Le financement des entreprises chinoises. “ Le talon d’Achille ” des réformes économiques

Jean-François Huchet

► To cite this version:

Jean-François Huchet. Le financement des entreprises chinoises. “ Le talon d’Achille ” des réformes économiques. Perspectives chinoises, 1998, 49, pp.17-29. 10.3406/perch.1998.2331 . hal-02539738

HAL Id: hal-02539738

<https://hal.science/hal-02539738>

Submitted on 10 Apr 2020

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.

Le « talon d'Achille des réformes économiques » [Le financement des entreprises chinoises]

Le financement des entreprises chinoises

Jean-François Huchet

Citer ce document / Cite this document :

Huchet Jean-François. Le « talon d'Achille des réformes économiques » [Le financement des entreprises chinoises]. In: Perspectives chinoises, n°49, 1998. pp. 17-29;

doi : <https://doi.org/10.3406/perch.1998.2331>

https://www.persee.fr/doc/perch_1021-9013_1998_num_49_1_2331

Fichier pdf généré le 24/04/2018

Le financement des entreprises chinoises

« Le talon d'Achille » des réformes économiques

JEAN-FRANÇOIS HUCHET

LA fermeture, le 6 octobre dernier, de la GITIC (Guangdong International Trade and Investment Company) par la Banque populaire de Chine qui fait office de banque centrale a provoqué bien des frissons dans la communauté financière internationale. La mise en liquidation d'une des plus grandes institutions financières chinoises de ce type, quoique d'une importance limitée par rapport aux grandes banques d'Etat, traduit en effet de sérieux problèmes dans l'intermédiation financière. La GITIC, comme d'ailleurs une bonne partie des 240 autres « ITIC », avait massivement investi dans des activités spéculatives comme l'immobilier ou la bourse, accordé des crédits pour des raisons politiques à des entreprises non compétitives, et emprunté à l'étranger de manière illégale, faisant ainsi peser de sérieux doutes sur les chiffres officiels de l'endettement extérieur de la Chine.

La situation des « ITIC », révélée par la crise financière asiatique, ne représente cependant que la partie émergée de l'iceberg. Au cœur de l'inefficacité du système de financement des entreprises chinoises réside la politisation du système. Celle-ci est directement responsable des surcapacités productives endémiques dans l'industrie, d'une accumulation gigantesque de mauvaises dettes dans le secteur bancaire et des pratiques spéculatives débridées de tout contrôle qui ont entraîné des bulles immobilières et freiné le développement des réformes du système financier. De ce point de vue, comme l'a montré Nicholas Lardy dans un récent ouvrage¹, une analyse de la situation du système financier chinois pose de profondes interrogations sur la qualité de la croissance de ce pays depuis 1978. La crise financière et économique qui sévit en Asie a rappelé avec force l'importance et les paradoxes de l'intermédiation financière entre épargnants et entreprises : un taux d'épargne élevé comme celui qui caractérise les pays asiatiques ne constitue pas un vaccin contre les erreurs de gestion des ressources financières et peut conduire à de graves crises limitant la croissance à moyen terme des pays concernés.

Ces questions révèlent également l'ampleur des défis auxquels doit faire face le gouvernement chinois en matière de réforme du système d'intermédiation financière. La crise asiatique, tout du moins dans les premiers mois, a eu l'effet d'un électrochoc pour les dirigeants chinois qui se sont rendu compte que cette question était au centre des problèmes. Fin 1997, ceux-ci ont pris « le taureau par les cornes » en multipliant les initiatives réformatrices. Cependant, bien que les réformes soient toujours à l'ordre du jour, l'ampleur du chantier, la réduction des marges de manœuvre due à la crise asiatique, ainsi que les implications politiques et sociales d'un tel programme de réformes, limitent considérablement leur faisabilité dans le cadre institutionnel et politique actuel. Or, étant donnée l'urgence des problèmes, un échec ou un ajournement prolongé de ces réformes pourraient hypothéquer gravement la santé économique future de la Chine.

Les évolutions institutionnelles

Les régimes socialistes n'ont jamais accordé à leur système financier un rôle très actif dans l'intermédiation financière. Limitées bien souvent à quelques grandes banques d'Etat, les institutions financières servaient principalement de courroie de transmission pour récolter les profits des entreprises et distribuer des capitaux circulants et des subventions d'investissement décidés sur une base annuelle par l'administration. D'un point de vue décisionnel, elles étaient entièrement subordonnées aux grandes institutions chargées de la planification de la production et à l'autorité politique. Les ménages ne disposaient pratiquement d'aucun choix pour placer leurs maigres épargnes à part le dépôt bancaire.

Avec 20 ans de recul, on mesure aujourd'hui l'importance des transformations institutionnelles dans le système financier chinois. Comme l'indique le tableau n°1, les banques qui existaient avant 1978 ont été réformées en même temps qu'une multitude de nouvelles institutions servant à l'intermédiation financière ont été créées.

Tableau 1 • Evolution des institutions financières chinoises (1978-1998)

A partir de 1984, la Banque populaire de Chine s'est vu attribuer progressivement les fonctions d'une banque centrale et son réseau de succursales a été transféré à la Banque industrielle et commerciale, créée la même année à cet effet et qui est aujourd'hui, la plus importante des institutions financières chinoises. Les grandes

banques existant avant les réformes (Banque de Chine, Banque de l'agriculture, Banque d'investissement et Banque de la construction) ont été retirées du contrôle du ministère des finances ou de la Banque populaire de Chine dès le début des années 1980, et les différentes vagues de réformes ont cherché à les transformer en de

Nous avons omis d'insérer cet encadré dans l'article de Jean-François Huchet :
Le financement des entreprises chinoises : « Le talon d'Achille » des réformes économiques.
Veuillez nous en excuser.

Les réformes récentes du système d'intermédiation financière

1 - LES MESURES DE COURT TERME

- Baisse des taux d'intérêt
- Pression sur les banques d'Etat pour la réouverture des mannes à crédit pour les entreprises d'Etat.
- Provision de la Banque populaire de Chine pour l'annulation des dettes des entreprises d'Etat lors des opérations de fusions (20 et 30 milliards de RMB en 1996 et 1997, et 50 milliards en 1998).

2 - RÉFORMES STRUCTURELLES

A - Entreprises - Secteur bancaire

- Accélération de la réorganisation de la Banque populaire de Chine en banque centrale ; adoption d'une organisation similaire au Federal Board des Etats-Unis. Réduction des filiales provinciales de 27 à 9.
- Début de recapitalisation pour les grandes banques d'Etat avec l'abaissement de leurs réserves obligatoires auprès de la Banque populaire de Chine pour atteindre le seuil de 8 % du ratio Cook (capital sur actif) promu par la Banque des règlements internationaux.
- Envoie d'une centaine de « super inspecteurs » centraux dans les entreprises d'Etat pour vérifier leurs comptes et leur politique d'investissement.
- Diffusion du « credit rating » des entreprises d'Etat réalisé par trois sociétés chinoises de classement

créées à cette occasion (2 000 entreprises d'Etat à Shanghai auraient déjà été classées). Création de la première société sino-étrangère de classement pour les entreprises chinoises (avec Fitch IBCA comme partenaire étranger).

- Emission de certificats de crédit indiquant l'historique de la santé financière des entreprises. Ils sont désormais demandés lors des opérations de crédits bancaires.
- Etablissement d'un système de banque principale pour les entreprises d'Etat, inspiré du modèle japonais avec interdiction d'ouvrir des comptes dans plusieurs banques.
- Consolidation de la concurrence intérieure avec le renforcement des banques coopératives urbaines et la permission pour les banques étrangères d'opérer en monnaie locale dans la zone de Pudong.
- Restructuration des ITIC.

B - Développement et amélioration du marché boursier

- Poursuite du mouvement de transformation des entreprises d'Etat en sociétés à responsabilité limitée.
- Augmentation du volume d'émission d'actions sur la catégorie des « A shares » (cotées à Shanghai et Shenzhen) de 5,5 milliards de RMB en 1996 à 10 milliards en 1997, puis vraisemblablement 30 milliards en 1998.
- Augmentation des entrées en bourse des entreprises chinoises sur les marchés étrangers ayant passé des accords avec la Chine

(New York, Singapour et Tokyo).

