



LES OBSTACLES STRUCTURELS AU CONTRÔLE MACROÉCONOMIQUE EN CHINE

WING THYE WOO *

Au cours des 8 dernières années, l'économie chinoise a été marquée par une succession de hauts et de bas. Le taux d'inflation basé sur l'IPC (Indice des prix à la consommation) s'est inscrit en forte baisse de 5,9 % en janvier 1997 à -2,2 % en avril 1999, s'est ensuite redressé lentement pour s'établir à 1,7 % en mai 2001, avant de retomber à -1,3 % en avril 2002 et enfin de grimper à 5,3 % en juillet 2004 (cf. graphique n° 1). La croissance de la production a également témoigné de cette évolution en dents de scie, la croissance du PIB passant de 9,6 % en 1996 à 7,1 % en 1999, avant de ressortir à 9,4 % en 2003. Jonathan Anderson d'UBS laisse entendre que le rebond enregistré en 2003 a, en réalité, été plus significatif que la statistique officielle : il estime que la croissance du PIB s'est plutôt chiffrée à 11,6 % en 2003.

Cette alternance de hauts et de bas au cours de la période 1997-2004 est, en fait, une constante de l'économie chinoise depuis 1978. Le tableau n° 1 fait apparaître l'évolution en dents de scie qui suit :

- de 7,8 % en 1980 à 5,2 % en 1981 ;
- de 15,2 % en 1984 à 8,8 % en 1986 ;

* Département d'économie, Université de Californie à Davis.

Je remercie Michel Fouquin et Françoise Lemoine d'avoir organisé un séminaire au Centre d'études prospectives et d'informations internationales le 26 février 2003, au cours duquel j'ai, pour la première fois, eu l'occasion d'exposer certaines des hypothèses de la présente étude. Ces idées ont ensuite été développées lors de leur présentation à la conférence « Restructuring and Decentralisation in Economic Transition: Comparing Russia and China » organisée par Roberta Benini à l'Université de Bologne en Ravenna les 14 et 15 novembre 2003, puis lors de la deuxième partie de la Conférence publique de Cha Chi Ming sur l'économie chinoise en 2004 à l'Université de Cambridge le 3 novembre 2004. Je suis très reconnaissant à Michel Fouquin, Françoise Lemoine, Roberta Benini, Fan Gang, He Liping, Huang Yiping, Xavier Richet, Jean-François Huchet, Zhang Zhichao, Marc Robert, Zhang Wei, Silvana Malle, Liu Shaojia et Yu Yongding d'avoir évoqué avec moi leurs analyses des économies en transition. Je remercie vivement le bureau de Citigroup situé à Hong-Kong pour son aide dans la compilation des informations, ainsi que Patrick Artus et Servane Pfister pour leur infinie patience.

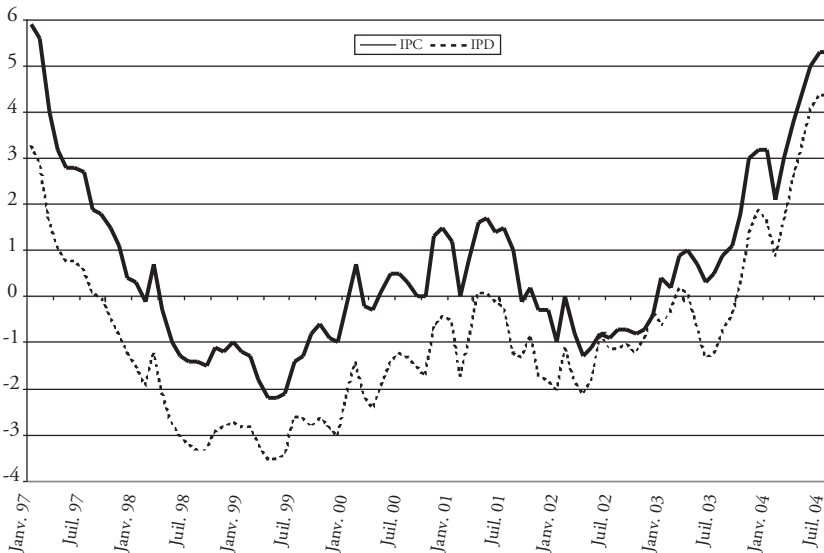


- de 11,6 % en 1987 à 3,8 % en 1990 ;
- de 14,2 % en 1992 à 7,1 % en 1999.

L'objectif de la présente étude est d'expliquer pourquoi l'économie chinoise est sujette à des perturbations rapides et considérables de l'équilibre macroéconomique. Elle se décompose comme suit :

- 1 - explication de la situation macroéconomique récente en privilégiant l'interaction entre les politiques et les caractéristiques structurelles de la Chine ;
- 2 - examen du fonctionnement du système financier ;
- 3 - analyse des conséquences dynamiques de la situation budgétaire précaire ;
- 4 - étude de la question du taux de change dans le contexte macroéconomique global.

Graphique n° 1
Taux d'inflation (en glissement annuel et en pourcentage)
basé sur l'indice des prix à la consommation (IPC)
et l'indice des prix de détail (IPD)



226

*LES PRESSIONS MACROÉCONOMIQUES INTERNES
ET LES PRESSIONS EXTÉRIEURES
SUR LES RESPONSABLES POLITIQUES CHINOIS*

Le tableau n° 1 montre également que le taux de croissance tendanciel, autour duquel fluctuent les cycles macroéconomiques, évolue entre des bornes plus étroites depuis 1997 environ. Cette hypothèse d'un taux de croissance tendanciel plus bas découle de la conjugaison de deux faits :

Tableau n° 1
Croissance de la production et inflation en Chine entre 1979 et 2003

	Produit intérieur brut (PIB)	Indice des prix de détail	Indice des prix à la consommation
<i>Évolution (en %)</i>			
1979	7,6	2,0	NA
1980	7,8	6,0	NA
1981	5,2	2,4	NA
1982	9,1	1,9	NA
1983	10,9	1,5	NA
1984	15,2	2,8	NA
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
2003	9,4	-0,1	1,2
Moyenne 1979-2003	9,40	5,31	NA
Moyenne 1979-1996	9,92	7,84	NA
Moyenne 1997-2003	8,06	-1,21	0,30
Variance 1979-1996	11,239	42,412	NA
Variance 1997-2003	0,641	1,777	2,078
Statistique de Student correspondant à l'écart entre les moyennes pour les périodes 1979-1996 et 1997-2003	2,197	5,604	

Source : China Statistical Yearbook, éditions de 2001 et 2003.

1 - le taux de croissance annuel moyen pour la période 1979-2003 s'établit à 9,4 % ;

2 - aucun des taux de croissance enregistrés entre 1997 et 2003 n'a été supérieur à 9,4 %. La dernière phase de reprise s'est accompagnée d'un taux égal à seulement 9,4 % en 2003, chiffre qui ne devrait pas être dépassé en 2004¹. Cette période prolongée de croissance inférieure à la moyenne est exceptionnelle au cours de la phase de réforme du marché.

En comparant le taux de croissance moyen pour la période 1979-1996 (9,92 %) au taux de croissance moyen pour la période 1997-2003 (8,06 %), nous avons estimé que l'écart entre ces deux chiffres était statistiquement significatif. La statistique de Student s'élève à 2,20. Notre hypothèse selon laquelle la Chine est entrée dans une phase de croissance ralentie en 1997 est cohérente au vu des statistiques de l'emploi figurant dans le tableau n° 2. La croissance annuelle moyenne de l'emploi dans le secteur industriel s'est établie à 2,8 % au cours de la période 1992-1997, avec un minimum de 2,1 % en 1997. Le taux de croissance de l'emploi s'est inscrit en net repli après 1997 : 0,3 % en

Tableau n° 2
Évolution de l'emploi par secteur en Chine entre 1978 et 2002

	Nombre d'emplois		Répartition des emplois		Croissance des emplois	
	secteur secondaire (en millions)	secteur manufacturier (en millions)	secteur secondaire (en % des emplois totaux)	secteur manufacturier (en % des emplois totaux)	secteur secondaire (en % par an)	secteur manufacturier (en % par an)
1978	69,5	53,3	17,3	13,3		
1988	121,5	86,5	22,4	15,9	5,8 *	5,0*
1989	119,8	85,5	21,6	15,4	- 1,4	- 1,2
1990	138,6	86,2	21,4	13,3	15,7	0,9
1991	140,2	88,4	21,4	13,5	1,1	2,5
1992	143,5	91,1	21,7	13,8	2,4	3,0
1993	149,6	93,0	22,4	13,9	4,2	2,1
1994	153,1	96,1	22,7	14,3	2,3	3,4
1995	156,5	98,0	23,0	14,4	2,2	2,0
1996	162,0	97,6	23,5	14,2	3,5	- 0,4
1997	165,5	96,1	23,7	13,8	2,1	- 1,5
1998	166,0	83,2	23,5	11,8	0,3	- 13,5
1999	164,2	81,1	23,0	11,4	- 1,1	- 2,5
2000	162,2	80,4	22,5	11,2	- 1,2	- 0,8
2001	162,8	80,8	22,3	11,1	0,4	0,5
2002	157,8	83,1	21,4	11,3	- 3,1	2,8
2003	160,8		21,6		1,9	

* Taux de croissance annuel composé entre 1978 et 1988.

Source : China Statistical Yearbook ; les chiffres pour 1990-2001 sont tirés de l'édition 2003 et les chiffres antérieurs de l'édition 2001.



1998, -1,1 % en 1999, -1,2 % en 2000 et 0,4 % en 2001. La situation en matière d'emploi dans le secteur manufacturier s'était en réalité dégradée dès 1996. La croissance de l'emploi manufacturier a été négative tout au long de la période 1996-2000, avec un recul particulièrement marqué de 13,5 % en 1998.

