

L'investissement en Chine est-il excessif ?¹

La croissance chinoise est souvent qualifiée de «déséquilibrée», notamment parce que le taux d'épargne est extrêmement élevé. Ceci a deux conséquences : d'une part le taux d'investissement est aussi très fort, voire excessif ; d'autre part la balance courante dégage un large excédent (plus de 5% du PIB depuis 2004).

Si le taux d'investissement est excessif, on devrait pouvoir observer au niveau agrégé une baisse de la rentabilité du capital et un ralentissement de la productivité globale des facteurs. Or les données macro-économiques disponibles ne permettent pas de conclure dans ce sens :

- le taux de rendement du capital s'est redressé entre 1998 et aujourd'hui ;
- dans une phase de transition comme celle qu'a connue la Chine, le taux de dépréciation du capital peut être relativement élevé, et dans ce cas, il est logique que le taux d'investissement soit élevé également ;
- le taux de croissance de la productivité globale des facteurs qui était relativement faible à la fin des années 1990 s'est sans doute significativement redressé depuis ; relativement aux autres économies asiatiques, la croissance chinoise est tirée par des gains de productivité globale des facteurs et non par une forte accumulation du capital.

Cependant, ces conclusions sont fragilisées à double titre : d'une part les statistiques disponibles ne permettent pas de calculer directement ces indicateurs, d'autre part la modélisation macro-économique qui pourrait palier ce problème peut être perturbée par une modification de la fonction de production liée au fait que l'économie est en transition.

Une analyse sectorielle plus fine souligne que l'investissement est mal alloué : il est peu productif et sans doute excessif dans les entreprises publiques tandis qu'il est probablement insuffisant dans les entreprises privées. Cette mauvaise allocation de l'investissement provient en partie du fonctionnement du secteur financier chinois :

- **La relation entre les entreprises publiques et les banques publiques est entachée d'un fort aléa moral** : les entreprises publiques ne remboursent pas l'ensemble du capital qu'elles empruntent mais elles trouvent facilement des plans de financement même si leurs investissements sont peu rentables puisque les banques publiques sont quasiment assurées d'être recapitalisées le moment venu par les autorités.
- **Parallèlement, le système bancaire privé a accumulé les créances douteuses et reste réticent à financer les entreprises privées car elles ne bénéficieraient pas d'une recapitalisation de la part des autorités en cas de défaut.**

Les réformes engagées notamment pour diversifier l'offre bancaire sont très lentes à porter leurs fruits : les banques locales dépendent sans doute toujours excessivement des pouvoirs locaux et les pratiques ne s'améliorent que lentement, notamment sous l'impulsion de l'entrée jusqu'ici limitée dans leur capital de banques étrangères.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

La Chine affiche des taux d'épargne et d'investissement extrêmement élevés, rarement atteints par d'autres pays. En 2004, le taux d'épargne nationale atteignait 48% selon le BIS et le taux d'investissement 44% d'après la comptabilité nationale chinoise².

L'économétrie sur données de panel ne permet pas de rendre compte du niveau élevé de l'épargne en Chine³. Certes l'accélération de la croissance de l'économie⁴ et la mise en place de la politique de l'enfant unique ont contribué à élever le taux d'épargne⁵, dans une société où les enfants subvenaient traditionnellement aux besoins de leurs parents au moment de leur retraite. Le niveau élevé de l'épargne des ménages provient également d'une forte épargne de précaution, notamment dans le but de financer les dépenses de santé et d'éducation.

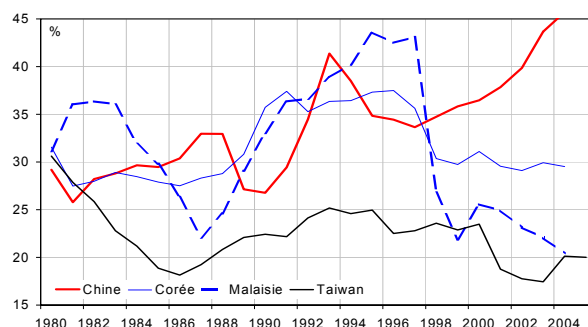
L'épargne des entreprises et de l'État⁶ contribue, elle aussi, à élever le taux d'épargne national. Le niveau élevé de l'épargne des entreprises est lié en partie au poids du secteur manufacturier dans l'économie chinoise : l'investissement est en effet plus important dans les secteurs manufacturiers, du fait de la plus grande intensité capitalistique de l'industrie. L'épargne du gouvernement quant à elle est artificiellement élevée en raison de la part des ressources consacrées à l'investissement dans les entreprises nationales et financée sur ressources publiques (6,2% du PIB).

1. Un taux d'investissement particulièrement élevé

Le taux d'investissement chinois est plus élevé que celui des pays voisins, surtout depuis la crise asiatique. Parmi les pays de la région, seule la Malaisie a déjà affiché un taux aussi élevé, et cela seulement au cours des deux années qui ont précédé la crise à

laquelle le fort taux d'investissement avait précisément contribué (graphique 1).