- Vote prochain à l'Assemblée nationale populaire de la loi (longtemps attendue) sur les marchés boursiers qui devrait permettre une amélioration du cadre légal, garantir les droits des actionnaires, une plus grande transparence et simplification des règles déterminant la sélection des entreprises voulant entrer sur le marché, mais aussi à une plus grande transparence des comptes fournis par les entreprises, notamment sur les « A shares » cotées à Shanghai et Shenzhen.
- Lancement des premiers fonds d'investissement.
- Relancer le marché des obligations d'entreprises.
- Mise à l'étude d'un projet de développement d'un marché des mauvaises dettes.
- Renforcement des interdictions pour les banques et les entreprises d'Etat d'effectuer des investissements spéculatifs sur la bourse afin d'éviter le transfert des ressources destinées à l'investissement productif vers la bourse.
- Mise à l'étude d'un projet visant à établir des sanctions pour les entreprises déjà cotées qui enregistrent des pertes sur plusieurs années afin de les pousser à se restructurer.
- Assouplissement des règles concernant la vente au public des actions encore non-commercialisables détenues par l'Etat (qui représentent encore 64 % des actions émises sur le marché boursier).

véritables banques commerciales. Puis, au milieu des années 1980, le gouvernement central a autorisé la création de nouvelles banques commerciales contrôlées soit par les administrations centrales (Banques des communications, CITIC, Huaxia, Everbright) soit par les gouvernements locaux (Fujian, Guangdong, Pudong, Shenzhen, Merchant). Dès le début des années 1980, les gouvernements locaux ont créé pour leurs besoins de financement des sociétés d'investissements, les fameuses « ITIC », qui sont aujourd'hui sur la sellette.

Une des évolutions marquantes du système d'intermédiation financière chinois réside dans la création au début des années 1990 de deux places boursières, l'une à Shanghai et l'autre à Shenzhen, et la possibilité pour les entreprises chinoises de lever des fonds sur la bourse de Hong Kong. Lancée au mois de décembre 1990, avec seulement 14 entreprises cotées pour une capitalisation boursière de 10 milliards de yuans, la croissance du marché boursier intérieur a été fulgurante. Au mois d'octobre 1998, 827 entreprises chinoises étaient cotées en bourse pour une capitalisation boursière proche de 2 000 milliards de yuans⁽²⁾.

Le taux de capitalisation boursière (rapportée au PIB) proche de 25 % reste encore faible même par rapport à d'autre pays en voie de développement comme le Mexique, la Turquie ou la Thaïlande, mais l'engouement populaire est réel avec près de 40 millions de comptes en bourse détenus par des personnes privées et plus de 2 400 sociétés spécialisées dans l'investissement boursier.

Dans ce contexte, les structures de financement ont également considérablement évolué. Les ménages sont désormais de loin, devant les entreprises et les administrations, les épargnants les plus importants, contribuant pour près de 60 % du total des dépôts bancaires (évalués à un peu plus de 7 000 milliards de yuans en 1997). L'évolution de la structure de financement des entreprises d'Etat montre également une diminution considérable des subventions qui représentent désormais à peine 1 % du PIB (contre 7,5 % en 1992). Les entreprises se financent désormais principalement sur leurs propres bénéfices et sur les emprunts contractés auprès du secteur bancaire comme le montre le graphique n°1. Les plus grandes entreprises du pays ont enregistré une forte progression depuis le milieu des années 1990 du financement sur le marché boursier intérieur et sur celui de Hong Kong. Par ailleurs, bien

qu'ils continuent dans leur épargne à privilégier les dépôts bancaires, les ménages chinois ont désormais accès à un éventail plus large d'instruments financiers. Fin 1997, leur portefeuille d'épargne se répartissait de la manière suivante : 69,3 % en dépôts bancaires, 14,9 % en actions, 9 % en bons du trésor, 2,6 % dans les assurances-vie, et 4,2 dans divers autres produits financiers.

Il serait cependant trompeur de fournir une image uniforme des pratiques de financement des entreprises chinoises. Les réformes ont en effet conduit à une diversification importante des stratégies dans ce domaine.

Des structures de financement différenciées selon les entreprises

Bien qu'il soit difficile d'obtenir des statistiques précises sur les structures de financement des entreprises, il est possible de distinguer des profils en fonction des différents types de firmes opérant aujourd'hui dans l'économie chinoise. A défaut de chiffres précis, le tableau n°2 indique dans quelles proportions ces catégories d'entreprises ont recours aux différents types de financements existants. Nous avons retenu des profils types établis sur la base d'études de cas, d'informations fournies par les entreprises lorsqu'elles sont cotées en bourse, ou à partir d'études historiques sur le développement d'entreprises telles qu'elles sont rapportées dans la presse chinoise ; il existe naturellement, dans chaque catégorie, des entreprises qui ne cadrent pas avec le profil moyen, mais que nous pensons être en nombre suffisamment restreint pour ne pas remettre en cause les choix retenus ; il est

Graphique 1 • Evolution de la structure de financement des investissements en capital fixe des entreprises d'Etat

Source : Zhongguo tongji nianjian (annuaire des statistiques chinoises)

Tableau 2 • Des profils de financements différents selon les entreprises

Catégorie de financements	Institutions & Instruments	Red Chips (Sociétés chinoises cotées à Hong kong) I	Grandes Entreprises d'Etat II	Entreprises leaders III	PME d'Etat et collectives en milieu urbain IV	PME privées et collectives rurales V
Externe	Officiel	Banque d'Etat domestiques	★★★★	★★	★★★★	★
		Coopératives de crédits (urbaines et rurales)	★	★	★★★	★★
		Sociétés d'investissement et trust (ITIC)	★★★★	★		
		Sociétés financières des groupes industriels	★★★	★		
		Sociétés d'assurance				
		Refinancement (traites, billets à ordre)	★★	★★		
		Obligations	★	★		
		Marché Boursier	★★★★	★		
		Crédits étrangers	★★★	★		
		Marché informel	?	?	★★	★★★
	Informel	Bénéfices gardés	★★	★	★	★★★★
		Contribution des employés (actions, dépôts)		★★	★★	
		Crédits & garanties mutuels entre filiales	★★★	?		★★★
		Prises de participation et investissements mutuels	★★★	★★	★★	
Interne		Bénéfices gardés	★★	★	★	★★★★
		Contribution des employés (actions, dépôts)		★★	★★	
		Crédits & garanties mutuels entre filiales	★★★	?		★★★
		Prises de participation et investissements mutuels	★★★	★★	★★	

cependant possible à moyen terme que, sous l'effet des réformes ou de la pression des événements politico-économiques, certaines catégories d'entreprises voient leur structure de financement suffisamment bouleversée pour se rapprocher de celle d'une autre catégorie. C'est là justement une des grandes interrogations de la période actuelle, notamment en ce qui concerne le secteur privé et collectif.

Commençons par la catégorie n°II, celles des grandes entreprises d'Etat. Elles sont assurément les plus grandes bénéficiaires du système financier chinois officiel. Bien qu'étant loin de la situation coréenne, les 1 000 plus grandes entreprises d'Etat chinoises détiennent 63 % des actifs dans l'industrie et procurent encore 70 % des revenus fiscaux à l'Etat central. Les grandes entreprises d'Etat ont eu accès à toutes les sources de financement officiel dont le développement a été autorisé par les autorités chinoises. Elles ont profité de leurs accointances politiques pour obtenir un accès privilégié aux grandes banques d'Etat commerciales chinoises et sécuriser toutes les formes existantes de crédits⁽¹⁾ (prêts subventionnés, crédits à court terme, accès aux devises étrangères pour les importations de technologie). A partir du début des années 1990, elles se sont littéralement

ruées sur le marché boursier et constituent aujourd'hui presque l'intégralité des entreprises cotées sur les bourses intérieures, ainsi que des entreprises chinoises cotées à Hong Kong ou à New York. Elles ont également profité de la politique de création de groupes décidée par le gouvernement central, qui les a autorisées à créer des sociétés (filiales) financières (*caiwugongsi*) leur permettant de lever des fonds pour le groupe et de gérer ses flux internes de ressources financières. A l'heure actuelle, 65 groupes figurant dans la liste des 156 groupes autorisés par le Conseil des affaires d'Etat ont été autorisés à créer des filiales financières de ce genre.

En 1996, l'ensemble de ces sociétés financières disposaient de 11 milliards de yuans de capital propre, 117 milliards d'actifs, et ont effectué des prêts d'un montant total de 63,5 milliards de yuans (soit 54 % des actifs), avec 48,5 milliards de prêts à court terme (soit 76,4 %), et 15 milliards de prêts à long terme (23,6 %)⁽²⁾. Néanmoins, si, dans leur « soif d'investissement », ces sociétés ont, comme leurs homologues coréennes dans les années 1970 et 1980, recouru au marché informel du crédit (prêt de personnes privées, tontine, etc.), notamment dans les périodes de contrôle monétaire. A court et moyen terme ce type d'entreprises devrait continuer à

siphonner une partie importante des crédits bancaires, notamment en raison des besoins importants de modernisation technologique — près de 280 milliards de yuans ont été prévus pour la modernisation technologique dans le 9^e Plan (1996-2000) — et de leur masse salariale surdimensionnée (les aciéries de Angang comptent toujours près de 300 000 employés).

