

La transition financière chinoise : un contre-exemple de la libéralisation financière

Zhaomin Zou

▶ **To cite this version:**

Zhaomin Zou. La transition financière chinoise : un contre-exemple de la libéralisation financière. Journée doctorale d'économie, Association des doctorants de Grenoble en économie, Apr 2013, Grenoble, France. halshs-00904296

HAL Id: halshs-00904296
https://shs.hal.science/halshs-00904296

Submitted on 14 Nov 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

« La transition financière chinoise : un contre-exemple de la libéralisation financière »

Zhaomin ZOU,

Journée Doctorale d'Economie (JDE) 19 avril 2013, Grenoble.

Sommaire

Introduction **1**

I - La stabilité des finances publiques à travers la répression financière **4**

A - Une autre interprétation des créances douteuses et des prêts non performants 6

B - Les banques chinoises en première ligne de la régulation financière de l'Etat 7

C - L'explication de l'inégalité d'accès au crédit entre les entreprises étatiques et privées 8

D - La nécessité d'une politique de crédit expansive 10

II - La transition financière chinoise : un contre-exemple de la libéralisation financière **12**

A - La force de la libéralisation financière 12

B - Critiques contre la libéralisation financière 15

III - Vers un modèle de financement alternatif ? **21**

IV - Conclusion **24**

V - Bibliographie **25**

Introduction

L'économie chinoise affiche, depuis la réforme économique de 1979, une croissance exceptionnelle, non seulement beaucoup plus élevée (voisine de 9% en rythme annuel) que celle des grands pays développés, mais aussi beaucoup plus stable que celle de la plupart des économies de marché émergentes en Asie ou en Amérique latine. Cette performance est réalisée dans un contexte d'ouverture accélérée du pays à l'international, tant des échanges commerciaux (avec l'adhésion à l'OMC en 2001) que des flux financiers (notamment à travers l'absorption des investissements directs étrangers (IDE)). Par contre, ces résultats remarquables ne peuvent cacher des soupçons et des inquiétudes. Au-delà de l'apparence de prospérité, dès le début des réformes économiques, la croissance soutenue s'accompagne de dysfonctionnements bancaires et financiers révélant la fragilité financière du pays (Huchet, 1998 ; Lal, 2006). Or, cette fragilité est non seulement susceptible de peser sur la perspective de la croissance économique à moyen et long termes, mais aussi de révéler que les conditions préalables à l'éclatement d'une crise financière pourraient être dès à présent réunies. Ainsi, des critiques sont adressées au système bancaire chinois par beaucoup d'économistes occidentaux, qui le considèrent comme son talon d'Achille.

Mais depuis les années 1990, malgré l'accumulation des créances douteuses des banques, la croissance économique chinoise n'a pas beaucoup ralentie et le système financier chinois n'a pas été touché par de graves crises financières extérieures. C'est ce qu'on appelle le paradoxe de l'économie chinoise : une performance économique exceptionnelle s'accompagne de la fragilité de son système financier. En fait, la fragilité du système financier chinois, notamment du système bancaire, est étroitement liée aux réformes engagées dans le secteur des entreprises depuis la transition économique du pays. L'une des principales difficultés est de faire évoluer les institutions financières pour qu'elles puissent non seulement prendre en charge le financement de la restructuration des entreprises publiques, mais aussi mieux répondre aux besoins du secteur privé en expansion. D'une part, les grandes entreprises publiques ont besoin de financement pour moderniser leur appareil productif afin de faire face à la concurrence internationale. D'autre part, les entreprises privées ainsi que les petites entreprises d'État se trouvent confrontées à de sérieux problèmes d'autofinancement. Les efforts entrepris pour améliorer leur situation à cet égard visent essentiellement à modifier la structure financière du pays, mais ils n'ont pas tout de suite été couronnés de succès. En 1996, Standard et Poors, l'une des principales agences américaines de classement des institutions

financières, estime le montant des prêts non-performants à 25 % du total des prêts bancaires, soit pour la même année un montant équivalent à 200 milliards de dollars et à 25 % du PIB (Huchet, 1998). Du point de vue de la majorité des économistes occidentaux, les faiblesses du système financier chinois (notamment dans les principales banques publiques), caractérisé par le problème des prêts non performants, la faiblesse de la rentabilité et l'insuffisance des fonds propres des banques publiques, pourraient remettre en cause la stabilité de la croissance économique chinoise.