Graphique 1 : taux d'investissement, valeur



Source : FMI.

Le dynamisme de l'investissement brut en Chine au cours des 10 dernières années s'explique en partie par la restructuration des entreprises publiques. En effet, celle-ci s'est traduite par la fermeture massive d'unités de production dont l'équipement était largement obsolète. L'amortissement du capital a donc probablement été élevé au cours de cette période, et la restructuration s'est traduite par d'importantes dépenses d'investissement, même si l'accroissement net du stock de capital (i.e. hors amortissement) a été moins vigoureux. Cette vague a modifié le parc industriel chinois en même temps que le poids respectif des entreprises publiques et privées. En outre, l'euphorie du secteur de la construction (l'investissement en bâtiment représente 60% de l'investissement total) a déclenché une fièvre d'investissement dans les secteurs en aval, tels l'extraction et la transformation des métaux (aluminium, cuivre, fer et acier).

L'investissement chinois reste néanmoins dominé par les entreprises publiques au sens large. L'investissement strictement public représente 36% du total, auquel il faut ajouter une large partie des entreprises par actions (dont l'investissement représente 25% du total). Malgré le changement de statut juridique, ces entreprises demeurent en effet la propriété de l'État qui détient une large majorité des actions. Il convient d'inclure également une partie des «entreprises collectives» (dont l'investissement représente 14% du total), qui dépendent souvent des collectivités locales. *In fine*, l'investissement public au sens large représente probablement plus de 50% de l'investissement total.

Encadré 1 : quelle définition du secteur public en Chine ?

La définition du secteur «public» chinois est délicate, compte tenu de la transition que traverse l'économie chinoise. On peut distinguer grossièrement 5 types d'entreprises : les entreprises d'état, les entreprises collectives, les entreprises financées par actions, les entreprises à capitaux étrangers (y compris provenant de Hong-Kong, Macao et Taiwan) et les entreprises individuelles.

Les entreprises d'état et les collectives doivent clairement être considérées comme des entreprises publiques. Les premières dépendent de l'État central, par le biais du Plan, tandis que les secondes sont rattachées aux autorités locales.

Une partie des entreprises financées par actions, celles pour lesquelles l'État reste largement majoritaire, doit également être inclus dans le secteur «public». Toutes les autres entreprises forment ce que l'on peut appeler le secteur «privé».

La taille du secteur public est en diminution. D'après le *Chinese statistical yearbook 2005*, la valeur ajoutée brute industrielle dégagée par les entreprises publiques était de 54% en 2000, et seulement de 42% en 2004.

Encadré 2 : Investissement et stock de capital

Le stock de capital d'une économie est la quantité de capital qu'elle peut mobiliser pour produire. L'évolution du stock de capital est décrite par son processus d'accumulation. D'une année à l'autre, le stock de capital évolue en fonction de l'investissement qui a été réalisé au cours de l'année, qui permet d'ajouter du capital neuf. Mais il dépend aussi de la proportion du capital qui est devenu obsolète, du fait de son vieillissement, ce qu'on appelle «dépréciation» du capital. Ainsi, le stock de capital de l'année t dépend du stock de capital de l'année $t-1$, du niveau d'investissement et de la dépréciation du capital selon la formule :

$$K_t = K_{t-1} + I_t - \delta \cdot K_{t-1}$$

où K désigne le stock de capital, I l'investissement, et δ le taux de dépréciation du capital. On appelle investissement brut la grandeur I_t tandis que l'investissement net correspondant à l'augmentation du stock de capital est $I_t - \delta \cdot K_{t-1}$.

Lorsqu'une économie traverse une période de transition, si les firmes nouvelles utilisent des techniques de production très différentes et que le capital accumulé aux cours des années antérieures peut difficilement être réutilisé, le capital se déprécie rapidement (δ élevé), et le niveau d'investissement brut nécessaire pour maintenir ou faire croître le stock de capital est élevé.

2. Les données macroéconomiques ne permettent pas de mettre en évidence un excès d'investissement au niveau agrégé

La question du bon niveau de l'investissement (ou plutôt du stock de capital qui est le facteur de production) est examinée dans la cadre d'une fonction de production à travers les indicateurs de rentabilité du capital, de productivité du capital et de productivité.