Comme si les responsables macroéconomiques chinois n'étaient pas déjà suffisamment contrariés par les signes actuels de « baisse du taux de croissance tendanciel » et de « ralentissement des créations d'emplois », ils subissent, en outre, aujourd'hui des pressions politiques intenses de la part du Japon, de l'Europe Occidentale et des États-Unis pour que le renminbi (RMB) soit fortement réévalué². La vague d'indignation des pays étrangers, suscitée par la sous-évaluation du renminbi, s'est déclenchée le 1^{er} décembre 2002, lorsque deux hauts fonctionnaires du ministère japonais des Finances ont écrit dans le *Financial Times* : « La Chine exporte la déflation... via la croissance de ses exportations et la conjugaison de la baisse des prix et de l'indexation de sa monnaie sur le dollar » et ont demandé à la Chine « de permettre une appréciation de sa monnaie »³. Mi-2003, la Corée du Sud, l'Europe Occidentale et les États-Unis se sont joints au Japon pour réclamer une appréciation du renminbi afin de limiter la concurrence déloyale, imputable aux importations chinoises bon marché⁴. La réaction de la Chine aux revendications de l'étranger portant sur une réévaluation du renminbi dépendra sans surprise de son diagnostic de la situation macroéconomique actuelle. Si les dirigeants chinois concluaient que la déflation est politiquement plus coûteuse que la surchauffe, il pourrait en résulter tout au plus l'introduction d'une marge étroite de fluctuation autour du taux de change actuel du renminbi par rapport au dollar américain.

Si l'on examine quelle serait la politique macroéconomique et de change la mieux adaptée, la question analytique la plus pertinente est de savoir si la Chine est déjà au stade du taux de croissance « naturel », c'est-à-dire le taux de croissance de la production optimal qui soit compatible avec la stabilité des prix. La difficulté sur le plan opérationnel tient au fait que le taux de croissance naturel d'une économie n'est pas constant dans le temps, puisqu'il peut, par exemple, évoluer en fonction du taux de progrès technique. Selon nous, deux facteurs permettent de comprendre les performances récentes de la Chine sur le plan macroéconomique.

Le premier facteur est le ralentissement de la croissance de l'offre globale depuis 1997. Nous pensons que la phase de ralentissement de la croissance vers la fin des années 1990 s'explique par le fait que la Chine avait largement épuisé le potentiel de croissance découlant de l'internationalisation et de la déréglementation généralisées de l'économie. Notre interprétation, à savoir un ralentissement de la croissance en période de maturation économique, repose sur notre opinion plus



générale selon laquelle la croissance spectaculaire enregistrée par la Chine après 1978 est due à la convergence progressive d'un pays en développement auparavant autarcique vers les frontières de la science moderne⁵. Plus un pays se rapproche des frontières de la science mondiale, plus le taux de rattrapage de la croissance diminue, ce qui est cohérent avec le ralentissement du taux de croissance moyen, qui est passé de 9,9 % au cours de la période 1979-1996 à 8,1 % durant la période 1997-2003.

Le second facteur expliquant les récentes performances de la Chine sur le plan macroéconomique tient au net repli entre les deux périodes du taux d'inflation basé sur l'indice des prix de détail⁶, qui est passé d'une moyenne annuelle de 7,8 % en 1979-1996 à -1,2 % en 1997-2003⁷. Cette baisse doit manifestement s'être accompagnée d'un ralentissement de la croissance de la demande globale car, si tel n'était pas le cas, un ralentissement de la croissance de l'offre (cf. ci-dessus) se serait traduit par un recul de la croissance couplé à une hausse de l'inflation (définition de la stagflation), plutôt que par un recul de la croissance couplé à la déflation, résultat qui a été concrètement observé. Plus précisément, le phénomène de recul de la croissance couplé à la déflation constaté en 1997-2003 signifie que le ralentissement de la croissance de la demande globale a été plus prononcé que le ralentissement de la croissance de l'offre.

Dans la partie suivante, nous développerons l'idée que le récent épisode de déflation en Chine est atypique dans l'histoire macroéconomique du pays après 1978. Les tendances inflationnistes sont inhérentes à l'économie chinoise, cette dernière étant partiellement réformée. Nous défendrons ensuite l'idée que les dysfonctionnements du système bancaire chinois introduisent un biais déflationniste dans l'économie, dès lors que le gouvernement impose des contraintes budgétaires strictes aux entreprises publiques.

TENDANCES INFLATIONNISTES SYSTÉMIQUES : LE « TANGO DE LA LIQUIDITÉ » JUSQU'EN 1995

Nous soutenons que la libéralisation de l'économie chinoise après 1978 a interagi avec le fait que l'État restait propriétaire des principales entreprises financières et industrielles⁸ pour donner naissance à des tendances inflationnistes inhérentes à l'économie. Plus précisément, la libéralisation de l'économie chinoise a commencé par privilégier les réformes en matière de décentralisation plutôt que la défense des activités économiques privées, d'où un « tango de la liquidité » de nature inflationniste entre les entreprises publiques et les banques publiques. Ce mécanisme de « danse de la liquidité » est expliqué ci-dessous.



L'autonomie renforcée sur le plan opérationnel accordée aux entreprises publiques a entraîné l'apparition du phénomène de « soif d'investissement ». Cette accélération de la demande de fonds destinés à l'investissement émanant des entreprises publiques est le résultat de deux facteurs :

1 - une plus grande difficulté pour l'État à contrôler l'intégrité financière des transactions effectuées par les entreprises publiques (une fois que ces dernières aient été autorisées à acheter et à vendre aux prix qu'elles avaient négociés, l'État a eu beaucoup de mal à déceler les cas de malversations dus à la sous-facturation) ;

2 - la réticence de l'État à fermer les entreprises publiques déficitaires. De fait, les entreprises publiques n'ont pas été soumises à une contrainte budgétaire rigoureuse.

Pour résumer, la « soif d'investissement » des entreprises publiques s'explique par l'opportunité de socialiser leurs dettes au moyen de nouveaux prêts bancaires et de privatiser leurs bénéfices *via* des manipulations comptables.

En outre, toute demande de prêt à l'investissement trouve une justification imparable. La demande émanant d'une entreprise publique rentable se justifie par la possibilité de réaliser davantage de bénéfices pour l'État. La demande formulée par une entreprise déficitaire se justifie, quant à elle, par le besoin d'accroître sa compétitivité *via* la modernisation technique ou de lancer de nouvelles lignes de produits. Cependant, cette « soif d'investissement » des entreprises publiques peut provoquer une hausse des prix uniquement lorsqu'elle est étanchée par des fonds destinés à l'investissement, et le fait est que les réformes en matière de décentralisation ont permis aux banques publiques de faire face à la multiplication des demandes de prêt, d'où l'expression « tango de la liquidité ». Les banques publiques ont commencé à jouer un rôle plus important en 1983, lorsque l'État a cessé de fournir des capitaux circulants aux entreprises publiques pour confier cette mission aux banques publiques. Parallèlement, les banques publiques ont été autorisées à consentir des crédits à long terme pour réaliser des investissements (le budget est resté une source de fonds destinés à l'investissement, mais dans des proportions décroissantes au fil du temps). Le grand changement d'ordre institutionnel est intervenu en 1984, quand les banques publiques ont bénéficié d'une autonomie renforcée dans leurs décisions d'octroi de prêts. Toutefois, l'évolution de la structure administrative du système financier s'est avérée encore plus lente. Les agences locales des banques publiques sont tenues d'encourager le développement de l'économie locale et de se soumettre à l'autorité du gouvernement local. Le personnel des agences bancaires dépend du gouvernement local pour ce qui est des allocations logement et des



prestations sociales et médicales. Il est, en outre, fréquent que le gérant d'une agence locale soit nommé sur recommandation du gouvernement local.

Même si les réformes en matière de décentralisation n'ont, en rien, modifié le système de quotas de crédit instauré par l'autorité financière centrale, les banques locales ont été confrontées après 1984 à une multiplication des incitations financières et à une intensification des pressions politiques pour les pousser à aller au-delà de leurs quotas de crédit. La multiplication des incitations découlait du fait que les revenus personnels des banques locales étaient devenus plus tributaires du volume de prêts octroyés. L'intensification des pressions exercées par les gouvernements locaux s'expliquait par deux facteurs : d'une part, leurs recettes fiscales dépendaient davantage de la prospérité de l'économie locale et, d'autre part, ils co-investissaient souvent dans les entreprises publiques locales.

La convergence des intérêts personnels et des pressions extérieures a eu deux conséquences : de nombreuses banques publiques n'ont pas respecté les quotas de crédit lorsqu'elles disposaient de réserves excédentaires et ont eu recours à des pratiques ingénieuses pour « soutirer » davantage de réserves à la Banque centrale. Une méthode usitée consistait à prêter aux entreprises locales les fonds destinés aux projets nationaux. Lorsque la réalisation d'un projet piloté au niveau national commençait à puiser dans les crédits affectés au plan national, la banque locale exposait à la Banque centrale le dilemme devant lequel elle se trouvait, à savoir appuyer ou interrompre l'exécution du projet national. Comme ces pratiques étaient communes à de nombreuses banques, la Banque centrale a, en général, opté pour le compromis plutôt que pour la fermeture, jusqu'en 1995 environ. Cette conjugaison d'actions menées par les gouvernements locaux, les entreprises publiques et les banques locales a entraîné une hausse constante de la demande globale et fait de l'inflation un risque permanent durant la période 1984-1995.

Les réformes institutionnelles de la Banque centrale et des banques publiques mises en œuvre en juillet 1993 dans le cadre d'une campagne d'austérité n'ont pas permis de changer les choses. Chen Yuan, gouverneur adjoint de la Banque centrale à l'époque, a indiqué lors d'une conférence en 1995 que « l'enthousiasme pour la croissance économique dans certaines régions est si ardent qu'il est très difficile de stopper complètement le surinvestissement financé par le crédit bancaire forcé » (Chen, 1996, pp. 25).

Il convient de noter que cette tendance au développement excessif du crédit favorise également l'accumulation rapide de créances douteuses. Le corollaire du détournement des bénéficiaires dans les entreprises



publiques est l'accroissement des créances douteuses dans les banques publiques. A terme, le prix du « tango de la liquidité » ne se limite pas à l'inflation, il implique également un transfert du secteur public vers le secteur privé en raison de la nécessité de recapitaliser périodiquement les banques publiques.

*FIN DU « TANGO DE LA LIQUIDITÉ » :
DÉFLATION ET EXCÉDENTS DE LA BALANCE COURANTE
ENTRE 1997 ET 2003*

Lorsque la croissance du PIB est passée de 3,8 % en 1990 à 14,2 % en 1992 et en l'absence de signes de ralentissement de la croissance en 1993, il est apparu clairement aux responsables politiques que la Chine connaissait une phase de surchauffe préoccupante, qui s'accompagnerait bientôt d'une nette hausse de l'inflation. Au milieu de l'année 1993, le vice-Premier ministre Zhu Rongji a été chargé de rétablir l'équilibre macroéconomique du pays.

