

## LE SYSTÈME FINANCIER CHINOIS ENTRE BANQUES ET BOURSES

PHILIPPE HAYEZ\*

**L**es décisions les plus élémentaires de la vie économique - achats, investissements, placements - s'inscrivent dans un ensemble de règles, d'institutions et d'habitudes qui reflètent le système financier national. Un tel système, défini comme l'organisation du financement mis à la disposition des acteurs économiques, se décompose dans chaque Etat en sous-systèmes :

- le système monétaire, qui régit les modes de transactions,
- le système financier, qui régit le mode de financement des entreprises,
- le système budgétaire et fiscal, qui régit le mode de financement de cet acteur économique particulier qu'est l'Etat.

Bien évidemment, chaque système reflète une option politique fondamentale de la société dans laquelle il est mis en œuvre : le système monétaire exprime les relations entre l'économie nationale et l'étranger, le système financier - qui seul sera présenté ici - exprime les relations entre les producteurs (entreprises) et les consommateurs (ménages), le système budgétaire et fiscal traduit la place de l'Etat dans la société.

229

Le lecteur voudra bien pardonner ce préalable un peu didactique. Il est cependant nécessaire à la compréhension de la mutation actuelle des finances de la Chine si l'on veut éviter les lieux communs et les contresens. La Chine de 1993 associe en effet les prêts bancaires sur injonction administrative et les souscriptions forcées de bons du Trésor aux émissions en eurodollars et aux OPA sauvages.

Pour bien comprendre la dynamique d'évolution du système financier chinois et ses hésitations actuelles, il est donc nécessaire d'en percevoir les implications socio-politiques.

Si la Chine s'est prudemment engagée dans la constitution d'un système national (I), elle hésite actuellement entre deux modèles : le modèle américain, placé sous le signe du marché et de l'actionnaire (II) et le modèle germano-japonais, placé sous le signe du circuit et du banquier (III).

---

\* *Conseiller à la Cour des comptes.*

*Les vues exposées dans cet article n'expriment que le point de vue personnel de l'auteur.*

### *I. L'émergence progressive des fondements d'un système financier*

Portée par la politique d'«ouverture et de développement» («kaige kaifang») inspirée par Deng Xiaoping à partir de 1979, l'économie chinoise a connu, entre toutes, la croissance la plus spectaculaire de la dernière décennie (9,7% par an entre 1983 et 1992 selon le FMI).

Cette expansion, qui est loin d'être achevée, n'a pu s'accomplir qu'au prix de la libération de mécanismes dans lesquels l'économie était auparavant enserrée. La reconnaissance de la légitimité de la sphère financière s'est accompagnée de l'apparition des acteurs du système financier.

#### *A. La disparition du préjugé contre la sphère financière*

##### *1. Le déclin de l'économie planifiée*

Au sein de l'«économie de commande» d'inspiration marxiste dans laquelle la Chine a vécu depuis la «libération» de 1949, l'existence même d'un système financier a longtemps été niée. Pour les dirigeants et leurs économistes, le fonctionnement de l'économie était tout entier défini par la sphère physique de la production et de l'échange des biens. Comme dans l'Union soviétique de Staline, seul comptait le «produit matériel» et la régulation s'effectuait par le jeu du plan quinquennal qui prescrivait à chaque unité les quantités et les prix requis.

230

La Chine n'a pas encore entièrement abandonné cette approche. L'Etat réduit son intervention dans l'économie (18,2% du PNB en 1991 contre 24,3% en 1978<sup>1</sup>). Mais le plan quinquennal (VIII<sup>e</sup> Plan pour la période 1991-1995) demeure, sous la garde de la Commission d'Etat du Plan. En octobre 1992, Jiang Zemin, Secrétaire général du Parti communiste chinois et, depuis mars dernier, Président de la République, rappelait encore que le plan restait «un moyen important de macro-contrôle».

Dans une économie dont l'ouverture extérieure s'accroît, le champ d'application du plan n'a cependant pu que se réduire : il ne couvre plus aujourd'hui que 6% de la production industrielle.

##### *2. La découverte des prix*

L'apparition d'un système financier a également bénéficié de la reconnaissance de l'importance du mécanisme des prix pour la consolidation du développement. Les prix, à l'origine fixés de manière administrative, ont ainsi été progressivement libérés depuis 1978<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> *Annuaire statistique de Chine pour 1992. L'unité monétaire, le Renminbi (RMB), est égale au franc français.*

<sup>2</sup> *Pour plus de précisions sur le mouvement de libération des prix, Cf China News Analysis 15 novembre 1992.*

## PART DES BIENS SOUMIS A DETERMINATION ADMINISTRATIVE

	1978	1990	1991	1992
Produits agricoles	94 %	25 %	22 %	15 %
Produits de détail	97 %	30 %	21 %	10 %
Moyens de production	100 %	44 %	36 %	30 %

Source : Bureau d'Etat des statistiques cité par Agence Chine nouvelle 18 février 1993

Cette évolution spectaculaire n'est pas achevée. Selon CHEN Jinhua, Président de la Commission d'Etat pour la restructuration économique, la réforme complète du système des prix devrait s'accomplir en «3 à 5 ans»<sup>3</sup>.

Libres de déterminer leurs prix, les entreprises ont pu réaliser des profits, qui, après prélèvement étatique, ont été réinvestis ou distribués aux salariés. Des relations financières (prêts, crédits) se sont ainsi développées entre les agents.

### B. La renaissance d'acteurs économiques non-étatiques

#### 1. L'apparition d'entreprises

La Chine dispose désormais d'entreprises qui commencent à se distinguer des unités de production de l'économie de commande.

Cette évolution, permise par la réduction du poids de l'agriculture dans l'économie (24% du PNB en 1992 contre 32% en 1988), est loin d'être achevée. Hormis les 19 millions d'«entreprises rurales» de taille généralement modeste, le pays ne compte encore en juin 1993 que 600.000 entreprises en Chine mais leur nombre croît très vite (480.000 à la fin de 1992<sup>4</sup>).

231

#### a) Apparition d'entreprises privées

Le principal changement dans le monde de l'entreprise chinoise est l'essor de la catégorie des entreprises privées.