Bien entendu, le système financier revêt une importance particulière pour les efforts de développement et de croissance dans les différentes économies du monde, quels que soient le niveau de développement économique et le degré d'industrialisation. C'est une conclusion générale que de nombreux économistes (McKinnon, 1993 ; Levine, 1997) admettent, en se basant sur des études aussi bien théoriques qu'empiriques qui confirment l'existence d'un lien étroit entre le niveau de développement du système financier et le taux de croissance économique. Bien que le sens de causalité entre les deux types de développement, de même que les canaux par lesquels l'un agit sur l'autre, n'aient pas fait l'unanimité pour autant entre les théoriciens, ces derniers ont moins de doute sur la contribution d'un système financier solide et efficace au développement économique. Or, la grande question est de savoir comment cette contribution pourrait être mise en œuvre d'une façon soutenable notamment pour les pays en développement.

En particulier, la Chine présente les caractéristiques d'un pays à la fois en développement, émergent et en transition. Cette particularité suscite des interrogations sur sa façon d'adopter ou de refuser l'approche de la libéralisation financière pour transformer son système financier. En effet, compte tenu du rôle-clé du système financier dans une économie et des nombreux problèmes liés à l'imperfection institutionnelle du pays, l'ouverture du secteur financier chinois a fait l'objet d'une grande vigilance. En effet, l'ampleur de la déréglementation financière s'avère *de facto* très restreint. La Chine n'a pas accordé une grande confiance à la libéralisation financière et le secteur financier chinois est en voie de libéralisation très lente et sous haute surveillance. « *Si nous attendons que les conditions de libéralisation des taux d'intérêt et des changes ainsi que l'internationalisation du yuan arrivent à maturité, nous pourrions ne jamais trouver le moment idéal pour ouvrir les flux de capitaux* », a indiqué la Banque Centrale de Chine (PBOC) dans un rapport publié en février

2012 qui établit un plan de libéralisation[1]. Les taux d'intérêt ne sont pas complètement libéralisés et l'ensemble du système financier est toujours dominé par l'Etat à travers les banques publiques. A propos de l'ouverture financière, les mesures sont encore plus strictes. Pour limiter l'influence des investisseurs institutionnels étrangers sur la structure du financement domestique, la *State Administration of Foreign Exchange*, (SAFE, Office des changes chinois) a régulièrement délivré des contingents à des titulaires de licences de *Qualified Foreign Institutional Investors* (QFII)[2]. En 2011, dans le cadre du programme « QFII », la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) a commencé à autoriser les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés à investir en Chine. Bien qu'en 2012, le montant total ait été augmenté de 24,55 milliards de dollars pour actuellement atteindre 80 milliards, la progression de l'ouverture reste modeste : les investissements sous le programme « QFII » ne représentent que 1,1% de la valeur de marché totale des actions de classe A, selon la CSRC. A la fin de l'année 2011, la Commission Chinoise de Réforme et de Développement (NDRC) a relevé le quota annuel autorisé de détention de dette étrangère à long terme par les banques étrangères en Chine, à 24 milliards de dollars[3]. Mais elle a maintenu la restriction sur l'endettement étranger à court terme. La décision annoncée « *vise à réduire la part des emprunts à court terme, plus sensibles aux mouvements de capitaux internationaux* », selon la NDRC.

En effet, pendant trente ans, les autorités financières et monétaires chinoises ont contrôlé soigneusement le rythme d'ouverture des marchés de capitaux. Toutes les mesures mises en place pour limiter l'ampleur de la dépendance financière internationale montre la grande vigilance du gouvernement chinois vis-à-vis des risques liés aux mouvements de capitaux étrangers. Compte tenu des risques supplémentaires que peut introduire une véritable libéralisation financière, c'est-à-dire une dérégulation associée à un rôle dominant des marchés (titres, crédits, dépôts, change), la Chine reste assez prudente vis-à-vis des propositions du F.M.I et cherche à mener une stratégie financière plus équilibrée entre refinancement domestique et endettement international.

