

REBALANCING GROWTH IN CHINA: AN INTERNATIONAL PERSPECTIVE

Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Carton and Ludovic Gauvin

NON TECHNICAL SUMMARY

Since the early 2000s, China has been the center of repeated criticism by the international community concerning its export-oriented growth strategy based on an artificially weak currency. However China has responded to this criticism through structural reforms rather than monetary reforms. This paper aims at analyzing the complementarity or substitutability of structural and monetary reforms in China, for the domestic economy as for the global rebalancing agenda. Specifically, we study the impact of a several reforms that all involve a reduction in Chinese saving rate, under various regimes for capital flows and the exchange rate; reciprocally, we analyze the rebalancing impact of a change in China's monetary regime, absent structural reforms, hence in a situation of cumulated surpluses in China.

To this end, we build a micro-founded macroeconomic model with overlapping generations, nominal rigidities and financial constraints, for two countries: China, and the United States. The structural reforms successively considered are an increase in the generosity of China's pension system, a financial reform that facilitates the access of private companies to debt markets while removing capital subsidies, and an increase in the government debt target. As for monetary regimes, they include the status quo (a fixed exchange rate backed by capital controls and foreign-exchange interventions), a relaxation of capital controls, and a move to a flexible exchange-rate regime. We successively consider the impact of a structural reform under different monetary regimes, and the impact of a monetary regime change in itself, in a context of global imbalances. Finally, we introduce a third country (the Euro area) in the model in order to study the asymmetries stemming from China's bilateral peg on the dollar and from its preference for dollar-denominated assets.

We find that a fall in China's saving rate would contribute to global rebalancing whatever the exchange rate regime, provided international capital flows do react to interest-rate differentials (which implies less-than-complete capital controls in China). Under a flexible exchange-rate regime, the reduction of the bilateral current-account imbalance between the United States and China is quicker (because the renminbi appreciates in nominal terms against the US dollar), but it is not stronger than under a fixed exchange-rate regime. Still, only under a flexible exchange-rate regime is China able to control inflation stemming from more dynamic domestic demand.

RÉÉQUILIBRAGE DE LA CROISSANCE EN CHINE: UNE PERSPECTIVE

Agnès Bénassy-Quéré, Benjamin Carton et Ludovic Gauvin

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

Depuis le début des années 2000, la Chine s'est trouvée au centre de critiques répétées, de la part de la communauté internationale, au sujet de sa stratégie de croissance extravertie fondée sur une monnaie sous-évaluée. La Chine a répondu à ces critiques par des réformes structurelles plutôt que monétaires. Nous étudions ici dans quelle mesure les deux types de réformes sont complémentaires ou substituables, pour l'économie chinoise et pour le rééquilibrage de l'économie mondiale. Plus spécifiquement, nous étudions l'impact de différentes réformes structurelles qui toutes conduisent à une baisse du taux d'épargne agrégé en Chine, selon différents régimes en matière de flux de capitaux et de taux de change. A l'inverse, nous analysons l'impact d'une réforme monétaire sur les déséquilibres mondiaux, en l'absence de réformes structurelles, donc dans une situation d'accumulation d'excédents en Chine.

A cette fin, nous construisons un modèle à génération imbriquées avec fondements microéconomiques, rigidités nominales et contraintes financières, pour deux pays : la Chine et les États-Unis. Les réformes structurelles successivement envisagées sont une augmentation de la générosité du système de retraite par répartition, une réforme financière permettant aux entreprises un accès plus facile aux financements externes, les subventions au capital étant simultanément supprimées, et, enfin, un relèvement de l'objectif de dette publique. Trois régimes monétaires sont successivement étudiés : le statu quo (taux de change fixe, contrôles de capitaux, interventions de change), un relâchement des contrôles de capitaux et un régime de flottement sans contrôles de change. On étudie successivement l'effet des réformes structurelles selon les trois régimes monétaires, puis l'effet d'une réforme monétaire seule, dans un contexte d'excédents accumulés. Enfin, on introduit un troisième pays (la zone euro) dans le modèle afin d'analyser les asymétries découlant de l'ancrage bilatéral du renminbi sur le dollar et de la préférence de la banque centrale pour les réserves en dollars.