On en dénombrait 139.000 fin 1992<sup>5</sup> (contre 122.000 fin 1991), représentant un capital de 22,1 milliards de RMB (3,8 milliards de \$) et réalisant la moitié de la production industrielle nationale. Si la plupart de ces entreprises sont de taille réduite, certaines d'entre elles commencent à atteindre une surface financière significative. Un organisme officiel<sup>6</sup> dénombrait fin 1992 plus de 5.000 entreprises privées disposant d'un capital supérieur ou égal au million de RMB.

<sup>3</sup> Agence Chine nouvelle 1er mars 1993.

<sup>4</sup> South China Morning Post 21 juin 1993.

<sup>5</sup> AFP 20 février 1993.

<sup>6</sup> Etude du Centre de recherche sur le développement du Conseil d'Etat citée par China Daily 18 octobre 1992.

*b) Autonomie accrue des entreprises d'Etat*

Depuis 1978, la part des entreprises d'Etat, qui restent le modèle dominant et emploient encore plus de 100 millions de salariés, décroît : elle est encore de 25% du PNB et de 50% de la production industrielle en 1992 contre 78% en 1978 pour ce dernier indicateur<sup>7</sup>. Ces 180.000 entreprises sont dans une situation globalement médiocre : mal gérées et peu productives, les deux-tiers d'entre elles accumulent des pertes structurelles selon les normes comptables internationales.

Pour leur redonner quelque vigueur, le gouvernement a entrepris, sur les recommandations des institutions financières internationales, de leur conférer une certaine autonomie. La nouvelle rédaction de l'article 16 de la Constitution, adoptée en mars dernier, les qualifie désormais d'«entreprises détenues par l'Etat» (*state-owned companies*) au lieu d'«entreprises d'Etat» (*state companies*).

Avec quatre ans de retard, le gouvernement a adopté en juillet 1992 les règlements d'application de la loi sur les entreprises publiques du 13 avril 1988, qui sont censés leur conférer les «14 pouvoirs de gestion» (quantités, prix, gestion, investissement, emploi...).

232

3.600 entreprises d'Etat, soit à peine 2% du total, disposent d'un capital réparti en actions<sup>8</sup>. Allant au-delà de la cotation de certaines d'entre elles sur les bourses chinoises (*Cf infra*), la Commission d'Etat pour la restructuration économique envisage de privatiser le capital de certaines d'entre elles à concurrence de 30%<sup>9</sup>. Par ailleurs, une expérience-pilote est menée depuis plusieurs mois, qui vise à constituer par des liens de capital sept groupes industriels publics, parmi lesquels les deux principales sociétés automobiles du pays (First Automobile Group, Dongfeng Automobile Group).

La reconnaissance effective de l'autonomie des entreprises, préalable à l'existence d'acteurs financiers, s'appuie certes sur des bases encore fragiles. La loi de 1988 sur les faillites d'entreprises n'a, par exemple, été que marginalement appliquée<sup>10</sup>. Mais, de récentes lois (loi sur la réglementation comptable et financière des sociétés de juin 1993, loi sur la concurrence de septembre 1993, loi sur les contrats commerciaux d'octobre 1993) viennent former un corpus juridique qui placera les entreprises chinoises dans une situation plus proche de celle de leurs homologues étrangères.

7 *The Economist* 27 novembre 1992.

8 Note de la Banque asiatique de développement - août 1993.

9 *South China Morning Post* 5 juin 1993.

10 Selon le Procureur général Ren Jianxin, seuls 265 cas de faillite ont été portés devant la justice en 1992.

## 2. Le retour des épargnants

Grâce à la progression de la richesse nationale, la Chine, patrie des travailleurs, est devenue en 15 ans celle des consommateurs et des épargnants.

Selon les statistiques officielles, le revenu annuel moyen d'un ménage urbain, qui est plus de trois fois supérieur à celui d'un ménage rural s'élevait à 2.000 MB en 1992 (350 \$)<sup>11</sup> Le salaire annuel moyen atteignait près de 2.700 MB. Mais en réalité, compte tenu de l'importance des revenus non déclarés, les revenus réels sont considérés comme supérieurs à ces montants d'au moins 30%<sup>12</sup>. La possibilité, pour ceux qui participent aux entreprises privées ("getihu"), de disposer d'un revenu comparable à celui des ménages des pays développés existe : on estime à 4 millions le nombre de personnes gagnant plus de 30.000 RMB par mois<sup>13</sup>.

Il est clair, comme l'indique le tableau ci-dessous, que la formation d'une épargne mobilisable par le système financier s'est appuyée sur la forte disparité entre épargne rurale et urbaine (écart de 1 à 8 en 1991) et sur l'accroissement de celle-ci depuis 1988.

ÉPARGNE PAR HABITANT

(RMB)	urbaine	rurale	nationale
1982	212	28	67
1983	238	41	87
1984	135	62	117
1985	176	85	155
1986	334	123	210
1987	410	174	284
1988	489	207	347
1989	673	254	463
1990	908	323	615
1991	2223	277	786

233

Source : Annuaire statistique de Chine pour 1992

A l'instar des «dragons» asiatiques, la Chine a bénéficié depuis 15 ans d'un taux d'épargne élevé. L'épargne, agrégat encore peu présent dans la réflexion économique chinoise, stagne légèrement depuis quelques an-

11 Agence Chine nouvelle 19 février 1993.

12 Etude Mac Kinsey citée par *The Economist* 23 janvier 1993.

13 *South China Morning Post* 16 juin 1993.

nées sous la pression de la consommation de masse. Urbaine à plus de 80%, elle représentait 32,0% du PNB en 1991 contre 34,5% en 1988 et 28,3% en 1981<sup>14</sup>. Les autorités estimaient le volume d'épargne disponible à près de 2.000 milliards de RMB (345 milliards de \$) en juillet dernier<sup>15</sup> contre 1.750 milliards de RMB (310 milliards de \$) fin 1992.