[1] Selon ce plan, entre 2017 et 2022, le pays pourrait progressivement ouvrir les opérations de trading sur les marchés immobiliers, des actions et des obligations aux investisseurs étrangers.

[2] C'est-à-dire les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés.

[3] En 2011, la Chine n'a emprunté que 44 milliards de dollars en dette étrangère de long terme (1,4% des réserves de change). Parmi ces dettes, une grande partie provient de la part du F.M.I et la Banque mondiale. Seulement 5,3 milliards sont accordés par les banques étrangères.

Du fait que la transition financière chinoise représente un contre-exemple de libéralisation financière, il est intéressant d'étudier certaines spécialités de son modèle de financement et ses implications qui nous permettent de comprendre ce phénomène paradoxal dans lequel l'excellente performance économique chinoise s'accompagne de la fragilité de son système bancaire. A cette fin, nous cherchons d'abord à comprendre l'origine de fragilité financière chinoise. Selon notre analyse, le problème des créances douteuses est directement lié au transfert du financement des entreprises publiques aux banques commerciales chinoises. C'est pourquoi ces créances doivent être interprétées comme le quasi déficit budgétaire au lieu des pertes des banques. Ensuite, la deuxième partie consiste à expliquer pourquoi la Chine a mis en œuvre une politique d'ouverture financière restrictive au lieu d'accepter une libéralisation financière totale comme dans la majorité des pays en développement et en transition. Nous envisageons de montrer l'effet pervers du mouvement des capitaux étrangers et l'importance de dépendance financière d'un pays en développement vis-à-vis des pays développé afin de justifier l'opposition des autorités monétaires chinoises contre le dogme de la libéralisation financière. Enfin, la troisième section consiste à proposer un modèle de financement alternatif mieux adapté aux besoins de croissance des pays en développement.

I - La stabilité des finances publiques à travers la répression financière

Aujourd'hui, la question de déficit budgétaire public devient de plus en plus délicate tant pour les pays développés que pour les pays en développement. La crise plus récente d'endettement en zone euro, provoquée par la mise en lumière du déficit public grecque, a non seulement fait augmenté les coûts de financement du secteur privé au détriment de l'investissement des entreprises européennes, mais aussi et surtout remettre en cause la soutenabilité des dettes souveraines dans un grand nombre de pays développés. Pour une économie en développement et en transition, l'enjeu de l'équilibre des finances publiques est d'autant plus important. Derrière des crises financières qui ont touché plusieurs pays en développement, nous trouvons plus ou moins les traces de dégradation du déficit budgétaire et de surendettement public et privé. Or, l'Etat chinois a relativement mieux maintenu son équilibre budgétaire et la stabilité macroéconomique sans passer par une politique d'austérité.

Cela appartient sans doute à la réussite de réforme fiscale et l'amélioration de la performance des entreprises publiques au milieu des années 1990. Mais ces deux progrès demandent eux-mêmes un investissement préalable qui pèse lourdement sur l'équilibre budgétaire de l'Etat. Y a-t-il d'autres facteurs explicatifs pour sa stabilité financière?

Selon certains économistes (Bai et al., 2006), la Chine a tiré l'avantage de la répression financière pour maintenir l'équilibre budgétaire. Comme les déficits budgétaires concernent avant tout la pénurie de recettes publiques, il faut que l'Etat cherche une autre source pour prévenir le déficit des finances publiques. Or, en Chine, bien que les recettes fiscales aient nettement diminué dès le début de la transition économique, elles ont été partiellement compensées par une augmentation des recettes «quasi-fiscales» provenant de la répression financière. Plus précisément, grâce à l'écart positif entre une augmentation plus rapide des dépôts des ménages que celle des emprunts de crédit dans les banques d'Etat, ceci a engendré une partie fixe des actifs bancaires qui se sont finalement transformés en des recettes publiques gouvernementales, car le gouvernement central pouvait, à l'encontre des règles de l'économie du marché, emprunter et utiliser presque gratuitement certaines sommes de ces revenus à travers ses banques étatiques. Cela permet à la Chine d'avoir suffisamment de ressources financières pour maintenir la stabilité macro-économique tout en évitant une crise financière comme en Russie. En fait, compte tenu de son système fiscal incomplet et des entreprises publiques en déficit, le gouvernement chinois n'a pas d'autre choix que de bénéficier de cette accumulation financière. Entre 1986 et 1994, le gouvernement a collecté les quasi recettes fiscales en provenance du secteur bancaire, avec une moyenne de près de 9% du PIB, ou plus de la moitié des recettes budgétaires (Bai et al., 2006).