Les entreprises de la catégorie n°I, les *Red Chips* constituent une variante des grandes entreprises d'Etat figurant dans la deuxième catégorie. Ce sont toutes des filiales installées à Hong Kong de grands conglomerats et holding financières dépendant du Conseil des affaires d'Etat (comme la CITIC), des ministères centraux (comme China Resources) ou encore des gouvernements provinciaux (la défunte GITIC). Leur domaine d'activité s'étend des services financiers aux transports en passant par l'agro-alimentaire. En terme de financement, elles ont bénéficié, comme les grandes entreprises d'Etat, de toutes les sources de financement disponibles et autorisées par le gouvernement chinois. Cependant, à la différence des grandes entreprises d'Etat, elles ont été autorisées par le gouvernement central, dès le milieu des années 1980, à utiliser la bourse de Hong Kong pour lever des fonds servant aux financements des activités de leurs maisons mères. Depuis la crise asiatique, beaucoup sont aujourd'hui sur la sellette quant à la qualité de leurs investissements et l'importance de leur endettement. Certaines *red chips* sont considérablement endettées, comme la Shanghai Industrial Investment (ratio dettes sur capital égal à 380 %), Guangdong Enterprises Holding (237 %) ou Cosco (213 %), si bien que certains analystes ont qualifié leur situation financière de « bilan à la coréenne »⁽⁵⁾. La multiplication des scandales autour de leurs activités montre que les mesures visant à améliorer leur gouvernement d'entreprise seront déterminantes pour leur crédibilité internationale sur laquelle repose leur développement.

La troisième catégorie concerne les entreprises qui dominent dans leur secteur. Ces entreprises sont de taille importante et restent pour la plupart contrôlées par l'Etat. Elles se distinguent néanmoins de la catégorie II par leur meilleure profitabilité, une plus grande efficacité technique, une autonomie de gestion conquise sur l'administration locale (qui est souvent le propriétaire *de facto*) et leur capacité à résister à la concurrence étrangère sur le marché intérieur. On les retrouve surtout dans l'industrie légère comme Haier et Kelon (leaders dans l'électroménager) ou Changhong et Konka (leaders dans l'industrie des téléviseurs). Pour l'instant, à l'exception de quelques groupes comme New Hope dans l'agro-alimentaire, très peu appartiennent au secteur privé. Elles ne constituent souvent qu'une poignée d'entreprises dans chaque secteur. Elles ont été capables d'engranger d'importantes économies d'échelle et opèrent désormais sur l'ensemble du territoire national. A la différence de la catégorie n°II, elles n'ont pas forcé-

ment été considérées durant les années 1980 comme des entreprises prioritaires par le gouvernement central en terme d'aides et d'accès au financement. La concurrence, plus que l'aide de l'Etat, les a propulsées à la tête de leur secteur. Cette caractéristique a eu des répercussions importantes sur leur structure de financement. En effet, le financement interne à partir des bénéfices dégagés de leur activité a été le moteur principal de leur expansion. Leur endettement auprès du système bancaire est faible, situé entre 30 % et 50 % si l'on considère leurs ratio d'endettement sur actifs, soit un niveau largement inférieur à la moyenne nationale dans le secteur d'Etat. Elles ont cherché également à tirer partie d'une meilleure utilisation des ressources financières internes en réalisant des projets d'investissement conjoints entre filiales. Pour celles qui ont été autorisées par l'Etat, l'entrée en bourse a constitué une véritable bouffée d'oxygène, étant donnés les besoins de financement liés à leur expansion rapide. A court et à moyen terme, ces entreprises vont devoir augmenter leurs financements externes dans la mesure où elles se livrent déjà pour la plupart à des diversifications, à une élévation de la qualité de leurs produits par la recherche et le développement, mais également parce qu'elles consolident leur position sur leur marché principal en développant un vaste réseau de distribution et en rachetant des entreprises dans d'autres provinces. De ce point de vue, les marchés boursiers, le secteur bancaire intérieur et étranger devraient constituer des sources de financements plus importantes pour ces entreprises. Depuis qu'elles sont devenues les leaders sur le marché, l'Etat est désormais plus enclin à les aider, notamment à travers le secteur bancaire. Mais elles devront résister contre la tentation de l'argent facile et instituer au delà de la personnalité souvent forte et intègre de leurs dirigeants actuels, des instruments efficaces de gouvernement d'entreprise (experts extérieurs dans leur conseil d'administration, recours à l'expertise des investisseurs étrangers).

Les entreprises de la catégorie n°IV correspondent au gros des PME d'Etat et du secteur collectif urbain qui traversent aujourd'hui de grandes difficultés. Leur structure de financement est à l'image de leurs difficultés financières. Elles sont, dans la grande majorité de cas, placées « sous perfusion » auprès du secteur bancaire d'Etat et des coopératives urbaines de crédit sur ordre des autorités locales, notamment pour des raisons de stabilité sociale étant donné leur poids dans l'emploi en milieu urbain. Certaines d'entre elles ont tenté depuis le XV^e congrès du PCC de se recapitaliser sur le dos des ouvriers avec l'émission et l'achat forcé d'actions internes par le collectif des employés. Si l'on en juge les déclarations récentes des dirigeants centraux, le gouvernement ne semble plus encourager ce genre de refinancement. Ce changement de cap est en partie dû au développement d'une résistance parmi les ouvriers (manifestations, enlèvement de chefs d'entreprises) et aux piètres

résultats en matière de restructuration constatée au bout de quelques années. Dans la mesure où les sorties de marché par la faillite se font encore au compte goutte, le financement de ces entreprises devrait continuer à peser sur l'équilibre du secteur bancaire tout en risquant de ralentir la poursuite des réformes du système financier.

Enfin, la dernière catégorie regroupe les PME privées et collectives du secteur rural (*xiangzhen qiye*). Ces entreprises ont été littéralement discriminées en matière de financement officiel. Les seules sources de financement disponibles pour elles ont été l'autofinancement et les canaux financiers informels — pour la plupart considérés comme illicites — de même que, très accessoirement, les coopératives rurales et urbaines de crédit. Il est difficile de trouver des chiffres au niveau national concernant l'importance du recours aux canaux informels de financement, mais des études portant sur des entreprises rurales indiquent que ce qui est regroupé sous le nom chinois de *minjian jiedai shichang* (marché du crédit populaire, comprenant les tontines, les prêts des personnes privées, ainsi que les aides et prêts de la famille) pouvait représenter entre un quart et un tiers du total des financements⁽⁶⁾. Cela correspond assez bien avec ce qui se passait à Taiwan et en Corée pour les PME jusqu'en dans les années 1980 alors que les marchés financiers restaient sous un contrôle politique étroit et étaient destinés principalement à servir les grandes entreprises proches du Kuomintang à Taiwan ou les *chaebols* en Corée du Sud⁽⁷⁾. Les raisons politiques tenant à l'opposition des régimes communistes au secteur privé sont désormais beaucoup moins explicites. Le gouvernement central a même réitéré à plusieurs reprises ces dernières années la volonté de considérer le secteur privé sur le même pied d'égalité que le secteur d'Etat. Cependant, dans les faits, la discrimination reste patente surtout dans les régions de l'intérieur ou du nord-est, où les entreprises d'Etat restent dominantes dans l'économie locale. A Wuhan, en 1996, les prêts à court terme accordés aux entreprises privées représentaient seulement 1 % du total des prêts à court terme accordés du secteur bancaire⁽⁸⁾. Malgré les directives du gouvernement central, les banques restent très prudentes en matière de prêts, jugeant notamment que les entreprises privées sont incapables de fournir des collatéraux de bonne qualité lors des opérations de crédit. Il n'est donc pas étonnant que des institutions comme l'IFC (International Finance Corporation, filiale de la Banque mondiale spécialisée dans les prêts au secteur privé dans les pays en voie de développement) aient du mal à trouver en Chine des projets relevant uniquement du secteur privé. En douze ans de présence sur le marché chinois, l'IFC avait (fin 1997) financé 40 projets pour un montant de 1,5 milliard de dollars ; néanmoins, deux projets seulement avaient été conclus avec le secteur privé, le reste concernant des opérations avec des entreprises sino-étrangères⁽⁹⁾.