2.1 La rentabilité du capital semble progresser

Un excès d'investissement doit se traduire naturellement par une rentabilité du capital plus faible que sa moyenne de longue période. Or l'OCDE montre (OECD economic Survey: China 2005, cf. tableau 1) que le taux de rendement du capital a considérablement progressé entre 1998 et 2003, dans les entreprises publiques, comme dans le reste de l'économie, même s'il reste significativement inférieur pour les entreprises publiques. **Selon ce critère, l'investissement ne semble pas excessif.**

Tableau 1 : taux de rendement du capital (en %)

	Taux de rendement des actifs physiques		Taux de rendement des actions	
	1998	2003	1998	2003
Ensemble des entreprises	6,1	12,2	3,8	12,2
Entreprises publiques	4,8	10,2	2	10,2
Entreprises privées	7,8	15	6	14,4

Source : OCDE

Note : le taux de rendement du capital physique est calculé comme le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et l'ensemble formé du capital fixe et des stocks. Le taux de rendement des actions est le rapport entre les profits et la capitalisation.

2.2 La productivité du capital diminue mais la productivité globale des facteurs reste robuste

La théorie économique néoclassique suggère qu'à long terme, sur un «sentier de croissance équilibré», le stock de capital et le PIB croissent au même rythme. La productivité du capital, définie comme le rapport du PIB au stock de capital est ainsi constante.

Par opposition, lors d'une période de transition comme celle qu'a connue la Chine avec la mise en place progressive d'une économie de marché, on peut s'attendre à de fortes variations de la productivité du capital. Elle peut diminuer si le changement du processus de production rend inutilisable une partie du capital accumulé et que celui-ci n'est pas comptabilisé dans la dépréciation (et donc n'est pas retiré du capital utilisé). Elle peut aussi augmenter si, au contraire, le capital inutilisé est comptabilisé dans la dépréciation

(et donc retiré du capital accumulé) et que les nouvelles techniques de production utilisent plus efficacement le capital.

L'examen de l'évolution de la productivité du capital est donc insuffisant pour juger du caractère plus ou moins excessif de l'investissement. Certes, à court terme, une productivité du capital en baisse est ainsi un indice d'excès d'investissement. Mais une baisse de la productivité du capital peut en fait donner lieu à plusieurs interprétations dont deux interprétations extrêmes : soit il s'agit de substitution capital/travail, soit il s'agit d'accumulation excessive de capital inutilisé (cf. encadré 2). Le premier cas doit se traduire par une hausse de la productivité apparente du travail, le second par une baisse de la productivité globale des facteurs (PGF). Une baisse de la productivité du capital n'est donc synonyme d'excès d'investissement que si elle s'accompagne d'une baisse parallèle de la PGF.

En Chine, (cf. graphique 2) les différentes sources disponibles s'accordent à montrer que **la productivité du capital a globalement diminué au cours des années 1990⁷**. Sur cette même période, **la productivité du travail efficace a cru à un rythme proche de 4%, tandis que la productivité globale des facteurs a ralenti significativement, sans jamais baisser cependant** (cf. graphique 3 et 4). Au regard des critères précédents, le diagnostic semble ainsi mitigé : la productivité du travail efficace croît à un rythme relativement élevé, tandis que la PGF croît à un rythme faible mais sans reculer.

Il semble ainsi que l'investissement traduise en même temps une substitution capital/travail et un excès d'accumulation du capital.

Blanchard et Giavazzi⁸ dont les calculs s'arrêtent en 2001 aboutissent aux mêmes conclusions d'un ralentissement de la PGF entre le début et la fin des années

7. Cette approche nécessite l'utilisation d'une série de capital en volume. Or d'une part les séries de prix d'investissement sont rares, d'autre part, les coefficients de dépréciation du capital ne sont pas connus. Plusieurs séries de capital en volume sont retenues : les séries WDI sont calculées à partir de la série d'investissement des World Development Indicator de la banque mondiale. Un taux de dépréciation du capital de 5% ou 7% est utilisé. Dans les deux cas, l'intensité capitalistique est fixée en 1978 égale à 0,3. Les séries SY sont calculées à partir des données du Statistical Yearbook chinois. La série appelée ici «de Li» est présentée dans Kui-Wai Li (2003) : «China's capital and productivity measurement using financial resources», *Yale University Center Discussion Paper n.851*, Février.

8. Blanchard, Giavazzi (2005) : «Rebalancing growth in China : a three-handed approach».

1990. Mais les séries présentées ici montrent qu'après cette période, la PGF aurait accéléré de nouveau et retrouverait un rythme de croissance annuel proche de 4% entre 2002 et 2004. De façon cohérente avec les évolutions du taux de rendement des actifs, **il semble que l'investissement en Chine soit plus productif aujourd'hui qu'il ne l'a été à la fin des années 1990.**

Les comparaisons internationales confirment que la PGF a plus fortement contribué à la croissance en Chine que ce n'est le cas pour les pays voisins. Déjà Bosworth et Collins (1996)⁹ avaient trouvé des résultats

9. Collins, Susan et Barry Bosworth (1996) : «Economic Growth in East Asia: Accumulation versus Assimilation», *Brookings Institution Papers on Economic Activity*, 2.

