Perspectives chinoises

79 | septembre-octobre 2003
Varia

Les conséquences d'une réforme inachevée sur l'économie chinoise

Une intermédiation financière efficace permettrait de mettre fin à la tendance déflationniste

Wing Thye Woo

Édition électronique
URL : http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/174
ISSN : 1996-4609

Éditeur
Centre d'étude français sur la Chine contemporaine

Édition imprimée
Date de publication : 1 octobre 2003
ISSN : 1021-9013

Référence électronique
Wing Thye Woo, « Les conséquences d'une réforme inachevée sur l'économie chinoise », *Perspectives chinoises* [En ligne], 79 | septembre-octobre 2003, mis en ligne le 02 août 2006, consulté le 19 avril 2019. URL : http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/174

Ce document a été généré automatiquement le 19 avril 2019.

© Tous droits réservés

Les conséquences d'une réforme inachevée sur l'économie chinoise

Une intermédiation financière efficace permettrait de mettre fin à la tendance déflationniste

Wing Thye Woo

NOTE DE L'ÉDITEUR

Traduit de l'anglais par Raphaël Jacquet

1 Le taux de croissance annualisé de la Chine au premier semestre de l'année 2003 était de 8,2 % contre 8 % en 2002, et le taux d'inflation de – 0,4 % contre – 1,3 % en 2002[1]. Etant donné que les taux de croissance et d'inflation pour le premier semestre 2002 étaient inférieurs à leurs moyennes respectives de 9,4 % et 5,5 % pour la période 1979-2002, il semble que l'économie chinoise continue de tourner en dessous de sa capacité de production[2]. Toutefois, d'autres signes montrent qu'une surchauffe de l'économie est à craindre dans un avenir proche. Les données qui viennent d'être publiées concernant le 3e trimestre de 2003 indiquent que la croissance du produit intérieur brut (PIB) a atteint 9,1 % et que le taux de croissance des investissements en capitaux fixes est resté supérieur à 30 %, confirmant ainsi la hausse des investissements qui s'était amorcée au premier trimestre 2003. De l'avis de Jonathan Anderson, économiste de la Union Bank of Switzerland, la croissance des derniers mois a été sous-estimée et « le 'véritable' taux de croissance du PIB devrait dépasser 11 % en 2003 »[3]. Dans ces conditions, on peut s'étonner que le taux d'inflation soit resté proche de zéro[4].

2 L'ambiguïté des signes de la macroéconomie, et la confusion qu'ils provoquent parmi les hauts dirigeants chinois, transparaissaient clairement dans deux titres de journaux parus en août 2003. Le 18 août, un article du *Straits Times* de Singapour intitulé « Hausse du chômage : Hu appelle une plus forte création d'emplois », indiquait que le secrétaire général du Parti communiste chinois (PCC), Hu Jintao, avait demandé que soient prises

« des mesures plus fortes » telles que « des dégrèvements et allègements fiscaux, des subventions et un plus grand accès aux prêts » afin de relancer la croissance économique. Le 19 août, sous le titre « Montée en flèche des investissements alors que les autorités hésitent à contenir la croissance », un article du *South China Morning Post* de Hong Kong expliquait que Ma Kai, le président de la Commission d'Etat pour le développement et la réforme (CEDR), avait « exhorté la nation à s'inquiéter d'une surchauffe [de l'économie] et dévoilé des mesures visant à réduire les prêts des banques d'Etat ».

3 En économie, pécher par excès de modération peut avoir de lourdes conséquences. L'objectif officiel de croissance fixé à 7 % en 2003 ne pourrait créer que 10 millions de nouveaux emplois dans les villes, alors que la Chine urbaine compte actuellement 24 millions de chômeurs[5]. Par ailleurs, 150 des 500 millions de personnes qui constituent la force de travail rurale sont en réalité sans emploi — et il s'agit là de l'estimation la plus modérée[6]. Le coût d'une surchauffe pourrait aussi s'avérer très élevé puisque, par le passé, une forte inflation s'est souvent traduite par une plus grande instabilité sociale. En outre, la surchauffe est souvent le signe d'un relâchement de l'Etat dans ses objectifs de restructuration économique, par le renflouage d'entreprises d'Etat inefficaces ou des investissements dans des secteurs souffrant déjà d'un excès de capacité.

4 Comme si les décideurs chinois n'étaient pas déjà suffisamment perturbés par les signaux déroutants d'une « surchauffe » et d'une « croissance inférieure à son potentiel », ils doivent maintenant faire face aux énormes pressions exercées par le Japon, l'Europe occidentale et les Etats-Unis pour que la monnaie chinoise, le yuan, soit réévaluée[7]. L'actuelle vague de mécontentement international concernant la sous-évaluation de la monnaie chinoise a débuté le 1er décembre 2002, lorsque deux hauts fonctionnaires du ministère des Finances japonais ont écrit dans le *Financial Times* que « la Chine export[ait] la déflation [...] par la croissance de ses exportations et par une combinaison de déflation des prix et d'indexation de sa monnaie sur le dollar », et ont demandé à la Chine de « laisser sa monnaie s'apprécier »[8]. Dès la mi-2003, la Corée du Sud, l'Europe de l'Ouest et les Etats-Unis se sont joints au Japon pour demander une appréciation du yuan visant à réduire la « concurrence déloyale » provoquée par des produits chinois trop bon marché[9]. Il ne fait aucun doute que la réponse de la Chine sera fonction de son analyse de la situation macroéconomique actuelle. Si les dirigeants chinois estiment que la déflation présente un plus grand risque pour la croissance économique du pays que la surchauffe, on peut alors s'attendre tout au plus à l'introduction d'une faible marge de fluctuation sur le taux de change actuel entre le yuan et le dollar américain.

5 Si l'on souhaite déterminer quelles seraient les politiques macroéconomique et de change les plus appropriées pour la Chine, il faut d'abord se demander si la Chine a atteint son niveau de croissance « naturel », c'est-à-dire si sa production a atteint le taux de croissance maximum et durable, compatible avec la stabilité des prix. En pratique, évaluer le taux de croissance naturel d'une économie est difficile ; en effet, celui-ci n'est pas figé puisque, par exemple, une variation du taux d'innovation technologique suffit à le modifier. A notre avis, deux éléments sont essentiels pour comprendre les récentes performances macroéconomiques de la Chine.

1-Variation de la production et de l'inflation en Chine

Année	Produit intérieur brut	Indice des prix de détail	Indice des prix à la consommation
	Variation (%)		
1979	7,6	2,0	-
1980	7,8	6,0	-
1981	5,2	2,4	-
1982	9,1	1,9	-
1983	10,9	1,5	-
1984	15,2	2,8	-
1985	13,5	8,8	9,3
1986	8,8	6,0	6,5
1987	11,6	7,3	7,3
1988	11,3	18,5	18,8
1989	4,1	17,8	18,0
1990	3,8	2,1	3,1
1991	9,2	2,9	3,4
1992	14,2	5,4	6,4
1993	13,5	13,2	14,7
1994	12,6	21,7	24,1
1995	10,5	14,8	17,1
1996	9,6	6,1	8,3
1997	8,8	0,8	2,8
1998	7,8	-2,6	-0,8
1999	7,1	-3,0	-1,4
2000	8,0	-1,5	0,4
2001	7,3	-0,8	0,7
2002	8,0	-1,3	-0,8
1er semestre 2003	8,2	-0,4	0,6
Moyenne 1979-2002	9,40	5,53	-
Moyenne 1979-1996	9,92	7,84	-
Moyenne 1997-2002	7,83	-1,39	0,16
Prévisions pour 2003			
Anderson (2003)	11,0		
Liang (2003)	8,4		0,9
Ma (2003)	8,5		1,2

Sources : China Statistical Yearbook, éditions 2001 et 2002.