Il n'a pas été facile de mettre un terme au « tango de la liquidité » entre les entreprises publiques et les banques publiques. En effet, les banques continuaient à dépasser leurs quotas de crédit en 1995 et la croissance et l'inflation se sont établies à 10,5 % et 14,8 % respectivement cette même année. Zhu Rongji a alors commencé à révoquer les directeurs de certaines banques, dès lors que leurs établissements accordaient trop de prêts ou permettaient un accroissement trop rapide de la proportion de créances douteuses. Il a également entrepris de tancer publiquement de hauts fonctionnaires provinciaux incapables de freiner la croissance de l'investissement. Le reste relève, comme on dit, de l'histoire. En 1996, la croissance du PIB est retombée à 9,6 % et l'inflation basée sur l'indice des prix de détail, est ressortie à 6,1 %. Zhu Rongji ne restera probablement pas dans les mémoires comme un administrateur populaire, mais il a le mérite d'avoir mis un terme au « tango de la liquidité » durant son mandat.

Zhu Rongji a poursuivi la mise en œuvre de son programme d'austérité et l'inflation, basée sur l'indice des prix de détail, est retombée à 0,8 % en 1997 et à -2,6 % en 1998, provoquant ainsi un retour de la déflation en Chine pour la première fois depuis 1972. À première vue, les pressions déflationnistes systémiques qui ont pesé sur l'économie chinoise en 1997-2003 résultaient, d'une part, de la baisse du multiplicateur monétaire (phénomène que de nombreux économistes chinois appellent la « trappe à liquidité ») et, d'autre part, d'un ralentissement de la croissance de la consommation (phénomène connu sous l'expression « paradoxe de l'épargne »). Le taux d'épargne est passé de près de 20 % du PIB en 1981 à 30 % en 1988, puis à 40 % en 2002.



Après analyse, nous pensons toutefois que ces deux phénomènes ont une origine commune, à savoir l'absence d'une intermédiation financière appropriée en Chine. La trappe à liquidité est apparue au milieu des années 1990, lorsque Zhu Rongji a décrété la révocation du directeur de toute banque publique dont le ratio de créances douteuses augmenterait pendant deux années consécutives. Comme la majorité des entreprises publiques étaient dans le rouge ou venaient d'atteindre le seuil de rentabilité, les banques se sont montrées réticentes à l'idée de leur prêter des fonds. L'octroi de davantage de prêts aux entreprises privées n'était pas vraiment une solution satisfaisante pour deux raisons : leur statut juridique était inférieur à celui des entreprises publiques et il n'existait aucun moyen fiable d'évaluer leur bilan. La seule activité pour laquelle les banques étaient disposées à prêter leurs fonds était l'achat d'obligations d'État, c'est-à-dire le financement du déficit public.

Il existe par conséquent deux moyens d'éliminer la trappe à liquidité. Le premier consiste à pérenniser le « tango de la liquidité ». La « soif d'investissement » des entreprises publiques épuisera certainement la totalité de l'épargne domestique. Le second consiste à assurer le fonctionnement du système d'intermédiation financière, en supprimant la discrimination juridique à l'encontre des prêts au secteur privé et en élaborant des normes de comptabilité et d'audit uniformes et assorties de mécanismes fiables pour les faire appliquer.

Lors des débats consacrés à la progression du taux d'épargne, une opinion très répandue est que cette progression témoigne du sentiment d'incertitude, quant à l'avenir éprouvé par de nombreux collaborateurs d'entreprises publiques face à la privatisation généralisée des entreprises publiques déficitaires. Nous pensons que cette explication est totalement incomplète car le taux d'épargne s'est également inscrit en hausse en milieu rural, alors que les habitants des zones rurales ont peu à craindre des pertes d'emplois dans le secteur public, aucun d'entre eux ne travaillant dans ce secteur. En nous appuyant sur les travaux de Liu et Woo (1994) consacrés au comportement en matière d'épargne, nous émettons l'hypothèse suivante : le désir d'investir est un facteur essentiel pour expliquer l'accroissement du taux d'épargne en milieu rural. L'essor industriel en Chine au cours de la période 1984-1994 a été le plus marqué dans les zones rurales. Les entreprises non publiques situées en milieu rural ne pouvant obtenir de prêt bancaire, le seul moyen de s'établir est de recourir à l'autofinancement, qui impose aux futurs chefs d'entreprise de commencer par épargner. Au cours de la toute première phase d'industrialisation rurale, la quantité de capitaux nécessaire pour ouvrir un atelier d'usine était très faible. Après une décennie de forte croissance industrielle, les campagnes chinoises sont saturées

d'entreprises à forte intensité de main-d'œuvre. La concurrence entre les entreprises rurales étant très rude actuellement, il n'est plus pertinent, économiquement parlant, d'investir et d'ouvrir le même type d'atelier. Les entreprises rurales doivent donc passer à l'étape ultérieure de production à valeur ajoutée afin de devenir plus rentables. Cette nouvelle génération d'entreprises rurales se caractérise par une intensité capitaliste beaucoup plus forte, ce qui impose une mise de fonds initiale nettement plus élevée. En outre, les habitants des zones rurales ont réagi à l'augmentation des besoins en capitaux en relevant leurs taux d'épargne.

Tableau n° 3
Évolution de l'investissement par type d'entreprise

	Investissement exprimé en % du PIB		
	L'investissement correspond à la formation de capital fixe		
	Total	Rural	Entreprises publiques
1981	19,8	5,1	13,7
1982	23,2	6,2	16,0
1983	24,1	7,0	16,0
1984	25,6	7,7	16,5
1985	28,4	7,6	18,7
1986	29,6	8,0	20,4
1987	30,4	8,9	19,2
1988	30,1	8,9	18,5
Événements de Tian An Men du 4 juin, 1989-1991			
1992	29,5	7,5	19,8
1993	36,0	8,0	22,1
1994	36,4	7,5	20,6
1995	34,2	7,5	18,6
1996	33,8	7,9	17,7
1997	33,5	7,7	17,6
1998	36,3	7,5	19,6
1999	36,4	7,5	19,4
2000	36,8	7,5	18,4
2001	39,0	7,6	18,5
2002	41,5	7,6	18,0
Moyenne 1984-1988	28,8	8,2	18,7
Moyenne 1992-1996	34,0	7,7	19,8
Moyenne 1997-2002	37,2	7,6	18,6

1984 est l'année au cours de laquelle le gouvernement central a indiqué clairement qu'il n'avait aucune objection idéologique à la création d'entreprises rurales.

Rural = coopératives rurales et entreprises individuelles rurales.

Entreprises publiques = uniquement les entreprises dont l'État est le propriétaire ; sont exclues les entreprises sous contrôle de l'État répertoriées dans diverses catégories d'entreprises détenues conjointement (par exemple sociétés par actions, *joint-ventures*).

Source : China Statistics Yearbook, compilation à partir de plusieurs éditions annuelles.



Puisque le phénomène d'épargne motivée par l'investissement doit également s'observer au sein de la communauté urbaine chinoise, l'explication classique et pessimiste de la hausse du taux d'épargne en milieu urbain n'est qu'en partie exacte. En réalité, compte tenu de l'assouplissement régulier de la réglementation s'opposant à la création d'entreprises privées dans les zones rurales et urbaines, le montant de l'épargne motivée par l'investissement en Chine ne pouvait que s'accroître davantage. À ceux que notre hypothèse d'épargne motivée par l'investissement laisse sceptiques, nous voulons signaler que Jeffrey Williamson (1988), historien économique, a résumé les performances historiques de l'Europe Occidentale et de l'Amérique du Nord ainsi : « la demande d'investissement semble être le moteur de l'accumulation de l'épargne privée, hier comme aujourd'hui »⁹.

Le tableau n° 3 décrit l'évolution de l'investissement en Chine après 1978. Le total de formation en capital fixe a augmenté à long terme en pourcentage du PIB : la moyenne annuelle est passée de 28,8 % en 1984-1988 à 34 % en 1992-1996, puis à 37,2 % en 1997-2002. Les investissements réalisés par les entreprises publiques se sont accrus durant la période 1992-1996 (19,8 %), avant de retomber au niveau initial de 1984-1988 (18,7 %)¹⁰. Contrairement à la progression à long terme de l'investissement total et à la probable hausse à long terme des investissements publics, la part de l'investissement rural a reculé à long terme, passant de 8,2 % en 1984-1988 à 7,7 % en 1992-1996, puis à 7,6 % en 1997-2002. Notre hypothèse est la suivante : une cause majeure de la diminution de la part de l'investissement rural tient au fait que l'usine classique à forte intensité de main-d'œuvre n'est plus rentable et que les chefs d'entreprise en milieu rural n'ont pas pu emprunter les fonds nécessaires pour réaliser les investissements à plus forte intensité capitalistique qui s'imposent pour la prochaine génération d'entreprises rurales¹¹.

Nous démontrons maintenant qu'une intermédiation financière inadaptée a une autre conséquence, à savoir un excédent chronique de la balance courante. Pour le comprendre, examinons l'équation suivante :¹²

$$\begin{aligned} & (\text{excédent de la balance courante}) = (\text{excédent du budget de l'État}) \\ & + (\text{épargne des entreprises publiques} - \text{investissement des entreprises publiques}) \\ & + (\text{épargne du secteur non public} - \text{investissement du secteur non public}) \end{aligned}$$

La propension de la Chine à enregistrer de manière persistante une balance courante excédentaire ne s'est manifestée qu'après 1994 du fait des changements politiques majeurs mis en œuvre durant cette année. Avant 1994, le déficit du budget de l'État étant en général faible,



l'absorption vorace de prêts bancaires par les entreprises publiques afin d'investir de manière inconsidérée s'est généralement traduite par une balance courante déficitaire. Lorsque Zhu Rongji a mis en place des contrôles plus stricts des banques publiques à partir de 1994, la baisse du taux de croissance des investissements réalisés par les entreprises publiques a permis à la propension innée de la Chine à enregistrer une balance courante excédentaire de se manifester uniquement à partir de 1995. La forte tendance à l'accroissement de l'excédent de la balance courante résulte essentiellement de la progression à long terme de l'épargne du secteur non public pour les raisons identifiées plus haut, à savoir le relèvement à long terme de la mise de fonds initiale nécessaire et l'amélioration à long terme de l'attitude officielle à l'égard du capitalisme¹³. La « soif d'investissement » des entreprises publiques ayant été contenue, l'épargne excédentaire résiduelle a fui à l'étranger sous la forme d'un excédent commercial. Une intermédiation financière inadaptée avait donc fait de la Chine un pays exportateur de capitaux !