Comme l'indique le tableau ci-dessous, les dépôts bancaires des ménages, et particulièrement des ménages urbains, ont dépassé ceux des entreprises au cours de la décennie 1980 :

## DÉPÔTS BANCAIRES

(Milliards de RMB)	1984	1988	1991
Dépôts bancaires dont :	338,6	742,6	1 486,4
- entreprises	141,4	293,7	491,8
- ménages urbains	77,7	265,9	679,0
- ménages ruraux	37,2	67,1	117,3

Source : Annuaire statistique de Chine pour 1992

234

L'épargne chinoise recensée se répartissait fin 1992 entre une épargne bancaire (1.100 milliards de RMB, soit 64% du total), des encaisses en liquide (350 milliards de RMB, soit environ 9% du total) et des titres financiers (300 milliards de RMB, soit 17% du total)<sup>16</sup>. En réalité, compte tenu d'une très importante thésaurisation, évaluée de manière conservatrice entre 200 et 300 milliards de RMB, seule la première catégorie est connue avec une certaine précision.

L'épargne bancaire domestique a néanmoins connu une progression spectaculaire : son montant a été multiplié par 16 en termes réels entre 1978 et 1991. Atteignant 1.387 milliards de RMB fin septembre 1993, elle a progressé de 28% au cours de l'année 1992 et de 20% au cours des trois premiers trimestres 1993<sup>17</sup> sous l'effet de mesures incitatives (relèvement des taux d'intérêt) prises par le vice-Premier ministre et «tsar de l'économie» Zhu Rongji.

Cette épargne est principalement placée en dépôts à terme, rémunérés à partir d'une durée de 3 mois. Les taux d'intérêt afférents, qui viennent d'être augmentés à deux reprises au cours des derniers mois, sont les suivants :

<sup>14</sup> Perspectives chinoises - février 1993.

<sup>15</sup> China Daily 4 juillet 1993.

<sup>16</sup> China Daily 21 février 1993.

<sup>17</sup> 1.155 milliards de RMB fin 1992, 911 milliards de RMB fin 1991. Cf. China Daily 20 octobre 1993, Agence Chine nouvelle 18 février 1993.

## PRINCIPAUX TAUX D'INTÉRÊT BANCAIRES

(Taux moyens annuels)	Avril 1991	Mai 1993	Juillet 1993
Dépôts à terme <1 an	6,89 %	8,08 %	9,80 %
Dépôts à terme >1 an	8,00 %	9,18 %	indexation
Prêts	8,54 %	9,36 %	10,78 %

*Nota* : l'indexation de la rémunération des dépôts a été rétablie en juillet 1993 après avoir été supprimée en janvier de la même année.

*Source* : Jardine-Fleming 14 juillet 1993

Ces taux restent encore fixés de manière administrative par le canal de la banque centrale. Le recours accru du gouvernement à la régulation conjoncturelle par les taux et, à terme, l'ambition de taux librement déterminés, laissent cependant prévoir des variations futures.

## II. La tentation du marché : le développement des bourses

Pour un nombre croissant d'économistes chinois, formés à l'étranger, la référence au marché est désormais naturelle. Il serait cependant prématuré de considérer que cette confiance est partagée par les dirigeants politiques. Tardivement convertie à l'économie de marché, l'aile moderniste du Parti et de l'Etat s'emploie à banaliser le concept. Il a ainsi été admis lors du XIII<sup>e</sup> Congrès du Parti communiste chinois en 1987 que «l'Etat contrôle le marché et le marché guide les entreprises». En septembre 1992, les autorités centrales ont placé la Chine sous le régime de l'économie socialiste de marché, qui a été inscrite dans la Constitution en mars dernier<sup>18</sup>. Ce concept n'a malheureusement pas fait l'objet d'une définition théorique claire : le Premier ministre Li Peng y voit une «économie socialiste de marché dont la propriété publique est la base»<sup>19</sup> tandis que le vice-Premier ministre Zhu Rongji en déduit que «la Chine retient la propriété publique comme forme dominante de propriété et pratique l'économie de marché comme un mécanisme opérationnel»<sup>20</sup>.

Comme les autres marchés, le marché financier a donc pu voir le jour mais il demeure encore modeste par rapport à la taille de l'économie.

### A. L'attrait des marchés boursiers

La Chine a commencé à mettre en place divers instruments de financement négociables au début des années 1980. Sous des formes diverses

<sup>18</sup> Nouvelle rédaction de l'article 15 de la Constitution «l'Etat pratique l'économie socialiste de marché».

<sup>19</sup> Discours au XIV<sup>e</sup> Congrès du Parti communiste chinois - octobre 1992.

<sup>20</sup> Agence Chine nouvelle 15 mai 1993.

(bons du Trésor émis à partir de 1981, bons d'entreprises d'Etat,...), plus de 210 milliards de RMB de titres ont été émis entre 1981 et 1991.<sup>21</sup> Selon le vice-Premier ministre Zou Jiahua, un montant de 98 milliards de RMB (17 milliards de \$) pourrait l'être en 1993<sup>22</sup> contre 120 milliards de RMB (21 milliards de \$) en 1992. Le bureau d'Etat des statistiques estimait ainsi que le stock de valeurs négociables s'élevait à 400 milliards de RMB au début de cette année<sup>23</sup>.

### *1. La naissance des Bourses chinoises*

#### *a) Admission du principe de l'actionnariat*

Admis depuis 1985, le principe de la société par actions ne pose plus de problèmes de principe aux dirigeants chinois. Il existe ainsi actuellement près de 3.800 sociétés de cette nature<sup>24</sup>, dont une très large majorité d'entreprises publiques. Réparties initialement auprès des salariés de ces entreprises, leurs titres sont cependant d'une valeur juridique incertaine et ne sont que rarement cessibles.

Les actions conservent ainsi encore une part très modeste dans le financement des entreprises. Selon Liu Hongru, Président de la Commission de réglementation des valeurs boursières<sup>25</sup>, elles n'auraient, avec un montant de 20 milliards de RMB en 1992, représenté que 10% des valeurs émises en Chine au cours de l'année dernière.

Les titres obligataires, émis par les entreprises d'Etat, sont échangés de manière moderne grâce au Securities Trading Automated Quotation System (STAQS) mis en place en décembre 1990 et au National Electronic Trading System (NETS) implanté en mai 1993<sup>26</sup>.

#### *b) Apparition des Bourses chinoises*

Fermées en 1950 pour cause d'incompatibilité avec le nouvel ordre<sup>27</sup>, les Bourses chinoises ont été réinventées en 1990. Les places de Shanghai et de Shenzhen ont été ouvertes respectivement en décembre 1990 et en juillet 1991 sur un certain malentendu. A l'origine, le gouvernement y voyait en effet principalement un moyen de faciliter le placement des emprunts d'Etat. Cette vocation obligataire, encore présente à Shanghai, a en réalité cédé le pas devant l'engouement pour les actions de sociétés.