L'analyse de McKinnon et Bai nous semble pertinente pour comprendre l'effet positif de la répression financière sur la finance publique. Mais elle n'explique pas pourquoi le niveau de rentabilité des banques chinoises était tellement faible et la plupart parmi elles étaient au bord de la faillite selon les normes internationales dans les années 1990. A cette époque là, les banques publiques chinoises ont fortement été critiquées à cause de leur énorme créance douteuse et de leur niveau insuffisant de fonds propre. Ces deux problèmes étaient considérés comme les principales preuves de la fragilité financière chinoise jusqu'à présent. Mais ces points faibles du système bancaire chinois sont proprement liés à la restructuration des entreprises publiques au cours des années 1990. Pendant cette période spéciale, les autorités chinoises décident de rendre financièrement indépendantes les entreprises publiques au lieu de les privatiser massivement. Par conséquent, elles ne bénéficient plus du tout du financement

automatique par dotations budgétaires par le biais du Trésor public. Comme les financements budgétaires ont diminué, les entreprises publiques se tournent alors encore davantage vers les prêts bancaires pour financer leur production.

A - Une autre interprétation des créances douteuses et des prêts non performants

De prime abord, c'est le transfert du financement des entreprises publiques aux banques, qui est à l'origine de l'accumulation des créances douteuses. L'Etat chinois n'a donc fait que transférer sa charge financière aux banques commerciales publiques, tout en intervenant dans la politique de distribution des crédits. C'est pourquoi les créances douteuses peuvent donc être considérées comme un « *quasi déficit budgétaire* » (Fan, 2004), car les banques *« étaient seulement chargées de fournir des prêts aux entreprises, qui n'avaient pas de fonds propres et donc pas de garanties* » (Lu, 2000, p. 8). Puisque ces prêts sont garantis par l'Etat, nous pouvons les interpréter comme une *quasi dépense budgétaire* sous forme de facilité exceptionnelle des prêts. Or, par rapport aux dotations budgétaires, le nouveau mode de financement par des prêts bancaires (même s'ils sont non performants et imposés par l'Etat) représente au moins deux avantages : 1) le maintien du niveau de financement en faveur de l'investissement des entreprises avec un minimum de contrainte budgétaire ; 2) la réduction des dépenses publiques en mobilisant l'épargne domestique. En général, les entreprises publiques étaient le principal bénéficiaire de ces prêts exceptionnels. Mais leur privilège financière a sa propre raison.

En dépit des réformes économiques réalisées, « l'économie socialiste de marché » conserve comme moteur principal des entreprises d'Etat dans le système de production : face aux recettes qu'elles tirent de leur pure activité économique, elles doivent supporter, au-delà de leurs coûts de production directs, un ensemble de charges d'ordre politico-social qui correspondent normalement à des missions d'Etat liées au service public. Parallèlement, les réformes qui visaient à accroître l'autonomie des entreprises et la décentralisation des décisions ont contribué à augmenter ces charges imposées. En conséquence, les réformes ont conduit à imposer aux entreprises d'Etat une mission difficile en termes de rentabilité exigée. Dans la mesure où la cible de performance ne pouvait raisonnablement être atteinte, l'Etat devait alors garantir une condition de refinancement pour maintenir le niveau de la production et de l'emploi. La longue période de restructuration des entreprises publiques entre 1978-1996

attestent, au-delà des pertes qu'elles enregistrent, que, quand leur chiffre d'affaires augmente annuellement de 7,6%, la masse des salaires et des avantages sociaux qu'elles versent augmente, quant à elle, de 16%.

B - Les banques chinoises en première ligne de la régulation financière de l'Etat

Pendant la période de restructuration des entreprises publiques, les banques publiques chinoises ne cherchent pas à accroitre leurs bénéfices à travers l'augmentation de leurs marges d'intermédiation, même sous la pression permanente de la multiplication des créances douteuses. Ayant obtenu la libéralisation formelle de leurs taux d'intérêt débiteurs, puis créditeurs à la fin des années 1990, elles ne font qu'un usage extrêmement limité de cette liberté, les taux débiteurs des grandes banques commerciales étant notamment concentrés autour du benchmark fixé par les autorités. Au total, les banques affichent des marges d'intermédiation relativement faibles et des rentabilités banales[1], ce qui ne saurait donc leur permettre de résoudre seules le problème des prêts non performants.

