



LES DÉFIS DE LA TRANSITION DU SYSTÈME FINANCIER CHINOIS

DENISE FLOUZAT *

Le succès de la réforme économique impliquait que la croissance crée suffisamment d'emplois. Le système financier devait donc être au service de l'emploi. Tant que l'emploi était assuré par le secteur public, la politique était facile : c'était lui qu'il fallait financer. Mais la réforme de l'économie nécessite un basculement de l'emploi vers le secteur privé ; dès lors, le système financier est amené à financer ce dernier, ce qui réclame un changement de son propre fonctionnement. L'opération devient de plus en plus délicate car elle conduit aussi à réduire le financement des entreprises publiques, mettant en cause nombre d'emplois manufacturiers non rentables sans que la reconversion de leurs titulaires s'opère assez rapidement. Les autorités chinoises se trouvent devant un dilemme : ou favoriser la transition du système financier, nécessaire à la croissance, ou protéger les emplois existants actuellement dans les entreprises publiques, nécessaires à la stabilité sociale. Ce dilemme explique les incertitudes et la prudence des autorités chinoises face aux deux défis essentiels qu'elles doivent surmonter pour achever la transition vers l'économie de marché dans le domaine financier :

- la restructuration et le développement des marchés financiers ;
- la flexibilité de la politique monétaire.

RESTRUCTURATION DU SECTEUR BANCAIRE ET DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

Dans l'économie planifiée, il n'y avait qu'une seule banque, la Banque populaire de Chine qui assumait à la fois le rôle de banque centrale (garant de la monnaie) et d'intermédiaire financier. Jusqu'en 1978, la propriété privée du capital était interdite et l'épargne ne représentait que

* Professeur de sciences économiques, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

6 % du maigre PIB chinois. En 20 ans, le secteur financier a connu une croissance très importante grâce au développement de l'épargne qui, monétisée et insérée dans le secteur financier, a alimenté les dépôts bancaires puis, à partir de 1990-1991, les marchés boursiers. Mais l'État contrôle encore 98 % du capital bancaire chinois¹ et 70 % de la Bourse. Le système présente, depuis ses débuts, les caractéristiques suivantes : faible capitalisation, faible rentabilité, proportion importante de mauvaises créances résultant de l'absence de normes d'octroi des prêts, manque de transparence, soumission aux influences extérieures locales ou nationales, sureffectifs. Des réformes s'efforcent périodiquement, comme il est indiqué, dans l'encadré suivant, de pallier les insuffisances du système.

Encadré

Les grandes dates de la construction du système financier chinois

- 1978 : début de la réforme économique
- 1984 : séparation de la Banque centrale et des 4 banques d'État
- 1990-1991 : ouverture des Bourses de Shanghai et de Shenzhen
- 1995 : Loi sur la Banque populaire de Chine
- 1995 : les banques d'État deviennent des banques commerciales alors que sont créées 3 banques pour les « prêts politiques »
- 1996 : ouverture d'un marché interbancaire national à Shanghai
- 1997 : la conférence financière nationale
- 1998 : suppression du plan central de crédit
- 2000 : premières autorisations d'entrée en Bourse des banques les plus performantes
- 2002 : entrée de la Chine à l'OMC avec l'exigence d'ouverture au marché chinois des banques étrangères
- 2003 : création de la CBRC (China Banking Regulatory Commission)

Le secteur bancaire

Restructuration de la PBOC

En septembre 1983, le Conseil d'État décidait que la Banque du peuple de Chine exercerait la fonction de banque centrale. Ses activités de Banque centrale seraient, dès lors, séparées de l'activité de crédit confiée à quatre banques d'État (Banque de l'agriculture, Banque de Chine, Banque de la construction, Banque du commerce et de l'industrie). Mais jusqu'en 1994, la Banque centrale s'est efforcée de concilier

les besoins des banques et des entreprises publiques par de la création monétaire, cela au prix d'une inflation de moins en moins maîtrisable. Une restructuration d'ensemble du système financier a donc été décidée, en 1995, à partir d'une loi sur la Banque centrale et d'une loi sur les banques commerciales. La Loi sur la Banque centrale précise, dans son article 2, ses fonctions : formuler et appliquer les politiques monétaires, exercer la supervision et le contrôle du secteur bancaire, gérer les réserves en devises et en or. Il lui est interdit par l'article 28 de prêter aux collectivités locales, aux institutions financières non bancaires, sauf autorisation du Conseil d'État, comme à toute entreprise ou individu. La PBOC (People Bank of China) a connu une nouvelle réorganisation en 1998 : elle comporte dorénavant 9 grandes succursales régionales, chacune couvrant plusieurs provinces. Cela s'est traduit par une diminution du nombre des succursales puisqu'il en existait jusque-là une par province, or les provinces sont au nombre de 30². Sous la pression des autorités locales, ces succursales et leurs filiales finançaient des activités souvent non rentables. Chaque succursale est devenue entièrement responsable devant le gouvernement central et jouit, en principe, d'une grande indépendance par rapport aux autorités locales. Elle exerce aussi une mission de contrôle des filiales régionales et des filiales de district de la PBOC.

