

## ON THE INCLUSION OF THE CHINESE RENMINBI IN THE SDR BASKET

Agnès BENASSY-QUERE and Damien CAPELLE

**Non-technical Summary** In the context of ongoing discussions on the reform of the international monetary system, and as a consequence of the 2007-09 financial crisis that has once again highlighted the importance of international liquidity provision, the Special Drawing Right (SDR) has received renewed interest. In particular, the Governor of the People's Bank of China made a vibrant call for a revival of the SDR in March 2009, and in April 2010 the finance ministers and central bankers of the G20 decided to work on a “criteria-based path to broaden the composition of the SDR”. In fact, the initiative targets the inclusion of the Chinese currency in the SDR basket, along with the US dollar, the euro, the yen and the pound.

Although China has become a prominent economic power (and the first exporting country for goods and services), this condition is not enough for its currency to be included in the SDR basket. The renminbi would need to become “freely usable”, when it is hardly convertible and very far from playing an important part in foreign exchange markets. The challenge then is to examine whether this condition of “free usability” could be revised (at least for a limited period) and, above all, what would be the advantages.

Here we analyse the pros and cons of including the RMB in the SDR against the criterion of stability of the basket – stability of both its composition and its value. Indeed, stability is a key condition for the SDR to be attractive as a unit of account and as a reserve currency. Following the IMF methodology, we recalculate the weights of the different currencies of the basket and propose projections at the 2050 horizon. We compare these weights whether the RMB is included or not in the basket. Then, based on basic assumptions concerning the volatility of bilateral exchange rates and the level of equilibrium exchange rates, we assess the impact of RMB inclusion on the volatility of the basket, in the short run as in the long term.

Our results suggest that, had the renminbi be included in the SDR basket during the 1990s and 2000s, its weight would have been limited (less than ten percent). However, under basic assumptions concerning the future evolution of global trade and the distribution of foreign-

## **L'ÉLARGISSEMENT DU PANIER DTS A LA MONNAIE CHINOISE**

Agnès BENASSY-QUERE et Damien CAPELLE

### **RESUME NON TECHNIQUE**

Dans le cadre des discussions sur la réforme du système monétaire international, et suite à la crise financière de 2007-2009 qui a replacé au devant de la scène la question de la fourniture de la liquidité internationale, le Droit de Tirage Spécial (DTS) a connu un net regain d'intérêt. En particulier le Gouverneur de la banque centrale chinoise a livré, en mars 2009, un vibrant plaidoyer en faveur du DTS. Les ministres des finances et banquiers centraux du G20 se sont ensuite engagés, en avril 2011, à travailler sur un « sentier d'élargissement du DTS fondé sur des critères ». Il s'agit en fait d'envisager l'inclusion de la monnaie chinoise dans le panier DTS, aux côtés du dollar, de l'euro, du yen et de la livre Sterling.

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 panier DTS. Il faudrait que le renminbi devienne « librement utilisable », alors qu'il n'est même 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 déterminée) et, surtout, quels en seraient les avantages.

Nous examinons ici les avantages et inconvénients d'une inclusion du renminbi dans le panier DTS au regard du critère de stabilité du panier – stabilité de sa composition et de sa valeur. En effet, la stabilité du panier est une condition clé de l'attrait du DTS comme unité de compte et réserve de valeur. Suivant la méthode du FMI, nous reconstituons le poids des différentes monnaies composant le panier sur le passé et proposons des projections à l'horizon 2050. Nous comparons ces poids selon que le renminbi est ou non inclus dans le panier. A partir de ces différents poids, d'hypothèses sur la volatilité des monnaies deux à deux et les taux de change réels d'équilibre, nous évaluons l'impact de l'inclusion du renminbi sur la volatilité et la valeur du panier.

Nos résultats suggèrent que, si la monnaie chinoise avait été comprise dans le DTS en 1990, son impact sur le comportement du panier aurait été très limité en raison du faible poids du renminbi (moins de 10%). Cependant, sous quelques hypothèses simples concernant l'évolution future du commerce mondial et la composition des réserves de change, le renminbi pourrait devenir, à l'horizon 2040, la deuxième, voire la première monnaie du panier. Ainsi, attendre trop

longtemps avant d'inclure le RMB (parce cette monnaie n'est pas « librement utilisable ») fait courir le risque d'une discontinuité lorsque le panier sera finalement élargi. Par contre, le principe d'une composition stable du panier milite contre l'inclusion d'autres monnaies, car leur liste risquerait de devoir être révisée périodiquement en fonction de l'évolution des rangs des différents pays.