Deuxièmement, après l'entrée à l'OMC en 2001, dans la logique de l'ouverture financière à l'international, les banques peuvent se tourner vers les investisseurs étrangers pour chercher l'apport du capital étranger au niveau de leur fonds propres. Mais au même moment, la législation chinoise sur la propriété du capital introduit une limite drastique aux participations étrangères : 20% du capital pour un investisseur étranger, 25% du capital pour l'actionnariat étranger dans son ensemble. En réalité, du fait de la réticence des banques, ces limites sont très rarement atteintes, la participation moyenne avoisinant 10%, surtout dans le cas des quatre plus grandes banques commerciales étatiques (*Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China, et Agricultural Bank of China*).

Enfin, dans la logique de dilution des prêts non performants, les banques mettent en œuvre une politique expansive de nouveaux crédits, dont la croissance globale est approximativement deux fois supérieure à celle du PIB. Or, au moins une partie de ces

[1] Toutes les banques commerciales étatiques étaient déficitaires jusqu'en 2003. Le taux de rentabilité de l'ensemble des banques chinoises n'était que de 3,8% en 2003 et de 4% en 2004.

nouveaux crédits est fortement risquée et donc susceptible de créer une nouvelle vague de créances douteuses.

Au total, ces trois constats nous permettent de comprendre que les banques, sous la volonté de l'Etat, ne sont absolument pas en mesure de régler le problème des prêts non performants et de l'insuffisance de capitaux propres[1]. En effet, leur principal objectif reste donc de financer la restructuration des entreprises publiques et de maintenir le niveau d'investissement pour moderniser l'appareil productif. En conséquence, de l'octroi du crédit répondant à des critères plus larges que celui de la seule rentabilité financière, il en résulte une situation générale de fragilité financière notamment au sein du système bancaire. Au niveau de l'intermédiation financière, cette fragilité se traduit généralement par l'accumulation de créances douteuses en contrepartie des prêts non performants accordés aux entreprises d'Etat. Mais en même temps elle permet à l'Etat chinois de s'éloigner de la menace du déficit public. Même pour les banques chinoises, la résorption des créances implique une prudence à la course aux crédits nouveaux sans passer par une augmentation des taux d'intérêt qui alourdit le coût de financement des entreprises.

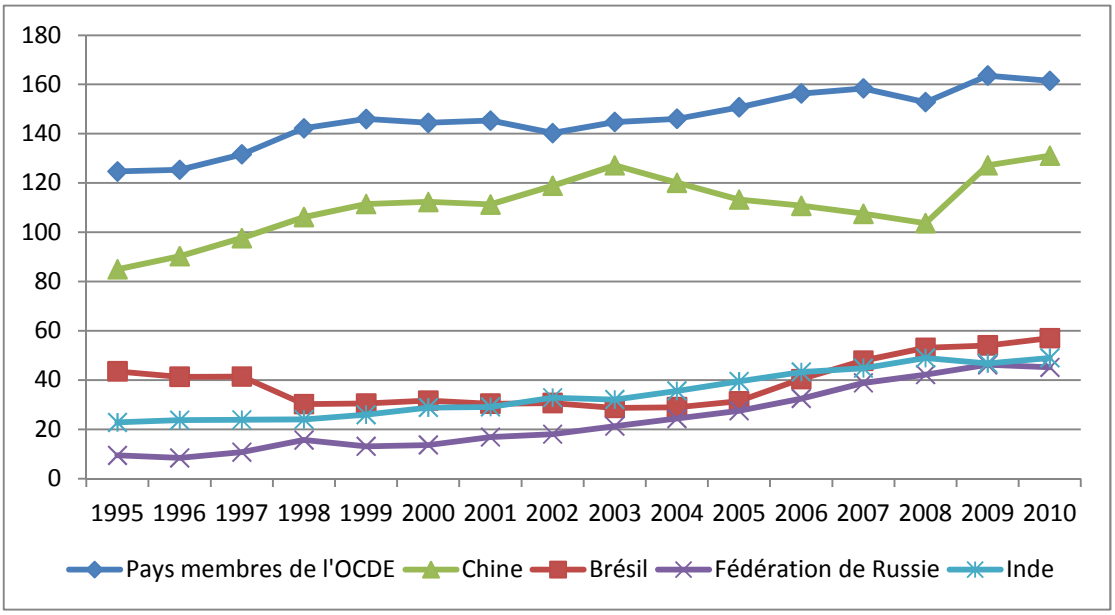
C - L'explication de l'inégalité d'accès au crédit entre les entreprises étatiques et privées