Restructuration du système bancaire

L'organisation maoïste avait établi un gigantesque système monobancaire qui a été supprimé en 1978. Le système progressivement construit a été restructuré par la Loi de 1995, qui sépare l'activité de « prêts politiques » regroupée en 3 banques distinctes, les *policy banks* de celles des 4 grandes banques publiques devenues des *commercial banks* puisqu'elles ne devaient plus, en principe, accorder de crédits que sur une base commerciale. Après cette restructuration, le système bancaire comporte :

- 4 banques publiques (*State Owned Banks, SOBs*) : *Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)*, *Agricultural Bank of China (ABC)*, *People's Construction Bank of China (PCBC)*, *Bank of China (BOC)* devenues des *commercial banks* en 1995 ;
- 3 *State policy banks (SPBs)* se consacrant au financement de projets sans objectif de rentabilité ;
- des *International Trust & Investment Companies (Itics)* furent développées pour financer des projets au niveau des provinces ;
- des *joint stock banks* qui sont des banques à capitaux non gouvernementaux ; il s'agit de banques locales, municipales ou régionales dont les capitaux peuvent provenir d'entreprises collectives, voire d'entreprises privées ;

- des *credit cooperatives*, urbaines (UCC) ou rurales (RCC), autorisées à faire des prêts à hauteur de leurs avoirs aux petites entreprises qui n'ont pas accès aux circuits gouvernementaux.

La construction du nouveau système bancaire chinois, sous la coupe complète de l'État ou d'émanations de l'État, compte 41 000 institutions, les 4 SOBs représentant 65 % du total des actifs bancaires, 85 % avec les « banques politiques ».

De nouvelles mesures ont été décidées en 1998 devant la situation dégradée des 4 Banques d'État qui dominent le système bancaire chinois. Ces dernières employaient plus d'un million et demi de personnes et disposaient de plus de 150 succursales. Le total de leurs bilans (1 140 Md\$) était supérieur au PIB chinois, mais ils étaient plombés par une masse importante de créances douteuses dont la majeure partie était accordée aux entreprises d'État. La réforme visait :

- l'abandon de l'encadrement du crédit (*plan central du crédit*) par la suppression des quotas de crédit. Jusque-là, la Banque centrale déterminait une enveloppe générale pour le montant total des crédits, la répartissait entre les banques commerciales qui disposaient de quotas de crédits à distribuer. Dorénavant, ces banques doivent suivre l'objectif général de crédit de la Banque centrale et décider de leurs prêts en fonction des dépôts qu'elles ont su attirer ;
- l'adoption par les banques d'un processus de rationalisation : les prêts ne devraient être consentis que sur la base d'une analyse rationnelle du risque et en fonction de la capacité de remboursement du débiteur ;
- la recapitalisation des 4 grandes banques d'État, en août 1998, pour lesquelles l'État injectait 32 Md\$ de bons du Trésor à 30 ans. Cette recapitalisation devait permettre aux banques de respecter le ratio Cooke³ ;
- le traitement des mauvaises créances grâce à la mise en place de structures de défaillance ayant pour mission de récupérer, auprès des emprunteurs, le maximum d'actifs. Quatre sociétés de défaillance ont été créées (AMCs, *asset management companies*) à l'intention des 4 grandes banques publiques. Les moyens mis à disposition des AMCs ont 3 origines différentes :

- avance du ministère des Finances de 40 milliards de yuans (10 milliards par banque) en échange desquels, il a obtenu des actions de ces banques.

Leur structure juridique était ainsi transformée : elles devenaient des sociétés par actions qui pourraient ultérieurement être introduites en Bourse et constituer des partenariats avec des entreprises privées ;

- crédits de la PBOC de 192 milliards de yuans ;

- émission par les AMCs de bons non négociables, constituant l'essentiel de leurs ressources (83 %). Ces bons sont placés auprès des banques qui, en échange, cèdent leurs créances douteuses aux AMCs.

Malgré la recapitalisation opérée par l'État et la reprise des dettes par

les organismes de défaillance, les 4 banques d'État (Banque de Chine, Banque de l'agriculture, Banque industrielle et commerciale de Chine, Banque de la construction) restent encore actuellement en quasi-faillite. Selon les estimations officielles, leurs créances douteuses s'élèveraient fin 2002 à plus de 416 Md\$ (30 % du PIB)⁴. Les estimations officieuses vont jusqu'à 40 à 50 %.

La situation financière des AMC's est très vulnérable, car leurs dettes représentent 34 fois la valeur de leurs actifs. Au total, les 4 AMC's, début 2002, avaient revendu 22 % des actifs transférés (soit 308 milliards de yuans) avec un taux de récupération variant de 12 à 32 %. Il est manifestement irréaliste de considérer que les AMC's seront solvables au moment de leur liquidation qui est programmée pour 2010.

Au vu des chiffres indiqués ci-dessus, l'éclatement d'une crise bancaire semble inévitable quand la Chine sera contrainte, aux termes de ses engagements dans l'OMC⁵ d'ouvrir son marché aux banques étrangères, mettant ces dernières sur un plan d'égalité avec les banques chinoises, cela au plus tard en 2006. Afin d'y parvenir, le président de la nouvelle commission bancaire *China Banking Regulatory Commission* (CBRC), Liu Mingkang s'est engagé, le 1^{er} décembre 2003, à éliminer graduellement toutes les restrictions d'opérations et de clientèle. Les banques étrangères pourront ainsi effectuer des opérations à destination des entreprises, en monnaie locale, selon un calendrier très progressif établi à partir de l'accession de la Chine à l'OMC :

- depuis décembre 2001, à Shanghai, Shenzhen, Tianjin, Dalian ;
- depuis fin 2002, à Guangzhou, Zhuhai, Qingdao, Nanjing et Wuhan ;
- depuis fin 2003, à Jinan, Fuzhou, Chengdu, et Chongqing ;
- à partir de la fin 2004, à Kunming, Beijing et Xiamen ;
- à partir de la fin 2005, à Shantou, Ningbo, Shenyang et Xian.