Encadré 3 : évolution de la productivité globale des facteurs (PGF)

À long terme, sur un «sentier de croissance équilibré», le ratio capital/PIB (K/Y) est constant et le capital croît donc comme le PIB. A court/moyen terme, une substitution de capital au travail peut conduire à une croissance de K plus forte que celle de Y . Mais cette substitution n'affectera pas la PGF si le capital substitué est utilisé entièrement et efficacement. En revanche, elle affectera positivement la productivité du travail efficace.

En effet, si la fonction de production s'écrit $Y = AK^\alpha(LE)^{(1-\alpha)}$ où L désigne l'emploi, E le capital humain de chaque personne en emploi, A le progrès technique et α la part de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée, alors le taux de croissance de la productivité du travail efficace se décompose en :

$\Delta(Y/(LE)) = \Delta A/(1-\alpha) + \alpha(\Delta(K/(LE)) - \Delta A/(1-\alpha))$ où Δ désigne la dérivée logarithmique. ΔA est le taux de croissance de la productivité globale des facteurs et $\alpha(\Delta(K/(LE)) - \Delta A/(1-\alpha))$ mesure la contribution de la substitution du capital au travail à la croissance de la productivité du travail efficace : ce sont en effet les variations du rapport capital/travail non expliquées par le progrès technique. Sur un sentier de croissance équilibrée, le capital croît comme l'activité : en conséquence, la productivité du travail efficace croît comme l'efficacité ($\Delta A/(1-\alpha)$), de même que le rapport capital/travail efficace ; les écarts du rapport capital/travail à l'efficacité mesurent l'intensité des substitutions s'opérant entre capital et travail.

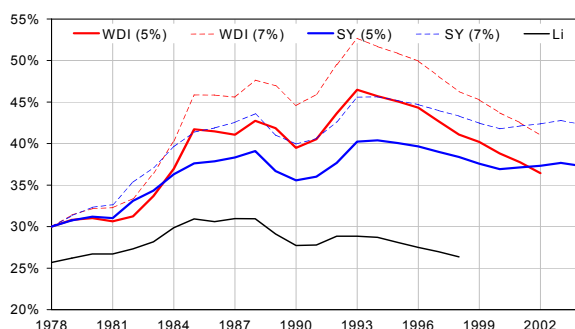
En revanche, si la baisse de la productivité du capital provient d'une accumulation de capital non utilisée dans l'économie, alors la productivité du travail n'est pas affectée, tandis que la productivité globale des facteurs se trouve diminuée. En effet, on a dans ce cas,

$Y = AK^*\alpha(LE)^{(1-\alpha)}$ où K^* est le capital réellement utilisé, tandis que le capital mesuré est $K > K^*$. La PGF obtenue est alors $\Delta A^* = \Delta Y - (1-\alpha)\Delta L - (1-\alpha)\Delta E - \alpha\Delta K^*$ qui est supérieure à la PGF qui serait calculée avec le capital excessif inutilisé $\Delta A = \Delta Y - (1-\alpha)\Delta L - (1-\alpha)\Delta E - \alpha\Delta K$, le biais sur la PGF dépendant de la quantité de capital non utilisé : $\Delta A - \Delta A^* = \alpha(\Delta K^* - \Delta K)$.

En résumé, si K croît plus vite que Y parce que la Chine accumule du capital qu'elle n'utilise pas, cela doit se traduire par une baisse de la PGF, tandis que si K croît plus vite que Y parce que la Chine substitue du capital à du travail, cela doit se traduire par une hausse de la productivité du travail efficace. L'examen conjoint de l'évolution de la PGF et de la productivité du travail efficace au début des années 1990 est donc à même de donner un élément de réponse quant au caractère excessif ou non de l'investissement.

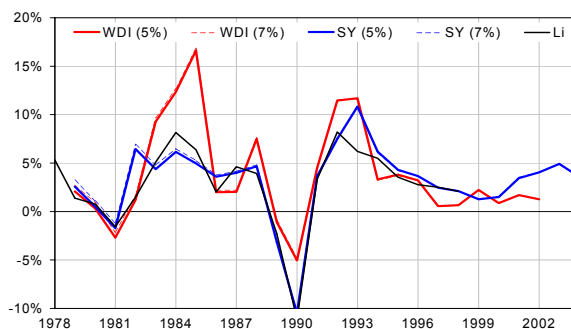
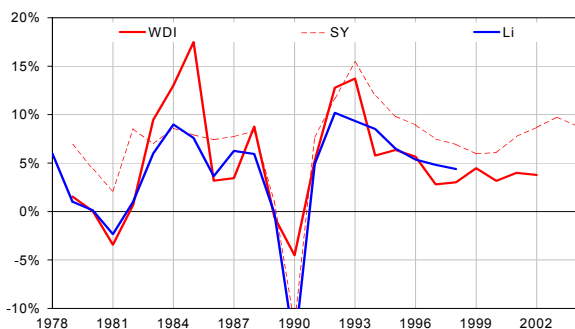
Ce raisonnement repose sur l'hypothèse que la fonction de production de l'économie chinoise est restée inchangée au cours de la période de transition. Dans le cas où la fonction de production est modifiée (modification de la part α de la rémunération du capital dans la valeur ajoutée par exemple) les calculs de PGF sont en effet biaisés.

