

Partiel du 5 décembre 2007
Solde extérieur et taux de change en Chine
Eléments de corrigé

Vous vous attacherez à répondre brièvement et précisément aux questions ci-après.

1. La Chine connaît depuis le début des années 2000 un excédent croissant de ses paiements courants, qui a atteint 10% du PIB en 2007. Cela implique que l'épargne est de plus de dix points de PIB supérieure à l'investissement. Cette situation est anormale, tant du point de vue interne que d'un point de vue international.
 - Du point de vue interne, on s'attendrait à ce qu'un pays pauvre en croissance rapide, et qui donc investit beaucoup, fasse appel à l'épargne étrangère en sorte de ne pas restreindre à l'excès sa consommation présente. L'excédent courant traduit la situation inverse
 - Du point de vue international, la Chine est un pays où la productivité marginale du capital est élevée. Elle devrait donc importer, plutôt qu'exporter du capital.

2. De 1996 à 2006, tant l'épargne que l'investissement ont augmenté en pourcentage du PIB, mais l'augmentation a été plus forte pour l'épargne (dix points de PIB). L'épargne des ménages est élevée mais en baisse, l'épargne publique est élevée elle aussi, mais il apparaît que l'augmentation de l'excédent extérieur est principalement due à l'évolution de l'épargne des entreprises (+ 12.7 points). L'épargne des entreprises a presque doublé alors que le taux d'investissement n'a augmenté que de 10%. Il est difficile de trouver de bonnes raisons à une telle évolution. Avec le développement, on attendrait au contraire qu'une part plus grande de l'épargne soit canalisée par le système financier des ménages vers les entreprises, comme c'est le cas dans les pays industrialisés¹.

3. L'excédent courant concourt à l'accumulation de réserves de change. Sur les dernières années, la combinaison d'entrées nettes de capitaux privés (principalement sous forme d'investissement direct) et d'un excédent courant en augmentation a abouti à un gonflement rapide des réserves de change (+200 milliards par an au moins). En 2006 les entrées de capitaux ont fléchi mais l'excédent courant a augmenté de 90 milliards, ce qui fait que l'accumulation de réserves s'est poursuivie à un rythme plus rapide encore.

Les motifs pour un accroissement des réserves de change peuvent être :

 - Eviter une appréciation, maintenir une monnaie sous-évaluée
 - Accumuler des réserves pour faire face à des situations de crise de change sans avoir à recourir aux institutions financières internationales.

¹ On peut noter que les données du tableau de la question 2 ne sont pas cohérentes avec le graphique de la question 1, elles suggèrent un excédent d'épargne plus faible que ce qui est retracé par la balance des paiements.

La conséquence d'un accroissement des réserves est, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de l'offre de monnaie et donc, selon la logique classique, une hausse de l'inflation.

4. Le changement de politique de change intervenu en 2005 n'a pas introduit de changement visible dans l'évolution du taux de change effectif. Le renminbi s'est apprécié contre dollar mais en raison de la baisse simultanée de celui-ci, le taux de change effectif n'a connu qu'une très faible hausse. Celle-ci est un peu plus forte en termes nominal qu'en termes réels, mais globalement il n'y a pas eu d'appréciation substantielle sur les dix dernières années.
5. La convertibilité du compte financier n'est pas assurée, si bien que la Chine peut combiner taux de change quasi-fixe et autonomie de la politique monétaire. Le rendement des titres en dollars est supérieur de 200 points de base environ au rendement des titres en monnaie chinoise, à maturité identique. Une libéralisation du compte financier devrait donc induire des sorties de capitaux importantes, sauf en cas d'appréciation anticipée du renminbi.
6. Contrairement à ce que prédit la PPA, il existe empiriquement une relation croissante entre niveau de développement et taux de change réel, qui provient de ce que le développement s'accompagne d'une hausse du niveau général des prix. L'explication usuelle de ce phénomène est l'effet Balassa-Samuelson selon lequel le développement induit une hausse du prix relatif des services. Le graphique montre que cette relation est globalement vérifiée en coupe internationale. Il indique aussi que la Chine se caractérise par le faible niveau du prix des biens en comparaison des pays de niveau de développement analogue. En d'autres termes une relation de type B-S ne suffit pas à rendre compte de la sous-évaluation chinoise.

On peut donner deux explications à la situation chinoise :

- Le maintien délibéré d'un taux de change sous-évalué, en vue de garantir une forte croissance des exportations et un flux important d'investissements directs entrants ;
- Une offre de travail très élastique au niveau du salaire de subsistance, résultant d'un fort sous-emploi rural. Pour rendre compte de ce phénomène, on pourrait modifier le modèle de Balassa-Samuelson et introduire à côté des deux secteurs usuels (industrie et services) un troisième secteur qui joue le rôle de réserve de main d'œuvre à bas coût.