Les banques étrangères ne pourront déployer leurs opérations en monnaie locale à destination des particuliers qu'en décembre 2006. Elles pourront alors accorder des prêts aux particuliers et accepter leurs dépôts.

La stratégie d'ouverture des autorités chinoises reste ambiguë car les exigences en capital imposées par les régulateurs chinois aux banques étrangères constituent des freins à leur développement, même si ces exigences ont été légèrement abaissées fin 2003 : le capital minimum pour ouvrir une structure bancaire en Chine a été réduit de 600 à 500 millions de yuans, ce qui représente encore 10 fois plus que ce qui est demandé à une banque chinoise pour opérer dans l'Union européenne). Outre les mesures restrictives en matière de capital, les banques étrangères doivent respecter les principales règles suivantes :

- déposer 30 % de leur fonds de roulement à la Banque centrale ;

- limiter l'exposition pour un seul client à 25 % de son actif ;
- le ratio entre l'actif courant net et le passif courant net ne doit pas être inférieur à 25 % ;
- les dépôts en devises de source chinoise ne doivent pas dépasser 70 % de l'ensemble des actifs en devises ;
- la SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) impose, depuis le 26 juin 2004, un quota maximal de dette à court terme limité à 5 fois le capital enregistré.

Au total, deux ans après l'accession à l'OMC, le bilan pour les banques étrangères reste mitigé. Elles ne disposent que de 1,4 % de parts de marché (contre 1,5 % en 2002). Ainsi le choc initialement anticipé pour les banques chinoises n'a-t-il pas eu lieu en raison de ces nouvelles réglementations bancaires.

Il devient évident que l'élimination des restrictions imposées aux banques étrangères dépend de la capacité des autorités à mettre en conformité les banques chinoises avec les normes internationales, ce qui implique une énorme mutation pour leur permettre de résister à la concurrence. Si cette dernière devenait effective, les banques chinoises risqueraient de perdre une partie de leurs liquidités, les épargnants ayant alors la possibilité de choisir pour leurs dépôts entre banques étrangères et banques chinoises. Jusqu'ici, le système chinois présente le paradoxe d'être à la fois insolvable, mais très liquide puisque, faute d'autres produits financiers, la plus grande partie de l'épargne chinoise est placée dans le système bancaire.

C'est pour faire face à cette situation qu'une réforme financière a été lancée en 2004. Ses contours se sont précisés à la suite des réunions des trois autorités de surveillance (CBRC, CSRC et CIRC - China Insurance Regulatory Commission). L'état d'avancement de la réforme bancaire est le suivant à la mi-2004 :

- recapitalisation des banques commerciales d'État. L'État a mené une opération de recapitalisation fin 2003 de deux de ces banques, *Bank of China* (BOC) et *China Construction Bank* (CCB), portant sur 45 Md\$. Un plan de recapitalisation a été établi à leur profit sous la forme suivante : transfert, à partir des très importantes réserves de change, à la BOC et à la CCB de 45 Md\$ et abandon de titres détenus par l'État dans ces banques. Cet abandon doit servir à provisionner les créances douteuses résultant de prêts non performants contractés avant 1995, c'est-à-dire les créances antérieures à leur transformation en banques commerciales. Des opérations analogues doivent être menées au profit de *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), la principale banque du pays et de *Agricultural Bank of China* (ABC), la banque agricole ;
- les introductions en Bourse des banques d'État. La réforme bancaire

s'appuie aussi sur les marchés, les banques d'État devant prévoir leur introduction en Bourse. La recapitalisation devait préparer l'introduction de la BOC et de la CCB respectivement fin 2004 et début 2005. L'ampleur de la mise aux standards internationaux comptables est telle qu'elle sera repoussée d'au moins un semestre ;

- la réforme des coopératives de crédit. Les autorités prévoient de restructurer le réseau des 36 000 coopératives, ce qui impliquera des faillites et des fermetures ;

- le renforcement du contrôle bancaire : des mesures sont annoncées, telles que le détachement de contrôleurs bancaires au sein même des banques, la fin des contrats à vie, l'introduction d'obligations de résultat et de l'intéressement au résultat, la fermeture des filiales non rentables, enfin la prévision de sanctions si le ratio de rentabilité venait à tomber au-dessous du ratio Cooke...

Le sauvetage du système bancaire tout entier impliquerait, selon certains, l'injection de 500 Md\$ de fonds publics, soit un bon tiers du PNB de la République populaire. En tout état de cause, des solutions devront être trouvées, car il n'existe pas de mécanisme de garantie des dépôts. Comme la concentration du système bancaire est forte, la faillite d'une banque d'État est impossible. Un des axes de réflexion consisterait à diviser les 4 banques d'État en entités plus petites.