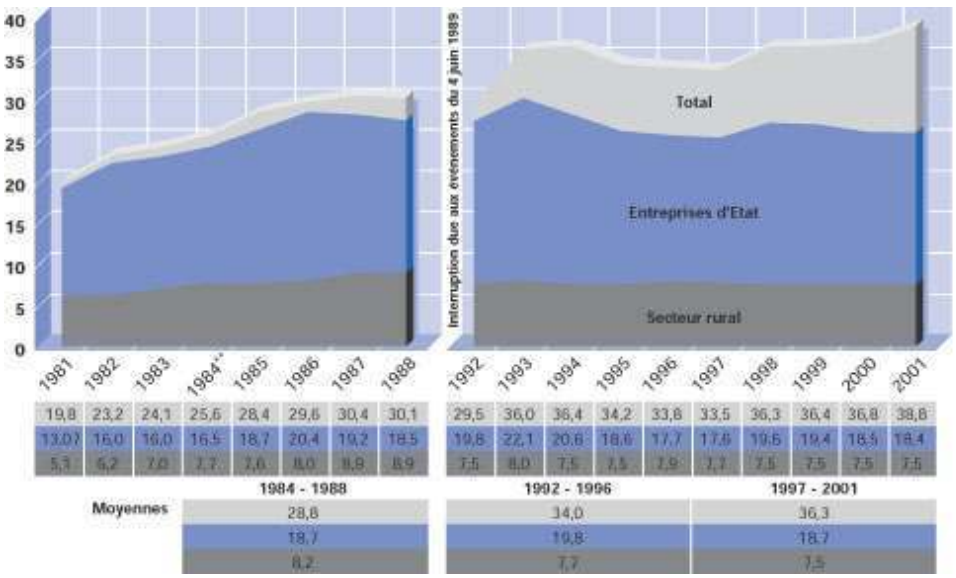
6 Le premier est que la croissance de l'offre globale a ralenti depuis 1997. Nous nous appuyons sur l'observation que chaque taux de croissance dans la sous-période 1997-2002 est inférieur à 9,4 %, le taux de croissance annuel moyen pour cette même période. Une telle durée de croissance inférieure à la moyenne est sans précédent depuis le début des réformes, ce qui semble suggérer que la phase de ralentissement de la croissance à la fin des années 1990 s'explique par le fait que la Chine a largement épuisé le potentiel de croissance qui avait été créé par la déréglementation et l'internationalisation importantes de l'économie. Notre interprétation selon laquelle le ralentissement de la croissance s'explique par la maturation économique se fonde sur une conviction plus générale : la croissance impressionnante de la Chine depuis 1978 a été générée par la direction qu'a prise un pays jadis autarcique et aujourd'hui en voie de développement vers la modernité[10]. Plus il se rapproche de la modernité, plus son taux de rattrapage en terme de croissance est bas. Cela semble cohérent avec le ralentissement du taux moyen de croissance qui est passé de 9,9 % pour la sous-période 1979-96 à 7,8 % pour la sous-période 1997-2003.

7 Le deuxième élément important pour comprendre les performances macroéconomiques chinoises est le fait que le taux d'inflation a fortement baissé entre les deux sous-périodes (d'une moyenne annuelle de 7,8 % pour 1979-1996 à – 1,4 % pour 1997-2000). Cela doit traduire un ralentissement de la croissance de la demande globale car, en l'absence d'un tel ralentissement, une baisse de la croissance de l'offre (que nous avons identifiée plus haut) aurait eu pour conséquence un phénomène de stagflation (c'est-à-dire une combinaison baisse de croissance/hausse de l'inflation) plutôt que l'effet observé, à savoir une combinaison baisse de croissance/déflation. Plus précisément, le phénomène baisse

de croissance/déflation dans la sous-période 1997-2000 signifie que le ralentissement de la demande globale était plus marqué que celui de l'offre. Dans la section suivante, nous développerons l'argument selon lequel la défaillance du système bancaire chinois a provoqué une tendance déflationniste dans l'économie.

8 La déflation des prix est apparue pour l'indice des prix de détail (IPD) en octobre 1997 et pour l'indice des prix à la consommation (IPC) en février 1998 (*voir tableau 1*). Quand sont devenus évidents, mi-1998, les signes d'un véritable ralentissement économique, le gouvernement a commencé à mettre en œuvre des mesures monétaires et budgétaires visant à accroître la demande globale. Le taux d'intérêt a été réduit à huit reprises en moins de six ans ; la dernière baisse qui date du 21 février 2001, fixait le taux annuel de rémunération des dépôts à 1,98 % et le taux d'intérêt des prêts à 2,34 %. Les dépenses de l'Etat ont fait un bond : le déficit budgétaire est passé de 1,1 % du PIB en 1998 à 1,9 % en 1999, puis à 2,5 % en 2000, à 2,7 % en 2001 et à 2,9 % en 2002[11]. La plupart des économistes du gouvernement chinois, comme Jia Kang[12], estiment par ailleurs que les investissements utilisant des fonds levés grâce à l'émission de bons du Trésor ont contribué pour 2 points de pourcentage à la croissance annuelle du PIB sur la période 1999-2002.

2-Evolution des investissements par type de propriété (en % du PIB)



NB : Investissements en capitaux fixes.
1984 est l'année où le gouvernement central a clairement affiché qu'il n'objectait pas à la création d'entreprises rurales.
Secteur rural : entreprises rurales et particuliers vivant dans les régions rurales.
Entreprises d'Etat : uniquement les unités appartenant à l'Etat. Cette catégorie exclue les entreprises conjointes, les entreprises par actions, etc.
Sources : China Statistical Yearbook, diverses années.

9 Grâce aux encouragements de la Banque centrale, notamment dans le contexte de l'apparition du Syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) dans les premiers mois de 2003, les banques d'Etat ont considérablement développé leurs prêts, particulièrement au secteur de l'immobilier, et la croissance monétaire est passée de 16,8 % au 4e trimestre de 2002 à 20 % au 2e trimestre de 2003. La combinaison de nouvelles mesures budgétaires et monétaires pour compenser les effets désastreux du SRAS sur la demande globale a provoqué une hausse du taux d'investissement en capital fixe qui est passé de 21,6 % au 4e trimestre de 2002 à plus de 30 % pour les trois premiers trimestres de 2003[13]. Comme l'ont

montré Fan et Woo, encourager les investissements dans les entreprises d'Etat peut avoir des conséquences regrettables[14]. En effet, dans une économie planifiée partiellement réformée, de nombreuses particularités institutionnelles font que les investissements dans les entreprises d'Etat deviennent souvent incontrôlables, ce qui contribue à la surchauffe de l'économie — phénomène qui risque de se produire à partir du deuxième semestre de 2003.

10 A un niveau superficiel, les pressions déflationnistes systémiques dont souffre la Chine depuis 1997 ont deux causes majeures : 1. une baisse du multiplicateur monétaire — phénomène que beaucoup d'économistes chinois ont appelé « la trappe à liquidités » ; 2. le ralentissement de la croissance de la consommation — phénomène également connu sous le nom de « paradoxe de l'épargne »[15]. La Chine a tenté de relancer son économie par des baisses successives des taux d'intérêt, mais l'augmentation du nombre de prêts a été beaucoup moins forte que prévue, sauf pendant les périodes où la Banque centrale faisait pression sur les banques[16]. Le paradoxe de l'épargne fait référence au bas niveau de demande globale privée suite à une augmentation du taux d'épargne privée. Le taux d'épargne est en effet passé de presque 20 % du PIB en 1981 à 30 % en 1988, puis à près de 40 % en 2001.

11 Nous avançons que ces deux phénomènes ont une seule et même cause, à savoir l'absence d'une intermédiation financière adéquate en Chine. La « trappe à liquidités » est apparu au milieu des années 1990, lorsque Zhu Rongji a décrété la destitution d'un directeur de banque d'Etat dont les créances douteuses seraient en augmentation deux années consécutives. Etant donné que la majorité des entreprises d'Etat sont soit déficitaires soit tout juste rentables, les banques sont devenues de plus en plus réticentes à leur prêter de l'argent.

3-Un secteur bancaire de plus en plus fragile

	Fin 1996	Fin 1998	Début 2002
	Proportion de créances douteuses		
Quatre grandes banques d'Etat	40,0	48,0	35,0
Dix banques de dépôt	—	13,5	15,5
	Ratio d'adéquation du capital moyen (%)		
Quatre grandes banques d'Etat	4,4	> 8,0	5,0

NB : Les chiffres des créances douteuses des quatre grandes banques d'Etat en 1996 et 1998 ont été réévalués d'après de nouvelles informations disponibles début 2001. La proportion de créances douteuses pour l'année 2001 n'inclut pas les 1 400 milliards de yuan transférés aux sociétés de défaisance l'année précédente.
Source : Estimations de Citigroup, 2002.

