 10 p.
- MUNDELL Robert A., « Does Asia Need a Common Currency? », *Pacific Economic Review*, 7 janvier 2002, p. 3-12
- OGAWA Eiji, KAWASAKI Kentaro, « Adopting a common currency basket arrangement into the "ASEAN Plus Three" », *RIETI Discussion Papers Series*, 06-E-028, juin 2006, 6 p.
- OGAWA Eiji, SHIMIZU Junko, « Progress toward a common currency basket system in East Asia », *RIETI Discussion Papers Series*, 07-E-002, janvier 2007, 16 p.
- PATNAIK Ila, SHAH Ajay, « Asia Confronts the Impossible Trinity », *ADB Working Papers Series*, n° 204, 2010, 25 p.
- PLUMMER Michael G., « Regional Monitoring of Capital Flows and Coordination of Financial Regulation: Stakes and Options for Asia », *ADB Working Papers Series*, n° 201, 2010, 25 p.
- PONS Philippe, *D'Edo à Tokyo : Mémoires et modernités*, Gallimard, Paris, 1988, 458 p.
- SHIRAI Sayuri, « Financial and Currency Cooperation in East Asia », *International Affairs*, n° 563, 2007, p. 14-26
- STETA Annick, « La Chine peut-elle sortir du piège du dollar ? », *Revue des Deux Mondes*, n° 26, février 2010, p. 39-44

- SUSSANGKARN Chalongphob, « The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook », *ADB Working Papers Series*, n° 230, 2010, 20 p.
- THORBECKE Willem, « The Appropriate Policy Mix for China », *RIETI Discussion paper series*, 10-P0-28, décembre 2010, 24 p.
- WINKLER Adalbert, « The Financial Crisis: a Wake-up Call for Strengthening Regional Monitoring of Financial Markets and Regional Coordination of Financial Sector Policies? », *ADB Working Papers Series*, n° 199, 2010, 52 p.
- YUAN Wen Jin, MURPHY Melissa, « Regional monetary Cooperation in East Asia. Should the United States be Concerned? », *Center for Strategic & International Studies*, novembre 2010, 18 p.