L'obstacle : la difficile réforme des entreprises publiques

Les banques d'État éprouvent beaucoup de difficultés à se redresser puisqu'elles sont obligées d'attribuer aux entreprises publiques les 4/5^{ème} de leurs prêts, ce qui les contraint à rationner les autres entreprises et amènent ces dernières à recourir au « marché gris » des capitaux. Le gouvernement exerce des incitations contradictoires sur les banques, les poussant à la fois à éliminer les créances douteuses et à poursuivre des « prêts politiques » obéissant à des objectifs de politique économique indépendamment de toute rentabilité. Ces prêts sont gagés sur des collatéraux à valeur incertaine. De plus, même en cas de faillite, les banques ne peuvent espérer récupérer leurs créances en raison de l'imprécision de la Loi sur les faillites et du fonctionnement imparfait des cours de justice, dont les jugements sont partiels, et d'ailleurs, rarement appliqués.

L'assainissement des banques implique une réforme rapide des grandes entreprises publiques qui survivent grâce aux crédits des banques d'État. Ces entreprises font l'objet, elles-mêmes, de restructurations qui tendent à se radicaliser depuis la fin des années 1990 : les regroupements, scissions, fusions se sont accélérés. Le 15^{ème} Congrès du Parti communiste a décidé que le mode de propriété des entreprises ne détermine pas le caractère socialiste de l'économie et de la société.



Le Président Jiang Zemin a fait admettre que la voie de la privatisation des entreprises publiques est le « stade primaire du socialisme » ! Le mode de gestion des entreprises publiques devait même évoluer en 3 ans, au terme d'une séparation effective de l'administration et des entreprises. Le gouvernement continuerait de fixer les orientations de politique industrielle et de choisir les responsables de ces entreprises, mais n'interviendrait plus dans leur gestion. Elles seraient responsables désormais de leurs profits et de leurs pertes. Les modalités de cette réforme de la gestion des entreprises sont très larges puisque, dans le souci de les rendre rentables, le licenciement des travailleurs en surnombre peut être admis et le placement dans le public de titres de participation au capital des entreprises est encouragé. Enfin, en cas d'échec pour non rentabilité, la liquidation des entreprises, par faillite ou par vente aux enchères, est recommandée. Ont ainsi fait l'objet de privatisation les petites entreprises d'État. Pour les grandes et même moyennes entreprises, il a d'abord été recherché une amélioration de la productivité, et de la rentabilité. L'ouverture du capital de certaines d'entre elles a été aussi opérée. En 2004, le gouvernement veut même accélérer l'entrée d'investisseurs privés dans leur capital, y compris étrangers.

8

Depuis 1998, le nombre des entreprises publiques a été réduit de 65 000 à 47 000. Dans les prochaines années, 2 500 doivent encore disparaître. Nombre de ces entreprises restantes sont encore largement déficitaires. Comme les financements budgétaires ont diminué, elles se tournent de plus en plus vers les prêts bancaires et sont à l'origine des mauvaises créances des banques. Les entreprises étatiques, forcées par le pouvoir à se réformer contre leur gré, sont confrontées à la nécessité de licencier leur personnel pléthorique, contribuant à accroître un chômage déjà important. Aussi, après avoir décidé la réforme des entreprises publiques et fixé des délais de réalisation, le gouvernement, devant la montée du chômage manufacturier, a repris sa politique de soutien : déductions fiscales, aides aux exportateurs... Ce ralentissement dans la réforme des entreprises d'État s'inscrit dans une sorte de cycle *stop an go* qui caractérise les réformes chinoises depuis 1978. Cependant, lors de chaque cycle, les structures industrielles et les comportements des acteurs économiques évoluent, conduisant à une transformation irréversible de l'économie chinoise.

Parallèlement à la réforme des entreprises publiques, se développe un secteur « non étatique » dont la définition ne correspond pas juridiquement à une réelle appropriation privée, mais dont le statut ne relève plus de la catégorie des entreprises d'État. Le secteur « non étatique » comporte à la fois des entreprises d'État, ayant glissé vers un régime de propriété collective, mais contrôlées souvent par les gouvernements

locaux, et des entreprises privées regroupant trois grandes catégories : entreprises individuelles, entreprises à capitaux étrangers (ces dernières sont le plus souvent des *joint ventures*) et des entreprises sous forme de sociétés par actions. Les entreprises à capitaux purement étrangers sont autorisées depuis 1986. Elles se développent rapidement, soit par création, soit par rachat de la part chinoise dans les *joint ventures*. Ce secteur privé prend une place désormais significative dans la production industrielle ainsi qu'une part croissante dans le commerce extérieur de la Chine, notamment les entreprises à capitaux étrangers qui réalisent 54 % du commerce extérieur. Le secteur privé chinois reste cependant soumis à des contraintes administratives à la fois lourdes et empreintes d'incertitudes.

Le développement des marchés financiers et du secteur des assurances

Le système financier chinois conduit à une économie d'endettement, donc fortement intermédiée : en 2000, 75 % de l'épargne des ménages étaient placés sous forme de dépôts dans les banques, 20 % sous forme de titres et 2,5 % sous forme de produits d'assurance. Parallèlement, les ressources des institutions financières proviennent à raison de 85 % des dépôts et les prêts représentent les deux-tiers de leurs activités.

La transition financière implique d'une part de développer les marchés financiers et d'autre part de faire émerger des investisseurs institutionnels.