Ce résultat pervers en termes de balance courante n'est pas nouveau. En effet, Taïwan a rencontré le même problème jusqu'au milieu des années 1980, à l'époque où toutes les banques taïwanaises étaient la propriété de l'État et gérées conformément à la réglementation de la Fonction publique, selon laquelle le responsable du service de prêts était tenu de rembourser tout prêt douteux qu'il avait consenti. Il en a résulté un échec cinglant de l'intermédiation financière, qui s'est traduit par un excédent de la balance courante taïwanaise équivalent à 21 % du PIB en 1986. La Chine n'a pas enregistré les excédents astronomiques observés à Taïwan au milieu des années 1980 en raison de son déficit budgétaire record et des investissements toujours excessifs réalisés par les entreprises publiques.

Visiblement, l'accroissement des déficits budgétaires et des investissements réalisés par les entreprises publiques afin de lutter contre la déflation et de réduire l'excédent commercial ne peut être une solution satisfaisante qu'à court terme. À long terme, la progression des investissements publics pourrait suivre une tendance à la recherche de rente (*rent-seeking*) de plus en plus prononcée, qui est source de gaspillages comme au Japon (par exemple, la construction d'un deuxième grand pont destiné à une île faiblement peuplée, qui profite à une entreprise du bâtiment ayant des connexions politiques), et la multiplication des investissements réalisés par les entreprises publiques pourrait se transformer en créances douteuses pour les banques publiques. La solution adéquate au problème de l'épargne excédentaire n'est pas que le gouvernement l'absorbe en creusant son déficit budgétaire, mais elle consiste à élaborer un mécanisme amélioré de coordination de l'épargne privée et de l'investissement privé. Cette solution est pertinente, indépen-

damment de la véracité de notre hypothèse d'épargne motivée par l'investissement. Nous ferons valoir par la suite que la création de banques privées chinoises et l'arrivée de banques étrangères contribueront à corriger le problème de l'intermédiation financière inadaptée et à faire disparaître les tendances déflationnistes nées de la trappe à liquidité et du paradoxe de l'épargne. Le fait est que le système bancaire actuel est un entonnoir, situation que nous allons maintenant examiner.

LE SYSTÈME BANCAIRE CHINOIS : QUE FAUT-IL FAIRE ?

En 1997-1998, le gouvernement a injecté de nouveaux capitaux dans les banques chinoises et transféré une grande partie des créances douteuses aux sociétés de gestion d'actifs contrôlées par l'État. Ces mesures ont eu pour effet de relever le ratio de solvabilité des quatre principales banques publiques de 4,4 % fin 1996 à plus de 8 % fin 1998 (cf. tableau n° 4). Cependant, l'apparition rapide de nouvelles créances douteuses après 1998 a entraîné une diminution du ratio de solvabilité moyen des quatre principales banques publiques à 5 % début 2002¹⁴. Les tentatives de réforme du système bancaire de ces dernières années ont échoué et les banques publiques doivent aujourd'hui être à nouveau renflouées¹⁵.

238

Tableau n° 4
La fragilité croissante du secteur bancaire chinois

	Fin 1996	Fin 1998	Début 2002
Proportion de créances douteuses (%)			
4 banques principales	40,0	48,0	35,0
10 banques par actions	-	13,5	15,5
Ratio de solvabilité moyen (%)			
4 banques principales	4,4	> 8,0	5,0

Notes : la proportion de créances douteuses dans les 4 banques principales pour 1996 et 1998 est estimée sur la base de nouvelles informations communiquées début 2001. La proportion pour 2001 excluait 1,4 billion de renminbi transférés aux sociétés de gestion d'actifs l'année précédente.

Source : estimations de Citigroup.

Dans ce contexte de fragilité du système bancaire, la Chine s'est engagée à ouvrir totalement son système bancaire dans un délai de 5 ans après son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce (OMC), qui a eu lieu en décembre 2001. Les banques étrangères pourraient réaliser des transactions en devises dès l'entrée de la Chine dans l'OMC, effectuer des opérations avec les entreprises locales en renminbi après 2 ans et procéder à des transactions avec les ménages locaux en devises locales après 5 ans. Si la concurrence des banques étrangères ne devrait se faire sentir que dans les villes côtières, du moins au départ, les pressions



s'exerçant sur les banques nationales pourraient être intenses, dans la mesure où les quatre banques principales réalisent environ 95 % de leurs bénéfices dans une demi-douzaine de villes côtières (Shanghai, Beijing, Xiamen, Shenzhen, Guangzhou et Tianjin). Compte tenu de l'absence d'assurance pour les déposants en Chine, la question est de savoir si les clients estimeront que les banques étrangères risquent de mettre les banques publiques en situation de faillite ouverte et se précipiteront pour retirer leurs économies placées dans les banques publiques, déclenchant ainsi un cercle vicieux de contraction du crédit, qui provoquerait le dépôt de bilan des entreprises, l'état de cessation de paiement des institutions financières saines et une nouvelle contraction du crédit.

Notre interprétation est la suivante : même si les pressions sur les banques publiques se traduisent par des retraits de fonds de la part des clients, une crise généralisée est peu probable car la Banque centrale pourra émettre de la monnaie centrale à l'attention des banques publiques afin de faire face aux retraits. L'accroissement de la base monétaire émise par la Banque centrale ne peut pas aisément conduire à une perte de réserves de change, dans la mesure où le contrôle des changes, que nous défendons, reste en place et devrait le rester dans un avenir prévisible. L'accroissement de la base monétaire émise par la Banque centrale n'aura pas une forte incidence sur l'inflation car il s'agit essentiellement d'un déplacement des dépôts bancaires vers les liquidités ou d'un transfert entre certaines banques et d'autres établissements, et non d'un déplacement vers la consommation de biens. En réalité, dans le contexte déflationniste actuel, un déplacement des dépôts bancaires vers les biens est un phénomène qui serait source de stabilisation sur le plan macroéconomique ! Pour résumer, le gouvernement dispose des outils pour réagir à l'évolution des préférences en matière de dépôts bancaires, même à une panique bancaire modérée, sans risquer de provoquer un effondrement du taux de change ou une inflation galopante.

À l'image de Fan Gang (dans ce numéro), nous pourrions donc faire valoir que si le gouvernement chinois décide de continuer à faire des banques publiques le mécanisme dominant d'intermédiation financière, alors les banques publiques ne devraient pas être à nouveau renflouées. La solution idéale pour ralentir le rythme d'apparition de créances douteuses dans un système financier dominé par les banques publiques et pour pérenniser la situation budgétaire est de maintenir les créances douteuses sur les comptes des banques publiques, « le statut financier de ces prêts... étant constamment surveillé et publiquement discuté » dans les médias. Nous pensons toutefois que la solution de Fan Gang peut, au mieux, être une solution à moyen



terme. Selon nous, l'adhésion de la Chine à l'OMC a rendu inévitable la recapitalisation des banques publiques au cours de la prochaine décennie. En effet, le montant élevé des créances douteuses dans les banques publiques signifie que les coûts d'exploitation de ces dernières sont beaucoup plus élevés que ceux des banques étrangères. Les banques publiques doivent verser des intérêts sur les dépôts, qui sont la contrepartie des prêts douteux, alors que le service des intérêts sera assuré pour l'ensemble des prêts octroyés par les banques étrangères (du moins au départ). Les banques étrangères pouvant se permettre de pratiquer des taux sur les dépôts plus élevés et des taux sur les prêts plus bas, la disparition des banques publiques semble assurée, à moins qu'elles ne soient soulagées du poids de leurs créances douteuses.

Pour formaliser la relation ci-dessus, à savoir que l'accumulation de créances douteuses a pour effet d'augmenter le taux sur les prêts, nous notons que la contrainte en matière de *cash flow* qu'une banque (indépendamment de sa solvabilité) doit respecter en l'absence de subventions de l'État, de coûts d'exploitation et de ratio de réserves obligatoires s'exprime ainsi :

$$r_D D = r_L [D - \text{créances douteuses}]$$

où r_D = taux sur les dépôts,
 r_L = taux sur les prêts, et
 D = montant des dépôts.

240

Cela signifie que si les créances douteuses correspondent à un tiers des dépôts, alors le taux sur les prêts doit au moins être supérieur de 50 % au taux sur les dépôts. Par exemple, si $r_D = 4\%$, alors r_L doit au moins être égal à 6 %. Comme une nouvelle banque (nationale ou étrangère) ne comptabilise aucune créance douteuse, elle peut pratiquer un taux sur les dépôts plus élevé et un taux sur les prêts plus bas (par exemple $r_D = 4,2\%$ et $r_L = 5,8\%$) que les banques publiques, et par conséquent dépasser les banques publiques des activités de dépôt et de prêt.

Pour que l'idée de Fan Gang d'absence de nouvelle recapitalisation fonctionne, il est indispensable que les banques étrangères (qui seront à pied d'égalité avec les banques chinoises en 2008), pour une raison ou pour une autre, ne se développent pas de manière agressive en dehors des grandes villes côtières pour couvrir le reste du pays en implantant des agences en peu de temps. Nous supposons que la méthode de Fan Gang peut s'appliquer pendant environ 7 à 10 ans car nous pensons que seuls HSBC et Citibank sont susceptibles de développer fortement leur réseau bancaire en Chine durant la prochaine décennie, mais essentiellement dans les grandes provinces côtières.