L'impact de l'inclusion du RMB dans le DTS dépendra, de manière déterminante, du régime de change chinois : avec 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. A l'inverse, un régime de change flexible limiterait très fortement l'impact de l'inclusion du renminbi dans le panier. 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, il faut conserver à l'esprit qu'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 Etats-Unis, le dollar représentant 42% du panier actuel. De manière symétrique, le potentiel d'appréciation du RMB est important, toujours en termes effectifs réels. Cet aspect pourrait renforcer l'attrait du DTS comme réserve de valeur. Simultanément, nous montrons que les pays débiteurs nets ne devraient pas souffrir d'une trop forte augmentation du taux d'intérêt du panier.

Au total, notre analyse suggère qu'il pourrait être justifié de revoir la condition de « libre usage » de la monnaie chinoise, si l'objectif premier de l'élargissement du panier est de renforcer son attrait comme unité de compte et réserve de valeur. Pour sûr, l'inclusion d'un RMB seulement partiellement convertible réduirait la liquidité indirecte du DTS. Cependant, même si le marché du renminbi (on-shore et off-shore) est encore limité, les anticipations d'appréciation de cette monnaie sont telles qu'une banque centrale n'aurait probablement pas de difficulté à trouver des acquéreurs. Nous concluons qu'un élargissement relativement rapide du DTS à la monnaie chinoise apporterait des avantages en termes de stabilité du panier (composition et valeur), pourvu qu'une certaine flexibilité soit introduite dans le régime de change. Cette question du régime de change est plus importante, au regard de l'objectif de stabilité, que celle du « libre usage » de la monnaie chinoise, au moins à court et moyen terme.

*Classification JEL* : F31, F33.

*Mots-clefs* : DTS, renminbi, système monétaire international, volatilité des taux de change.

exchange reserves, the renminbi could become the first or second currency of the basket by 2040. Hence, waiting too much before including the RMB in the basket (because it is not yet freely usable) would incur the risk of a significant discontinuity in the SDR behavior when the inclusion is eventually decided. The principle of a stable composition also argues against a wide broadening of the basket since including smaller countries would encounter the risk of having to revise the composition of the basket regularly to account for changes in country rankings.

The impact of RMB inclusion on SDR volatility will crucially depend on China's exchange-rate regime: assuming the RMB is pegged to the dollar, the volatility of the SDR vis-à-vis the euro and the pound would rise very significantly over the next decades, whereas it would be reduced against the US dollar, the renminbi and a number of third currencies. Conversely, should the yuan be allowed to float, the impact on the volatility of the SDR would be much more limited. Similarly, including the yuan while it is significantly under-valued would weaken the value of the SDR. These results are strong arguments in favor of postponing RMB inclusion until it is made more flexible and has adjusted somewhat towards equilibrium. However, it should be kept in mind that waiting too much would introduce a discontinuity on the behavior of the SDR because the new currency would immediately be attributed a large weight. Additionally, having the yuan in the SDR would counterbalance a depreciating trend of the SDR in real effective terms related to the Balassa-Samuelson and to cumulated deficits in the United States, as the US dollar represents 42 percent of the basket. Indeed, China is likely to experience strong real exchange-rate appreciation in the future in relation to the Balassa-Samuelson effect and/or to current account adjustment. This feature could raise the attractiveness of the SDR as a store of value. Meanwhile, we show that net debtors would not suffer from a large increase in the SDR interest rate.

On the whole, our results suggest that the question of the free usability requirement may be revised if the main objective is to raise the attractiveness of the SDR as a unit of account and as a store of value. Should the renminbi be included in the basket, it might reduce the indirect liquidity of the SDR as the yuan is not yet widely traded on foreign exchange market (both on-shore and off-shore). However, even though it is not widely traded, market expectations of an appreciation will temporarily raise the demand for the Chinese currency, hence central banks may find it relatively easy to sell this currency. In our view, including the RMB in the SDR relatively rapidly would bring advantages in terms of stability of the composition and of the value of the basket, especially if China's exchange rate regime is made more flexible. This issue of flexibility is de facto more important than that of free usability to make the SDR more stable, at least in the short and medium run.

*JEL Classification:* F31, F33.

*Key Words:* SDR, renminbi, international monetary system, foreign exchange volatility