Le *marché obligataire chinois* est le second d'Asie après le marché japonais. Mais son encours (fin 2002, 250 Md\$) ne représente que 20 % du PIB contre 140 % au Japon. Il se développe cependant rapidement avec la politique budgétaire expansionniste, ce qui conduit à des structures du marché déséquilibrées : le marché obligataire est essentiellement un marché de titres d'État, son compartiment le plus important étant celui des *State Treasury Bonds*, STB émis par le ministère des Finances pour financer la politique budgétaire ; il est complété par les *fiscal bonds* émis par les banques d'État pour financer les projets d'infrastructure. Les obligations émises par les entreprises représentent à peine 5 % de l'encours total. La place donnée aux étrangers dans le marché obligataire est limitée : ne leur est ouvert que le compartiment des titres publics ; les obligations *corporate* leur restent interdites.

Le *marché boursier* constitue une autre source de financement pour les entreprises. L'expansion des Bourses (Shanghai, Shenzhen), créées en 1990 a été rapide, mais lors de leur essor en 2000, elles ne procuraient aux investisseurs qu'un volume de capitaux encore faible. La capitalisation boursière représentait 50 % du PIB, plaçant la Chine loin derrière les États-Unis où elle dépasse le PIB et derrière certaines places de pays émergents où elle en est un multiple (Hong-Kong, Singapour). De plus,



elle est constituée pour les deux-tiers de titres publics non échangeables. Malgré les efforts de la Commission des marchés (CSRC) pour lutter contre les pratiques illicites, les marchés restent sous influence, y compris celle de l'État. Cependant, la volonté de développer les Bourses s'accompagne de mesures pour assurer la protection des investisseurs face aux manipulations de cours et aux diverses opérations de corruption qui les ont fait assimiler à des casinos.

Le ralentissement de la conjoncture mondiale en 2001 a entraîné, à Shanghai, une baisse d'un tiers du cours des actions sur le marché des actions en monnaie locale (Actions A réservées aux résidents) et de 50 % sur le marché des actions en devises (Actions B réservées encore récemment aux étrangers). Cette crise s'est faite sur fond de l'éclatement de la bulle technologique, mais a eu surtout pour cause un déséquilibre entre l'offre et la demande de titres, l'offre étant alimentée par le désengagement des capitaux d'État des entreprises publiques. L'ouverture des Bourses aux étrangers s'opère très progressivement. Fin 2002, un système d'« *investisseurs institutionnels étrangers qualifiés* » (QFII) a été mis en place leur permettant d'intervenir sur les marchés sous des conditions d'éligibilité strictes. Depuis, 15 licences ont été accordées à des opérateurs étrangers par la CSRC (*China Securities Regulatory Commission*). Toutefois, la licence ne suffit pas pour opérer. Chaque investisseur doit obtenir de la SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*) un quota d'investissement. Onze opérateurs étrangers l'ont obtenu jusqu'ici.

L'absence d'instruments de couverture diminuait certes, en Chine, la spéculation, mais augmentait aussi les risques pour les participants, tels que les fonds d'investissement et les compagnies d'assurance qui doivent porter à maturité leurs titres. La Commission bancaire chinoise (CBRC) autorise aujourd'hui les contrats à terme, les options et autres instruments sur le marché des produits dérivés contribuant ainsi à développer les marchés financiers dont la taille reste cependant très modeste par rapport à leur potentiel.

La croissance du *secteur des assurances* connaît une forte progression, le montant des primes étant passé de 0,6 Md\$ à 30 Md\$ en 20 ans. Il est cependant encore peu développé par rapport à d'autres pays (le ratio primes/PIB s'élève à 1,5 en Chine contre 10 en France, 9 au Japon, 7,5 aux États-Unis). Il est, de plus, très concentré puisque la moitié du marché se situe dans les provinces côtières qui ne comptent qu'un quart de la population totale du pays. Le compartiment le plus important est celui de l'assurance-vie, soutenu par le vieillissement de la population, la dégradation des systèmes de retraite publique... et l'élévation du niveau de vie d'une partie de la population. Cette élévation entraîne aussi le développement du compartiment

de l'assurance dommage, dont, notamment, celui de l'assurance automobile qui représente 60 % du total des primes, bien qu'il n'existe pas encore de loi nationale prescrivant cette assurance. Malgré ces développements, l'ouverture du marché de l'assurance aux compagnies étrangères demeure très contrôlée puisqu'elle reste soumise à l'octroi de licences et au plafonnement des participations étrangères dans le capital.

L'essentiel des placements des assureurs se fait en dépôts des primes dans les banques, mais les compagnies sont progressivement autorisées à diversifier leurs placements en obligations et en fonds de placement (*mutual funds*). Leur rôle d'investisseur institutionnel est ainsi appelé à s'accroître. En ce qui concerne les épargnants chinois, le développement du secteur de l'assurance leur offre une alternative aux dépôts bancaires et à l'immobilier.

Au début de 2004, l'ensemble des autorités financières s'est réuni en présence du Premier ministre, pour discuter les grandes orientations de la réforme financière. Elle comprendra 6 axes : la réforme des banques commerciales d'État, la réforme des coopératives de crédit agricoles afin d'améliorer le financement rural, l'amélioration des résultats des structures de défaillance créées en 1998 (les AMC's), la modernisation et l'ouverture des marchés de capitaux, l'approfondissement et la restructuration du secteur des assurances, le respect des engagements OMC. Le système de régulation du secteur financier sera organisé sous l'égide de trois commissions : la CBRC, (*China Banking Regulatory Commission*), la CSRC (*China Securities Regulatory Commission*), et la CIRC. À terme, ces trois commissions pourraient être fusionnées sur le modèle de la FSA anglaise.

FLEXIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique de la Banque centrale

Après sa restructuration en 1995, un Comité de politique monétaire a été créé, mais les décisions de la Banque centrale doivent toujours être approuvées par le Conseil d'État : elle n'est donc pas indépendante des pouvoirs publics comme le sont aujourd'hui les autres grandes banques centrales. Ce sont les pouvoirs publics qui fixent les objectifs de politique monétaire. Leur volonté étant d'adopter une politique de stabilité des prix, ils ont choisi un objectif de croissance de la masse monétaire M2 en ligne avec la croissance du PIB nominal. Pour la mise en œuvre de cette politique, plusieurs instruments de taux ont été créés : un taux d'escompte considéré comme directeur et un taux de réserves obligatoires. Un marché interbancaire a été ouvert pour y réaliser des opérations d'*open market*. Les opérations autorisées sont les prêts/emprunts, les



prises en pension (*repo*) tant sur les dépôts que sur les obligations d'État d'échéance courte.

La nouvelle politique monétaire s'est efforcée de contrôler les fluctuations de la conjoncture. Elle a débuté dans une phase de surchauffe (croissance annuelle à un rythme de 13 %) pendant la première moitié des années 1990, surchauffe qui avait conduit à une inflation accélérée de 15 à 20 %. Cette dernière a été contrôlée, de 1996 à 1998, par une *politique monétaire restrictive* de refroidissement de la conjoncture.

Un ralentissement de la croissance s'ensuivit qui a été accentué par la crise asiatique 1997-1998. S'accompagnant d'une baisse des prix à partir de 1998, il a été abusivement qualifié de déflation. Depuis, des mesures volontaristes, décidées par les autorités, ont développé l'investissement public (plan de développement des infrastructures et de l'énergie), ce qui s'est traduit par un accroissement du déficit budgétaire et de la dette publique.

La politique monétaire devenue accommodante s'est caractérisée par les mesures suivantes :

- fixation d'un objectif de croissance de la masse monétaire M2 ;
- allègement des contraintes pesant sur les banques par la suppression, le 1^{er} janvier 1998, des quotas de crédits qui limitaient leur distribution. La réforme visait aussi à engager les banques dans un processus de rationalisation : les prêts ne devaient être consentis que sur la base d'une analyse du risque et en fonction de la capacité de remboursement du débiteur. Puis injonction a été faite aux banques, par une circulaire du 25 juin 1998, de recommencer leurs prêts devant les difficultés des entreprises d'État ;
- abaissement du taux des réserves obligatoires sur les dépôts afin de renforcer la liquidité des banques ;
- baisses successives des taux d'intérêt ramenant, le 9 juin 1999, le taux de réescompte de la Banque centrale à 2,16 %, le taux servi sur les dépôts à un an à 2,25 %. Le taux directeur des prêts à un an a été réduit de 6,39 à 5,85 %. La baisse est plus forte sur les taux créditeurs que sur les taux débiteurs, ce qui traduit la volonté des autorités de décourager l'épargne et de stimuler la consommation tout en améliorant la marge opérationnelle des institutions financières. Les taux des prêts des banques aux entreprises (taux débiteurs) étaient autour de 5 %, les banques pouvant augmenter le taux décidé par la Banque centrale au sein de bandes d'ajustement. Cette marge de manœuvre varie selon la nature des entreprises pour lesquelles s'effectuent les prêts et selon le caractère plus ou moins accommodant de la politique monétaire.

Après avoir craint, pendant une courte période, les conséquences du SRAS qui affaiblissaient les ventes de détail et nuisaient aux flux des investissements directs, le gouvernement s'est inquiété, à nouveau,

d'une possible surchauffe de l'économie dont la croissance a dépassé 9 % en 2003 et atteint même 9,4 % au 1^{er} trimestre 2004. L'investissement a représenté, en 2003, 662 Md\$, stimulé par une augmentation des prêts à un rythme de 21 % l'an. L'agrégat monétaire M2 a augmenté de 20 % dépassant l'objectif fixé par la Banque centrale (18,1 %). Si l'inflation du prix des biens et services semblait rester limitée, elle s'accélère (5,3 % en juillet 2004). Plus important, il tend à s'établir un effet ciseaux, le prix des « intrants » (énergie, minerais, fibres, métaux) est à la hausse tandis que le prix des produits finis reste contenu par une série de facteurs structurels (surcapacités, main-d'œuvre surabondante). Cet effet ciseaux pourrait entamer les profits des entreprises et, *in fine*, la rentabilité des investissements. De son côté, l'inflation des actifs se développait, alimentée par la frénésie des investissements dans certains secteurs : fer et acier, construction automobile, matériaux de construction, métaux non ferreux et textile. La fuite en avant se poursuivait aussi dans la construction immobilière qui a représenté, en 2003, le quart de l'investissement total, faisant craindre la création d'une bulle dans ce domaine.

Devant le risque de surchauffe et dans la crainte de revoir le scénario d'inflation accélérée de 1994, la POBC tente de mener une politique restrictive de *contrôle macroéconomique* par :

- la fixation d'un objectif de croissance du PIB limité à 7 % pour 2004 ;
- la fixation d'un objectif pour la croissance de M2 limité à 17 % et pour celle des crédits à 16,4 % ;
- le maintien du taux directeur à un an (à 5,31 %) et relèvement des taux d'intérêt des banques commerciales à l'exception de ceux concernant les crédits de l'agriculture et de la haute technologie, secteurs qui ne sont pas en surchauffe ;
- la hausse du taux des réserves obligatoires des banques de 7 à 7,5 %, voire 8 % pour les plus fragiles, le 25 avril 2004 après 3 hausses précédentes ;
- la limitation par voie réglementaire de l'offre de crédits immobiliers : la POBC a réduit la part de crédits immobiliers à 30 % du montant total des engagements des banques. Le gouvernement limite aussi les autorisations de nouvelles zones de développement.