La priorité numéro un en matière de réforme du secteur financier est la naissance et le développement de banques privées chinoises compétitives. La Chine étant tenue, du fait de son adhésion à l'OMC, de



permettre aux banques étrangères de concurrencer ses banques publiques sur un pied d'égalité d'ici à 2007, ne pas favoriser la création de véritables banques privées chinoises s'apparenterait à un non sens. Il n'y a aucune raison de préférer les banques privées étrangères aux banques privées chinoises et aucune raison pour que la Chine ne donne pas à ses meilleurs experts financiers l'opportunité de rivaliser avec les meilleurs experts financiers étrangers et d'obtenir les mêmes succès éclatants que ces derniers. Par conséquent, nous préconisons que, juste après la recapitalisation des 4 principales banques publiques, au moins 2 d'entre elles fassent l'objet d'une scission en plusieurs banques régionales, et que la majorité de ces banques régionales soient privatisées¹⁶. Parallèlement, les lois en matière de création de nouvelles banques devraient être assouplies et les taux d'intérêt déréglementés. Cependant, il est primordial que la libéralisation du secteur financier ne se fasse pas plus rapidement que le développement de la capacité de l'État à réglementer le secteur financier. Même dans ce cas, le risque de remplacer la faillite financière par la répression financière demeure bien réel. Un système financier moderne nécessite un système moderne de surveillance financière et de règles prudentielles pour fonctionner.

La cession de quelques-unes des banques publiques régionales à des banques étrangères serait une bonne idée car elle faciliterait le transfert des techniques bancaires modernes aux banques chinoises. Plus les banquiers internationaux formeront de personnel local, plus le réservoir de futurs directeurs de banques à capitaux chinois sera important. Une accélération du processus visant à encourager le développement d'institutions financières privées chinoises saines et à permettre l'entrée d'établissements financiers étrangers réduirait certainement le temps qu'il faudrait à Shanghai pour trouver sa place légitime parmi les plus grands centres financiers internationaux et pour contribuer à une intermédiation plus efficace de l'épargne mondiale.

Nous devrions préciser que l'entrée des banques occidentales sur les marchés financiers chinois et la libéralisation du compte de capital dans la balance des paiements sont deux choses différentes. Nous ne pensons pas que la Chine aurait intérêt à ouvrir rapidement le compte de capital car cela pourrait l'exposer à des fluctuations rapides des capitaux à court terme, analogues à celles qui ont ébranlé les économies d'Asie du Sud-Est et d'Amérique Latine. Comme pour la libéralisation du marché financier, l'ouverture du compte de capital devrait également se faire progressivement, par étapes, car elle doit s'accompagner d'une réglementation complexe du marché financier, chose qui n'existe pas actuellement. Les banques étrangères pourraient soudain servir d'intermédiaires à d'importantes fuites de capitaux ou à



des fluctuations rapides des prêts et remboursements à court terme, ou encore favoriser des paniques bancaires (les déposants ne se contentant pas de changer de banque ou de passer de banques chinoises à la devise nationale mais renonçant aux dépôts nationaux au profit des actifs étrangers).

UNE SITUATION PRÉCAIRE SUR LE PLAN BUDGÉTAIRE

Comme le gouvernement avait renfloué les banques en 1998 et doit recommencer aujourd'hui, la question clé est de savoir combien de recapitalisations supplémentaires la Chine peut se permettre sans provoquer une crise budgétaire. La viabilité budgétaire est au cœur de la question de l'éclatement d'une crise bancaire dans les faits. Tant que l'État sera perçu comme capable et désireux de renflouer les banques publiques, les déposants continueront à accorder leur confiance à ces dernières, quel que soit l'état réel de leurs bilans.

Le montant de la dette publique reconnue officiellement s'élève à seulement 16 % du PIB, il est donc fréquent que les responsables politiques promettent que les déficits budgétaires actuellement inférieurs à 3 % du PIB ne constituent pas un problème pour le service de la dette assuré par l'État. Toutefois, la mesure analytiquement correcte de la dette publique est la dette consolidée du secteur public, qui inclut au moins une partie des dettes éventuelles (par exemple la dette extérieure des entreprises et banques publiques et les régimes de retraite par répartition dans le secteur des entreprises publiques), dont l'État pourrait devoir assumer la responsabilité dans le cas où les entités qu'il contrôle manqueraient à leurs obligations financières. À noter que si un analyste assimile les créances douteuses à des dettes éventuelles, il calcule alors le véritable montant futur de la dette publique à l'issue d'une nouvelle recapitalisation des banques, c'est-à-dire la seconde depuis 1996. D'après Fan Gang (2003), la dette publique consolidée fin 2001 s'établissait à 72 % du PIB et, selon Citibank (2002), elle pourrait s'élever à 115 %. Le ratio dette/PIB de la Chine est-il actuellement trop faible ou trop élevé ?

Pour répondre à cette question, nous constatons que les ratios dette publique/PIB de l'Italie, de la Suède et des États-Unis ressortaient à 117,6 %, 70,8 % et 50,5 % respectivement en 1995¹⁷. Par conséquent, si la Chine procède à la seconde recapitalisation des banques depuis 1997, sa dette publique se situera toujours au sein de la fourchette observée dans les pays développés de l'OCDE qui ne subissent pas de crise budgétaire. Cependant, deux faits montrent que cette conclusion n'a rien d'optimiste.

D'une part, la recapitalisation imminente des banques chinoises



semble être le dernier renflouement *d'envergure* auquel le gouvernement peut procéder à court terme sans remettre en question la stabilité des marchés financiers chinois et sa réputation sur les marchés financiers internationaux. Une troisième recapitalisation (depuis 1997) porterait le ratio dette/PIB à plus de 150 %, soit un chiffre nettement supérieur à la norme fixée par l'OCDE.

D'autre part, si la Chine renfloue les banques publiques une seconde fois, elle mettra alors en péril la politique budgétaire expansionniste qui a permis de maintenir la croissance du PIB au-delà de 7 % depuis 1997. En effet, les recettes publiques de la Chine, exprimées en pourcentage du PIB, augmentent beaucoup moins fortement que dans les pays de l'OCDE, d'où une capacité nettement moindre à assurer le service de la dette publique. Le ratio recettes publiques/PIB s'élevait à 16,2 % en Chine en 2001, à 30 % en Italie en 1995, à 38 % en Suède en 1995 et à 21 % aux États-Unis en 1996¹⁸. L'accroissement du service de la dette consécutif à la deuxième recapitalisation des banques représentera environ 1,5 à 2,5 % du PIB¹⁹. Si la Chine renforce le recouvrement des impôts ou réduit ses dépenses d'infrastructure afin de couvrir cet accroissement du service de la dette, alors la seconde recapitalisation des banques publiques aura pour effet de freiner la relance budgétaire qui a permis de maintenir le taux de croissance du PIB au-dessus de 7 %. De ces deux solutions, la réduction des dépenses ne saurait être considérée comme la moins plausible, dans la mesure où l'expérience de la Chine en matière de réformes a montré que les fréquents changements apportés à la fiscalité n'ont pas permis d'augmenter les recettes publiques de manière substantielle pendant une longue période. Le ratio recettes publiques/PIB peu élevé pourrait s'expliquer par le fait que le renforcement de la perception des impôts constitue un défi autant politique qu'administratif.

Si la question de la viabilité budgétaire est examinée sous l'angle plus large de la dynamique de la dette, on pourrait être tenté de se montrer plus optimiste quant à la situation actuelle et d'écarter l'existence d'un compromis entre recapitalisation des banques et relance budgétaire comme indiqué dans le paragraphe précédent. Cette analyse optimiste reposerait sur le fait que le taux de croissance tendanciel annuel de la Chine au cours des 15 prochaines années pourrait s'élever à au moins 7 % et donc que le ratio dette/PIB élevé, égal à 115 % aujourd'hui, pourrait être réduit au fil du temps par le taux élevé de croissance de la production. Il n'est donc pas nécessaire de freiner la relance budgétaire pour faire face à l'accroissement du service de la dette consécutif à la seconde phase de recapitalisation des banques. La Chine pourrait se contenter d'emprunter davantage afin de couvrir l'accroissement du service de la dette et d'attendre que l'économie croisse plus rapidement que la dette.

Pour formaliser l'argument ci-dessus, l'optimisme repose sur l'évolution du ratio dette/PIB définie ainsi :

$$d(\ln[\text{dette}/\text{PIB}]) / dt = r + [\text{PIB} / \text{dette}] \cdot [p + b] - y$$

où r = taux d'intérêt réel sur la dette publique
 p = taux du déficit budgétaire primaire
 = [dépendances publiques hors service de la dette - recettes publiques] / PIB
 b = taux d'apparition de créances douteuses
 = [évolution des créances douteuses dans les banques publiques] / PIB
 y = taux de croissance tendanciel du PIB réel

Concernant le *scénario optimiste*, nous supposons que $y = 8\%$, $p = 2\%$ et $r = 4\%$ ²⁰. Le fait que la Chine doive désormais entreprendre une nouvelle recapitalisation après celle de 1998 afin de liquider des créances douteuses représentant environ 35 % du PIB laisse penser que b avoisine 6 %.

Tant que $y > r$, le ratio dette/PIB aura une valeur d'équilibre lorsque la somme $(p+b) > 0$. Plus précisément,

$$(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = (p+b)/(y-r)$$

$(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = 200\%$ quand $b = 6\%$
 $(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = 125\%$ quand $b = 3\%$
 $(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = 50\%$ quand $b = 0\%$.

Même dans l'hypothèse où le taux d'apparition de créances douteuses est divisé par deux, et tombe à 3 % du PIB, le ratio $(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}}$ qui en résulte est égal à 125 %, soit le double de l'objectif fixé par l'Union européenne pour ses États membres.

Cependant, $r = 4\%$ car le taux d'intérêt a fait l'objet d'une réglementation. Nous supposons désormais que la mise en œuvre de la déréglementation financière qui est nécessaire à un développement sain et normal du secteur financier se traduira par $r = 6\%$ ²¹. Nous obtenons alors :

$$(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = 400\%$$
 quand $b = 6\%$
 $(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = 250\%$ quand $b = 3\%$
 $(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}} = 100\%$ quand $b = 0\%$.