L'inégalité de l'accès au crédit bancaire entre entreprises publiques et privées est depuis longtemps considérée comme une preuve selon laquelle la Chine manque cruellement des moyens de financement pertinents à cause de l'intermédiation financière déficiente. De prime abord, au niveau de l'offre du crédit, il y avait une inégalité ou une discrimination des prêts dans le système financier : les entreprises d'État ont reçu le plus de crédits des banques publiques et ont fait face aux contraintes budgétaires souples, tandis que les entreprises non étatiques n'ont reçu que peu de crédit et ont fait face à des contraintes budgétaires beaucoup plus dures. Mais il ne faut pas imputer complètement cette discrimination de crédits à la mauvaise intervention de l'Etat. Sachant que la majorité des entreprises privées démarrent

[1] C'est pourquoi le recours aux autorités publiques en dernier ressort demeure une solution sous entendue. Ainsi, les transferts de créances douteuses des grandes banques commerciales d'Etat vers les AMC (*China Asset Management Co. Ltd.*) ont représenté 59% de la réduction de leurs encours en 2004.

dans les secteurs intensifs en main d'œuvre où le besoin du fonds de roulement est moins important, elles comptaient souvent sur crédit inter-entreprise ou autofinancement et n'étaient pas obligées de se tourner vers les banques pour se financer. Malgré tout, la part du crédit intérieur fournie au secteur privé en Chine est aujourd'hui beaucoup plus élevée par rapport à celle des autres pays émergents.

Crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2011, disponibles à l'adresse : http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/

Ce graphique nous signale que l'inégalité du crédit fourni au secteur privé en Chine n'est pas si importante que nous pensons auparavant. Mais comme la production des entreprises étatiques en Chine dispose un poids plus important que celle dans les autres pays émergents et le niveau très élevé de l'investissement public chinois est financé principalement par le crédit bancaire, il est indispensable d'expliquer l'inégalité de l'accès au crédit bancaire entre secteurs public et privé en Chine.

Il existe au moins deux autres raisons pour comprendre l'inégalité de l'accès au crédit bancaire entre secteurs public et privé. Une raison principale concerne la responsabilité sociale qui contraignent les choix des entreprises étatiques (c'est-à-dire, au-delà de leurs coûts de revient, des charges d'ordre politico-social liées au service public). Historiquement, les entreprises d'Etat ont été engagées beaucoup plus pour la responsabilité sociale que celles non

étatiques. La différence sur les finalités du fonctionnement des entreprises explique la sous-performance des entreprises étatiques par rapport aux entreprises privées selon le critère purement actionnarial qui se focalise particulièrement à court terme. En revanche, le dépassement de l'horizon de maximisation des profits à court terme permet aux entreprises étatiques de lancer des projets industriels à moyen et long terme et investir beaucoup plus en R&D à l'aide du crédit bancaire. Au total, la contribution de l'ensemble des nouvelles entreprises privées au bien-être social était plus petite que celle des entreprises publiques, il était nécessaire pour l'Etat chinois de les « subventionner » financièrement par le crédit bancaire avec des taux d'intérêts plus avantageux.

Une autre raison principale concerne l'asymétrie d'information dans le système fiscal. Du fait que le revenu des entreprises étatiques représente toujours une grande partie stable des recettes budgétaires de l'Etat, le gouvernement impose aux entreprises étatiques d'effectuer des transactions par le biais des banques d'Etat afin qu'il puisse les observer commodément et les taxer en conséquence. En comparaison, les entreprises non étatiques utilisent souvent des espèces pour la transaction, et le gouvernement se trouve en difficulté de les contrôler et les taxer. Compte tenu de cette différence, le gouvernement préférerait fournir des crédits aux premières plutôt qu'aux deuxièmes en raison de la facilité du contrôle fiscale.