12 Prêter davantage aux entreprises privées n'est pas non plus une bonne solution puisque le statut légal de celles-ci est inférieur à celui des entreprises d'Etat, et parce que les banques ne disposent pas de moyens fiables leur permettant d'évaluer le bilan de ces entreprises. La seule activité que les banques sont prêtes à financer est l'achat de bons du Trésor — c'est-à-dire le déficit de l'Etat[17]. L'élimination de la « trappe à liquidités » nécessite que l'Etat lève les barrières qui limitent les prêts accordés au secteur privé, en mettant fin à la discrimination juridique contre ce secteur et en établissant des normes de comptabilité et d'audit accompagnées de mécanismes d'application crédibles.

13 On pense généralement que l'augmentation du taux d'épargne en Chine reflète les incertitudes des salariés face à la privatisation d'entreprises d'Etat déficitaires. Nous

estimons que cette explication est très insuffisante puisque le taux d'épargne dans les campagnes a également augmenté, alors que les ruraux n'ont pas à craindre de perdre leur emploi dans les entreprises d'Etat puisqu'ils n'y travaillent pas. En nous appuyant sur les travaux de Liu et Woo[18] sur le comportement des épargnants, nous estimons que le désir d'investir est un facteur important de l'augmentation du taux d'épargne dans les campagnes. C'est dans les régions rurales que le développement industriel a été le plus dynamique dans la période 1984-1994. Dans la mesure où, dans les campagnes, les entreprises non étatiques ne pouvaient emprunter de l'argent aux banques, elles n'avaient d'autre solution que de s'autofinancer, ce qui signifie que les futurs entrepreneurs ont dû commencer par épargner. Dans la première phase de l'industrialisation rurale, les capitaux nécessaires à la création d'un atelier ou d'une usine étaient très faibles. Après dix ans de forte croissance industrielle, les campagnes chinoises sont aujourd'hui saturées d'entreprises à forte intensité de main-d'œuvre. La concurrence fait rage parmi les entreprises rurales, et, d'un point de vue économique, le financement ou la création d'entreprises de ce type est devenu un non-sens. Pour être rentables, les entreprises rurales doivent donc passer à l'étape suivante, celle de la production à valeur ajoutée. Cette nouvelle génération d'entreprises rurales se caractérise par une intensité capitalistique beaucoup plus forte et nécessite par conséquent des fonds de départ plus importants. Cette réalité explique l'augmentation du taux d'épargne dans les régions rurales.

14 Dans la mesure où le phénomène de « l'épargne motivée par l'investissement » existe sans doute également dans les villes, les explications pessimistes de la hausse du taux d'épargne urbain ne sont qu'en partie justifiées. En réalité, la déréglementation concernant la création d'entreprises privées dans les zones rurales et urbaines n'a pu que provoquer une hausse de l'épargne. A ceux qui pourraient être sceptiques quant à notre hypothèse d'épargne motivée par l'investissement, nous rappellerons ce commentaire de l'historien de l'économie Jeffrey Williamson[19] à propos de l'histoire de l'Europe de l'Ouest et de l'Amérique du Nord : « La demande d'investissements semble être, aujourd'hui comme hier, la force motrice de l'épargne et de l'accumulation privées »[20].

15 Le tableau 2 présente l'évolution des investissements depuis 1978. On observe que l'ensemble des investissements en capitaux fixes a augmenté proportionnellement au PIB : une moyenne annuelle de 28,8 % sur 1984-1988, 34 % sur 1992-1996 et 36,3 % sur 1997-2001. Les investissements des entreprises d'Etat ont augmenté dans la période 1992-1996 (19,8 %), puis sont revenus à leur niveau de 1984-88 (18,7 %). Nous estimons, en revanche, que le montant des investissements contrôlés par l'Etat dans la période 1997-2001 pourrait dépasser les 18,7 % du PIB de trois points parce que, dès 1999, beaucoup des grosses entreprises d'Etat existant déjà en 1988 s'étaient converties (ou avaient converti certaines de leurs filiales) en sociétés par actions cotées en Bourse, tout en restant contrôlées par l'Etat. Par ailleurs, de nombreuses entreprises d'Etat ont formé avec des entreprises chinoises et étrangères des joint ventures dont elles demeurent les principaux actionnaires.

16 Contrairement à l'augmentation tendancielle du total des investissements et à la probable augmentation tendancielle des investissements contrôlés par l'Etat, les investissements ruraux ont, quant à eux, enregistré une baisse régulière ces vingt dernières années puisqu'ils sont passés de 8,2 % sur 1984-88 à 7,7 % sur 1992-96 puis à 7,5 % sur 1997-2001. A notre avis, une des raisons majeures du déclin des investissements ruraux est que les usines à haute intensité de main-d'œuvre ne sont plus rentables et que les entrepreneurs

ruraux n'ont pas eu la possibilité d'emprunter les capitaux nécessaires pour investir dans la nouvelle génération d'entreprises rurales[21]. Le rapport investissements/PIB a augmenté au niveau national parce que les investissements directs étrangers (IDE) étaient en augmentation, alors que les investissements contrôlés par l'Etat (par le biais du budget, des entreprises d'Etat et des entreprises contrôlées par l'Etat) utilisaient pleinement l'épargne intérieure.

17 Nous allons maintenant montrer que l'excédent chronique du compte courant est une autre conséquence d'une intermédiation financière inadéquate. Pour cela, considérons d'abord l'équation comptable suivante :

(excédent du compte courant) = (excédent budgétaire de l'Etat)
+ (épargne des entreprises d'Etat – investissements des entreprises d'Etat)
+ (épargne du secteur non étatique – investissements du secteur non étatique).

18 On observe que, pour la période récente, l'excédent du compte courant (ou, pour simplifier, l'excédent commercial) est positif, alors que le budget de l'Etat est déficitaire comme il ne l'a jamais été, et que l'épargne des entreprises d'Etat est inférieure à leurs investissements. Cela signifie que l'épargne du secteur non étatique doit être largement supérieure à ses investissements. Comme nous l'avons montré plus haut, le gouvernement a tenté de lutter contre la déflation en développant des projets de travaux publics (c'est-à-dire en créant des déficits budgétaires records) et en encourageant les investissements des entreprises d'Etat pour qu'elles épuisent leur épargne. Toutefois, l'augmentation du total des investissements n'a pas suffi à absorber toute l'épargne excédentaire, et celle-ci est partie à l'étranger sous forme d'excédent commercial. En d'autres termes, l'intermédiation financière inadéquate a fait de la Chine un pays exportateur de capitaux !

19 Ce phénomène pervers concernant le compte courant n'est pas nouveau. Taiwan a été confronté à un problème similaire au milieu des années 1980 lorsque toutes les banques taiwanaises appartenaient à l'Etat et étaient gérées conformément à la réglementation du service public qui stipulait que les banquiers devaient rembourser les mauvaises créances qu'ils avaient autorisées. Cela s'est traduit par un échec de l'intermédiation financière qui provoqua un excédent du compte courant de Taiwan de 21 % du PIB en 1986.

20 La tendance qu'a la Chine à générer des excédents de compte courant n'a toutefois été visible qu'à partir de 1994, en raison d'importants changements de politique. Avant 1994, alors que le déficit du budget de l'Etat était généralement faible, la forte absorption des crédits bancaires par les entreprises d'Etat pour investir tous azimuts a maintenu le compte courant dans des valeurs généralement négatives. En 1994, Zhu Rongji a mis en place des contrôles plus stricts sur les banques d'Etat afin de réduire le taux d'inflation qui était de 24 % et le volume de créances douteuses alors en pleine explosion. C'est donc la baisse des investissements des entreprises d'Etat à partir de 1995 qui a permis de révéler l'excédent chronique du compte courant de la Chine. Cette tendance marquée est avant tout le résultat d'une hausse de l'épargne dans le secteur non étatique due à des facteurs exposés plus haut (augmentation du capital nécessaire pour démarrer une entreprise, meilleure disposition du gouvernement à l'égard du capitalisme de marché, etc.)[22]. Si l'on n'observe pas en Chine un excédent du compte courant de l'ampleur de celui qu'a connu Taiwan au milieu des années 1980, c'est parce que la Chine enregistre un déficit budgétaire record et parce que les investissements des entreprises d'Etat demeurent excessifs.