Graphique 2 : évolution de la productivité du capital selon différentes séries



Source : Li, banque mondiale, National Statistical Yearbook, calculs DGTPE

Graphiques 3 et 4 : évolution de la productivité du travail (gauche) et de la PGF (droite) selon les séries utilisées^a



a. Les PGF sont calculées en fixant de façon exogène la part du travail dans la rémunération de la valeur ajoutée à 2/3 et la part du capital à 1/3. Source : Li, Banque mondiale et National Statistical Yearbook, calculs DGTPE. cf. graphique précédent pour les légendes.

convergeants avec ceux de Young selon lesquels la forte hausse de la productivité du travail dans les pays émergents d'Asie (hormis la Chine) était le résultat d'une accumulation rapide de capital physique, pour la période allant des années 1970 jusqu'au début des années 1990. Dans Bosworth et Collins (2003)¹⁰, ce résultat est confirmé, non seulement pour les décennies 1960, 1970, 1980, mais également pour les années 1990. **Depuis les années 1980, la Chine se distingue sur trois points du reste de l'Asie émergente :**

- **les taux de croissance de la production et de la productivité y sont plus élevés quelle que soit la période ;**
- **la contribution de la productivité globale des facteurs y est nettement plus élevée ;**
- **la productivité du capital (recalculée à partir des données de Bosworth et Collins) diminue très peu alors qu'elle baisse fortement et continûment dans les autres pays d'Asie.**

En Chine, la hausse de la productivité du travail dans les années 1960 et 1970 - faible au demeurant - s'explique essentiellement par l'incorporation de capital physique. Mais depuis, les progrès spectaculaires de la productivité du travail sont imputables à la productivité globale des facteurs. Compte tenu de l'ampleur de la croissance chinoise, le taux d'investissement chinois ne semble pas démesuré, puisque la productivité du capital y diminue peu et en tout cas beaucoup moins vite que dans les autres pays émergents d'Asie¹¹ (cf. tableau 2).

Depuis 2000, le taux d'investissement n'a cessé de s'accroître encore. Cependant selon les données disponibles, il semble que la PGF ait dans le même temps accéléré (cf. graphiques 3 et 4).

L'ensemble des données agrégées ne permet donc pas de diagnostiquer clairement un excès global d'investissement en dépit du ralentissement de la PGF observé à la fin des années 1990.

Tableau 2 : comparaison Chine / reste de l'Asie

	Production (Y)	Productivité du travail	Productivité du capital	PGF
Chine				
1960-1970	2,8	0,9	0,9	0,5
1970-1980	5,3	2,8	-1,8	0,7
1980-1990	9,2	6,8	0,8	4,2
1990-2000	10,1	8,8	-0,3	5,1
Asie hors Chine				
1960-1970	6,4	3,7	-1,2	1,5
1970-1980	7,6	4,3	-3,4	0,9
1980-1990	7,2	4,4	-2,5	1,3
1990-2000	5,7	3,4	-3,2	0,5

Source : Bosworth and Collins, 2003, calculs DGTPE

3. Un investissement excessif des entreprises d'État

Le diagnostic précédent suggère que l'investissement au niveau agrégé n'est pas excessif, mais il n'exclut pas qu'il le soit dans certains secteurs.

10. Bosworth et Collins (2003) : «The Empirics of Growth, An Update».

11. Pour que l'intensité capitaliste reste constante, il faut un taux d'investissement d'autant plus élevé que la croissance est élevée à taux de dépréciation donné.

Jefferson, Rawski et Li et Yuxin¹² montrent qu'entre 1992 et 1996 la PGF a décliné pour le secteur public et pour les entreprises à capitaux par actions¹³, tandis que la productivité du travail progressait très fortement. Le raisonnement précédent invite à en déduire qu'il s'agit pour ces périodes à la fois d'une accumulation inefficace de capital et d'une substitution capital/travail. Ces résultats sont cependant à interpréter avec précaution puisque les calculs de PGF sont menés non pas en décomposant la valeur ajoutée mais en décomposant l'ensemble de la production à l'aide des facteurs capital, travail ainsi que biens intermédiaires. **L'OCDE¹⁴ confirme néanmoins que c'est pour les firmes contrôlées par l'État que la productivité globale des facteurs évolue le plus lentement sur la période 1998-2003.**