Au total, ces différents profils de financement nous

permettent de repérer quels sont aujourd'hui les principaux problèmes du système d'intermédiation financière chinois. D'un côté, on assiste à une discrimination du secteur privé et collectif rural dans l'accès aux sources de financement officiel ; de l'autre, on observe un secteur d'Etat qui continue de mobiliser une grande partie des ressources financières du pays dans le cadre d'un système de gouvernement d'entreprise qui a été largement incapable d'en rationaliser l'utilisation, si ce n'est pour la catégorie des quelques firmes leaders que nous avons décrits ci-dessus. De ce fait, les déficiences en matière d'intermédiation financière ont été particulièrement aiguës dans le secteur d'Etat. Les entreprises des secteurs collectif, privé et étranger n'ont pas eu le luxe d'effectuer les mêmes erreurs, notamment en raison de droits de propriété plus clairement définis, d'une contrainte de budget plus dure et de faillites beaucoup plus fréquentes que dans le secteur d'Etat.

Un contrôle déficient sur les bénéfices gardés par les entreprises d'Etat

Tout indique en effet que, depuis le début des réformes, les structures de contrôle interne et externe des entreprises d'Etat n'ont pas fonctionné en vue d'une utilisation efficace de leurs différents financements, à commencer par leurs propres bénéfices. Les réformes mises en place au début des années 1980 ont permis aux entreprises d'Etat de conserver une partie des bénéfices dégagés de leur activité. Très rapidement, cependant, l'administration a posé certaines règles en matière d'utilisation des bénéfices : 50 % pour le fond de modernisation (servant à alimenter l'innovation des entreprises), 30 % pour le fond social, 20 % pour les primes salariales. Dans la réalité, les entreprises d'Etat ont largement contourné cette règle. D'une part, en amont, les entreprises d'Etat ont été sévèrement taxées, notamment avec les innombrables impôts ou contributions forcés demandées par les administrations locales. Des études⁽¹⁰⁾ ont montré que, dans les années 1980, sur 100 yuans de bénéfice, les entreprises d'Etat gardaient une somme allant de 15 à 37 yuans (pour les plus fortunées), une fois retenus les différents impôts officiels et contributions forcées. D'autre part, en aval, les bénéfices gardés par les entreprises ont été répartis majoritairement entre le paiement des primes aux ouvriers et les différentes activités sociales de l'entreprise (retraite, santé, construction de logements, etc.), mais ont également été gaspillés en banquets ou enrichissements illicites au profit des dirigeants des entreprises. De ce point de vue, si les réformes des années 1980 ont facilité le travail de supervision des agences gouvernementales, elles ont toutefois considérablement relâché le contrôle sur l'utilisation des bénéfices.

Malgré de multiples mesures administratives d'encadrement, les salaires de base et la distribution de primes ont été très largement déconnectés des augmentations de productivité. Plusieurs raisons expliquent cette dérive :

les pressions égalitaristes existantes parmi la classe ouvrière notamment au début des réformes⁽¹¹⁾, la couverture des dépréciations du pouvoir d'achat dues à un environnement inflationniste jusqu'en 1995, mais également les compensations visant à stabiliser les tensions politico-sociales après le massacre de Tiananmen en 1989⁽¹²⁾. Entre 1985 et 1995, le coût salarial unitaire dans le secteur d'Etat (en termes constants) a augmenté à un rythme annuel moyen proche de 15 %⁽¹³⁾, soit une augmentation largement supérieure à la productivité du travail qui, d'après les calculs de la Banque mondiale n'aurait augmenté que de 2,1 % annuellement depuis la fin des années 1980⁽¹⁴⁾.

Les dépenses sociales ont continué d'opérer une ponction importante sur les bénéfices des entreprises. Les retraites, les dépenses de santé, la construction de logements sont restées jusqu'à très récemment entièrement financées par les entreprises d'Etat dans la logique qui a animé le fonctionnement de type autarcique de l'unité de travail chinoise héritée de la période maoïste. Plusieurs études ont mis en évidence, au début des années 1990, un lien direct entre l'importance des avantages sociaux et les grandes entreprises d'Etat. Selon Xiao Geng, « les dirigeants et ouvriers ont été capables de détourner d'autant plus de capital à vocation industrielle vers une utilisation non industrielle selon qu'ils se situaient dans le secteur d'Etat ou non (...) et les employés du secteur d'Etat ont bénéficié d'un capital non industriel d'une fois et demie supérieur à celui des employés du secteur collectif⁽¹⁵⁾ ».

Quant à la corruption, aux détournements d'actifs, à l'utilisation des bénéfices sur des investissements spéculatifs ou à l'enrichissement personnel des cadres dirigeants des entreprises dont s'est fait l'écho après bien d'autres études le récent *best-seller* de He Qinglian⁽¹⁶⁾, il est difficile d'en fournir une estimation globale. Ces phénomènes sont cependant dénoncés ouvertement aujourd'hui par les dirigeants du PCC et de l'Etat. Malgré toutes les explications anthro-po-culturalistes (don, redistribution, pratiques sociales, etc.) que certains ont voulu apporter pour justifier de telles pratiques, ce phénomène a donné lieu à un gaspillage de ressources considérable dans le secteur d'Etat et la collectivité chinoise.

Mainmise du politique sur le secteur bancaire

La suppression des dotations budgétaires a entraîné une dépendance accrue vis-à-vis du système bancaire, d'autant plus qu'un bon nombre d'entreprises sortaient d'une position financière difficile au lendemain de la Révolution culturelle. Parallèlement, la disparition relativement rapide des dotations budgétaires a entraîné une sous-capitalisation chronique dans les entreprises que seul le secteur bancaire pouvait soulager. Les crédits bancaires représentent, depuis 1985, entre 25 % et 30 % des sources de financement des investissements des

entreprises d'Etat⁽¹⁷⁾. Néanmoins, cette transformation est captieuse car elle n'a pas conduit à une limitation de la politisation du circuit de financement des entreprises. Le système bancaire est resté en effet entièrement contrôlé par l'administration. Les crédits bancaires n'ont pas été attribués en fonction d'une évaluation de la viabilité financière des projets. Ils sont demeurés un instrument de financement quasi-identique à la dotation budgétaire, étant donnée la contrainte de remboursement très « douce » qui pesait sur les entreprises⁽¹⁸⁾. Les entreprises ont d'autant plus facilement recouru aux crédits bancaires qu'à plusieurs reprises, durant les années 1980 puis une nouvelle fois entre 1991 et 1994, le coût du crédit a été pratiquement nul ; *a fortiori*, il leur était légalement possible de déduire de leur revenu imposable l'intégralité du principal et des intérêts⁽¹⁹⁾. Par ailleurs, depuis le début des réformes, la bureaucratie centrale a rencontré d'énormes difficultés à contrôler le montant du crédit distribué dans les provinces. Les quotas de crédit fixés par la Banque populaire de Chine à ses 29 filiales provinciales (qui elles-mêmes relayaient des quotas aux quatre grandes banques commerciales d'Etat) ont été systématiquement dépassés. Ce phénomène s'explique en partie par l'existence d'un contrôle étroit des responsables politiques locaux sur le système bancaire local⁽²⁰⁾. Mais également par le fait que l'appréciation des résultats des dirigeants locaux est restée principalement fondée sur des critères de développement économique purement quantitatifs.

Parallèlement aux investissements en capital fixe, les entreprises d'Etat se sont également appuyées très largement sur le secteur bancaire pour financer leurs besoins en capitaux circulants. La baisse de la rentabilité des entreprises combinée à leur sous-capitalisation chronique, les a conduites à une dépendance extrême vis à vis des crédits bancaires pour le financement des capitaux circulants. Selon une étude réalisée en 1994 auprès de 124 000 entreprises d'Etat industrielles et commerciales, les charges d'exploitation étaient financées à hauteur de 91,5 % par des dettes à court terme contractées auprès du secteur bancaire⁽²¹⁾. Citant une autre étude, N. Lardy indique un montant encore supérieur proche de 97 %. Or, ces besoins en capitaux circulants sont beaucoup plus importants que dans les pays capitalistes, notamment en raison du fait que les entreprises d'Etat chinoises ont dû conserver des effectifs bien au delà de ce qui était économiquement nécessaire, subvenir aux besoins de logements et financer la protection sociale des employés. Comme nous l'avons vu, les bénéfices gardés par les entreprises d'Etat ont été bien insuffisants pour supporter un tel fardeau, d'autant plus que sur le plan fiscal, elles ont continué d'assurer, jusqu'à une période très récente, pratiquement 75 % des revenus fiscaux de l'Etat central. Autant dire qu'avec la dégradation continue de leur résultats financiers depuis 1988, les entreprises d'Etat ont eu globalement de plus en plus

recours aux crédits bancaires pour payer leurs fournisseurs, les salaires et la protection sociale.