La conclusion importante qui doit être tirée des deux séries d'estimations ci-dessus est que les politiques économiques menées actuellement en Chine se traduiront par un ratio $(\text{dette}/\text{PIB})_{\text{équilibre}}$ sans précédent à l'échelle internationale, et ce, malgré l'hypothèse optimiste d'un taux de croissance à long terme égal à 8 %. Par conséquent, nous pensons que les politiques économiques actuelles ne sont pas viables budgétairement parlant, en dépit de l'existence d'un ratio dette/PIB d'équilibre



théorique, ce qui signifie que la prochaine recapitalisation des banques devra être suivie d'une privatisation au moins partielle de certaines des banques publiques.

En résumé, le ratio dette consolidée/PIB de la Chine sera relativement élevé par rapport aux normes internationales à l'issue d'une deuxième recapitalisation des banques, tandis que son ratio recettes publiques/PIB demeurera relativement faible. Le risque numéro un pour la stabilité du marché financier chinois tient à la viabilité budgétaire, elle-même principalement menacée par les phases successives de recapitalisation des banques. Cette situation précaire est une caractéristique systémique du système bancaire actuel et un vestige de l'époque au cours de laquelle la planification centralisée était le moteur de croissance économique privilégié. Bien évidemment, nous ne pouvons imputer totalement l'apparition de créances douteuses aux banques publiques, leurs principaux clients, à savoir les entreprises publiques, étant tout aussi responsables. Le problème des créances douteuses ne peut être résolu sans qu'une solution ne soit trouvée à celui des entreprises publiques.

LE RETOUR DE L'INFLATION ?

Une évolution de la situation macroéconomique semble s'être produite vers la fin de l'année 2002, qui a coïncidé avec le transfert imminent du pouvoir politique des mains de Jiang Zemin et Zhu Rongji à celles de Hu Jintao et Wen Jiabao. Le taux de croissance de formation de capital fixe, qui était en général inférieur à 20 % (en glissement annuel ou GA) entre 1996 et 2001 et généralement inférieur à 25 % en 2003, a grimpé à 33 % en janvier 2003, niveau auquel il s'est stabilisé pendant le reste de l'année 2003. Le taux d'inflation basé sur l'IPC, positif (en GA) en janvier 2003, a également marqué le début d'une nouvelle tendance. L'inflation basée sur l'IPC est passée de -0,4 % en décembre 2002 à 0,4 % en janvier 2004, puis à 3,2 % en janvier 2003 et enfin à 5,3 % en juillet 2004. En juillet 2003, certains observateurs déclaraient que la Chine connaissait une surchauffe²².

Nous ignorons pendant combien de temps le « tango de la liquidité » qui a repris fin 2002 pourra se poursuivre. À ce stade, nous pourrions toutefois avancer l'argument optimiste selon lequel le sursaut de l'investissement en 2003-2004 était imputable à la conjugaison de quatre facteurs temporaires :

- 1 - un assouplissement provisoire, qui a généré un rebond pendant la phase de transition du pouvoir ;
- 2 - une relance exceptionnelle en vue de compenser les effets déflationnistes de l'épidémie de syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) qui s'est déclenchée au premier semestre 2003 ;



3 - un déplacement des investissements directs étrangers de l'Asie du Sud-Est vers la Chine car l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2002 lui a garanti l'accès à ses marchés d'exportation ;
4 - les efforts concertés déployés par les banques publiques, sur le point d'être cotées en Bourse, pour réduire leurs ratios de créances douteuses en augmentant le volume total de prêts.

Au troisième trimestre 2003, il est devenu flagrant que la déflation avait laissé place à l'inflation et la Banque populaire de Chine (PBC) a annoncé le 23 août que le ratio de réserves obligatoires des banques commerciales et de la plupart des autres établissements financiers de dépôt serait relevé de 6 à 7 % à compter du 21 septembre²³. Parallèlement, l'État a commencé à prendre des mesures administratives telles que la suspension de projets d'investissement comme les zones de développement non autorisées²⁴. Cependant, l'essor de l'économie chinoise ne s'est pas démenti, engendrant une flambée des prix des facteurs de production industrielle et une aggravation des pénuries d'énergie²⁵.

Le 25 mars 2004, la PBC a relevé « le taux directeur pour le recyclage des prêts entre les établissements financiers de 0,63 point de pourcentage... [puis en] avril, le Conseil des affaires d'État a publié un décret réduisant le pourcentage maximum de prêts destinés aux investissements en acier, aluminium, ciment et immobiliers de 75 % à 60 % »²⁶. Par la suite, le 25 avril 2004, la PBC a, de nouveau, relevé le taux de réserves obligatoires, à 7,25 % cette fois. De fait, la plupart des analystes ont anticipé un atterrissage en douceur de l'économie chinoise. A titre d'exemple, le 12 août 2004, Ma Jun, analyste renommé de la Deutsche Bank, a révisé à la baisse sa prévision de croissance pour 2004, de 9,2 % à 9,0 % (prévision datant du 24 juillet 2004).

Bien que le taux de croissance officiel du PIB soit ressorti à 9,1 % au 3^{ème} trimestre 2004, contre 9,6 % au 2^{ème} trimestre 2004, l'activité économique (notamment les dépenses d'investissement) a, contre toute attente, connu une nouvelle accélération en septembre, ce qui a réalimenté les craintes de surchauffe. « Le nouvel indice Goldman Sachs China Activity... montre une accélération modérée de l'économie chinoise, de 11,9 % [en août] à 12,5 % [en septembre] »²⁷. Par conséquent, le 14 octobre 2004, Ma Jun a révisé à la hausse sa prévision de croissance de la production pour 2004 à 9,4 %.

La vision d'une économie au bord d'un sursaut inflationniste était également partagée par la PBC, qui a relevé les taux d'intérêt le 28 octobre 2004 pour la première fois depuis 9 ans. Le taux sur les dépôts à un an et le taux de référence sur les prêts à 1 an ont tous deux été relevés de 27 points de base, à 2,25 % et 5,58 %



respectivement²⁸. Le *New York Times* a cité un analyste financier occidental, qui a salué le relèvement des taux d'intérêt d'octobre 2004, signe pour lui de « l'adoption historique des outils de l'économie de marché permettant d'améliorer la gestion de l'économie ». Selon nous, cette déclaration occulte un point essentiel : les outils de l'économie de marché ne peuvent fonctionner que dans un contexte d'économie de marché. La question technique au sujet de l'efficacité du recours à l'arme des taux d'intérêt pour réduire la demande de prêts est d'ordre économique : la Chine s'inscrit-elle dans un contexte d'économie de marché, où les entreprises publiques ne sont plus soumises à la contrainte budgétaire lâche ? La question pertinente est d'ordre politique : la nouvelle équipe de dirigeants est-elle prête à imposer des contraintes budgétaires strictes aux très nombreuses grandes entreprises publiques déficitaires ? En résumé, les changements institutionnels (par exemple des filets de Sécurité sociale adaptés, une légitimité politique renforcée, l'amélioration des contrôles sociaux) ont-ils suffi, au point que le gouvernement est désormais plus à même qu'il y a 10 ans de faire face aux retombées sociales de la restructuration de l'économie ?

Compte tenu de la hausse limitée des taux d'intérêt, nous avons du mal à croire que l'objectif premier était de réduire la demande de prêts. Il est invraisemblable que l'élasticité des taux d'intérêt qui influent sur la demande de prêts soit passée de zéro (valeur induite par la contrainte budgétaire lâche) à une valeur suffisamment élevée pour que la demande de prêts diminue fortement. Un objectif tout aussi important pourrait être de freiner le retrait des dépôts dû au fait que le taux sur les dépôts, à savoir 1,98 %, est nettement inférieur au taux d'inflation, qui s'établit à 5,2 %. Tous les pays dotés d'un système bancaire en faillite feraient bien de minimiser la probabilité de déclenchement d'une panique bancaire²⁹.

Cependant, si les deux objectifs sont de réduire la demande de prêts et d'empêcher la désintermédiation financière des banques publiques, alors pourquoi procéder à un faible relèvement des taux d'intérêt ? Le taux sur les dépôts demeurant nettement inférieur au taux d'inflation, cela veut-il dire que de nouvelles hausses des taux d'intérêt sont à prévoir à court terme ?³⁰ Nous pensons que l'une des raisons majeures de la hausse limitée des taux d'intérêt est la suivante : la PBC redoute qu'un relèvement plus significatif ne se traduise par un afflux massif de fonds qui l'obligerait à réévaluer le yuan, ce à quoi elle s'oppose. Cette hypothèse d'un taux de change peut être sous-valué, limitant le recours aux taux d'intérêt en vue d'une stabilisation macroéconomique, nous amène tout naturellement à examiner la question de la gestion du taux de change.

*LE « RAFFUT » AUTOUR DE LA VALEUR DU YUAN*

Le fait que les exigences de plusieurs pays portant sur une appréciation du yuan aient été formulées à différents moments et dans des contextes économiques divers donne certainement l'impression que de nombreux analystes étrangers sont convaincus que la réévaluation du yuan est le remède à tous les maux. Depuis que le déficit de la balance courante des États-Unis a commencé à s'envoler, parallèlement à l'application des allègements fiscaux décidés par Bush en 2001, le gouvernement américain a progressivement adopté un ton plus véhément pour réclamer une appréciation du yuan. La position américaine sur le yuan est égoïste, car elle occulte les vrais responsables de la situation, et notamment le rôle fondamental joué par le déficit budgétaire croissant des États-Unis dans le creusement du déficit de leur balance courante. En résumé, les États-Unis voient dans la réévaluation du yuan la solution à un problème créé à l'origine par eux-mêmes.

Si nous analysons de manière plus objective les origines du déficit de la balance courante des États-Unis et la solution idéale à ce « problème » qui touche les États-Unis et la Chine, nous tirerions très vraisemblablement la même conclusion que Ronald Mc Kinnon :

« ... Davantage de membres du Congrès, d'experts et d'électeurs estiment avoir de bonnes raisons d'affirmer que les pays étrangers ont recours à des pratiques commerciales déloyales pour voler les emplois américains, en particulier dans le secteur manufacturier, et donc d'encourager le protectionnisme. Fait paradoxal, si les importations diminuaient fortement, cela empêcherait le transfert de l'épargne des pays étrangers vers les États-Unis et provoquerait un resserrement du crédit, avec, à la clé des pertes d'emplois américains peut-être encore plus importantes.