<sup>21</sup> *The Economist* 12 décembre 1992.

<sup>22</sup> *China Daily* 17 mars 1993.

<sup>23</sup> *Agence Chine nouvelle* 18 février 1993.

<sup>24</sup> Déclaration du vice-ministre Hong Hu de la Commission d'Etat pour la restructuration économique - *China Daily* 19 octobre 1993.

<sup>25</sup> *China Daily* 25 juin 1993.

<sup>26</sup> *Asian Wall Street Journal* 21 juin 1993.

<sup>27</sup> Institution bien connue des «concessions», la bourse de Shanghai avait ouvert ses portes en 1914



D'emblée, un cloisonnement a été établi entre le marché domestique (actions dites A) et le marché réservé aux investisseurs étrangers (actions dites B, cotées en \$ à Shanghai et en HK\$ à Shenzhen depuis avril 1993).

Plus d'une centaine de titres de sociétés, pour la plupart contrôlées par l'Etat, sont désormais cotés quotidiennement (dont 20 actions B<sup>28</sup>) contre 58 fin 1992. Au début de cette année, les autorités envisageaient d'y ajouter une centaine de nouvelles valeurs, dont la moitié serait sélectionnée dans chaque province par la Commission d'Etat pour la restructuration économique.

Avec un montant de transactions de 76,0 milliards de RMB en 1992 (13,3 milliards de \$) la bourse de Shanghai est la plus importante des deux places. Elle compte aujourd'hui 70 valeurs cotées et pourrait atteindre un volume de transactions de 400 milliards de RMB en 1993, renforçant ainsi son aspiration à devenir la «future capitale boursière de Chine»<sup>29</sup>.

Accueillies avec intérêt à l'étranger, les Bourses ont été reçues avec une faveur exceptionnelle parmi les ménages chinois des provinces côtières, dont les émeutes survenues en août 1992 lors de l'émission de nouveaux titres ont pu donner une idée. Portés par une confiance aveugle dans un enrichissement certain, les opérations spéculatives<sup>30</sup> et les délits d'initiés, quasi permanents, les cours des valeurs chinoises ont connu de fortes variations.

Les investisseurs étrangers, auprès desquels les maisons de titres installées à Hongkong ont battu le rappel ont été eux aussi séduits par ces marchés exotiques et spéculatifs.

Le premier exercice plein a cependant déçu de nombreuses attentes. Si l'indice des actions A de Shanghai a progressé de 167% en 1992, l'indice CLSA des actions B pour 1992 a ainsi été de 19% à Shenzhen et de +3,4% à Shanghai contre une progression de 28% de l'indice Hangseng des 33 principales sociétés cotées à Hong-Kong.

Dans un tel contexte, 1993 se présente ainsi comme une année de consolidation des marchés boursiers ;

- Les projets d'ouverture de nouvelles Bourses, à la demande de nombreuses collectivités et de certains économistes<sup>31</sup>, ont été reportés *sine die*.

28 Ces actions concernent des sociétés aux activités aussi diverses que les taxis (Shanghai Dazhong Taxis), la fabrication de stylos (China First Pencil) ou la gestion d'une zone d'exportation (Shanghai Jinqiao Export Processing Zone) mais dont la localisation demeure proche des deux places boursières.

29 Déclaration de Liu Hongru - China Daily 21 mars 1993.

30 A titre indicatif, le PER des actions A est d'environ 50 à 60 et celui des actions B d'environ 20 contre environ 10 à Hongkong.

31 Parmi lesquels Li Zhangzhe de la Commission d'Etat pour la restructuration économique ou le professeur à Li Yining de l'université de Pékin, qui s'est prononcé pour une bourse dans chaque province en 2000.

- Une autorité boursière autonome relevant directement du gouvernement<sup>32</sup>, la Commission de réglementation des valeurs, a été mise en place en avril 1993 et placée sous la direction du vice-ministre de la Commission d'Etat pour la restructuration économique Liu Hongru.

- Une loi boursière "temporaire" a été adoptée en juin dernier : inspirée des règles de la place de Hong-Kong, elle prévoit diverses obligations pour les sociétés émettant des actions A<sup>33</sup>.

- Une relance du marché des actions B, rendu morose par la performance médiocre de ses valeurs est à l'étude ; elle pourrait passer par l'ouverture, suggérée par divers économistes, de ce marché aux ressortissants chinois détenteurs de devises.

Le gouvernement a donc prévu de n'autoriser cette année l'émission que de 5 milliards RMB (870 millions de \$) d'actions nouvelles contre 13 milliards de RMB en 1992.

Malgré leur développement rapide, les places boursières chinoises conservent pour le moment un rang très modeste. Selon La SFI<sup>34</sup>, elles se seraient classées en 1992 au 17<sup>e</sup> rang mondial pour le volume des transactions (13,4 milliards de \$) et au 16<sup>e</sup> pour la capitalisation (14 milliards de \$) et se compareraient donc plus avec Singapour ou Wellington qu'avec Tokyo, Taïwan ou Séoul.

238

## 2. L'absorption progressive de la place de Hongkong

Compte tenu de la modestie actuelle des Bourses nationales, la Chine a recours pour le financement de ses entreprises à la bourse de Hong-Kong<sup>35</sup>. La différence de taille reste encore d'un ordre de 1 à 7 pour la capitalisation et de 1 à 9 pour les transaction Hong-Kong, qui compte plus de 215 sociétés cotées, a ainsi pu lever pour 115,7 milliards de \$ en 1992 contre 45,2 milliards de \$ en 1991.

Le mouvement en cours s'inscrit bien évidemment dans la perspective du retour de la colonie à la souveraineté chinoise en juillet 1997.

Le marché financier de Hong-Kong est au demeurant depuis longtemps un lieu important de collecte de capitaux par la Chine. Selon Warburg Securities, les titres financiers levés par des sociétés chinoises en 1992 auraient représenté près de 20 milliards de HK\$ sur un total de 73,5 milliards.

<sup>32</sup> Auparavant, la tutelle sur les marchés était exercée par la banque centrale.