Dans ce contexte, les ratios d'endettement dans le secteur d'Etat atteignent désormais des sommets : en 1995, des estimations avançaient qu'entre 70 % et 85 % des dettes des entreprises d'Etat provenaient du secteur bancaire⁽²²⁾. Citant une étude réalisée par la Commission d'Etat pour la restructuration du système économique réalisée à la fin 1994 sur 199 entreprises d'Etat, A. Fujimoto⁽²³⁾ indique que le ratio moyen d'endettement sur actifs atteignait 67,9 %. Dans l'échantillon, 12 % des entreprises avaient des dettes dépassant leurs actifs, et étaient donc techniquement insolvables. Les chiffres fournis par Nicholas Lardy pour la fin 1995 font apparaître une situation encore plus alarmante. En ajoutant aux entreprises industrielles (118 000) les entreprises d'Etat opérant dans le secteur commercial (un peu plus de 600 000), le ratio moyen d'endettement sur actifs atteignait cette fois 85 %⁽²⁴⁾. Cependant, Lardy avance non sans raisons que ce ratio sous-estime largement l'endettement réel des entreprises d'Etat. D'abord, il ne tient pas compte des retraites non payées aux employés du secteur d'Etat ; par ailleurs, les taux d'amortissement des actifs se situent bien en dessous de la moyenne internationale ; enfin, parce que les chiffres officiels omettent de comptabiliser l'endettement (triangulaire) des entreprises d'Etat à destination du secteur non-étatique qui correspond à des dettes à court terme non payées et qu'on évaluait à près de 440 milliards de yuans fin 1994. En ajoutant cette dernière composante seulement, N. Lardy estime que le ratio d'endettement sur actifs devrait être augmenté de 8 %. Certaines provinces où le secteur d'Etat est largement dominant sont dans une situation désastreuse. Citant une étude réalisée par deux chercheurs chinois, N. Lardy indique que dans la province Liaoning, ce même ratio atteignait une moyenne de 190 % pour les 392 grandes et moyennes entreprises d'Etat existantes. *A fortiori* tout porte à croire que la situation s'est encore dégradée depuis cette date. La baisse de la demande intérieure depuis 1995 couplée aux conséquences de la crise asiatique sur les exportations ont sévèrement augmenté les pertes des entreprises d'Etat qui devraient atteindre fin 1998 près de 120 milliards de yuans (14 % des revenus fiscaux du gouvernement central), soit une augmentation de près de 40 % par rapport aux pertes de l'année précédente⁽²⁵⁾.

Par ailleurs, de plus en plus d'entreprises d'Etat n'arrivent plus à contrôler les charges de la dette, car celles-ci dépassent très largement leurs taux de profit⁽²⁶⁾. Malgré les baisses récentes des taux d'intérêts, les taux de profit restent encore largement inférieurs aux taux d'intérêts. La déflation actuelle n'arrange rien à ce phénomène. A la fin 1994, deux études estimaient que les mauvaises dettes des entreprises d'Etat augmentaient annuellement d'un montant se situant entre 50 et 100 milliards de yuans⁽²⁷⁾. Même en retenant l'hypothèse la

plus optimiste (qui semble peu probable), ce montant reste supérieur aux sommes consacrées par la Banque populaire de Chine depuis 1995 (environ 30 milliards de yuans annuellement) visant à effacer les dettes des entreprises d'Etat lors des opérations de fusion. La Banque populaire de Chine a décidé seulement en 1998 d'augmenter cette somme à 50 milliards de yuans. Ce cercle vicieux, qui ne concernait au départ qu'une catégorie restreinte d'entreprises, touche aujourd'hui un nombre croissant d'entreprises du secteur d'Etat et constitue un des facteurs principaux menaçant l'équilibre du système bancaire intérieur.

De graves conséquences sur l'économie chinoise

Les conséquences sur l'économie chinoise des déficiences du système de financement ont été largement sous-estimées jusqu'à une période très récente. On peut les classer en deux grandes catégories.

- Conséquence sur la qualité de la croissance. Au lendemain de la Révolution culturelle les structures industrielles étaient déjà caractérisées par un nombre pléthorique d'entreprises sous-dimensionnées. Les réformes ont accentué ce phénomène. Non seulement le nombre des entreprises d'Etat a continué de croître jusqu'en 1995, passant de 80 000 au début des réformes à près de 118 000 en 1995, mais comme le fait remarquer Nicholas Lardy, le secteur d'Etat a contribué à la moitié des emplois créés entre 1978 et 1995 dans les zones urbaines⁽²⁸⁾. Durant toute la décennie 1980, l'industrie chinoise a été le théâtre d'une multiplication de projets d'investissements redondants, sous-dimensionnés, mal préparés et non adaptés aux besoins du marché. Les taux d'utilisation des capacités de production sont, dans l'industrie légère comme dans certains secteurs de l'industrie lourde, tous en dessous de 50 % depuis déjà plusieurs années⁽²⁹⁾, et les stocks détenus par les entreprises chinoises avoisinent près de 6 % du PIB, record mondial en la matière, loin devant le Mexique, l'Indonésie, la Russie ou l'Inde⁽³⁰⁾. Parallèlement, les consommateurs chinois ont très largement sélectionné les entreprises capables de répondre à leurs attentes. Pour preuve, le degré de concentration atteint dans la majorité des secteurs de l'industrie légère qui a été une des grandes bénéficiaires de la croissance depuis le début des années 1980. Le graphique n°2, qui indique le degré de concentration dans l'industrie électronique grand public, illustre parfaitement ce phénomène de dualisation qui est à l'œuvre dans le secteur d'Etat : on dénombre une poignée d'entreprises efficaces qui occupent près des trois-quarts des parts de marché, et plusieurs dizaines d'entreprises (dont une part non négligeable appartiennent à l'armée⁽³¹⁾) qui, une fois décomptées les importations, n'opèrent que sur une part du marché national ne dépassant pas 5 %. Fin 1996, les autorités chinoises reconnaissaient fin 1996 que près de 35 000 entreprises d'Etat industrielles (sur un total de 118 000) avaient stoppé ou

Graphique 2 • Concentration dans l'industrie électronique grand public (1^{er} trimestre 1998)

Source : d'après J. Zhan, miméo, non publié, Société Générale-Crosby.

réduit considérablement leur production faute de commande⁽³²⁾. Certaines de ces entreprises pourront certainement bénéficier d'une « fusion-acquisition » par les entreprises les plus dynamiques, mais un nombre important devront sortir du marché, entraînant derrière elles des problèmes sociaux et humains qui, si déjà visibles partout dans les grandes villes du nord-est et de l'intérieur, ne font que commencer étant donnée l'ampleur du processus de destruction de capacités productives auquel la Chine va devoir faire face dans les années à venir.

Ces phénomènes ne se limitent pas à l'industrie. La mise en place de règlements sévères d'encadrement des investissements industriels à la fin des années 1980⁽³³⁾ a permis de limiter les dégâts dans les secteurs industriels concernés. Cependant, après la tournée de Deng Xiaoping dans le sud du pays en 1992, une partie des ressources du secteur d'Etat s'est orientée sur des investissements plus lucratifs comme l'immobilier de luxe ou la bourse. En 1996, lors d'une conférence à Hong Kong, un des économistes les plus influents du gouvernement chinois, Wu Jinglian, dénonçait le fait que certaines grandes entreprises d'Etat avaient fait plus de bénéfices en empruntant des prêts subventionnés ou en les plaçant en bourse ou bien encore sur des projets immobiliers qu'en se livrant à leur activité normale de production⁽³⁴⁾.