Mais les mesures administratives et la politique monétaire de la PBOC ne sont pas encore parvenues à obtenir des évolutions en ligne avec les objectifs gouvernementaux : la surchauffe s'est poursuivie (trajectoire de croissance à peine ralentie à 9,1 % alors que le taux de croissance du PIB devrait être limité à 7 %), cela malgré un ralentissement parfois brutal des prêts par les banques. Cette dernière politique a, d'ailleurs, suscité de vives critiques de la part des autorités locales qui risquaient de voir repousser leurs projets d'investissement.

Le 28 octobre 2004, la Banque centrale a annoncé une hausse - mesurée - de ses taux directeurs (0,58 point) pour le taux d'intérêt à un an (relevé à 5,58 %) et une hausse identique pour le taux concernant les dépôts à vue (portés à 2,25 %).

L'efficacité de la politique monétaire est discutée en raison de la gamme limitée d'outils à la disposition de la Banque centrale qui, à la différence des grandes banques centrales, ne dispose d'aucune indépendance par rapport aux pouvoirs politiques. Cette situation conduit à des actions brutales non relayées par une véritable culture bancaire.

Les taux d'intérêt directeurs, tant sur les dépôts que sur les crédits, restent fixés par le Comité de politique monétaire. Toutefois des mesures visant à les rendre plus flexibles ont été introduites, comme :

- l'élargissement du marché interbancaire aux PME ;
- l'émission conjointe sur les marchés obligataire et interbancaire afin de rapprocher les taux sur ces deux marchés ;
- l'élargissement des marges de fluctuation des taux d'intérêt sur les prêts de 30 à 50 puis à 70 % au 1^{er} janvier 2004, afin de permettre aux banques de mieux mesurer et rémunérer les risques. La marge a été portée à 100 % pour les prêts accordés par les coopératives de crédit.

La libéralisation complète des taux ne peut, cependant, qu'être graduelle, car elle comporte des risques. Le secteur bancaire est encore trop impliqué dans les entreprises publiques pour se désengager, mais l'orientation reste claire : les taux créditeurs étant plus élevés que les taux débiteurs, cela pousse les banques à rechercher de meilleurs rendements sur leurs crédits alors que dans le même temps, les marges de fluctuation sur la rémunération des crédits aux entreprises publiques n'ont pas été élargies. Il y a une sorte de compromis entre l'incitation à prêter aux PME plus rentables que les entreprises publiques et le besoin de limiter les hausses de taux relatifs aux prêts à ces dernières pendant leur phase de restructuration.

Évolution du système de change

La rapide croissance a entraîné une augmentation massive des importations de matières premières et d'énergie. L'explosion de la demande chinoise et le poids de ses industries ont provoqué la hausse mondiale des prix des matières premières synthétisée dans l'indice CRB (*Commodity Research Bureau*) qui calcule la moyenne des prix de 22 matières premières : il est à son niveau le plus haut depuis 1984.

Les importations l'emportant en Chine sur les exportations, il est apparu, au premier trimestre 2004, un déficit commercial succédant à l'excédent commercial de 25 Md\$ de 2003, ce qui complique l'approche du problème de la *convertibilité du yuan*.

Jusqu'ici, des mesures de contrôle des changes limitent la convertibi-

lité de la monnaie chinoise, le yuan, aux seules transactions de change liées à des opérations commerciales ; le compte de capital n'est pas libéralisé. La Chine a pu ainsi se tenir à l'écart des fluctuations des mouvements de capitaux qui ont affecté la plupart des pays asiatiques lors de la crise 1997-1998.

Cependant de nombreuses mesures ont assoupli le dispositif :

- À l'entrée des capitaux

Les restrictions aux investissements directs étrangers (IDE) ont été levées, même dans les secteurs longtemps protégés. Les prises de participation dans le capital des entreprises publiques sont autorisées et il a été décidé l'ouverture des fusions-acquisitions aux capitaux étrangers. Cette politique d'ouverture aux investissements étrangers a permis à la Chine, non seulement de recevoir des capitaux et des innovations technologiques, mais aussi de s'initier aux méthodes de gestion occidentales et de commencer à s'intégrer à l'économie mondiale. Elle s'est ainsi traduite par une augmentation d'abord relativement modérée des investissements étrangers directs, puis à partir de 1992, par une véritable explosion : ils ont crû de 5 Md\$ en 1991 à plus de 52,7 Md\$ en 2002⁶. Ces investissements sont devenus, dans les années 1990, le principal mode de financement extérieur de la Chine et représentent un montant bien supérieur aux emprunts internationaux. L'ouverture décidée par la Chine, lors de son entrée dans l'OMC, vise bien à maintenir le courant d'investissements directs qui tend, pour financer les comptes extérieurs, à se substituer, à un excédent commercial, qui se réduit en raison de la forte croissance des importations. Toutefois, des excédents commerciaux restent importants, surtout avec les États-Unis, en raison de la faiblesse des coûts de production chinois et de l'amélioration de la qualité des produits.