D - La nécessité d'une politique de crédit expansive

En résumé, la facilité du contrôle fiscal et la charge importante de responsabilité sociale expliquent l'écart des crédits bancaires aux entreprises étatiques et privées. Malgré tout, par rapport à la dotation budgétaire, l'allocation du crédit bancaire permet à l'Etat chinois de réduire sa dépense budgétaire sans passer par une politique d'austérité au détriment du niveau d'investissement et de production publique. Le gouvernement chinois a réagi avec prudence aux pressions en faveur de la consolidation budgétaire et de l'adoption de mesures d'austérité s'il ne veut pas risquer d'interrompre le redressement de son économie. La Banque centrale de Chine et les banques publiques ont participé vivement au projet de restructuration des entreprises publiques. L'objectif de la restructuration ne consiste pas à sauver toutes les entreprises publiques, mais à moderniser l'ensemble du système productif pour le rendre plus compétitif face à la concurrence internationale. La condition de refinancement du crédit bancaire sert comme un dispositif d'engagement pour durcir progressivement les contraintes budgétaires des entreprises publiques. D'une part, le transfert du financement des entreprises

publiques aux banques a réduit une grande partie des dépenses publiques pour prévenir le déficit budgétaire excessif. D'autre part, la nouvelle modalité de financement par le crédit bancaire permet aux entreprises de déterminer plus librement un niveau d'investissement et de production selon leur propre anticipation sur le marché au lieu d'attendre le consigne de l'Etat.

Pendant une longue période, le crédit bancaire chinois a sans doute joué un rôle de quasi-subvention publique dans le financement des entreprises publiques. Dans toutes les économies en transition, la réforme des entreprises publiques pose toujours une grande difficulté pour les gouvernements concernés. Ces entreprises, souvent en sureffectifs et peu rentables, ont du mal à se financer pour survivre. La majorité d'elles étaient obligé d'être privatisées ou mises en faillite à cause de la dégradation de la condition financière. Comparée aux autres pays en transition, la Chine a réussi de restructurer une grande partie des entreprises publiques au lieu de les revendre aux investisseurs étrangers. Aujourd'hui, un grand nombre des entreprises étatiques sont devenues rentables et constituent une source stable de recette publique pour maintenir l'équilibre budgétaire de l'Etat. Pour atteindre cet objectif, l'Etat chinois a mis en place une politique expansive de crédit bancaire pour liquider la dette et la perte de ces entreprises, et ensuite financer la modernisation de leur appareil productif. D'une part, les avances du secteur bancaire autorisaient le financement du capital fixe et des salaires, la production et la vente des marchandises, le reflux des salaires distribués par les firmes entre leurs mains et, par là, le remboursement du système bancaire et le maintien de la dynamique de l'investissement. D'autre part, la contrainte budgétaire lâche était accordée pour la majorité des entreprises étatiques puisque l'État, à travers son emprise sur la Banque centrale, procède *de facto* à une socialisation et une monétisation *ex-post* des pertes des entreprises. Mais pourquoi la Chine n'a pas voulu mettre en place une libéralisation financière pour mieux financer sa croissance économique ?

II - Le débat sur la libéralisation financière

Pour répondre à la question précédente, il est nécessaire de comprendre la force et la faiblesse de la libéralisation financière avant d'expliquer pourquoi la transition financière chinoise peut être considérée comme un contre-exemple de la libéralisation financière.