- Conséquence sur la santé du système bancaire. La croissance du crédit bancaire a été beaucoup plus rapide que la croissance du PNB : passant de 1 804 milliards de yuans en 1991 à près de 7 500 milliards de yuans fin 1997, les crédits bancaires ont augmenté à un rythme annuel de près de 25 % si l'on tient compte de l'inflation. Les quatre grandes banques commerciales d'Etat

auraient prêté à elles seules près de 5 000 milliards de yuans aux entreprises (fin 1997), dont 83 % aux seules entreprises d'Etat⁽³⁵⁾. Les estimations les plus optimistes (voir dans ce numéro la rubrique « Statistiques Chinoises ») indiquent qu'entre 20 et 25 % du total des prêts auraient fait l'objet de défauts de remboursement de la part des entreprises d'Etat. En fait, aucune estimation sérieuse sur l'ensemble du secteur bancaire chinois n'a jamais été fournie par les autorités chinoises ni vérifiée par des auditeurs externes reconnus internationalement. Même si les critiques du régime communiste ont tendance

certainement à forcer sur les chiffres (40 à 50 % de mauvaises dettes⁽³⁶⁾), les surprises rencontrées en Corée ou dans les autres pays asiatiques au moment de la crise doivent nous inspirer la plus grande prudence concernant les estimations semi-officielles chinoises. Cependant, en ne considérant que la version optimiste, le montant des mauvaises dettes (de l'ordre de 1 000 à 1 250 milliards de yuans) représente un cadeau empoisonné pour les autorités chinoises.

Ces montants indiquent que l'épargne nationale (qui est principalement constituée de l'épargne des ménages) est majoritairement orientée via les banques d'Etat vers les secteurs les moins dynamiques de l'économie chinoise. Or, ce n'est pas aux banques de supporter le coût de la transition dans le secteur d'Etat. Il est louable de la part du gouvernement de continuer (même de manière irrégulière) à financer les salaires des employés des entreprises d'Etat qui sont en situation de faillite virtuelle ou des sureffectifs, mais ces sommes devraient être supportées par le budget de l'Etat et non par le secteur bancaire. La Chine est aujourd'hui dans une situation paradoxale : son déficit budgétaire officiel est resté inférieur à 2 % du PIB depuis le début des années 90 (ceci avant la relance de l'économie depuis le printemps 1998), mais son déficit réel (ou déficit implicite) n'a en fait jamais cessé d'augmenter. Si l'on tenait compte en effet de toutes les annulations partielles ou complètes de dettes accordées par l'Etat aux entreprises et les subventions déguisées sous forme de crédits bancaires qui servent à tenir à flot les entreprises d'Etat déficitaires, le déficit budgétaire réel serait beaucoup plus important. Il est cependant

difficile de l'estimer dans la mesure où on ne connaît pas le montant annuel de ces subventions cachées.

Dans ce contexte, le secteur bancaire chinois est en quelque sorte pris en otage par le politique et ne peut jouer pleinement ces fonctions tant il est actuellement inhibé par des charges relevant normalement du domaine budgétaire. Or, dans les économies en voie de développement, les systèmes bancaires sont, bien plus que les marchés boursiers (qui interviennent à des stades de développement plus avancés), la pierre angulaire autour de la quelle s'organisent le développement économique et le contrôle des entreprises.

Par ailleurs, un jour viendra où il faudra nécessairement « nettoyer » les bilans des banques. Parmi toutes les méthodes existantes, et forts de leurs expériences en Europe de l'Est et dans les pays d'Amérique latine, tous les spécialistes s'accordent à reconnaître que seule la recapitalisation financée par l'émission de bons du trésor est viable pour les banques chinoises. Le coût d'une recapitalisation est égal à :

montant des mauvaises dettes
+
les sommes nécessaires pour que les banques chinoises d'Etat atteignent les critères internationaux fixés par la Banque internationale des règlements en matière de ratio de capital sur actifs),
+
paiement des intérêts sur les bons du trésor servant à la recapitalisation,
-
les provisions pour mauvaises dettes déjà réalisées par les banques,
-
capitaux propres des banques,
-
le montant des sommes récupérées de la vente des mauvaises dettes ou des collatéraux,

Il est actuellement hasardeux de se livrer à une estimation du coût global de la recapitalisation car, là encore, à l'exception du montant des capitaux propres, aucune information fiable sur ces composantes n'a été publiée par les autorités chinoises ni vérifiée par des auditeurs reconnus internationalement. Par ailleurs, les dettes continuent de s'accumuler à un rythme qui est fonction des taux d'intérêt et de la qualité des restructu-

rations dans le secteur d'Etat. Néanmoins, si l'on se fonde sur les estimations les plus sérieuses, et ceci même après avoir retenu une hypothèse optimiste en matière de mauvaises dettes (soit 20 %), elles font tout de même apparaître des montants qui propulseraient la dette intérieure de l'Etat chinois vers des niveaux bien supérieurs à ce qu'elle est aujourd'hui. Cette ponction importante sur l'épargne intérieure pourrait réduire les marges de manœuvre en matière de financement de la croissance économique, surtout si les investisseurs internationaux confirment leur prudence à l'égard des pays asiatiques pendant quelques années encore.

Ce scénario de recapitalisation est, rappelons le, fondé sur des hypothèses extrêmement optimistes quant au niveau réel des mauvaises dettes et des capacités administratives à mener à bien un tel projet. En fait, un tel projet n'est même pas à l'ordre du jour à Pékin. Or, les expériences en Europe de l'Est ou au Japon montrent clairement que les tergiversations sur les questions d'assainissement du secteur bancaire ne font en réalité qu'augmenter le coût final et les conséquences sur l'économie. Face à ces déficiences dans le système d'intermédiation financière intérieure, il apparaît donc intéressant d'observer comment les autorités chinoises ont réagi et si les réformes mises en place seront suffisantes pour assainir la situation.

La crise asiatique : un électrochoc suffisant ?

Bercés par la douceur des taux de croissance à deux chiffres, les dirigeants chinois ont longtemps fermés les yeux sur les problèmes d'intermédiation financière. La crise asiatique a eu l'effet d'une douche froide. Très vite les dirigeants chinois ont dégagé des similitudes entre les causes de la crise asiatique et certains dysfonctionnements dans le système d'intermédiation financière en Chine. Une contagion directe ayant été évitée grâce à la non-convertibilité du yuan, les dirigeants chinois en ont profité durant les premiers mois de la crise pour accélérer leur programme de réforme du système financier. Les principaux ministères, commissions d'Etat et responsables provinciaux ont été réunis d'urgence à Pékin en novembre 1997 sous la houlette de Zhu Rongji pour analyser les répercussions sur la Chine et discuter des mesures d'urgence.

L'encadré n°1 reprend les principales mesures qui ont été décidées et, pour la plupart, appliquées depuis novembre 1997. Certains projets qui étaient restés dans les tiroirs ont été remis sur la table comme la nouvelle loi sur le marché boursier qui était bloquée depuis le début des années 1990 ; d'autres, qui étaient déjà en cours de réalisation, ont été accélérés, comme la réorganisation de la Banque populaire de Chine en banque centrale. Certaines mesures, comme la baisse des taux d'intérêts constituent des mesures de court terme visant à redonner un peu de liquidité au marché financier, doper l'investissement et à alléger la dette des entreprises d'Etat ;

d'autres, en revanche, ont une portée plus structurelle. La réduction des filiales régionales de la Banque populaire de Chine cherche par exemple à réduire le pouvoir des gouvernements provinciaux sur les décisions de crédits accordées par le secteur bancaire auprès des entreprises locales, permettant ainsi de mieux contrôler la politique monétaire. Les deux premières filiales sub-régionales viennent d'être inaugurées en grande pompe : la première à Shanghai a juridiction sur la ville de Shanghai et les provinces du Jiangsu et du Zhejiang, et la deuxième filiale basée à Canton englobe les provinces du Guangdong et de Hainan.

La question se pose alors de savoir si la nature de ces réformes est à même d'éradiquer les principaux problèmes du système d'intermédiation financière et de le transformer en un système capable de favoriser la croissance chinoise dans le long terme. Bien qu'il soit encore peut-être trop tôt pour répondre définitivement à cette question, il existe d'ores et déjà d'importants obstacles qui risquent de limiter la capacité de ces réformes à atteindre ces deux objectifs :