La solution ne réside pas dans les tarifs douaniers, les fluctuations du taux de change ou les subventions accordées au secteur manufacturier, qui ne font qu'accroître le déficit budgétaire. Le meilleur moyen d'atténuer les pressions protectionnistes et d'apaiser les craintes au sujet du secteur manufacturier américain est que le gouvernement consolide les finances publiques et mette délibérément tout en œuvre pour dégager des excédents, en résumé qu'il élimine les faiblesses de l'économie américaine en matière d'épargne »³¹.

Comme indiqué plus haut, Harukiko Kuroda et Masahiro Kawai, membres du ministère japonais des Finances, se sont joints aux États-Unis en décembre 2002 pour demander une réévaluation du yuan en invoquant un motif inédit, à savoir que cette intervention s'imposait afin d'empêcher la Chine d'exporter la déflation dans le reste du monde. La recommandation de Kuroda et Kawai soulève un problème fondamental : il est impossible de rejeter la responsabilité de la déflation au



Japon sur la Chine pour des raisons de date. En effet, la déflation est apparue au Japon au moment de l'éclatement de la bulle boursière et immobilière en 1992, tandis que la Chine n'a connu la déflation qu'à partir de 1998³². Il serait tout simplement absurde d'affirmer que les producteurs japonais ont commencé à diminuer leurs prix en 1992 en anticipation de la déflation que connaîtrait la Chine en 1998.

Qu'en est-il du bien-fondé de l'accusation moins grave selon laquelle les retombées de l'économie chinoise pourraient avoir accentué la déflation que connaît actuellement le Japon ? Réponse : c'est plutôt le contraire qui semble s'être produit ! Si l'on se réfère à la décomposition de la croissance, la Chine a, en réalité, dynamisé la reprise économique au Japon !

« D'après certaines estimations, les exportations du Japon vers la Chine et les dépenses d'investissement liées à ses secteurs d'exportation représentaient un tiers de la croissance du PIB total du Japon l'an dernier. D'ailleurs, un ralentissement de la croissance chinoise révélerait la faiblesse chronique de la consommation des ménages en Asie. La récente explosion de la croissance dans la région a été beaucoup trop tributaire des exportations vers la Chine. Bien que le taux de croissance annuel du PIB japonais soit ressorti à 4,5 % au second semestre 2003, les dépenses des ménages n'ont progressé que de 1 % »³³.

Si les exigences des États-Unis et du Japon portant sur une réévaluation du yuan sont motivées par des raisons égoïstes et erronées, elles soulèvent néanmoins des questions fondamentales au sujet de la diplomatie internationale en matière d'économie. Quelle doit être la répartition des responsabilités à l'échelle internationale pour ce qui est de l'ajustement de la balance des paiements mondiale ? Doit-il y avoir une coordination internationale sur l'appréciation du yuan, la réduction du déficit budgétaire des États-Unis et une accélération de la réforme du secteur financier au Japon ? En outre, comment la Chine peut-elle trouver un équilibre entre sa responsabilité à l'échelle internationale de faire ce qui est bon pour le reste du monde et sa responsabilité à l'échelle nationale de faire ce qui est bon pour elle ? Bien sûr, même si la Chine n'a enfreint aucune loi internationale régissant les interactions économiques à l'échelle mondiale, elle ne peut simplement faire abstraction de ces exigences égoïstes et erronées car les pays qui les formulent pourraient prendre des mesures susceptibles de nuire au bien-être de la Chine, bien plus que si la Chine devait réduire l'excédent de la balance des paiements par des moyens de son choix. En résumé, le raisonnement économique pourrait permettre d'identifier les pays qui doivent supporter le coût de l'ajustement en fonction de leur responsabilité mais, au final, la distribution du pouvoir économique pourrait bien déterminer la véritable répartition des coûts d'ajustement entre les pays.



Neuf mois après les appels de Kuroda et Kawai en faveur d'une appréciation du yuan, la situation macroéconomique a évolué en Chine, la déflation laissant place à la surchauffe. Dans ce contexte de possible surchauffe, Morris Goldstein et Nicholas Lardy de l'*Institute for International Economics* ont conseillé au gouvernement chinois de réévaluer immédiatement le yuan de 15 à 25 % (sans doute par rapport au dollar américain)³⁴. Cette intervention était nécessaire pour permettre au « yuan de jouer son propre rôle dans l'ajustement de la balance des paiements mondiale » et atténuer la surchauffe en décourageant « les entrées de capitaux spéculatifs » qui accroissaient la masse monétaire. En résumé, l'appréciation du yuan était décrite par Goldstein et Lardy comme une politique gagnante pour tous, favorable à la Chine et au reste du monde³⁵.

Nos réserves au sujet de la recommandation de Goldstein et Lardy s'expliquent par le fait qu'il existe d'autres mesures macroéconomiques qui donneront de meilleurs résultats que ceux produits par la seule réévaluation du yuan. Comme la balance des paiements n'est que l'une des principales sources d'inquiétude et que le taux de change n'est que l'un des moyens d'influer sur la balance des paiements, la solution consistant à privilégier uniquement un objectif (qui ne domine pas les autres en importance) et à n'utiliser qu'un seul outil spécifique (qui est choisi de manière particulière) afin d'atteindre l'objectif fixé n'est que rarement optimale. Nous voulons également souligner que les entrées de capitaux spéculatifs en Chine ne peuvent accroître la masse monétaire sans l'accord de la Banque populaire de Chine (PBC). Goldstein et Lardy négligent cet aspect, sachant que, outre la stérilisation *via* les opérations d'*open market*, la PBC peut également imposer des quotas de crédit aux banques et/ou recourir aux contrôles de capitaux existants pour stopper l'afflux de capitaux spéculatifs.

La meilleure façon d'envisager la gestion du taux de change est d'étudier la question dans le contexte de la politique macroéconomique globale et non pas simplement sous l'angle de son impact sur la balance des paiements.

Nos analyses dans les paragraphes précédents ont montré que, dès lors que la contrainte budgétaire stricte est imposée aux entreprises publiques, le système financier chinois sujet à des dysfonctionnements introduit un biais déflationniste dans 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 celle de l'offre globale. Avant 2003, le gouvernement avait cherché activement à neutraliser la déflation *via* une politique budgétaire agressive. Nous pensons que la nouvelle équipe dirigeante devrait continuer à appliquer les mesures budgétaires strictes à l'égard des entreprises publiques et chercher à réduire l'excédent de la



balance courante qui en résulte à moyen terme :

- en corrigeant et en développant légèrement le programme d'investissements publics afin d'y intégrer de grands projets d'infrastructure avec un pourcentage important d'importations ;
- en accélérant la mise en œuvre des mesures de réduction des tarifs douaniers figurant dans l'accord d'adhésion à l'OMC.

Il faut souligner que la solution la plus efficace pour gérer l'équilibre extérieur et macroéconomique à long terme consiste à favoriser l'investissement privé plutôt que l'investissement public afin de recycler le réservoir d'épargne privé dans l'économie. La solution clé pour supprimer le biais déflationniste dans un environnement de contrainte budgétaire stricte, ainsi que la tendance à dégager une balance courante excédentaire réside essentiellement dans l'élaboration d'un mécanisme efficace d'intermédiation financière et non pas dans une réévaluation du yuan.

Concluons par trois dernières observations.

Premièrement, la recapitalisation à répétition des banques constitue le risque principal pour la solvabilité budgétaire de la Chine. Le deuxième renflouement à venir des banques publiques depuis 1996 est le dernier que la Chine peut se permettre. Comme la solvabilité budgétaire impose à l'État de maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas *via* la réglementation afin de limiter le coût du service de la dette, la Chine est aux prises avec un compromis difficile entre la poursuite de la relance budgétaire, en vue de préserver la croissance, et la défense du développement des marchés financiers par le biais de la recapitalisation des banques et de la déréglementation des taux d'intérêt.

Deuxièmement, il est important d'influer sur la demande globale au moyen de politiques monétaire et budgétaire, afin de maintenir le taux de croissance réel à un niveau proche du taux de croissance naturel. La Chine a la chance de pouvoir mettre en œuvre d'autres politiques économiques qui favoriseront une hausse du taux de croissance naturel. Pour utiliser une métaphore automobile, les meilleurs résultats sont obtenus en laissant un moteur tourner à son efficacité maximale, mais aussi en s'équipant du moteur offrant la plus grande capacité. En résumé, la tâche économique primordiale pour la Chine consiste à se doter du meilleur moteur de croissance économique que l'histoire économique mondiale ait identifié, à savoir une économie de marché dans laquelle les entreprises privées compétitives sont la norme et l'État se préoccupe essentiellement du bien public et de la Sécurité sociale. Pour adopter ce nouveau moteur de croissance, la Chine doit continuer à privatiser les entreprises publiques (en dehors du secteur de la défense)



qui ne sont pas des monopoles naturels, commencer à privatiser les banques publiques et réduire considérablement la discrimination juridique à l'encontre du secteur privé.

Troisièmement, la grande attention accordée à l'échelle internationale à la valeur du yuan est probablement inédite. En effet, c'est peut-être la première fois dans l'histoire monétaire internationale que la valeur de la monnaie d'un pays en développement préoccupe autant les ministères des finances et les Banques centrales des grands pays développés pendant une aussi longue période. Cette situation anormale fait apparaître deux faits essentiels concernant le retour de la Chine sur la scène internationale. D'une part, elle montre que la Chine exerce déjà une grande influence sur l'économie mondiale. D'autre part, elle annonce que l'anticipation d'une croissance durablement soutenue en Chine durant les deux prochaines décennies impliquera davantage d'ajustements structurels dans les autres pays, mais contraindra également la Chine à adopter un point de vue plus général en termes de « système global » dans la résolution des conflits provoqués par les retombées transfrontalières de ses politiques. Actuellement, les conflits internationaux les plus controversés portent sur la gestion par la Chine du taux de change, sur le régime commercial et sur l'application des droits de propriété industrielle. Cependant, tandis que la Chine poursuit sa croissance rapide, il est malheureusement possible que les conflits internationaux se multiplient, peut-être à moyen terme, pour inclure les inquiétudes à l'échelle internationale quant à la détermination de la Chine en matière de santé publique et de protection de l'environnement. Il faut espérer que le monde optera pour une approche plus multilatérale afin de résoudre ces futurs problèmes communs, plutôt que de mettre l'accent sur une solution unilatérale par la Chine comme dans le cas présent du yuan.