Qin et Song¹⁵ montrent également que l'investissement effectué par l'État est peu efficace. Ils proposent un concept d'investissement excessif fondé sur la théorie microéconomique et appliqué au niveau macroéconomique. Celui-ci est calculé comme l'écart entre l'investissement observé et l'investissement optimal, défini à partir des coûts des facteurs et de la production. L'inefficacité de l'allocation qu'ils mettent en évidence peut provenir soit des firmes, qui prennent de mauvaises décisions d'investissement, soit des autorités locales (au niveau des provinces) qui poussent le niveau d'investissement au delà du niveau optimal. Les estimations suggèrent que c'est le deuxième cas qui est le plus frappant : le déficit budgétaire ressort significativement comme un facteur expliquant l'excès de demande d'investissement, et ce mécanisme est amplifié par un effet de contagion : les provinces augmentent d'autant plus leurs investissements qu'elles se sentent en retard par rapport aux provinces voisines. La sur-accumulation du capital est également liée aux tentatives du gouvernement central de stimuler la demande agrégée et de dynamiser la croissance. A l'opposé, les auteurs montrent qu'à mesure que les réformes ont été mises en œuvre - qui ont consisté essentiellement en la fermeture de nombreuses entreprises publiques insolubles - on a constaté une meilleure efficacité de l'allocation de l'investissement.

Boyreau-Debray et Wei¹⁶ montrent de façon complémentaire que le gouvernement chinois tend à réallouer le capital des régions productives vers les régions moins productives.

In fine, les différentes études montrent que **l'investissement des entreprises publiques est peu productif, mal utilisé et excessif**. Ce constat peut sembler en contradiction avec l'absence d'indice clair au niveau agrégé d'un excès global d'investissement. En effet, l'excès d'investissement des entreprises publiques a nécessairement un impact sur la productivité globale des facteurs au niveau agrégé. Cependant, le dynamisme de la productivité globale des facteurs du reste

12. *Ownership, Productivity Change, and Financial Performance in Chinese Industry*, Jefferson, Rawski et Li et Yuxin, *Journal of Comparative Economics*, 28, 786-813, 2000.

13. Il s'agit d'entreprises publiques transformées en sociétés par actions, dans lesquelles l'État est majoritaire.

14. OECD economic Survey: China 2005.

15. *Excess Investment and Efficiency Lost During Reforms: The case of Provincial-level fixed-Asset*, Qin, Song, 2003, ADB.

16. Boyreau-Debray et Wei : «Pitfalls of a state-dominated financial system: the case of China», *Discussion paper series n.4471, CEPR*.

de l'économie la compense en partie, et surtout, la diminution progressive de la part des entreprises publiques (cf. encadré 1) tire structurellement la productivité globale des facteurs agrégée vers le haut, à mesure que la partie la moins productive de l'économie voit sa taille se réduire.

Le fonctionnement du secteur financier peut expliquer une partie de cette mauvaise allocation. Notamment, l'investissement privé semble freiné en raison d'un accès limité aux financements bancaires, quand c'est l'inverse pour le secteur public qui a un accès quasi illimité au crédit.

4. Le financement bancaire de l'investissement public s'accompagne d'un fort aléa moral

Les banques publiques prêtent relativement peu aux entreprises privées¹⁷ car elles craignent de ne pas récupérer leurs actifs au cas où celles-ci auraient des difficultés financières, le gouvernement ne couvrant pas les pertes éventuelles contrairement au cas des entreprises publiques. Du fait des difficultés d'accès au secteur bancaire, les entreprises privées, généralement petites et moyennes, doivent avoir recours à d'autres sources de financement (auto-financement, prêts non bancaires). L'autofinancement représente une part considérable du financement de l'investissement (environ 55% en 2004) de ces entreprises.

À l'origine, les entreprises publiques n'avaient pas de comptabilité propre ; le gouvernement leur attribuait une dotation pour financer l'investissement dont le montant était prévu par le plan. Toutefois, depuis la création des banques dans les années 1980, le crédit s'est substitué à ces dotations mais cette évolution n'est souvent pas encore prise en compte. En effet, pendant de nombreuses années, les entreprises publiques ont utilisé le crédit comme une subvention, la pratique étant de capitaliser les intérêts non payés.

En ignorant en partie les critères de rentabilité, l'investissement des entreprises est resté peu rentable et les banques ont accumulé des créances douteuses. Celles-ci atteignaient près de 40% du PIB à la fin de 1999¹⁸.

17. cf. Mc Kinsey Global Institute : «Putting China's capital to work : the value of financial system reforms».

18. Voir Fung, Ben et Guonan Ma : *China's Asset Management Corporations*, BIS Working Paper N°115, août 2002.

Face à la menace¹⁹ que représentaient ces créances pour le secteur financier dans son ensemble, et afin de permettre son ouverture progressive à la concurrence, les autorités chinoises ont mis en place une stratégie d'assainissement. Elles ont d'abord choisi de recapitaliser les banques publiques. Comme cette recapitalisation s'avérait insuffisante, elles ont créé des structures de défaillance pour racheter puis réaliser les créances douteuses. Enfin, elles ont procédé à de nouvelles recapitalisations (cf. encadré 4).