- Certaines des réformes sont trop timides pour remédier aux problèmes. Nous pensons ici à la décision qui a été annoncée au mois de janvier 1998 de rapprocher les banques d'Etat chinoises du critère international proposé par la Banque des règlements internationaux, le fameux ratio Cook de 8 % concernant le niveau du capital par rapport aux actifs. Non seulement cette mini-recapitalisation (les 270 milliards de yuans ont été obtenus principalement par une baisse des réserves obligatoires des banques commerciales d'Etat auprès de la Banque populaire de Chine) est loin d'être suffisante pour atteindre l'objectif des 8 %, mais elle ne résout pas le principal problème, à savoir celui des mauvaises dettes. On peut également citer la décision retenue par le gouverneur de la Banque populaire de Chine d'appliquer aux mauvaises dettes des banques commerciales chinoises, les critères de classification retenus au niveau international. Là encore l'intention est bonne, mais aucun audit international n'a été admis dans ce projet permettant une mise à plat des bilans bancaires. Dans ce contexte, les chiffres officiels continueront de rester sujet à caution. D'autres décisions comme celle prise par la Banque populaire de Chine de provisionner entre 30 et 50 milliards de yuans annuellement pour effacer une partie des mauvaises dettes des entreprises d'Etat est, là encore, une décision intéressante mais qui, compte tenu des indications données ci-dessus, servira à peine à couvrir l'augmentation annuelle des nouvelles dettes accumulées par les entreprises d'Etat. Enfin, l'on peut examiner, comme dernier exemple, la décision de multiplier les classements d'entreprises d'Etat concernant leur santé financière, ou bien encore de les soumettre à un contrôle des « super inspecteurs » envoyés de Pékin. Ces mesures se heurtent à deux types de limites. D'une part, celles tenant à l'asymétrie d'information. Les « super

inspecteurs », les agences de classement nouvellement créées, ou bien même les banques ne disposent pas de l'indépendance nécessaire et des moyens légaux pour connaître la situation exacte des entreprises. Celles-ci continueront de disposer de plusieurs comptabilités plus ou moins secrètes. D'autre part, un contrôle de cette nature, si on le veut efficace, demande, lorsqu'il est opéré sur un secteur d'Etat aussi gigantesque que celui qui existe en Chine, des capacités administratives et des moyens financiers qui dépassent très largement celles dont dispose ce pays actuellement. *A fortiori*, l'on peut douter de la capacité des sanctions issues de ces classements et vérifications pour dynamiser les entreprises d'Etat. On se trouve en fait dans une situation décrite il y a déjà longtemps par l'économiste et politologue A. Hirschman⁽³⁷⁾, à savoir que les deux types de sanctions existantes, *voice* (plainte des clients ou usager) et *exit* (transfert de la clientèle vers les entreprises concurrentes) prises ensemble ou séparément, sont très peu efficaces pour dynamiser des organisations comme les entreprises du secteur public lorsqu'elles savent qu'elles peuvent obtenir des ressources financières sans contraintes de l'Etat par l'intermédiaire du secteur bancaire. Seule une politique de contrainte monétaire relayée par l'application du droit de la faillite peuvent servir de sanctions efficaces.

- Se pose également le problème de la complémentarité et de la coordination entre les différentes réformes du système économique. Les réformes du système financier ne peuvent espérer atteindre leur but sans la mise en place parallèle d'autres réformes touchant à la fiscalité, à la restructuration du secteur d'Etat ou à la mise en place d'un système de protection sociale. Nous avons vu par exemple qu'une partie des mauvaises dettes du secteur bancaire provenait des sommes distribuées aux entreprises d'Etat pour garantir leur survie et cela pour des raisons de stabilité sociale. Si les autorités décidaient dans ce contexte, un programme de recapitalisation massif des banques d'Etat, il risquerait d'échouer à moins que, de l'autre côté, un programme d'accompagnement des sorties de marché des entreprises les plus inefficaces ne soit pas mis en place. Ce dernier nécessite à son tour une fiscalisation du coût social de la transition qui ne doit pas être supporté par les banques, mais par un système de protection sociale. Il nécessite également un droit de la faillite qui soit en mesure de garantir les intérêts des banques. Or, à l'heure actuelle, les derniers développements dans les restructurations du secteur d'Etat montrent que le nombre des faillites est encore extrêmement limité, voire en régression par rapport au pic de 1996, alors que le nombre d'entreprises en difficulté augmente chaque année. De 1990 à 1993, les autorités administratives ont autorisé 1 287 faillites dans le secteur d'Etat, 1 625 en 1994, 2 200 en 1995⁽³⁸⁾ (d'autres sources mentionnent 2 348 cas pour 1995⁽³⁹⁾) et 6 222 en 1996 ; cependant en 1997, seulement 4 498 faillites ont

été autorisées⁽⁴⁰⁾. Le total cumulé des faillites depuis 1990 représentait moins de 1 % du total des entreprises d'Etat (secteur industriel et commercial confondus), et couvrait à peine les créations nouvelles d'entreprises d'Etat sur la même période. En outre, il semble que rien ne soit actuellement prévu en matière de fiscalisation du coût social de la transition. Aussi une recapitalisation risquerait-elle de mobiliser une partie importante de l'épargne nationale (principalement des ménages) pour replâtrer temporairement les bilans des banques qui se détérioreraient à nouveau rapidement au bout de quelques années.

• Par ailleurs, la nature des problèmes du système d'intermédiation financière chinois dépasse largement le seul cadre économique. En effet, un des objectifs majeurs des réformes devrait être de limiter sensiblement l'influence du politique sur les décisions d'octroi de crédits. Un certain degré de politisation du circuit de financement n'a jamais nui à personne. Les systèmes financiers dits « quasi hiérarchiques » ont démontré leur efficacité durant certaines périodes de temps comme le montrent les premières étapes du développement économique en Corée, à Taiwan ou dans le Japon de l'après-guerre. Cependant, ces gouvernements avaient réussi à imposer une concurrence sur le marché intérieur relayée par une politique d'exportation agressive qui a dynamisé les entreprises. Ils ont surtout été capables d'imposer aux entreprises des objectifs et des sanctions pour éviter qu'un groupe limité de firmes ne puisse « kidnapper » les ressources faute de règles claires posées par l'Etat⁽⁴¹⁾. Ce n'est qu'à un stade de développement économique plus avancé que ce système s'est émoussé, notamment en Corée, lorsque les entreprises ont contourné ces règles en empruntant à l'étranger ou en puisant toujours plus sur leurs autofinancements pour se livrer à des investissements peu rentables, conduisant aux problèmes que l'on connaît aujourd'hui⁽⁴²⁾. Or ces deux caractéristiques ne sont pas présentes en Chine. Le secteur exportateur n'est pas dominé par les firmes qui mobilisent le plus de ressources financières, mais par les entreprises sino-étrangères et le secteur collectif rural. Par ailleurs, les entreprises d'Etat qui mobilisent une grande partie des ressources financières du pays se sont bien vu fixer des objectifs — parfois même très ambitieux comme celui de figurer parmi les 500 premières entreprises du classement de la revue américaine *Fortune* — mais n'ont reçu à ce jour aucune véritable sanction. Aussi la Chine subit-elle les conséquences (surcapacités industrielles, bulles immobilières, mauvaises dettes) plutôt qu'elle ne profite des avantages (orientation des ressources vers les unités et secteurs les plus porteurs) d'un système financier politisé ou quasi-hiérarchique. Toujours dans ce registre, il faut également tenir compte des obstacles venant des intérêts acquis. Ce que Liu Binyan et Perry Link⁽⁴³⁾ dénoncent dans un article récent sur l'ouvrage de He Qinglian comme la méthode de Deng Xiaoping de réforme de l'économie sous le nom de commercialisation du pouvoir

(*marketisation of power*), et que l'on retrouve également dans des analyses plus anciennes comme celle de Susan Shirk⁽⁴⁴⁾, indique que la force des avantages acquis à travers les rentes de pouvoir, constituent de formidables forces contre les réformes actuelles. Comme le font remarquer très justement Liu Binyan et Perry Link, cela explique pourquoi la diffusion d'analyses comme celle figurant dans l'ouvrage de He Qinglian a été autorisée en Chine. En effet, elles illustrent une tentative du gouvernement actuel de revenir sur certaines conséquences de la méthode Deng en matière de réformes. Toutes les récentes mesures, que ce soit la réforme fiscale de 1994, la décision de couper les liens entre l'armée et ses entreprises civiles, ou, pour ce qui nous intéresse ici, de regagner un contrôle sur les investissements des provinces, passent toutes par une recentralisation du pouvoir économique et par la tentative d'imposer des critères universels de comportement à l'ensemble des acteurs économiques (impôts, lois, réglementations). Or, de ce point de vue, les résistances passives ou actives aux réformes ne peuvent être sous-estimées. Tous ces clientélismes locaux favorisés par un contrôle discrétionnaire sur les ressources financières et fiscales ne disparaîtront pas du jour au lendemain ; d'autant plus qu'à chaque cycle de relance de l'économie chinoise, les sommes en jeu ont considérablement augmenté parallèlement à la plus grande sophistication et à la diversification des institutions financières (ITIC, filiales à Hong Kong, sociétés financières) et des investissements (bourse, immobilier). Les provinces semblent plier pour l'instant devant « les grands moyens » déployés par Zhu Rongji, notamment sur les questions de la régulation des ITIC et d'un relâchement du contrôle sur la Banque populaire de Chine avec la réorganisation de ses filiales régionales. Mais pour combien de temps encore ? Et quelles types de compensations seront données en échange de cette perte de pouvoir ? Les provinces ont également su s'opposer à certaines réformes importantes venant du centre, comme par exemple celle bloquée à l'Assemblée nationale du peuple en 1996, qui visait à donner priorité aux banques parmi les différents créditeurs lors des mises en faillite⁽⁴⁵⁾. Là encore, les formidables obstacles aux réformes que l'on constate suite à la crise financière dans des pays comme l'Indonésie ou la Malaisie, conduisent à penser de manière générale que les régimes autoritaires à parti unique sont encore moins capables que les démocraties de s'auto-contrôler et de briser leur mainmise sur les circuits financiers. Quant aux pressions extérieures, notamment celles provenant de la finance internationale ou des Etats-Unis avec le renouvellement de leur exigences d'ouverture des marchés asiatiques suite à la fin de la guerre froide⁽⁴⁶⁾, elles restent limitées par rapport aux autres pays asiatiques. Cela tient pour l'instant dans l'absence de défaut de remboursement de sa dette étrangère qui empêche des refinancements conditionnels imposés par le FMI comme ceux menés aujourd'hui dans d'autres pays asiatiques, mais également parce que la Chine, à la