21 Evidemment, ces solutions ne sont satisfaisantes qu'à court terme. A plus longue échéance, l'augmentation des investissements publics risque de favoriser les situations de rente et de conduire au gaspillage, comme c'est le cas au Japon (où l'on construit par exemple un deuxième grand pont qui relie une île peu peuplée pour le plus grand profit d'une société de bâtiment ayant des relations politiques). Par ailleurs, les investissements toujours plus élevés des entreprises d'Etat pourraient se transformer en créances douteuses auprès des banques d'Etat. Pour réduire le problème d'un excédent d'épargne, la solution n'est pas que le gouvernement l'absorbe en augmentant son déficit budgétaire, mais qu'il mette en place un mécanisme visant à assurer une meilleure coordination de l'épargne privée et des investissements privés. Cette solution semble la bonne, que notre hypothèse concernant l'épargne motivée par les investissements se vérifie ou non. Nous montrerons plus tard que la création de banques privées chinoises et l'arrivée de banques étrangères corrigeront les lacunes de l'intermédiation financière en Chine et élimineront les tendances déflationnistes créées par la trappe à liquidités et le paradoxe de l'épargne. Il faut en effet reconnaître que le système bancaire actuel constitue un véritable gouffre.

22 En 1997-1998, le gouvernement a injecté de nouveaux capitaux dans les banques chinoises et a transféré une grande partie des créances douteuses à des sociétés de défaisance d'Etat. Ces mesures ont fait augmenter le ratio d'adéquation du capital (RAC) des quatre plus grandes banques d'Etat, puisqu'il est passé de 4,4 % à la fin de 1996 à plus de 8 % à la fin de 1998 (*voir tableau 3*). Toutefois, l'apparition rapide de nouvelles créances douteuses après 1998 a réduit le RAC des quatre plus grandes banques à 5 % au début de 2002[23]. Les efforts entrepris en matière de réforme bancaire depuis plusieurs années n'ont eu aucun effet, et les banques d'Etat ont besoin aujourd'hui d'une nouvelle recapitalisation[24].

23 Dotée d'un système bancaire fragile, la Chine s'est engagée à ouvrir totalement son système bancaire dans les cinq ans suivant son entrée à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en décembre 2001. La Chine autorisait les banques étrangères à réaliser des transactions en devises étrangères dès son accession à l'OMC, à réaliser des transactions avec les sociétés locales en yuan au bout de deux ans, et avec les entités privées en monnaie locale après un délai de cinq ans. Bien que la concurrence des banques étrangères risque de se limiter, du moins dans un premier temps, aux villes côtières, la pression exercée sur les banques chinoises sera probablement forte puisque les quatre banques principales tirent environ 95 % de leurs bénéfices d'une demi-douzaine de villes côtières (Shanghai, Pékin, Xiamen, Shenzhen, Canton et Tianjin). Etant donné qu'il n'existe pas de garantie des déposants en Chine, on peut évidemment se demander si les déposants ne vont pas penser que les banques étrangères acculeront les banques d'Etat à la faillite et se précipiter dans les banques d'Etat pour retirer leur épargne. Cette situation créerait un cercle vicieux : une contraction des prêts qui entraînerait des fermetures d'entreprises et l'insolvabilité d'institutions financières saines, ce qui ne ferait qu'aggraver la rétraction des prêts.

24 Nous estimons toutefois que même si les banques d'Etat venaient à subir les pressions des retraits de déposants, le risque d'une grande crise est peu probable puisque la Banque centrale sera à même de compenser ces retraits en renflouant les banques d'Etat. L'expansion de la base monétaire ne se traduira pas forcément par une perte de réserves en devises puisque le contrôle des capitaux, dont nous sommes partisans, est toujours en place et le restera probablement à moyen terme.

25 Le développement de la masse monétaire n'aura pas non plus un grand impact sur l'inflation puisqu'il s'agit essentiellement d'une transformation de dépôts bancaires en

liquidités, ou d'un transfert d'une banque à une autre, et non d'une transformation en actifs. En fait, dans l'atmosphère déflationniste actuelle, la transformation de dépôts bancaires en actifs serait une évolution stabilisante d'un point de vue macroéconomique ! En d'autres termes, le gouvernement a la capacité technique de s'adapter à des changements en matière de dépôts bancaires, et même de faire face à un petit retrait en masse sans risquer un effondrement du taux de change ou une inflation galopante.

26 On pourrait donc en déduire, comme Fan Gang[25], que si le gouvernement chinois décide de maintenir le rôle dominant des banques d'Etat dans l'intermédiation financière, alors les banques d'Etat ne devraient pas être recapitalisées. Le seul moyen efficace de ralentir le rythme de la création de créances douteuses dans un système financier dominé par les banques d'Etat et de maintenir une situation budgétaire correcte sur la durée est de garder les créances douteuses dans les livres de comptes des banques d'Etat en faisant en sorte que « le statut financier de ces créances [soit] constamment surveillé et ouvertement débattu » dans les médias. Mais nous pensons que la solution de Fan Gang ne peut être, au mieux, qu'une solution à moyen terme.

27 Selon notre analyse, l'accession de la Chine à l'OMC a rendue inévitable la recapitalisation des banques d'Etat. Notamment parce que le grand nombre de créances douteuses dans ces banques signifie que ces dernières doivent faire face à des coûts de fonctionnement beaucoup plus élevés que les banques étrangères. Les banques d'Etat doivent payer des intérêts sur ces mauvaises créances, alors que les intérêts sur tous les prêts accordés par les banques étrangères (du moins au début) seront honorés. Etant donné que celles-ci auront les moyens de garantir des taux sur l'épargne plus élevés et des taux de crédits plus bas, la disparition des banques d'Etat semble inévitable si le fardeau des créances douteuses n'est pas éliminé[26].

28 Pour que la suggestion de Fan Gang concernant la non recapitalisation fonctionne, il ne faut pas que les banques étrangères (qui seront sur un pied d'égalité avec les banques chinoises à partir de 2007) se lancent dans une expansion agressive hors des grandes villes côtières en multipliant rapidement le nombre de leurs filiales. Nous supposons que la méthode de Fan Gang peut fonctionner pendant sept à dix ans car, à notre avis, seules la Hongkong and Shanghai Bank Corporation (HSBC) et la Citibank sont susceptibles d'élargir leur réseau en Chine (en se limitant toutefois aux principales provinces côtières) dans les dix années à venir.

29 Une grande priorité de la réforme du secteur financier doit être l'apparition et le développement de nouvelles banques privées *chinoises* compétitives. Comme l'accord d'accession à l'OMC oblige la Chine à permettre aux banques étrangères de concurrencer ses banques d'Etat sur un pied d'égalité dès 2007, il serait presque suicidaire de la part des dirigeants de ne pas autoriser la création de véritables banques chinoises privées. Ils n'ont en effet aucune raison de favoriser les banques privées étrangères, et rien ne peut justifier que la Chine ne donne pas la possibilité à ses meilleurs talents financiers d'entrer en compétition avec leurs équivalents étrangers et de remporter le même succès. Nous recommandons donc que, immédiatement après la recapitalisation des quatre grandes banques d'Etat, au moins deux d'entre elles soient divisées en plusieurs banques régionales et que la plupart de celles-ci soient privatisées[27]. En même temps, la réglementation concernant la création de nouvelles banques doit être rendue plus flexible, et les taux d'intérêts doivent être l'objet d'une déréglementation. Toutefois, il est crucial que la libéralisation du secteur financier ne soit pas plus rapide que le développement de la capacité de régulation financière de l'Etat. Le danger du

remplacement d'un krach financier par une répression financière reste réel. Pour bien fonctionner, un système financier moderne nécessite un système moderne de contrôle financier et de régulation prudentielle.

30 Une bonne solution serait de vendre quelques banques d'Etat régionales à des banques étrangères. Cela faciliterait le transfert des technologies bancaires modernes vers les banques chinoises ; plus les banques étrangères formeront de personnel local, moins les banques chinoises auront de difficultés à trouver du personnel compétent. Et en promouvant plus activement le développement d'institutions financières chinoises en bonne santé et en favorisant l'entrée d'institutions financières étrangères, le gouvernement chinois permettra certainement à Shanghai d'occuper plus vite la place qu'elle mérite au sein des grands centres financiers internationaux et de contribuer à une meilleure intermédiation de l'épargne mondiale.