<sup>33</sup> Telles que la mise dans le public d'au moins 25% des titres, la notification aux autorités de l'acquisition de plus de 5% du capital d'une société, l'obligation d'une offre publique en cas d'acquisition de plus de 30% du capital.

<sup>34</sup> *Asiaweek* 29 septembre 1993.

<sup>35</sup> La Chine a également eu recours au marché boursier étranger en faisant coter à New-York en octobre 1992 la société Brilliance Automotive Corp et en 1993 C.P. Pokpband Co et China Tire Holdings.

Mais la sollicitation du marché concerne désormais aussi les actions. Cet appel prend deux formes :

*a) La cotation directe*

Un certain nombre de sociétés contrôlées par la Chine sont déjà cotées depuis quelques années sur la bourse de Hong-Kong : Citic Pacific, Guangdong Investments, Hai Hong Holdings (depuis mai 1992), China Overseas (depuis août 1992), China Travel Service (depuis novembre 1992), Guangzhou Investment (depuis décembre 1992), Denway Investment (depuis février 1993, «sur-souscrit» 657 fois pour un capital demandé de 403 MHK\$<sup>36</sup>).

Souhaitant tirer parti des capitaux mobilisables dans la colonie britannique pour accélérer la modernisation de son économie, le gouvernement chinois a accéléré le mouvement. En octobre 1992, Pékin a annoncé son projet d'introduction en bourse de Hong-Kong de 9 entreprises d'Etat<sup>37</sup>, sous la forme d'actions dites H. Sur la base d'un protocole conclu en juin 1993 avec les autorités boursières de Hong-Kong<sup>38</sup>, cinq d'entre elles l'ont déjà été pour un montant de 8,9 milliards d'HK\$ : Tsingtao Brewery, Shanghai Petrochemical Complex, Guangzhou Shipyard, Beiren Printing Machinery Holdings et Maanshan Iron & Steel Co (dont l'émission de 3,9 milliards de HK\$ en octobre 1993 constitue la plus importante jusqu'ici).

Ces sociétés ont été bien accueillies par un marché sensible au «*China plays*» et aux «*red chips*» : La brasserie Tsingtao qui proposait 35% de son capital en juillet 1993 a ainsi été «sur-souscrite» 111 fois et Guangzhou Shipyard 77 fois.

Il semble cependant que le souci de rationaliser le marché financier chinois ait conduit le gouvernement à différer la cotation des autres sociétés. Pékin a cependant souhaité favoriser la liaison entre marché boursier domestique et place de Hong-Kong en autorisant en mai dernier les investisseurs du continent à acquérir des actions H.

*b) L'acquisition de sociétés cotées*

Parallèlement à la cotation de sociétés à la visibilité élevée, la Chine s'est engagée dans une politique de rachat de sociétés déjà inscrites à la cote et de transfert progressif d'actifs de sociétés du continent. 12 «backdoor listings» ont ainsi eu lieu au cours des sept premiers mois 1993 contre 5 en 1992.

<sup>36</sup> *Financial Times* 22 février 1993

<sup>37</sup> Shanghai Petrochemical Complex, Yizheng Joint Corporation of Chemical fibres, Kunming ; Machine Tool Plant, Guangzhou Shipyard Plant, Qingdao Brewery, Maanshan Iron and Steel Company, Dongfang Electric Company (Sichuan), Tianjin Bohai Chemical Industry Group, Beijing Machinery General Plant.

<sup>38</sup> Protocole qui prévoit notamment une double comptabilité permettant aux sociétés chinoises d'adopter les principes comptables internationalement admis.

A titre d'exemple, sont ainsi récemment intervenues la prise de contrôle en avril 1993 par China Travel International Investment (HK) de 51% de l'aciérie Tangshan Guofeng Steel Co pour 200 MY (35 M\$)<sup>39</sup> ou en septembre 1993 de 54,3% d'Eastern Century Holdings par Shougang Concord<sup>40</sup>, cette société ayant été elle-même rachetée sous le nom de Tung Wing Steel Holdings Ltd par Shougang Holdings (HK) Ltd quelques mois auparavant.

On estime ainsi que les sociétés contrôlées par la Chine représentent désormais une capitalisation de 90 MMHK\$, soit près de 5% de celle de la place.

## *B. Les handicaps au développement du marché financier*

### *1. L'immaturité des acteurs*

Les comportements des acteurs sont encore marqués par une certaine ignorance des règles du jeu. Pour une population d'investisseurs domestiques que l'on estime à 2 millions (dont 100.000 professionnels)<sup>41</sup>, le dividende versé, garantie d'un actionariat stable, est négligé par rapport à l'appréciation du titre que l'on revendra rapidement. Les cours sont ainsi artificiellement élevés et leurs variations erratiques.

240

Cette situation est rendue d'autant plus fragile que le marché boursier fonctionne encore sans règles bien établies. Les comptes des sociétés cotées ne sont pas encore soumis à l'obligation de transparence en l'absence d'une profession comptable digne de ce nom et l'on peut s'attendre tôt ou tard à une défaillance de société qui viendra spectaculairement ramener à la réalité les acheteurs de valeurs. Des Bourses clandestines fonctionnent parallèlement comme celle de Chengdu (Sichuan) qui a permis à une quarantaine de sociétés d'émettre pour 400 millions de RMB de titres avant d'être fermée par ordre de Pékin en juillet 1993<sup>42</sup>.

Divers soubresauts de jeunesse ont déjà marqué le marché financier. Au printemps dernier, un scandale a éclaté du fait de la défaillance de la société Great Wall Electronics Hightech Industrial Corp qui avait réussi à placer auprès de plus de 100.000 personnes un montant d'un milliard de RMB en «junk bonds» portant intérêt de 24%<sup>43</sup>.

Tout récemment, la Bourse de Shanghai a connu sa première OPA hostile avec la tentative infructueuse d'une société de Shenzhen, Baoan Enterprises Co, de prendre le contrôle de Shanghai Yanzhong Industrial<sup>44</sup>.

39 *Asian Wall Street Journal* 14 mars 1993.

40 *South China Morning Post* 13 septembre 1993.

41 *New York Times* 9 mai 1993.

42 *AFP* 29 juillet 1993.

43 *South China Morning Post* 1er juillet 1993.

44 *AFP* 10 octobre 1993.

La Commission de règlement des valeurs a eu à cette occasion à démontrer son autorité puisqu'elle a infligé à l'agresseur une amende d'un million de RMB pour non divulgation des franchissements de seuil.