différence du Japon, ne joue pas un rôle aussi important dans le financement de la croissance mondiale.

• Enfin, il convient de prendre en compte les questions sociales. La politique monétaire d'austérité menée depuis fin 1993 aura eu un effet inattendu. Elle aura permis de révéler au grand jour l'énormité du déficit de financement existant dans l'économie chinoise. Cependant se pose la question de savoir jusqu'où la rationalisation économique peut aller sans se traduire par un mécontentement politique dangereux pour le pouvoir. Pour l'instant, le pouvoir semble encore contrôler les revendications issues du non paiement des retraites, de la dégradation de la couverture santé ou des interruptions ou suppressions de salaires dans les entreprises déficitaires. Mais fait nouveau dans les réformes, une catégorie de la population urbaine a dorénavant conscience d'être perdante et son nombre est susceptible d'augmenter considérablement dans les années à venir. Dans la mesure où les autorités se refusent à fiscaliser ce coût social, il est vraisemblable que les banques vont continuer d'assurer la survie d'une partie importante du secteur d'Etat et collectif urbain, ralentissant d'autant plus la mise en place des réformes. ■

1. Nicholas R. Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution*, Washington DC, Brookings Institution Press, 1998.
2. *South China Morning Post*, China Business Review, p. 6, 12 novembre 1998.
3. K.J. O'Brien «Bargaining Success of Chinese Factories» in *The China Quarterly*, n°132, décembre 1992, pp. 1086-1100.
4. *Zhongguo jingrong nianjian 1997* (Annuaire des finances chinois).
5. *Asian Wall Street Journal*, 21 avril 1998.
6. Zhu Delin et Hu Haiou, *Zhongguo de huiheise jingrong* (Le marché noir et gris de la finance en Chine), Changshu, Lixinhuiji chubanshe, 1997.
7. Karl J. Fields, *Enterprise and the State in Korea and Taiwan*, Cornell, Cornell University Press, 1995.
8. *Wuhan tongji nianjian, 1997* (annuaire statistique de la ville de Wuhan).
9. China Business Review, p. 7, in *South China Morning Post*, 14 mai 1998.
10. Jing Bei, «Lun woguo gongyechua guocheng zhong de jishu jinbu» (Réflexion sur le progrès technologique dans le processus d'industrialisation de la Chine), in *Zhongguo Gongye Jingji Yanjiu*, n° 9, 1991, pp. 14-21.
11. Peter N.S. Lee and Irene H.S. Chow, The remunerative system in State-owned Industrial Enterprises in Post-Mao China : Changes and Continuity, 1977-1984, p. 191, in J. Chai and C.K. Leung, *China's Economic Reform*, Hong-Kong, University of Hong-Kong, 1987.
12. Michael Korzec, *Labour and the Failure of Reform in China*, St. Martin Press, New York, 1992.
13. Calculs effectués à partir de *Zhongguo tongji nianjian 1996* (annuaire des statistiques chinoises).
14. World Bank, *The Chinese Economy, Fighting Inflation, Deepening Reforms*, A World Bank Country Study, Washington D. C., 1996.
15. Geng Xiao, *Managerial Autonomy, Fringe Benefits and Ownership Structure. A Comparative Study of Chinese State and Collective Enterprises*, World Bank, Research Paper, Washington D.C., 1991.
16. He Qinglian, *Zhongguo de xianjing* (China's Pitfall), Hong Kong, Mingjing chubanshe, 1998.
17. *Zhongguo tongji nianjian* (annuaire des statistiques chinoises), 1986-1996.
18. Chang Dakai, «Qiye touzi jizhi gaige de lilun yu zhengce» (Politique et théorie de la réforme du système d'investissement des entreprises), in *Xinjiang Caijing*, n° 3, 1989, pp. 35-38.
19. A. Hussain and N. Stern, «Effective Demand, Enterprise Reforms and Public Finance in China», in *Economic Policy*, pp. 157-177, avril 1991.
20. B. Naughton, «Macroeconomic Management and System Reform in China», p. 68, in G. White (ed.), *The Chinese State in the Era of Economic Reform. The Road to the Crisis*, Londres, Mc Millan, 1991.
21. *Zhongguo shehuikexueyuan gongye jingji yanjiusuo, Zhongguo gongye fachen baogao 1996* (Report on industrial development in China 1996), Beijing, Jingji guanli chubanshe, 1996.
22. Akira Fujimoto, «Debt Crisis in China State-Owned Enterprises. State-Owned Enterprises Reform Comes to Deadlock», in *Jetro-Newsletter*, July-August 1996, n° 123.
23. Akira Fujimoto, op. cit.
24. N. Lardy, op.cit., p. 41.
25. *South China Morning Post*, 21 septembre 1998.
26. Akira Fujimoto, op. cit.
27. Zhou Tianyong et Jiang Chun, cités par Fujimoto, op. cit.
28. N. Lardy, 1998, p. 28, op. cit.
29. Voir *Zhongguo tongji nianjian* (annuaire des statistiques chinoises), depuis le début des années 1990.
30. UBS Global Research, *Greater China Focus*, UBS, Hong Kong, 1998, p.41.
31. Jasper Becker, «Mao's Defence Legacy a Commercial Liability», in *South China Morning Post*, 21 novembre 1998, p. 15.
32. EAAU, *China Embraces the Market. Achievements Constraints and Opportunities*, East Asia Analytical Unit, Department of Foreign Affairs and Trade, Australia, 1997.
33. (Voir les listes publiées par la commission d'Etat au plan sur les secteurs où les investissements sont encouragés ou prohibés) in Jean-François Huchet, « Transferts internationaux de technologie et industrialisation tardive : le cas de l'industrie électronique en République Populaire de Chine 1978-1991 », Doctorat de Sciences Economiques, 1993, Université de Rennes I.
34. *Far Eastern Economic Review*, 14 mars 1996.
35. UBS Global Research, op. cit, p. 29.
36. Voir le magazine édité sur internet *Tunnel* ou le récent article de Liu Binyan et Perry Link, «A Great Leap Backward ?» in *The New York Review of Books*, XLV, n° 15, 8 octobre, pp. 19 - 23.
37. Alfred. O. Hirschman, *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 1970.
38. «Quarterly Chronicle and Documentation» in *China Quarterly*, n°149, mars 1997, p.235.
39. *South China Morning Post*, 6 février 1998.
40. Ibid.
41. voir les analyses de Robert Wade, *Governing the Market. Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialisation*, Princeton, Princeton University Press, 1990 ou Stephan Haggard et Chung H. Lee, *Financial Systems and Economic Policy in Developing Countries*, Ithaca, Cornell University Press, 1995.
42. Mark I. Clifford, *Troubled Tiger. The Unauthorised Biography of Korea, Inc.*, Singapore, Butterworth-Heinemann Asia, 1994.
43. Liu Binyan et Perry Link, «A Great Leap Backward ?», in *The New York Review of Books*, XLV, n° 15, 8 octobre, pp. 19 - 23.
44. Susan L. Shirk, *The Political Logic of Economic Reform in China*, Berkeley, University of California Press, 1993.
45. N. Lardy, op. cit, p. 43.
46. Ron Bevacqua, «Whither the Japanese model ? The Asian Economic Crisis and the Continuation of Cold War Politics in the Pacific Rim», in *Review of International Political Economy*, Vol. n° 5, n°3, automne 1998, pp. 410 - 423.