En dépit des sommes engagées (environ 40% du PIB), chaque étape s'est révélée insuffisante pour rétablir à la fois le bilan des banques et la solvabilité des entreprises publiques, si bien que le comportement de prêt des banques n'a guère été modifié. Les incitations à une amélioration de la gestion ont été d'autant plus faibles que les autorités ont procédé à plusieurs reprises au rachat de créances douteuses. Au total, les banques ont continué à prêter aux entreprises publiques sans que celles-ci soient en mesure de rembourser ces prêts maintenant ainsi le coût du capital à des niveaux très bas.

5. Réformes et perspectives

5.1 La création des banques municipales n'améliore que très lentement les pratiques

Les «quatre grandes» banques publiques ont perdu le quasi-monopole qui était le leur lors de leur création, dans les années 1980. Ainsi, à la mi-2005, leur part dans le total des actifs bancaires n'est plus que de 53%. Deux autres types de banques se sont développés : les banques commerciales par actions et les banques municipales par actions.

La gouvernance des banques municipales contribue sans doute à soutenir l'investissement public au-delà de ce qui serait rentable d'un strict point de vue économique. Si les performances des banques municipales semblent nettement meilleures que celles des «quatre grandes» (graphique 5), il n'est pas sûr que cela se traduise par une meilleure allocation des crédits.

19. Les crises sont cependant restées limitées. La plus importante d'entre elles est celle du GITIC, organisme financier non bancaire en janvier 1998, qui a révélé l'insolvabilité de toutes les compagnies financières non bancaires liées aux banques publiques et ayant pour mission de financer les collectivités locales, en se finançant auprès des banques étrangères. A la suite de cet événement, elles furent progressivement fermées.

Encadré 4 : les mesures visant à éliminer les créances douteuses des 4 grandes banques

En 1998, le gouvernement décide de l'émission de bons du Trésor pour un montant de 33 milliards de dollars (3,3 points de PIB) qui viennent faire partie de leurs capitaux propres. En conséquence le capital des banques double.

En 1999, des mauvaises créances pour l'équivalent de 170 milliards de dollars (17% du PIB, 20% des prêts) sont retirées des bilans des banques et vendues à leur valeur faciale aux quatre compagnies de gestion (AMC, de l'anglais Asset Management Companies). constituées à cet effet. Celles-ci émettent des bons en paiement - qui viennent abonder les capitaux propres - à hauteur de 55% de la valeur totale des créances reprises. Le reste de l'achat des AMC est financé par des lignes de crédit de la Banque populaire de Chine (BPC), la banque centrale.

En 2003, 60 milliards de dollars provenant des réserves en devises de la Banque centrale ont été utilisés pour la recapitalisation de trois des grandes banques La Banque de la Construction finançant la construction des infrastructures, la Banque de Chine qui finance le commerce extérieur et la Banque Industrielle et commerciale, dont les principales clientes sont les entreprises industrielles. De ce fait, la Banque centrale est devenue propriétaire de ces banques. Comme cela n'était pas légalement possible, celle-ci a dû procéder à la création d'une holding - banque d'investissement dépendante de la Banque centrale -, financée par des bons de la Banque centrale elle-même, sans avoir la garantie explicite de l'État. Dans le même temps, le Ministère des finances reconnaît la perte de 38 milliards de dollars en raison de l'effacement des mauvaises créances des banques.

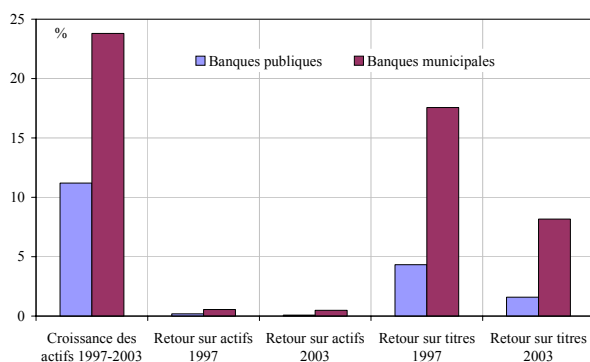
En 2004, la BPC a à nouveau été mise à contribution, pour la somme de 95 milliards de dollars, pour la recapitalisation de la Banque de la Construction, la Banque de Chine et la Banque de Communications. L'opération a consisté à racheter des créances douteuses pour un montant de 39 milliards de dollars, à 50% de leur valeur faciale, et à les revendre aux enchères aux AMC.

En 2005, la BPC a acheté des créances douteuses à leur valeur faciale pour 56 milliards de dollars et les a vendues aux enchères aux AMC à 26% de leur valeur faciale. Les pertes cumulées dans ces deux dernières opérations s'élèvent à 50 milliards de dollars, soit 20 fois les capitaux propres de la BPC. Celle-ci demeure en outre exposée aux pertes des AMC qui ont financé leurs achats de ces deux ventes aux enchères par des crédits qu'elle leur a accordés. Ainsi, la BPC s'est fortement décapitalisée.