31 Précisons que l'entrée de banques occidentales sur le marché financier chinois ne signifie pas la libéralisation du compte de capital dans la balance des paiements. Nous ne pensons pas qu'une ouverture rapide du compte de capital serait une bonne chose pour la Chine puisqu'une telle mesure exposerait le pays à de forts mouvements de capitaux à court terme comme ceux qui ont paralysé les économies d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine. Comme la libéralisation des marchés financiers, l'ouverture du compte de capital doit être menée progressivement et par étapes, parce qu'elle doit s'accompagner de la mise en place d'un système de régulation sophistiqué du marché financier qui n'existe toujours pas aujourd'hui. Il n'empêche que les banques étrangères pourraient soudain devenir des canaux facilitant l'évasion massive de capitaux, les mouvements rapides de prêts et de remboursements à court terme. Elles pourraient également faciliter les retraits en masse (les déposants ne se contentant pas de passer des banques chinoises aux banques étrangères, mais passant également du yuan aux devises étrangères).

32 Dans la mesure où le gouvernement a recapitalisé les banques en 1998 et a besoin de renouveler l'opération aujourd'hui, on peut se demander combien de recapitalisations la Chine peut encore supporter sans provoquer une crise budgétaire. Le fait est que la soutenabilité budgétaire est un facteur déterminant dans l'éclatement d'une crise bancaire. Tant que l'Etat est perçu comme capable et désireux de renflouer les banques d'Etat, les déposants gardent confiance en ces banques quel que soit l'état de leurs bilans.

33 Le montant des dettes publiques reconnues par le gouvernement ne représente que 16 % du PIB, et le discours officiel rappelle souvent que le déficit budgétaire actuel, qui est à moins de 3 % du PIB, n'a pas d'incidence sur le service de la dette. Toutefois, la mesure correcte de la dette publique est la dette consolidée du secteur d'Etat, qui inclut normalement au moins une partie des passifs éventuels (dettes extérieures des entreprises et des banques d'Etat, plans de retraites non financés dans le secteur des entreprises d'Etat, etc.) dont l'Etat doit assumer la responsabilité si les diverses unités d'Etat venaient à manquer à leurs engagements financiers. En comptabilisant les créances douteuses comme des passifs éventuels, on sait alors ce que sera le véritable montant de la dette publique après une nouvelle recapitalisation des banques, soit la deuxième. Selon Fan Gang[28], la dette publique consolidée à la fin de 2001 se montait à 72 % du PIB, et, selon Citibank[29], elle pouvait atteindre 115 % du PIB. Doit-on en conclure que le rapport dette publique/PIB de la Chine est trop élevé ou trop faible ?

34 Pour répondre à cette question, observons les rapports dette publique/PIB de l'Italie, de la Suède et des Etats-Unis, respectivement de 117,6 %, 70,8 % et 50,5 % en 1995[30]. Si la Chine entreprenait la seconde recapitalisation de ses banques depuis 1997, sa dette

publique se situerait dans la moyenne observée dans des pays développés de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) qui ne traversent pas de crise financière. Toutefois, il nous faut faire deux remarques qui montrent que ce constat n'est guère encourageant.

35 D'abord, la recapitalisation des banques chinoises qui s'annonce, semble être la dernière recapitalisation *importante* que le gouvernement peut se permettre sans mettre en danger la stabilité des marchés financiers intérieurs et sa solvabilité sur les marchés financiers internationaux. Une troisième recapitalisation pousserait le rapport dette publique/PIB au-dessus de 150 %, dépassant largement la norme de l'OCDE.

36 Deuxièmement, si la Chine recapitalise ses banques une seconde fois, elle devra alors revoir sa politique budgétaire expansionniste qui a permis de garantir une augmentation du PIB supérieure à 7 % depuis 1997. La Chine perçoit bien moins de recettes, en proportion du PIB, que les pays de l'OCDE, et pour cette raison est moins à même de servir les intérêts de sa dette. Le rapport recettes/PIB était de 16,2 % en 2001 pour la Chine, de 30 % pour l'Italie en 1995, de 38 % pour la Suède en 1995 et de 21 % pour les Etats-Unis en 1996[31].

37 Le supplément du service de la dette provoqué par une seconde recapitalisation sera d'environ 1,5 à 2,5 % du PIB[32]. Si la Chine augmente ses ponctions fiscales ou réduit ses dépenses en infrastructures pour couvrir cette augmentation du service de la dette, cette seconde recapitalisation diminuera les effets de la relance budgétaire qui a permis de maintenir la croissance du PIB au dessus de 7 %. Entre ces deux choix, celui de la réduction des dépenses ne peut être considéré comme le moins probable, puisque l'expérience chinoise de la réforme montre que les fréquents changements en matière de politique fiscale n'ont pas permis d'augmenter les recettes budgétaires d'une manière significative sur une longue période. La faiblesse du rapport recettes budgétaires/PIB peut s'expliquer par le fait que l'augmentation des impôts est un défi autant politique qu'administratif[33].

38 En résumé, on peut dire qu'après une seconde recapitalisation, le rapport dette consolidée/PIB sera relativement élevé au regard des normes internationales, alors que le rapport recettes/PIB restera relativement bas. La plus grande menace pour la stabilité du marché financier chinois est la soutenabilité budgétaire, et le plus grand danger pour la soutenabilité budgétaire est une succession de recapitalisations bancaires. Cette situation précaire est une caractéristique systémique du système bancaire actuel, une relique de l'époque où la planification centrale était le moteur de la croissance économique. Naturellement, nous ne pouvons attribuer l'apparition de créances douteuses aux banques d'Etat puisque leurs premiers clients, les entreprises d'Etat, portent une part égale de responsabilité. Le fait est qu'on ne peut résoudre le problème des créances douteuses sans résoudre d'abord celui des entreprises d'Etat.

39 Le problème inflationniste généré par les entreprises d'Etat est toujours d'actualité. On peut même dire que le secteur des entreprises d'Etat en 2003 est devenu non seulement la source d'une instabilité macroéconomique encore plus grande qu'auparavant, mais qu'il apparaît désormais aussi comme une source d'instabilité sociopolitique. Pour comprendre les origines de cette situation, nous reviendrons ici sur l'argument de Fan et Woo[34] selon lequel la stratégie de réforme du secteur des entreprises d'Etat pendant la période 1978-1993 était fondamentalement inflationniste[35].

40 Le point capital de la réforme des entreprises d'Etat menée entre 1978 et 1993 était le transfert du pouvoir décisionnel des bureaux industriels vers les entreprises elles-mêmes. La plus grande autonomie opérationnelle dont jouissaient ces entreprises a réduit la capacité des bureaux industriels à contrôler la situation financière de ces entreprises, et a incité ces dernières à accroître leurs demandes d'investissements. La réduction du contrôle bureaucratique sur les entreprises d'Etat dans un contexte budgétaire favorable a permis à ces dernières, grâce à une comptabilité créative, de privatiser les profits tirés des bons projets d'investissement et de recevoir des subventions de l'Etat pour couvrir les pertes dues aux mauvais projets. Jusque vers 1996, les entreprises d'Etat pouvaient assouvir leur grand appétit d'investissements parce que les gouvernements locaux, dans l'intérêt du développement local, faisaient pression sur les filiales locales des banques d'Etat pour qu'elles acceptent leurs dossiers de demande de prêt pour investissement. Beaucoup d'éléments indiquent que, du moins jusqu'en 1995, ces filiales de banque étaient incapables de résister à cette demande d' « argent facile »[36].

41 Les pertes des entreprises d'Etat sont montées en flèche à partir de 1992, année où la Russie devint officiellement capitaliste : de nombreux gestionnaires d'entreprises d'Etat pensaient que la Chine allait suivre la même voie et que c'était le moment où jamais d'en profiter. Cela explique pourquoi les pertes ont tant augmenté, alors que la croissance du PIB était en moyenne de 10 à 14 % par an sur la période 1992-1995. Dès 1995, on disait des entreprises d'Etat qu'un tiers perdait de l'argent et qu'un autre tiers n'en gagnait pas. En 2003, il semble que les entreprises d'Etat soient toujours largement inefficaces, et que le pillage des actifs, ainsi que les détournement de fonds par les gestionnaires et les ouvriers demeurent les principales causes du déclin des profits de ces entreprises — la dernière étant la plus importante. L'attribution du pouvoir de décision en matière financière aux entreprises et le fait que le secteur privé soit de moins en moins victime de discrimination font qu'il est de plus en plus facile pour les gestionnaires d'entreprises d'Etat d'accaparer les biens de l'Etat. Aussi est-il peut-être naturel que sur les 327 affaires de détournement de fonds, de corruption et d'abus de biens sociaux qui ont été jugées à Pékin en 1997, « 76 % impliquaient des entreprises d'Etat »[37].