La formation des intervenants professionnels reste également un chantier ouvert auquel la Banque Asiatique de Développement apporte son assistance technique.

Cette relative immaturité conduit certains économistes, tels Zhao Haikuan, directeur de l'Institut de finance et de banque de la banque centrale<sup>45</sup>, à considérer comme plus opportun pour l'allocation rationnelle des ressources de favoriser le développement de l'épargne bancaire.

## *2. Le besoin de financement hors marché*

La généralisation de l'actionnariat populaire n'est cependant pas pour demain en Chine. Compte tenu des structures actuelles de son économie, la Chine doit en effet préserver des ressources d'épargne pour les affecter à divers emplois qui échappent au marché.

Ceux-ci sont principalement de deux ordres :

### *a) Le financement du déficit budgétaire*

Le gouvernement doit compter avec un besoin de financement du budget national d'autant plus pressant que les dépenses progressent plus vite que les recettes.

Or les bénéfices réalisés à l'occasion de spéculations boursières ou de prêts "officiels" sont très supérieurs aux rémunérations offertes sur les emprunts d'Etat (10% pour les bons à 3 ans, 11% pour les bons à 5 ans respectivement portés en juin dernier à 12,5% et 14,1%).

Le ministère des finances a ainsi tenté sans grand succès de placer au début de cette année un montant de 37 milliards de RMB, ramené en mars à 30 milliards de RMB (5,3 milliards de \$) contre 39 milliards de RMB (6,4 milliards de \$) en 1992 auprès des agents économiques et n'y est parvenu que par le recours en juillet à la souscription forcée imposée aux entreprises et aux particuliers.

Malgré les espoirs mis dans une réforme fiscale qui devrait accroître les revenus de l'Etat central, la nécessité de préserver la disponibilité de l'épargne est d'autant plus grande que la réforme en cours de la banque centrale (*Cf. infra*) ne lui permettra plus de participer de manière aussi importante au financement du déficit. Le projet de loi en cours d'approbation prévoit une limitation des concours de cette banque alors que ceux-ci atteignaient 40% du déficit en 1992<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> *China Daily* 13 mai 1993.

<sup>46</sup> *Asian Wall Street Journal* 22 octobre 1993.

*b) Le financement des grands équipements*

Pour parvenir à garantir le rythme de croissance de son économie, le gouvernement doit impérativement parvenir à supprimer les goulots d'étranglement bien connus que sont les transports et l'énergie. Les besoins financiers engendrés par les programmes de modernisation dans ces domaines sont énormes et ne pourront être couverts par les seuls concours financiers extérieurs (prêts de la Banque Mondiale, prêts gouvernementaux,...).

L'Etat a ainsi affecté en 1993 des montants de 16,8 milliards de RMB (3,5 milliards de \$) et de 53 milliards de RMB (9,1 milliards de \$) à la modernisation respective des infrastructures de transport ferroviaire et de production électrique<sup>47</sup>. Pour ce seul secteur, le ministère de l'énergie prévoit un besoin de financement de 150 milliards de \$ entre 1994 et 2003 dont 85% devrait provenir de l'intérieur<sup>48</sup>. Il est donc nécessaire de préserver de l'engouement pour le marché boursier une capacité d'épargne qui devra être mobilisée par d'autres moyens.

*III La tentation du circuit : la réforme des banques*

242

Il est encore prématuré de croire que la direction chinoise s'est convertie entièrement aux vertus du marché. Afin de tenter de canaliser les évolutions économiques et de conserver une justification à l'Etat, certains dirigeants ont mis en avant un concept récent et encore flou, le «macro-contrôle» de l'économie. Ainsi pour Li Tieying, membre du bureau politique et ministre de la Commission d'Etat pour la restructuration économique, «l'efficacité économique ne sera améliorée substantiellement que si les problèmes de macro-contrôle sont résolus»<sup>49</sup>.

La recherche du «macro-contrôle» est ainsi le maître-mot des équipes au pouvoir. Pour certains, il justifie la préservation de l'ordre ancien alors que pour d'autres il signifie que la réforme financière doit être graduelle.

Le système bancaire chinois est au cœur de cette ambiguïté.

*A. La conversion du système bancaire*

Le système bancaire chinois date dans ses principaux traits des années 1983-1984. Il s'appuie classiquement sur l'existence d'une banque centrale (la Banque Populaire de Chine) et de quelques banques publiques spécialisées mais disposant d'un réseau national.

47 *China Daily* 11 et 15 juillet 1993.

48 *Asian Wall Street Journal* 16 octobre 1993.

49 *China Daily* 21 juillet 1993.

### *1. La restauration du rôle de la banque centrale*

#### *a) La Banque Populaire de Chine*

Réformée en septembre 1983 après avoir été depuis 1948 l'unique banque du régime, la Banque Populaire a surtout été pendant 10 ans le mécanisme privilégié de financement des investissements de l'Etat. Elle a ainsi apporté des concours pour un montant de 50,8 milliards de RMB (8,9 milliards de dollars) en 1992, dont plus des deux-tiers au gouvernement central.

Détenant une partie des fonctions traditionnelles d'une banque centrale (émission monétaire,...), elle s'en distingue par deux traits principaux :

- A l'instar des autres banques, la Banque Populaire de Chine a préservé des activités de prêts directs aux agents non étatiques. Cette pratique, favorisée par un réseau important (166.000 employés, 2.500 établissements) et qui s'avère lucrative, a occasionné au cours des dernières années des tensions entre les autorités de la banque et le ministère des finances soucieux de la confiner dans des fonctions régaliennes.

- La banque ne fait jusqu'ici que participer au marché des prêts interbancaires (107,9 milliards de RMB en 1992<sup>50</sup>) sans le contrôler pleinement. La Chine ne dispose en effet pas encore d'un système cohérent de refinancement et les banques restent largement autonomes vis-à-vis de la banque centrale pour leur emplois et leurs ressources

243

#### *b) La réforme de l'été 1993*

Convaincu de la nécessité de restaurer l'autorité de l'Etat sur le système bancaire, le vice Premier ministre Zhu Rongji a souhaité le montrer par un coup d'éclat. Il a fait limoger début juillet le gouverneur Li Guixian et a pris lui-même la direction de l'établissement.