Ces bons résultats agrégés semblent en effet plutôt retracer leur localisation dans les villes les plus prospères de la côte Est où les prêts aux entreprises sont les plus rentables. Lorsqu'elles se trouvent dans les zones où les friches industrielles prédominent, leur mode de gestion est proche de celui pratiqué par les « quatre grandes » : dans ce cas, une part importante des crédits accordés vise principalement à financer des initiatives des gouvernements locaux (entre 10 et 40%²⁰) dont la rentabilité reste incertaine. Ce mécanisme traduit sans doute la forte influence exercée par les autorités locales sur les banques municipales (au travers de la détention du capital²¹ et du pouvoir de nomination au conseil d'administration).

Principalement localisées dans les provinces côtières, les banques commerciales par actions semblent moins alimenter les investissements peu rentables. D'une part, elles sont moins soumises aux pressions locales, leur champ d'action s'étendant à la région quand celui des banques municipales reste à l'échelle de la ville. D'autre part, la participation des capitaux étrangers y est plus importante en moyenne.

Graphique 5 : résultats des 4 banques d'État et des banques municipales (%)



Source : FERRI.

5.2 La participation des banques étrangères au capital des banques chinoises devrait améliorer la gouvernance et limiter le surinvestissement des entreprises publiques

Les autorités chinoises semblent plus désireuses d'utiliser le savoir-faire des banques étrangères plutôt que d'utiliser, au moins à court terme, ce moyen pour recapitaliser le système financier. Ainsi, depuis l'ouverture en 2002, elles ont limité la part de capital que les banques étrangères pouvaient détenir. D'après les dispositions actuelles établies dans le cadre des accords

20. Ferri, Giovanni : *Banking in the People's Republic of China: Are New Tigers Supplanting old Mammoths?* ADB Institute Discussion Paper N°35, Septembre 2005.

21. Les administrations publiques (locales et État) détiennent entre 30 et 60% du capital suivant les villes.

d'entrée de la Chine à l'OMC, une banque étrangère donnée ne peut posséder que 20% du capital d'une banque chinoise, et l'ensemble des capitaux étrangers d'une banque chinoise ne peut excéder 25% de son capital²². En 2005, la participation étrangère ne représentait encore que 20 milliards de dollars, soit environ 2% des actifs bancaires totaux. En revanche, les banques étrangères peuvent désormais prendre des participations dans le capital de l'ensemble du secteur bancaire (les quatre grandes banques publiques, les banques municipales et les banques commerciales).

L'ouverture aux banques étrangères devrait améliorer la gestion des banques chinoises, en élevant l'exigence de rentabilité, en améliorant la gouvernance des établissements, et en renvoyant le signal d'un arrêt des recapitalisations massives par les autorités²³. Ces évolutions devraient relever sensiblement le coût du crédit pour la partie la moins moderne de l'économie chinoise.

Les évolutions en cours devraient limiter l'allocation inefficace du capital. Deux difficultés majeures demeurent cependant :

- la réalisation des actifs détenus par les structures de défaillance concerne principalement les terrains sur lesquels étaient installées les entreprises, souvent situés à la périphérie des villes au moment de la construction mais au cœur des villes aujourd'hui compte-tenu de la forte poussée urbaine. Le retour de ces terrains sur le marché de la construction vient alimenter la spéculation immobilière ;
- même si les banques nationales (les « quatre grandes ») commencent à adopter des règles de fonctionnement plus conformes aux principes des banques commerciales, l'investissement public local devrait toujours être élevé, les banques municipales restant très proches des autorités locales.

Benjamin DELOZIER et Diana HOCHRAICH

Directeur de la Publication : Philippe BOUYOUX
 Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN
 Mise en page : Maryse DOS SANTOS
 (01.44.87.18.51)

22. Si ce plafond est dépassé, la banque est considérée comme étrangère. Ces règles ne s'appliquent qu'aux banques qui ne sont pas cotées en bourse, les investisseurs étrangers pouvant détenir 100% du capital d'une banque cotée.

23. Les banques étrangères ont en effet déjà payé une prime, parfois importante, pour l'achat de ces participations : Celle-ci peut être estimée d'après la différence entre ce qu'a coûté à la holding de la BPC une action d'une banque et le prix auquel elle l'a vendue à la banque étrangère. Ainsi par exemple, Royal Bank of Scotland et Temasek ont payé 6,2 milliards de dollars pour la prise de participation de 20% du capital de la Banque de Chine. Or Huijin a avancé 22,5 milliards de dollars pour prendre le contrôle à 100% de la Banque. D'où, 20% représentent 4,5 milliards de dollars ; la prime étant de 1,7 milliard, soit 37,7%.