42 La montée du mécontentement populaire face au caractère injuste de la privatisation informelle du secteur des entreprises d'Etat est très bien décrite dans le livre de He Qinglian qui explique que la réforme des entreprises d'Etat se résume à : « un processus par lequel ceux qui détiennent le pouvoir et leur suite ont pillé les richesses publiques. La première cible de ce pillage a été la propriété de l'Etat qui était le produit de la sueur du peuple pendant quarante années, et le premier instrument de ce pillage a été le pouvoir politique »[38].

43 Dès 1994, les dirigeants chinois avaient reconnu la gravité croissante des problèmes économiques et politiques causés par les réformes de décentralisation du socialisme de marché inspiré par Lange, et annoncé que la clarification des droits de propriété serait incluse dans le programme de réforme des entreprises d'Etat. Le PCC s'est engagé publiquement à convertir la plupart des entreprises d'Etat en sociétés cotées en Bourse — une forme d'organisation qui trouve son origine dans les économies capitalistes. Les mesures prises entre 1994 et 1997 pour s'attaquer plus résolument au problème des entreprises d'Etat déficitaires expliquent pourquoi l'emploi manufacturier est passé de 98 millions en 1995 à 81 millions en 2001.

44 La décision prise par l'Etat en 1997 d'accélérer la diversification de la structure de propriété des entreprises d'Etat doit être considérée comme une décision courageuse

parce que les expériences de privatisations massives en Europe de l'Est et dans l'ancienne Union soviétique prouvent qu'il s'agit là d'une tâche extrêmement difficile et que les résultats n'ont jamais été à la hauteur des attentes. Par exemple, en Russie, le programme de privatisation fondé sur les « prêts contre actions » a placé les énormes richesses en minéraux du pays dans les mains d'oligarques, et les faibles structures administratives et juridiques ont permis à de nombreux gestionnaires de prendre le contrôle effectif des entreprises privatisées et de les mettre à sac plutôt que d'en améliorer le fonctionnement. Par ailleurs, l'expérience de l'URSS et de l'ancien bloc soviétique nous rappelle que la privatisation massive est une entreprise terriblement dangereuse sur le plan politique, quelle que soit la manière dont elle est menée et qu'il s'agisse de privatisations internes ou externes. La raison est que la privatisation massive des entreprises d'Etat génère de tels capitaux que la corruption est difficilement évitable et que cette dernière délégitime le gouvernement, comme on l'a observé avec Vaclav Klaus en République tchèque et Boris Eltsine en Russie.

45 Malgré les résultats le plus souvent médiocres et parfois franchement mauvais du programme de privatisation en Europe de l'Est et dans l'ex-URSS, la privatisation a suivi son cours en Chine, même si elle a connu quelques interruptions. Cela tient à deux raisons. La première a été identifiée par John Nellis qui souligne que « les gouvernements qui bâclent les privatisations sont aussi les plus à même de bâcler la gestion des entreprises publiques »[39]. La solution n'est pas d'éviter les privatisations, mais de les mettre en œuvre avec une plus grande prudence : les gouvernements des économies en transition devraient privatiser « au cas par cas et par appel d'offres, en collaboration avec les bailleurs de fonds internationaux, dans l'espoir d'obtenir quelques succès qui pourraient servir d'exemples ».

46 La deuxième raison est que reporter la privatisation peut s'avérer coûteux pour le gouvernement chinois d'un point de vue politique. Les vols des gestionnaires profitant des privatisations provoquent un retour de bâton contre le gouvernement ; mais le maintien du *statu quo* est devenu de plus en plus difficile parce que les gestionnaires d'entreprises d'Etat en Chine savent bien, pour avoir observé ce qui s'est passé dans les pays d'Europe de l'Est et dans l'ex-URSS, que la fin de la partie est proche. Une privatisation massive menée spontanément par les gestionnaires des entreprises d'Etat pourrait créer une forte instabilité sociale.

47 Nous estimons que la solution au problème des entreprises d'Etat en Chine n'est pas la privatisation *en soi,* mais un mouvement de privatisation mené avec transparence et dans le cadre de la loi. Ce mouvement doit être reconnu par la société dans son ensemble au moins comme raisonnablement équitable. Dans la mesure où un programme de privatisation juste doit verser des indemnités aux ouvriers licenciés ou retraités, autoriser la reprise par des investisseurs majoritaires et respecter le droit des actionnaires minoritaires, il est important que des réformes juridiques soient mises en œuvre parallèlement. Ce n'est donc que par un processus de privatisation équitable et transparent, mené dans un cadre juridique adéquat, que la Chine pourra éviter une *kleptokultura* à la russe initiée par l'Etat, situation qui ne ferait qu'embraser le mécontentement social.

48 Récemment, certains observateurs se sont demandés si les privatisations étaient aussi nécessaires qu'on le prétendait[40]. Lorsque Zhu Rongji fut choisi comme Premier ministre en 1997, il annonça qu'il comptait résoudre la question des entreprises d'Etat en trois ans. En 2000, il cria victoire lorsque les profits des entreprises d'Etat industrielles sont passés

de 53 milliards de yuans en 1998 à 241 milliards en 2000. Dans une étude minutieuse[41], Zhou et Wang ont quantifié les raisons de ce revirement financier et ont observé que :

- la baisse du taux d'intérêt en 2000 a provoqué une augmentation des bénéfices de 52 milliards de yuans (soit 28 % de l'augmentation totale des bénéfices) ;
- la hausse du prix du pétrole a eu pour résultat une hausse des bénéfices des entreprises d'Etat de 79 milliards de yuans (42 % de l'augmentation)[42] parce que la quasi totalité des compagnies pétrolières appartiennent à l'Etat ;
- la conversion des prêts bancaires accordées aux entreprises d'Etat en actions détenues par des société de défaisance a gonflé les bénéfices de 10 milliards de yuans (5 % de l'augmentation).

49 En d'autres termes, environ les trois quarts de la hausse des profits des entreprises d'Etat industrielles dans la période 1998-2000 n'étaient pas dus à des mesures prises à l'intérieur de ces entreprises mais à des facteurs externes. Lorsque Zhou et Wang ont calculé le taux de profit après déduction des bénéfices imputables à des facteurs favorables externes, ils se sont aperçus que les profits avaient en fait augmenté de 0,7 % en 1998 à 1,2 % en 2000 pour le secteur des entreprises d'Etat, et de 2,8 % à 4,8 % pour le secteur non étatique. En dépit des récentes bonnes nouvelles concernant la profitabilité des entreprises d'Etat, force est de constater que ce secteur reste considérablement à la traîne derrière le secteur non étatique en terme d'efficacité.

50 Pour résumer, on peut dire que, alors que la récente augmentation des profits offre une certaine marge de manœuvre, la capacité qu'ont les entreprises d'Etat à « dilapider les bénéfices » en offrant de grosses sommes d'argent aux gestionnaires et aux ouvriers, quand ce n'est pas en réalisant des transferts illégaux d'actifs, ne doit pas échapper aux décideurs politiques. Car tout gain peut être anéanti voire se transformer en perte en relativement peu de temps. Il est donc important que la Chine remplace l'actuel pratique incontrôlée (et incontrôlable) du pillage des actifs des entreprises d'Etat par un programme de privatisation transparent et juste afin d'améliorer la stabilité macroéconomique et de réduire l'instabilité sociopolitique.

51 Nous tirerons quatre grandes conclusions. Premièrement, le système financier défectueux de la Chine a exercé une pression déflationniste sur l'économie, et fait de la Chine un pays exportateur de capitaux en maintenant la croissance de la demande globale à un niveau inférieur à la croissance de l'offre globale. Le gouvernement a tenté par tous les moyens de neutraliser la déflation par une politique budgétaire très agressive. Nous pensons qu'il devrait maintenant réorganiser et élargir un peu son programme d'investissements pour y incorporer de grands projets d'infrastructure nécessitant des importations afin que l'excédent du compte courant actuel puisse être lui aussi réduit. La construction de nouvelles infrastructures créerait de l'emploi, désengorgerait les goulets d'étranglement de la production, et, en outre, préserverait l'emploi dans les secteurs orientés vers l'exportation. Toutefois, la solution la plus efficace serait que ce soient des investissements privés, plutôt que publics, qui réintroduisent l'épargne privée dans l'économie. La clé pour éradiquer la tendance déflationniste et l'excédent du compte courant tient à la mise en place d'un mécanisme d'intermédiation financière efficace.