- À la sortie des capitaux

Des mesures de libéralisation autorisent progressivement :

- le statut « *d'investisseur institutionnel qualifié* » (QDII) permettant aux investisseurs chinois d'accéder aux marchés étrangers ;
- l'intégration des marchés de Shanghai et de Hong-Kong *via* l'autorisation donnée à des sociétés cotées à Hong-Kong d'émettre des certificats de dépôt sur les marchés chinois ;
- des procédures d'investissement à l'étranger simplifiées afin de soutenir les entreprises qui se développent sur les marchés externes.

Malgré ces assouplissements, la convertibilité totale du yuan doit être vue comme l'ultime étape de la transition financière car des conditions préalables doivent être remplies, comme :

- l'assainissement du système bancaire afin d'empêcher la fuite des capitaux sur les marchés internationaux, ce qui déterminerait une crise financière ;

- l'efficacité plus grande de la politique monétaire pour faire face aux pressions internationales sur le yuan.

La croissance d'un pays s'accompagne, en principe, d'une élévation du taux de change de sa monnaie par rapport aux monnaies de pays moins dynamiques⁷. Or, en Chine, s'est installée une situation de *sous-évaluation de la monnaie*. Au vu des performances du pays, la valeur actuelle du yuan devrait être revue à la hausse. En fait, la Chine a profité de son adhésion à l'OMC pour augmenter ses exportations sans réviser le taux de change de sa monnaie. Elle encourage aussi les délocalisations, d'où des investissements directs internationaux (IDE), se traduisant par une réallocation de capitaux vers la Chine au détriment des autres pays asiatiques. C'est notamment le cas à Singapour qui sert de plateforme financière, redistribuant la très importante épargne de l'ASEAN (Association of South East Asian Countries) vers la Chine.

Depuis avril 2002, la glissade du dollar a entraîné automatiquement celle du yuan, puisque ce dernier lui est lié par un *peg* quasi-fixe, dans une bande de fluctuation oscillant entre 8,276 et 8,28 yuans pour un dollar. Cette bande avait été légèrement élargie en 2001. Il s'ensuit parallèlement une augmentation des réserves en devises (en dollars essentiellement) qui atteignent, fin mars 2004, 439,8 Md\$.

La faiblesse du yuan vis-à-vis du dollar est devenue un des thèmes de la campagne pour l'élection présidentielle américaine, en 2004. Des *China bashers* se livrent à des campagnes analogues à celles menées jadis contre le Japon. L'association nationale des manufacturiers (NAM) a, en effet, indiqué qu'elle étudiait la possibilité de demander la protection du gouvernement américain qui pourrait porter l'affaire devant l'OMC. Depuis 1998, le déficit américain cumulé vis-à-vis de la Chine a atteint près de 400 Md\$ et s'est élevé pour la seule année 2003 à 135 Md\$. La sous-évaluation du yuan est accusée aussi d'accroître l'attraction de la Chine pour les délocalisations : Intel, General Motors en constituent de récents exemples.

Malgré les pressions extérieures (États-Unis, mais aussi Japon et ASEAN), la décision de réévaluation est politiquement difficile à prendre dans la mesure où le yuan faible encourage les exportations chinoises. Certes, une appréciation du yuan par rapport au yen permettrait à la Chine d'importer à meilleur prix des biens d'équipement intermédiaires. Elle pourrait aussi alléger la charge de sa dette émise dans la monnaie japonaise. En fait, les conditions d'un relèvement du yuan sont étroites : changements de structure dans l'industrie vers des productions de plus forte valeur ajoutée, relèvement des salaires qui interviendra nécessairement après le tarissement des ressources humaines, mais au bout de combien de temps ? Si la réévaluation du yuan s'opérait grâce à son flottement après l'ouverture du compte de capital, elle devrait être



précédée par l'assainissement du secteur financier, ce qui constitue encore une perspective lointaine. Les crises mexicaine (1994) et asiatique (1997-1998) ont largement démontré qu'un secteur financier mal préparé est capable du pire, une fois ouvert aux marchés internationaux.

Pour faire face aux multiples contradictions auxquelles elles sont soumises, les autorités chinoises développent des démarches progressives de restructuration et de libéralisation. L'ouverture aux banques étrangères et le développement des marchés financiers sont prudents. La flexibilité du yuan restera, elle aussi, très contrôlée même si la bande de fluctuation s'élargit et les mouvements de capitaux à court terme seront surveillés pendant de longues années.

NOTES

1. Il n'existe qu'une seule banque privée chinoise : la Minsheng Banking Corporation.
2. Par exemple, la succursale de Wuhan couvre trois provinces et dispose de 36 filiales régionales et de 223 filiales de district.
3. Ratio prudentiel fixé par la Banque des Règlements Internationaux (BRI).
4. Panorama et réforme du système bancaire chinois. Actualisation au 16 juillet 2004, Ambassade de France, Mission économique de Pékin.
5. Pour être admise à l'OMC, la Chine a dû souscrire 82 engagements en décembre 2001 dont celui sur l'ouverture des banques étrangères.
6. Contre 48,2 milliards de dollars en France, 38,1 en Allemagne, 30,1 aux États-Unis (effondrement des IDE qui s'élevaient à 307,7 milliards en 2001).
7. En fait, il existe de nombreuses exceptions : celle la plus évidente concerne, en 2003, le dollar en baisse alors que la reprise américaine est forte, et l'euro de la léthargique zone euro.