Dans le courant de l'été, divers vice-gouverneurs, promus pour leur compétence ou venus d'autres banques (notamment la Banque des communications et la Banque de Chine), ont été nommés par le nouveau gouverneur.

L'orientation privilégiée de la banque centrale a ainsi été présentée sans ambiguïté : le renforcement du contrôle indirect de l'Etat sur l'économie par l'utilisation des méthodes internationalement admises (dépôts obligatoires, taux d'intérêt, open market)<sup>51</sup>.

Les nouveaux champs d'action de la banque centrale devraient être prochainement définis par l'adoption d'une loi spécifique.

---

<sup>50</sup> Bureau des statistiques cité par Agence Chine nouvelle 19 juillet 1993.

<sup>51</sup> Déclarations du vice-gouverneur Chen Yuan à l'International Herald Tribune 9 juillet 1993.

## 2. L'évolution vers les banques commerciales

### a) Les «banques spécialisées», acteurs centraux

Les 120.000 guichets bancaires chinois se répartissent par moitié entre :

- les banques nationales spécialisées
- des banques locales et des caisses de crédit coopératif urbain et rural qui ont prêté un volume de 68,7 milliards de RMB (13,2 milliards de \$) en 1992<sup>52</sup>.

Les banques étrangères, au nombre d'une quarantaine<sup>53</sup> actuellement représentées en Chine peuvent depuis l'année dernière ouvrir des succursales. Elles ne sont cependant pas admises à recueillir les dépôts des résidents et à effectuer des opérations en RMB.

Les 5 banques nationales, formées par démembrement de la Banque populaire de Chine après 1983, répondent au qualificatif de «banques spécialisées» :

- la *Banque de l'Agriculture*, créée en 1979, est la première d'entre elles par le nombre de guichets (55.600) et le volume des prêts,

- la *Banque industrielle et commerciale*, créée en 1984 à partir d'une partie du réseau de la banque centrale, compte 505.000 employés, 30.800 guichets et finance principalement les entreprises urbaines,

- la *Banque pour la construction* compte 240.000 employés et 27.600 guichets,

- la *Banque des communications*, réorganisée en 1986, est déconcentrée à Shanghai et compte seulement 18.000 employés et 420 guichets,

- la *Banque de Chine* est spécialisée dans le financement des activités internationales : elle compte 88.000 employés, dispose de 6.400 agences (dont 430 agences outre-mer) et plus de la moitié des 84.000 «joint-ventures» présentes en Chine ont un compte auprès d'elles<sup>54</sup>.

Il convient d'ajouter à cette liste la *Compagnie internationale pour le commerce et l'investissement*, plus connue sous le nom de CITIC, qui n'a pas d'activité de dépôt mais détient d'importantes participations en Chine et à l'étranger. En 1992, le gouvernement a par ailleurs autorisé la création de deux banques : la banque Huaxia, liée au groupe sidérurgique Capital Iron&steel et la Banque de développement de Shanghai-Pudong.

Comme on l'a indiqué plus haut, la principale ressource du système financier chinois demeure l'épargne des ménages déposée sur des comptes bancaires domestiques. Cette épargne se répartissait ainsi en septembre 1993 :

<sup>52</sup> *China Daily* 17 avril 1993.

<sup>53</sup> Les principales d'entre elles sont la *Standard Chartered* (6 succursales), la *Hongkong Bank* (5 branches) et la *Bank of East Asia* (6 branches). Le *Crédit Lyonnais*, la *BNP* et la *Société Générale* viennent d'ouvrir des succursales en 1993.

<sup>54</sup> *China Daily* 8 juillet 1993.



## VENTILATION DES DÉPÔTS BANCAIRES DOMESTIQUES

(Milliards de RMB)	Montant	Part
Banque de l'Agriculture	572	43,9 %
Banque Industrielle et Commerciale	490	37,6 %
Banque de la Construction	140	10,8 %
Banque de Chine	100	7,7 %
Total	1 302	100 %

Source : Agence Chine nouvelle 11 octobre 1993.

La collecte d'épargne bancaire reste ainsi dominée à plus de 40% par la Banque de l'Agriculture. La Banque de Chine conserve pour sa part une vocation spécialisée dans la collecte de l'épargne en devises (8,5 milliards de \$, soit la quasi-totalité de l'épargne privée en devises et près de 50% de ses dépôts).

Les banques spécialisées ne dépendent de la banque centrale que pour 20 à 30% de leurs ressources<sup>55</sup>. Elles voient cependant concurrencée leur fonction de prêteur à l'économie. Le volume des prêts bancaires ne s'est élevé qu'à 140 milliards de RMB (24,1 milliards de \$) au premier semestre 1993 contre 354 milliards de RMB (61 milliards de \$) en 1992. Cette modeste évolution tient moins à la préférence des ménages pour la consommation qu'au développement soudain de prêts parallèles «officieux» (*jizi*) souvent effectués à l'initiative des banques elles-mêmes qui établissent à cet effet des sociétés intermédiaires. Le montant de ces prêts, dont la Banque mondiale a critiqué le développement<sup>56</sup>, dépasse désormais les prêts visibles et est estimé à 210 milliards de RMB (36,2 milliards de \$) au premier semestre 1993 contre 120 milliards de RMB (20,7 milliards de \$) en 1992 et 9 milliards de RMB (1,6 milliards de \$) en 1991<sup>57</sup>.

245

*b) Vers des banques commerciales*

La transformation des banques spécialisées en banques commerciales, recommandée par le FMI, passe par deux orientations :

- le développement de comportements d'entreprise, or, les décisions bancaires, aux niveaux centraux et provinciaux, sont encore soumises étroitement aux décideurs politiques, qui substituent leur appréciation à la rationalité économique.

- la création de banques d'intérêt public. Pour compenser l'autonomie nouvelle donnée aux banques et parvenir à mobiliser les financements

<sup>55</sup> *South China Morning Post* 1er juillet 1993.

<sup>56</sup> *Note Banque mondiale* - mai 1993.