52 Deuxièmement, les fréquentes recapitalisations bancaires représentent le plus gros danger pour la solvabilité budgétaire de la Chine. La prochaine recapitalisation, la deuxième depuis 1997, est la dernière que la Chine peut se permettre. Dans la mesure où la solvabilité budgétaire nécessite que l'Etat maintienne des taux d'intérêt bas par une réglementation visant à limiter le coût du service de la dette, la Chine est confrontée à un

choix difficile entre la poursuite de la relance pour garantir la croissance et la promotion du développement du marché financier par une recapitalisation bancaire et une déréglementation des taux d'intérêt.

53 Troisièmement, la dernière tentative de réforme des entreprises d'Etat a échoué. Ce triste résultat a été masqué par les gros bénéfices enregistrés par les compagnies pétrolières publiques suite à la récente hausse du prix de l'or noir. Les pertes essuyées par les autres entreprises d'Etat du fait de leur inefficacité et de détournements de fonds de plus en plus fréquents, représentent une menace sérieuse pour le maintien d'une forte croissance ainsi que pour la solvabilité des banques, la stabilité des prix et la stabilité sociale.

54 Quatrièmement, alors qu'il est important de manipuler la demande globale par des politiques monétaires et budgétaires visant à maintenir le taux de croissance réel proche du taux de croissance naturel, la Chine se trouve dans une situation avantageuse puisqu'elle a la possibilité de mettre en œuvre des politiques économiques qui permettront d'augmenter le taux de croissance naturel. Pour utiliser une analogie du domaine de la production, le plus grand gain vient non seulement du fait que l'on fait tourner un moteur au maximum de sa capacité mais aussi du fait que l'on possède le moteur doté de la plus grande capacité. En d'autres termes, la tâche économique primordiale pour la Chine est d'adopter le meilleur moteur de croissance économique jamais identifié dans l'histoire de l'économie mondiale : une économie de marché où les entreprises privées compétitives constituent la norme, et où le rôle de l'Etat se limite à assurer certains services publics et la protection sociale. Un tel pas nécessite que la Chine poursuive la privatisation de ses entreprises d'Etat — hors secteur de la Défense — qui ne sont pas des monopoles naturels, entame la privatisation de ses banques d'Etat, et réduise drastiquement la discrimination juridique qui pèse sur le secteur privé.

NOTES

1. Remerciements : cet article s'inscrit dans un projet en cours sur la croissance économique de la Chine, mené par le East Asian Program of the Center for Globalization and Sustainable Development de l'Université de Columbia. Je tiens à remercier Jonathan Anderson, Martin Fournier, Fan Gang, He Liping, Huang Yiping, Liang Hong, Ma Jun et Yu Yongding pour avoir partagé avec moi leurs analyses judicieuses de l'économie chinoise. Je suis également très reconnaissant au bureau du groupe Citibank à Hong Kong pour l'aide qu'ils m'ont apportée pour la compilation des données.

2. Le taux d'inflation est calculé à partir de l'Indice des prix de détail (IPD). Le taux moyen d'inflation selon l'Indice des prix à la consommation (IPC) — disponible depuis 1985 — était de 0,6 % pour le 1er semestre 2003 et de 7,7 % pour la période 1985-2002. L'IPC qui couvre également les services et les logements, est moins limité que l'IPD. Le taux de croissance du PIB pour le 1er semestre 2003 est tiré de « National Economy Faces a String of Challenges », *China Daily*, 26 août 2003. Les données concernant le 3e trimestre 2003 proviennent de Anderson Jonathan, *UBS Investment Research : Asia Economic Comment*, 20 octobre 2003.

3. Anderson, J., *op. cit*.
4. Comme nous l'avons déjà souligné, l'inflation est ici calculée sur la base de l'IPD. Le taux d'inflation de l'IPC était de – 0,8 % en 2002. Les prévisions pour 2003 sont de 0,9 % selon Liang (Liang Hong, *Goldman Sachs Asia-Pacific Economic Research : Economic Flash*, 17 septembre 2003, newsletter) et de 1,2 % selon Ma (Ma Jun, *Deutsche Bank : Emerging Markets Monthly*, 3 octobre 2003, newsletter.) — dont les prévisions pour le taux de croissance du PIB en 2003 sont respectivement de 8,4 % et 8,5 %.
5. Si cet objectif était réalisé, le taux officiel de chômage dans les villes passerait de 4 % à la fin de 2002 à 4,2 % à la fin de 2003. Ces données sont tirées de « Economy not Working Hard Enough », *South China Morning Post*, 16 août 2003. Toutefois, les chiffres officiels concernant le chômage urbain ont pour réputation de sous-estimer le problème. Alors que le taux officiel était de 3,6 % en juin 2002, un rapport de l'Académie des sciences sociales de Chine estimait le taux réel du chômage urbain à 7 %, et Liu Wei de l'Université de Pékin l'estimait à 14,6 %. Voir « China Jobless Figures Enter Danger Zone », *Straits Times* , 15 juin 2002.
6. « Budget and Job Woes Threaten Stability », *South China Morning Post*, 19 décembre 2002.
7. Voir, par exemple, « Snow Calls on Beijing to Let Currency Float », *Financial Times*, 2 septembre 2003.
8. Kuroda Haruhiko et Masahiro Kawai, « Time for a Switch to Global Reflation », *Financial Times*, 1er décembre 2003.
9. Voir, par exemple, « Behind the Debate over China's Currency », *Barrons*, 28 juillet 2003 ; « U.S. Job Losses Blamed on China's Currency », *The New York Times*, 26 août 2003 ; « Economic ministers discuss Chinese currency », *Pacific Business News*, 23 juillet 2003.
10. Notre opinion selon laquelle le taux de croissance impressionnant de la Chine vient du fait que la Chine se dirige vers une économie de marché privée est toutefois contestée. Beaucoup pensent en effet que la croissance chinoise est le résultat de la réussite d'une politique d'expérimentation qui a découvert les mécanismes de croissance (non capitalistes de nature pour la plupart) convenant le mieux au contexte particulier chinois. Sur ce débat, voir Woo Wing Thye, « The Real Reasons for China's Growth », *The China Journal*, n° 41, janvier 1999, pp. 115-37, et Woo Wing Thye « Recent Claims of China's Economic Exceptionalism : Reflections Inspired by WTO Accession », *China Economic Review*, vol. 12, n° 2/3, 2001.
11. Selon les projections de Citigroup, le déficit budgétaire sera de 2,8 % en 2003 (voir Citigroup, *China Economics 6-Mar-03*, newsletter). L'échelle de cette relance budgétaire a suscité des comparaisons avec le New Deal et donné lieu à quelques titres accrocheurs dans les médias, tels que « China Gambles on Big Projects for its Stability », *New York Times*, 13 janvier 2003, et « Public Spending Explodes », *Far Eastern Economic Review*, 30 janvier 2003.
12. Jia Kang, « Politique fiscale en Chine depuis l'entrée à l'OMC », présentation aux séminaires des investisseurs de Citigroup, Shanghai, 8 mai 2002.
13. Les employeurs dans les régions infectées par le SRAS ont reçu l'ordre de « ne pas licencier d'ouvriers », voir « China Tries to Stanch Economic Fallout as Disease, Worry Spread : Emergency Policies Boost Public Spending », *Washington Post*, 9 mai 2003.
14. Fan Gang et Woo Wing Thye, « State Enterprise Reform as a Source of Macroeconomic Instability », *Asian Economic Journal*, novembre, vol. 10, n° 3, 1996, pp. 207-224.
15. Ces deux termes reviennent à Keynes. A strictement parler, la définition chinoise de la trappe à liquidités en tant que « baisse du multiplicateur monétaire » ne correspond pas à l'acception originelle de Keynes. Celui-ci faisait référence à la situation dans laquelle le

taux d'intérêt ne peut baisser en dépit de l'addition de réserves parce que la majorité des investisseurs sont persuadés qu'il va bientôt monter. En d'autres termes, il s'agit d'une différence entre « un multiplicateur monétaire en baisse » et « des taux d'intérêt qui ne baissent pas ».

16. Par exemple, pendant la période du SRAS, les banques subissaient de fortes pressions de la Banque centrale pour qu'elles accroissent le nombre de prêts.

17. Le gouvernement chinois a tenté d'augmenter les prêts aux particuliers en encourageant les banques à mettre en place des prêts sur hypothèque, perçus comme présentant moins de risques à cause de l'existence apparente d'une forme de nantissement. Bien qu'il soit trop tôt pour l'affirmer, il semble que l'engouement pour les prêts pour les logements en 2002 a commencé à provoquer une bulle spéculative dans le secteur de l'immobilier.