Les résultats montrent que, quelque soit le régime de change, une baisse du taux d'épargne en Chine est de nature à contribuer au rééquilibrage mondial, pourvu que les flux internationaux de capitaux réagissent aux écarts de taux d'intérêt, ce qui suppose un relâchement des contrôles de capitaux en Chine. En régime de change flexible, la réduction du déséquilibre bilatéral entre la Chine et les États-Unis est plus rapide (grâce à l'appréciation nominale du renminbi par rapport

au dollar) mais elle n'est pas plus marquée qu'en change fixe. Cependant, seul le régime de change flexible permet à la Chine de contrôler son taux d'inflation face à la hausse de la demande interne. Cette particularité constitue une puissante incitation, pour la Chine, à abandonner le régime de change fixe, alors que les bénéfices de la flexibilité sont de courte durée pour les Etats-Unis. Cependant, si les Etats-Unis rechignent à relever leur taux d'intérêt lorsque l'épargne mondiale diminue, alors le rééquilibrage mondial est faible et le régime de change en Chine en devient un élément essentiel. En dépit de l'asymétrie du régime de change chinois (le renminbi est ancré sur le dollar, non sur l'euro), la zone euro réagit de façon très similaire aux Etats-Unis à une réforme en Chine. La raison en est la forte mobilité des capitaux entre Etats-Unis et zone euro, qui tend à égaliser les taux d'intérêt réels dans les deux zones.

En l'absence de réformes structurelles réduisant le taux d'épargne en Chine, le passage au flottement ne permet pas, en lui-même, de réaliser le rééquilibrage mondial, sauf si la Banque du Peuple Chinois décide de vendre ses réserves accumulées. En effet, le haut niveau de l'épargne en Chine, combiné aux contrôles de capitaux, conduit à un taux d'intérêt relativement faible dans ce pays. Dans ces conditions, la levée des contrôles de capitaux concomitante au passage au flottement conduit à une sortie nette de capitaux, donc à une dépréciation du renminbi à court terme, même si à plus long terme la monnaie chinoise s'apprécie bien.

Finalement, nos résultats suggèrent que la contribution de la Chine au rééquilibrage mondial devrait reposer essentiellement sur des réformes structurelles réduisant le taux d'épargne agrégé de ce pays et sur un relâchement des contrôles de capitaux. Le rôle du régime de change est secondaire lorsque les politiques monétaires des pays avancés sont standard, même s'il devient plus important lorsque les politiques monétaires sont contraintes. Enfin, fonder le rééquilibrage mondial seulement sur une modification du régime de change chinois pourrait retarder plutôt qu'accélérer le rééquilibrage, selon la politique suivie par la Chine quant au devenir de ses réserves accumulées.

Classification JEL: F32, F42, F47.

Mots-clefs : Déséquilibres mondiaux, régime de change, contrôle des capitaux, Chine.

This feature provides strong incentive for China to move away from its fixed peg, although the advantage for the United States of such move is only short lived.

We also find that, should the United States refrain from hiking its interest rate when global savings are reduced, then the rebalancing would be muted and the exchange-rate regime of China would become crucial both for global rebalancing and for the domestic Chinese economy. As for the Euro area, despite the asymmetric exchange-rate regime of China (where the renminbi is pegged on the dollar), it reacts in a similar way as the United States to structural reforms in China. The reason is high capital mobility between the United States and the Euro area, that tends to equalize real interest rates between the two countries.

Absent structural reforms reducing the aggregate saving rate of China, a move to a flexible renminbi is found unable to rebalance the global economy, except if the People's Bank of China decides to sell off its accumulated reserves. The reason is that high savings in China, combined with capital controls, result in a relatively low policy interest rate: removing capital controls while allowing the Chinese currency to float could then result in a sudden capital outflows and depreciation of the renminbi in the short run, although in the longer run the Chinese currency would appreciate.

On the whole, our results suggest that the contribution of China to global rebalancing should primarily rely on structural policies aiming at reducing aggregate savings in China and on a relaxation of capital controls. The role of the exchange rate regime would be minor under standard monetary policies in advanced economies, although more important if monetary policies are constrained. Finally, relying only on a change in China's monetary

regime could end up in delaying rather than accelerating the rebalancing, depending on China's policy regarding accumulated reserves.

Based on simulations of an original DGE model of the US, Chinese and Euro area economies with financial frictions and various monetary regimes, the paper shows that the contribution of China in global rebalancing should primarily rely on structural policies aiming at reducing aggregate savings in China. The role of the exchange-rate regime would be minor under standard monetary policies, although more important if monetary policies in advanced countries are constrained, as they are today. Finally, relying only on a change in China's monetary regime (without structural reforms) could end up in delaying rather than accelerating the rebalancing, depending on China's policy regarding accumulated reserves.

JEL Classification: F32, F42, F47.

Keywords: Global imbalances, exchange rate regimes, capital controls, China.