7. Le tableau est le suivant :

	US	Europe	Chine	Total
Dollar	αW	$(1-\alpha^*)W^*/E$	$G = \gamma S$	X
Euro	$(1-\alpha)W$	α^*W^*/E	$H = (1-\gamma)S$	$\frac{X^*}{E}$
Total	$W = X - F$	$\frac{W^*}{E} = \frac{X^*}{E} + F - S$	S	$X + \frac{X^*}{E}$

La dette extérieure nette des Etats-Unis, F, est égale à la différence entre les actifs en dollars des Européens et des Chinois et les actifs en euros des Américains :

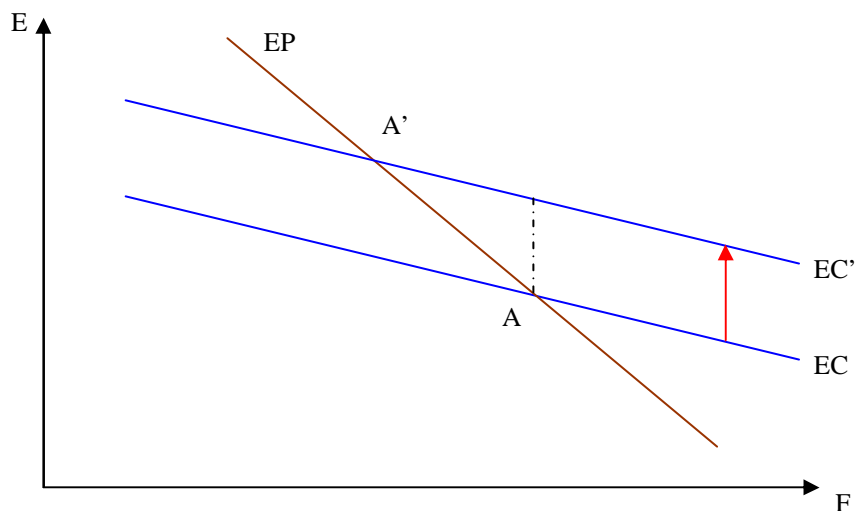
$$F = (1 - \alpha^*) \frac{W^*}{E} + \gamma S - (1 - \alpha)W$$

La position extérieure nette de la zone euro est égale à la différence entre son actif en dollars et la détention d'actifs en euros par les Américains et les Chinois, soit :

$$A = (1 - \alpha^*) \frac{W^*}{E} - (1 - \alpha)W - (1 - \gamma)S$$

On en déduit que $F = A + S$. La contrepartie du passif net des Etats-Unis est la somme de l'actif net de la zone euro et des réserves de change de la Chine.

8. On suppose que le déficit américain est la somme des déficits à l'égard de la zone euro et de la Chine, qui ne dépendent chacun que du taux de change bilatéral correspondant (c'est une hypothèse simplificatrice). On suppose dans un premier temps que la banque centrale chinoise ne détient que des dollars. On repart du modèle BGS, tel que résumé par le graphique ci-dessous, où E est le taux de change du dollar :

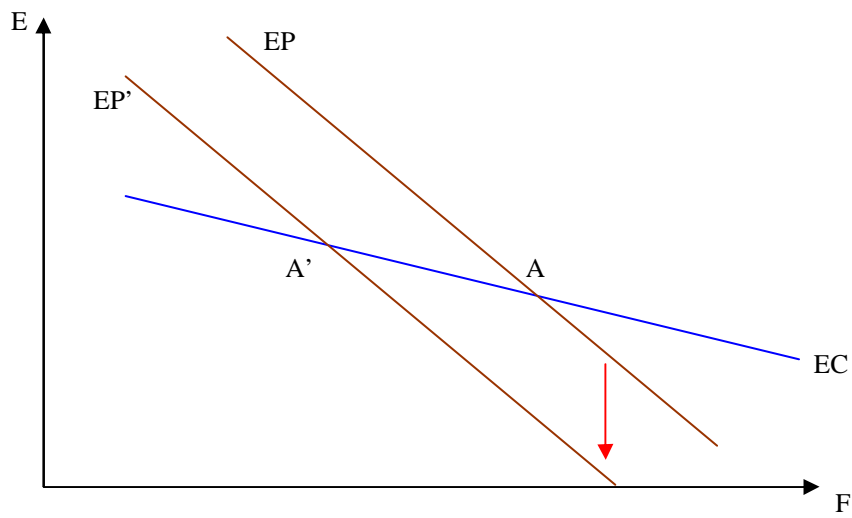


La courbe EC décrit l'équilibre courant, sa pente négative provient de ce qu'un endettement plus élevé implique à l'équilibre un taux de change plus faible permettant, en contrepartie d'intérêts de la dette plus élevés, un excédent commercial plus fort. Une réévaluation du renminbi améliore le solde extérieur à taux de change euro-dollar constant, elle déplace donc la courbe EC vers le haut.

La courbe EP décrit l'équilibre de portefeuille, sa pente négative provient de ce qu'un endettement plus élevé implique que le reste du monde détienne davantage de dollars, ce qui nécessite que celui-ci soit plus riche et plus demandeur d'actifs en dollars. La baisse du taux de change a ce double effet. Une réévaluation du renminbi n'a pas d'effet sur l'équilibre de portefeuille puisque la richesse internationale n'est détenue qu'en dollars et en euros.

Au total, une réévaluation du renminbi déplace la courbe EC vers le haut, elle implique à l'équilibre une appréciation de l'euro contre dollar et une baisse de la dette extérieure. A court terme (F constant), il y a également appréciation, mais moindre.

Ces résultats demeurent pour $\gamma < 1$.



9. Le passage au flottement de la monnaie chinoise peut s'analyser dans ce modèle comme une baisse de γ : la demande d'actifs en dollars de la part de la banque centrale chinoise baisse. Il en résulte que la courbe EP d'équilibre du portefeuille se déplace vers la gauche : pour un niveau donné de dette extérieure, l'équilibre se fait à un niveau plus faible du dollar.

A court terme, le passage du renminbi au flottement déprécie le dollar (la demande de dollars par les non-résidents baisse, car la Chine qui avait une préférence de 100% pour les actifs en dollars cesse de jouer ce rôle). A long terme, l'équilibre se fait avec une dette extérieure US plus faible et un taux de change plus élevé.