18. Liu Liang-Yn et Woo Wing Thye, « Saving Behavior under Imperfect Financial Markets and the Current Account Consequences », *Economic Journal,* mai, vol. 104, n° 424, 1994, pp. 512-527.

19. Williamson, Jeffrey, « Comments on *Reflections on Development* », in Gustav Ranis et T. Paul Schultz (eds.), *The State of Development Economics: Progress and Perspectives*, Basil Blackwell, NY, 1988, pp. 24-30.

20. Pour un modèle formel d'épargne motivée par l'investissement et pour une confirmation empirique de cette hypothèse, voir Liu et Woo, « Saving Behaviour… », *op. cit. ;* Woo Wing Thye et Liu Liang-Yn, « Investment-Motivated Saving and Current Account Malaise », *Asia-Pacific Economic Review*, vol. 1, n° 2, août 1995, pp. 55-68.

21. Nous avons présenté ailleurs une proposition sur la manière de répondre aux besoins de financement des investissements en Chine rurale. Voir Woo Wing Thye, « Improving Access to Credit in Rural China », in Baizhu Chen, J. Kimball Dietrich et Yi Feng (éds.), *Financial Market Reform in China : Progress, Problems and Prospects*, Westview Press, Boulder, Colorado, 2000, pp. 321-346.

22. Bien sûr, tout comme le compte courant est le produit de trois données dans cette équation, le total de l'épargne dépend également de plusieurs variables (facteurs démographiques, projection de la croissance des recettes). Cet article se concentre sur la manière dont une de ces variables, à savoir le mécanisme d'intermédiation financière, peut affecter le taux d'épargne.

23. Il est peu probable que les créances douteuses apparues après 1998 concernent toutes des prêts accordés après 1998. Nous suspectons qu'une grande partie d'entre elles étaient des créances douteuses d'avant 1999 qui n'ont pas été reconnus en tant que telles afin de cacher la gravité du problème au moment de la recapitalisation de 1997-98.

24. Il ne faut pas oublier que la plus grande partie des créances douteuses transmises aux sociétés de défaisance d'Etat en 1997-98 n'est toujours pas recouvrée et relève donc de la responsabilité de la Banque du peuple chinois ou du ministère des Finances. Il apparaît que les sociétés de défaisance d'Etat se sont tout d'abord concentrées sur les créances douteuses présentant « les meilleures chances de recouvrement » et que le « taux moyen de recouvrement des liquidités » sur les petits montants traités jusqu'en juin 2002 représentaient 21 %. On s'attend néanmoins à ce que le taux de recouvrement chute de manière importante lorsque les sociétés de défaisance d'Etat se pencheront sur les dossiers plus difficiles. Voir « On the Road to Ruin », *Far Eastern Economic Review*, 14 novembre 2002.

25. Fan, Gang, « China's NPLs and National Comprehensive Liability », *Asian Economic Papers*, vol. 2, n° 1, 2003, pp. 145-152.

26. Pour comprendre comment les créances douteuses (CD) augmentent le taux d'intérêt des prêts, nous observons que les contraintes de liquidités (sans parler de solvabilité) auxquelles une banque doit faire face en l'absence de subventions de l'Etat, de dépenses de fonctionnement et des obligations de réserve est donné par la formule suivante : td D = tp [D-CD] où td = taux de rémunération des dépôts, tp = taux d'intérêt des prêts, et D = montant des dépôts. Cela signifie que si les CD équivalent à un tiers des dépôts, alors le taux d'intérêt des prêts doit être au moins 50 % supérieur au taux de rémunération des dépôts. Dans la mesure où une nouvelle banque (chinoise ou étrangère) n'aura pas de CD, elle pourra offrir de meilleurs taux (de dépôt et de prêt) que les banques d'Etat.
27. Il est probable qu'une recapitalisation partielle ait lieu bientôt, et l'on peut s'attendre à ce que l'objectif soit une réduction du pourcentage de créances douteuses de 35 % à 15 %. Les estimations du coût d'une telle recapitalisation varient entre 700 millions et un milliard de yuans (de 7 % à 10 % du PIB). Voir à ce sujet « Massive bailout proposed for banks », *South China Morning Post*, 26 août 2003.
28. Fan Gang, « China's NPLs and National Comprehensive Liability », *op. cit.*
29. Citigroup, *Greater China Insights,* 14 juin 2002, newsletter.
30. Le chiffre concernant les Etats-Unis est celui de 1996. Ces chiffres ont été calculés sur la base des *Statistiques financières internationales* du Fonds monétaire international (FMI).
31. Le rapport recettes budgétaires/PIB pour la Chine est tiré de Deutsche Bank, *Emerging Markets Monthly,* 4 septembre 2002, newsletter, qui estimait qu'il allait augmenter à 16,4 % en 2002 et à 16,6 % en 2003. Les autres chiffres concernant les rapports dette/PIB pour les autres pays proviennent des données de du FMI.
32. Cela présuppose un taux des obligations situé entre 4 % et 6 %.
33. Si l'on aborde la question de la soutenabilité budgétaire sous l'angle plus large de la dynamique de la dette, on peut être tenté de rejeter l'existence d'un lien entre recapitalisation bancaire et relance budgétaire. Une telle affirmation optimiste implique la condition technique que le rapport élevé dette/PIB de 115 % soit réduit avec le temps ou se stabilise ; spécifiquement, le taux de croissance annuel de la Chine de 8 % dépasse la somme du taux d'intérêt réel (4%). Cependant, nos calculs montrent que la politique actuelle consistant en :
une relance budgétaire de 2 % du PIB,
un accroissement des créances douteuses dans les banques d'Etat de 6 % du PIB,
correspond à un taux d'équilibre dette/PIB de 200 %, un taux sans précédent au niveau international, très largement supérieur au taux maximum de 60 % que l'Union européenne exige de ses membres. Nous doutons par conséquent de la validité du raisonement qui sous-tend un tel optimisme.
34. Fan Gang et Woo Wing Thye, « State Enterprise Reform as a Source of Macroeconomic Instability », *Asian Economic Journal,* vol. 10, n° 3, novembre 1996, pp. 207-224.
35. Pour une analyse de l'échec des précédentes réformes des entreprises d'Etat, voir Huang Yiping, Woo Wing Thye, et Ron Duncan, « Understanding the Decline of China's State Sector », *MOCT-MOST : Economic Policy in Transitional Economies*, vol. 9, n°1, 1999, pp. 1-15.
36. Les réformes institutionnelles de la Banque centrale et des banques d'Etat mises en place en juillet 1993 dans le cadre d'une campagne d'austérité n'ont pas réussi à changer les choses. Chen Yuan, le gouverneur adjoint de la Banque centrale, a écrit que « l'enthousiasme pour la croissance économique dans certaines localités est tellement fort qu'il est très difficile de mettre un terme complet à des investissements excessifs financés par des crédits bancaires *forcés* [les italiques sont de l'auteur]. Voir Chen Yuan,

« Opening Remarks », in Manuel Guitian et Robert Mundell (eds), *Inflation and Growth in China*, IMF, Washington D.C., 1996, pp. 23-28.

37. « Judicial Attention to SOEs Pledged », *China Daily,* 19 février 2000.

38. He Qinglian, *Zhongguo de xianjing* (La Chine prise au piège), Hong Kong, Mingjing chubanshe, 1998. La citation traduite est tirée de Liu Binyan et Perry Link, « China : A Great Leap Backward? », *The New York Review of Books*, 8 octobre 1998, p. 19.

39. Nellis John**,** « Faut-il repenser la privatisation dans les économies en transition ? », *Finances & Développement*, vol. 36, juin 1999, pp. 16-19. Disponible sur http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/1999/06/pdf/nellis.pdf

40. Sur le récent revirement des performances des entreprises d'Etat, voir Nolan Peter and Wang Xiaoqiang, « Beyond Privatization : Institutional Innovation and Growth in China's Large State-Owned Enterprises », *World Development*, vol. 27, n° 1, 1999, pp. 169-200.

41. Zhou Fangsheng et Wang Xiaolu, « The Way of State Owned Enterprise Reform in China », Institut national de recherches économiques, Pékin, 2002, manuscrit.

42. Cette estimation tient compte des coûts de production additionnels des entreprises d'Etat hors secteur pétrolier.