<sup>57</sup> *Asian Wall Street Journal* 8 septembre 1993.

au service des priorités du gouvernement, les autorités chinoises ont formé le projet, avec le soutien de la Banque mondiale, de se doter de banques d'intervention d'intérêt public, capables d'accorder des prêts préférentiels bonifiés (*policy loans*). Est ainsi prévue<sup>58</sup> la création avant la fin de l'année 1993 de deux banques :

- la *Banque d'Etat pour le développement* chargé du financement des grands projets d'équipement,

- la *Banque de l'Import-Export* chargée du financement du commerce extérieur.

Une troisième banque, spécialisée dans les financements agricoles pourrait être créée en 1994.

## *B. Les pesanteurs*

### *1. L'absence d'intégration des entreprises*

Malgré la tentation pour le pouvoir de privilégier la maîtrise par les banques du système financier, ceux-ci ne sont pas prêts à considérer la constitution de puissants groupes bancaires comme il en existe en Allemagne ou au Japon. Obnubilé par le souci de canaliser l'épargne des ménages vers des financements utiles, le gouvernement a ainsi décrété en juillet 1993 l'interdiction pour les banques de constituer des filiales non bancaires.

Cette mesure augure mal du règlement de problème des pertes structurelles des entreprises d'Etat. Dans le système actuel de financement administré, les banques spécialisées sont contraintes d'assurer le financement de ces entreprises. Les montants en cause sont substantiels : passées de 55,0 milliards de RMB en 1991 à 35,3 milliards de RMB en 1992, les dettes des entreprises publiques pourraient atteindre 85 milliards de RMB (14,5 milliards de \$) cette année<sup>59</sup>, soit 3,2% du PNB et plus de 22% des prêts bancaires.

En l'absence d'une réforme profonde des entreprises publiques, dont les conséquences sociales seront douloureuses, il est difficile d'imaginer comment des banques dotées d'une réelle autonomie commerciale et financière pourront accepter de poursuivre leurs concours mensuels.

### *2. Le poids des contraintes politiques*

#### *a) Contradiction avec l'objectif de politique conjoncturelle*

Les projets de réforme du système bancaire ont été ralentis par les mesures de politique conjoncturelle intervenues au cours des derniers

58 *China Daily* 14 septembre 1993.

59 *Intervention de C. Smadja au World Economic Forum - Pékin* 18 octobre 1993.

mois. Déjà en septembre 1988, le plan de «rectification» présenté par le Premier ministre Li Peng avait prévu un ensemble de mesures de resserrement du crédit bancaire (abaissement des plafonds de crédit autorisés, augmentation des taux d'intérêt sur prêts et dépôts, blocage partiel des retraits bancaires, réduction des prêts aux entreprises privées et rurales), qui avait motivé l'interruption de toute réforme de structure. Le plan de «refroidissement» adopté début juillet 1993 sur proposition du vice-Premier ministre Zhu Rongji, qui insiste sur le contrôle du crédit bancaire et la hausse des taux d'intérêt, s'attache plus à une «rectification» du système bancaire qu'à la poursuite de sa mutation.

Le pouvoir a donné des signaux pour le moins ambigus de sa compréhension de l'autonomie bancaire. Ainsi a-t-on sommé les banques d'annuler et de réintégrer les «prêts illégaux» consentis dans des domaines jugés aujourd'hui spéculatifs (immobilier, loisirs,...). Cette directive, exprimée à plusieurs reprises avec force par Zhu Rongji, n'a pas encore donné les résultats espérés. Malgré la récupération de près de 73 milliards de RMB (12,8 milliards de \$)<sup>60</sup>, la date-limite fixée aux banques a été repoussée jusqu'à la fin de la présente année 1993. Elle témoigne surtout du peu de cas que les dirigeants font encore de l'ordre juridique et de la réticence qu'ils manifestent envers l'idée d'autonomie des banques.

Parallèlement, devant une situation du secteur bancaire jugée «chaotique» par le Vice-Premier ministre<sup>61</sup>, il a été interdit aux banques de servir des intérêts supérieurs aux taux plafonds fixés sur le plan national.

Les dirigeants des grandes banques spécialisées l'ont compris et ont multiplié, devant les menaces de mise à pied, les déclarations d'allégeance au nouvel ordre financier et les promesses de réaffectation de leurs crédits à de sains usages.

#### *b) Impact de la campagne de lutte contre la corruption*

Les banques sont au premier plan de la nouvelle campagne de lutte contre la corruption lancée cet été par Pékin. Déjà l'opinion publique a été attirée sur la profession en mai dernier par la révélation du «scandale de la Banque de l'Agriculture» qui aurait permis à deux responsables indélicats d'émettre des lettres de crédit pour le montant étonnant de 10 milliards de \$.

Afin d'extirper le «virus qui a infecté les corps sains de notre parti et de notre Etat» selon l'expression du Président de la République Jiang Zemin<sup>62</sup>, diverses mesures spectaculaires ont été prises à l'encontre de dirigeants de

<sup>60</sup> *International Herald Tribune* 13 septembre 1993.

<sup>61</sup> *SWB* 15 juillet 1993.

<sup>62</sup> *AFP* 28 Septembre 1993.

banques suspectés d'avoir tiré un profit personnel de leurs fonctions. De nombreux dirigeants provinciaux des banques spécialisées ont été démis de leurs fonctions. Certains ont été condamnés, parfois à la peine capitale<sup>63</sup> et exécutés.

Polarisé d'une part par la découverte des marchés boursiers et d'autre part par la restructuration de l'appareil bancaire, le système financier chinois est donc loin d'avoir achevé sa mutation. La nécessité de financer le développement des infrastructures d'une économie qui, par bien des traits, est encore celle d'un pays en voie de développement et d'assurer une disparition sans heurts des vestiges de l'économie planifiée pèseront sur la rapidité de son évolution

Marché ou circuit, la dominante principale du système sera en définitive déterminée par la capacité de l'Etat central à maintenir son autorité sur les agents économiques et les collectivités décentralisées et donc à réussir sa mutation politique. Habitée depuis des millénaires à cette alternance d'ordre et de désordre, la Chine d'aujourd'hui recèle aussi bien en elle un appareil bancaire digne des Ming et des Qing que des Bourses dignes des Royaumes combattants.

---

<sup>63</sup> Tel le Président de la branche de Chaoyang (Pékin) de la Banque Industrielle et commerciale condamné à mort en juin 1993 pour avoir accepté 20.000 RMB... et 2 montres en échange d'un prêt illicite de 30 MY - Agence Chine nouvelle 30 juin 1993.