NOTES

1. Huang Yiping anticipe un taux de croissance du PIB 2004 de 9,2 % dans le numéro du 23 septembre 2004 de *La lettre d'information* de Citigroup (HK), tandis que Ma Jun table sur un taux de 9,4 % dans le numéro du 14 octobre 2004 de la *Lettre d'information* de la Deutsche Bank (HK).

2. Par exemple, « Snow calls on Beijing to let currency float », *Financial Times*, 2 septembre 2003.

3. Haruhiko Kuroda et Masahiro Kawai, « Time for a switch to global reflation », *Financial Times*, 1^{er} décembre 2002.



4. Cf. 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 ; et « Economic ministers discuss Chinese currency », *Pacific Business News*, 23 juillet 2003.

5. Notre opinion selon laquelle le taux de croissance spectaculaire enregistré par la Chine résulte de sa convergence progressive vers une économie de marché traditionnelle est toutefois contestée. Selon l'opinion populaire, la croissance de la Chine est le fruit d'une expérimentation politique réussie, qui a permis de découvrir des mécanismes de croissance (dont la plupart ne sont pas de nature capitaliste) optimaux pour le cas particulier de la Chine. Ce débat convergence / expérimentation est analysé par Woo (1999) et (2001).

6. L'indice des prix de détail exclut les services et le logement. L'IPC n'est disponible qu'à partir de 1985.

7. L'écart entre les moyennes pour les deux périodes correspond à une statistique de Student de 5,6.

8. Selon la terminologie léniniste, l'État gardait le contrôle des « hauteurs dominantes de l'économie ».

9. Cf. Liu et Woo (1994) et Woo et Liu (1995) pour un modèle formalisé de l'épargne motivée par l'investissement et pour une confirmation empirique de cette hypothèse.

10. Nous pensons toutefois que la part des investissements publics durant la période 1997-2002 pourrait être supérieure de plus de 3 points de pourcentage au chiffre de 18,7 % du PIB car nombre des grandes entreprises publiques de 1988 s'étaient transformées (en partie pour certaines) en sociétés par actions cotées en Bourse en 1999, tout en restant sous contrôle de l'État. En outre, de nombreuses entreprises publiques ont créé des *joint-ventures* avec des entreprises nationales et étrangères et en sont devenues les actionnaires majoritaires.

11. Woo (2000) présente une solution pour répondre aux besoins de financement de l'investissement en Chine rurale.

12. Il est important de noter que l'équation ci-dessus ne s'applique qu'à l'excédent commercial total de la Chine et non pas à l'excédent commercial bilatéral entre la Chine et un autre pays. L'équation dans sa forme classique se formule ainsi :

$$CA = (T-G) + (S-I)$$

13. Bien évidemment, tout comme le résultat en termes de balance courante est le produit des 3 éléments de l'équation, la causalité multiple s'applique également au résultat en matière d'épargne, à savoir les caractéristiques démographiques et la croissance attendue du revenu futur. Notre discussion est centrée sur la manière dont l'une de ces variables, à savoir le type de mécanisme d'intermédiation financière, peut affecter le taux d'épargne.

14. Il est peu probable que les nouvelles créances douteuses apparues après 1998 résultent intégralement de la transformation de nouveaux prêts postérieurs à 1998 en prêts douteux. Nous pensons qu'une grande partie d'entre elles représentent des créances douteuses antérieures à 1999, qui n'ont pas été reconnues comme telles afin de dissimuler la gravité du problème au moment de la recapitalisation de 1997-1998.

15. Il faut se souvenir que la majorité des créances douteuses transférées aux sociétés de gestion d'actifs en 1997-1998 doivent encore être liquidées, ce qui relève toujours de la responsabilité de la Banque populaire de Chine ou du ministère des Finances. Il semble que les sociétés de gestion d'actifs aient commencé par privilégier les « créances douteuses présentant les meilleures perspectives de recouvrement » et que le « taux de recouvrement moyen » établi à partir du faible montant traité au 30 juin 2002 s'établisse à 21 %. Ce taux de recouvrement devrait diminuer considérablement lorsque les prêts plus délicats seront traités. Cf. « On the Road to Ruin », *Far Eastern Economic Review*, 14 novembre 2002.

16. La recapitalisation partielle a commencé au milieu de l'année 2003 et l'objectif pourrait être de réduire le ratio de créances douteuses de 35 % à 15 %. Le coût est estimé dans la fourchette comprise entre 700 milliards de yuans et 1 billion de yuans (7 à 10 % du PIB) - cf. « Massive bailout proposed for banks », *South China Morning Post*, 26 août 2003.

17. Le ratio des États-Unis porte sur 1996. Les ratios ont été élaborés à partir des *Statistiques financières internationales* du FMI.

18. Le ratio recettes publiques / PIB de la Chine émane de la Deutsche Bank (2002), qui a estimé qu'il s'établirait à 16,4 % en 2002 et à 16,6 % en 2003. Les ratios dette / PIB et recettes publiques / PIB des autres pays sont établis à partir de la base de données du FMI.

19. Cela suppose un taux réel des obligations compris entre 4 et 6 %.

20. D'après Citigroup (2002) et Fan Gang (2003), le ratio dette / PIB avant la prochaine recapitalisation



s'élève à 68 % et 31 % respectivement. Selon la Deutsche Bank (2003), p était égal à 1,8 % en 2001 et à 2,2 % en 2002 et pourrait être égal à 2,1 % en 2003. L'estimation du taux d'intérêt réel (r) s'obtient en combinant le fait que le taux des obligations d'État le 25 mars 2003 s'élevait à 2,65 % et que le taux d'inflation avoisinait -1 %.

21. D'après Solow (1991), la valeur stylisée du taux d'intérêt réel aux États-Unis est comprise entre 5 et 6 %.

22. Fan Gang, « Is the Economy Overheating », *International Finance News*, 31 juillet 2003.

23. « China Moves to Tighten Bank Credit », *New York Times*, 26 août 2003.

24. « 2,400 development zones closed », *South China Morning Post*, 29 décembre 2003.

25. « China's Dark Days and Nights: Industrial Growth Exceeds Supply of Electrical Power », *Washington Post*, 5 janvier 2004.

26. « Central bank chief juggles hot economic potato », *South China Morning Post*, 14 mai 2004.

27. Goldman-Sachs, *Charting China*, numéro 04/09, août / septembre 2004.

28. La PBC a également supprimé le plafond sur les taux prêteurs afin de freiner la diminution des crédits aux entreprises privées. Le 10 novembre 2004, la PBC a complété les mesures de durcissement en relevant à 3 % le ratio de réserves obligatoires sur les dépôts en devises des banques commerciales.

29. Un analyste financier a estimé que les dépôts bancaires ont diminué de plus de 3 % en octobre 2004. Cf. « Informal Lenders in China Pose Risks to Banking System », *New York Times*, 9 novembre 2004.

30. C'est ce qu'anticipe Ma Jun lorsqu'il écrit : « Nous considérons la hausse des taux (et les futures hausses attendues au cours des 12 prochains mois) comme une intervention positive, qui va dans le sens de l'objectif d'un atterrissage en douceur de l'économie » dans *China: PBOC rate hike a positive move towards soft landing*, *Lettre d'information* de la Deutsche Bank, 28 octobre 2004.

31. Ronald McKinnon, « U.S. savings shortfall is hurting workers », *Financial Times*, 20 octobre 2004.

32. Cette affirmation est fondée sur l'évolution de l'indice des prix de gros du Japon et sur l'indice des prix de détail et l'indice des prix sortie d'usine des produits industriels de la Chine.

33. « The great fall of China? », *The Economist*, 13 mai 2004.

34. Morris Goldstein et Nicholas Lardy, « Two-Stage Currency Reform For China », *Asian Wall Street Journal*, 12 septembre 2003. 1. Ils ont également fait deux autres recommandations : (a) passer d'un régime de parité fixe par rapport au dollar américain à une parité fixe par rapport à un panier de monnaies (1/3 dollar américain, 1/3 yen, 1/3 euro) et (b) instaurer une marge de fluctuation de 5 à 7 % autour du nouveau taux pivot.

35. Un an plus tard, leur collègue Marcus Noland (« Don't Push China Too Hard », *Far Eastern Economic Review*, 21 octobre 2004) a réitéré leur recommandation à l'attention de la Chine en invoquant le motif suivant : « une réévaluation du renminbi ... [se fera] pour son bien et ... facilitera l'ajustement de ses voisins en Asie ».

BIBLIOGRAPHIE

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

CITIGROUP (2002), *Greater China Insights*, *Lettre d'information* du 14 juin.

DEUTSCHE BANK, (2002), *Emerging Markets Monthly*, *Lettre d'information* du 4 septembre.

FAN G. (2003), « China's NPLs and National Comprehensive Liability », *Asian Economic Papers*, Vol. 2 N° 1, pp 145-152.



LIU L.-Y. et WOO W. T. (1994), « Saving Behavior under Imperfect Financial Markets and the Current Account Consequences », *Economic Journal*, mai, Vol. 104 N° 424, pp. 512-527.

SOLOW R. (1991), « Sustainability: An Economist's Perspective », 18^{ème} conférence de J. Seward Johnson au Marine Policy Center, Woods Hole Oceanographic Institution ; publié dans Robert N. Stavins, 2000, *Economics of the Environment: Selected Readings*, 4^{ème} édition, W.W. Norton, New York, pp. 131-138.

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

WOO W. T. (1999), « The Real Reasons for China's Growth », *The China Journal*, N° 41, janvier, pp. 115-37.

WOO W. T. (2000), « Improving Access to Credit in Rural China », in Baizhu Chen, J. Kimball Dietrich et Yi Feng (ed.), *Financial Market Reform in China: Progress, Problems and Prospects*, Westview Press, Boulder, Colorado, pp. 321-346.

WOO W. T. (2001), « Recent Claims of China's Economic Exceptionalism: Reflections Inspired by WTO Accession », *China Economic Review*, Vol. 12, N° 2/3.

WOO W. T. et LIU L.-Y., (1995), « Investment-Motivated Saving and Current Account Malaise », *Asia-Pacific Economic Review*, Vol. 1 N° 2, août, pp. 55-68.