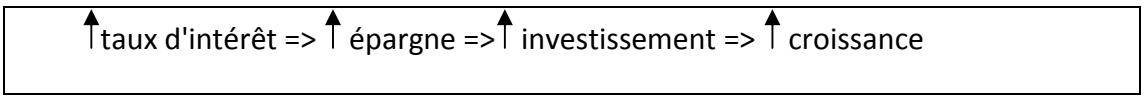
A - La force de la libéralisation financière

La libéralisation financière fait partie d'un véritable mouvement intense de libéralisation de l'économie au niveau mondial dans les trois dernières décennies. D'un point de vue théorique, le discours économique dominant met en avant l'avantage du laisser-faire et du libre échange, opposant les bienfaits du marché aux défaillances de l'État. Il prône la déréglementation, la privatisation et l'ouverture accrue des marchés. En effet, la revanche des néolibéraux depuis les années 1960-1970 ne se limite pas aux secteurs industriel et commercial mais implique encore plus le secteur financier. Dans les pays développés, il y a eu une véritable financiarisation de l'économie puisque l'investissement dans la production industrielle étant peu rentable à cause de la saturation de la demande, les capitaux se dirigent vers le monde plus profitable de la finance. Parallèlement, dans les pays en développement, il s'agit avant tout de mettre la fin la répression financière pour que les agents économiques ne souffrent plus d'insuffisance de ressources financières.

1) La contrôle des taux d'intérêt et son effet sur la croissance économique

L'étude de la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique commence à devenir « populaire » dans les années 1970. Tout est relancé dès le début des années 1970 par les contributions de Shaw (1973) et de McKinnon (1973) qui s'intéressent à la problématique du sous-développement. Ils mettent l'accent sur les difficultés de financement de l'investissement dans le cadre d'économies où le système bancaire est fragmenté et le crédit est sous le contrôle de l'Etat, ce qui caractérise autant dans les pays développés que dans les pays en développement jusqu'au milieu des années 1980. Les auteurs soulignent les effets d'entraînement du secteur financier sur la croissance économique

reposant sur la séquence qui explique la contribution du secteur financier à un réel décollage économique:



Selon cette séquence, la hausse des taux d'intérêt doit permettre la formation d'une épargne, d'absorber le secteur informel et de réaliser une intégration suffisante du système financier ainsi que d'homogénéiser les rendements du capital. Par conséquent, pour initier un processus favorable à l'investissement, les auteurs préconisent d'abord la libéralisation financière et en particulier la libéralisation des taux d'intérêt qui permettraient d'augmenter le niveau de l'investissement, par le biais de l'amélioration du rendement de l'épargne, et de réduire les contraintes de crédit, car le crédit serait alors alloué en fonction de la productivité attendue des projets d'investissement, d'où une efficacité accrue des investissements. Autrement dit, la libéralisation du système financier doit permettre une meilleure allocation d'une épargne plus abondante car mieux rémunérée. Le rôle de l'Etat est logiquement appelé à se réduire parce que ses interventions renforceraient une mauvaise allocation de l'épargne et réduiraient son niveau : soit directement par le maintien de taux faible ou indirectement par une création monétaire excessive qui génère de l'inflation qui n'incite pas à l'accroissement d'une épargne sous forme de dépôts bancaires.

A propos de l'analyse du système financier de l'économie en transition ou en développement, l'apport fondamental de la théorie de McKinnon se situe dans la reformulation de la demande de monnaie. En fait, l'auteur décrit la situation d'une économie peu monétarisée dans laquelle la hausse du taux d'intérêt réel (grâce à une augmentation du taux d'intérêt nominal et/ou à une diminution de l'inflation) permet d'enclencher un processus de monétarisation de l'économie via la mobilisation de l'épargne. En d'autres termes, il présuppose l'existence préalable de l'épargne pour financer l'investissement. En effet, les banques ou les intermédiaires financiers chez McKinnon, compte-tenu de l'hypothèse d'autofinancement, ne se préoccupent pas d'activité de crédit: elles se bornent à collecter l'épargne, à la rémunérer et à la rendre aux épargnants. Pour lui, le problème de sous-développement du système financier est à l'origine de l'insuffisance des ressources financières, c'est-à-dire la pénurie de l'épargne. Parallèlement, dans son modèle « d'intermédiation de la dette », Shaw (1973) rejoint l'idée de McKinnon et montre que la hausse du taux servi sur les dépôts, en encourageant la demande de dépôts des agents, accroît

la capacité de crédits du secteur bancaire. Cela stimule l'investissement qui est financé de façon externe, c'est-à-dire l'apport de capitaux étrangers sur l'investissement domestique.

2) L'apport de capitaux étrangers sur l'investissement domestique

Pour les partisans de libéralisation financière, un élément de justification fait référence à la théorie économique néoclassique selon laquelle les mécanismes de marché permettent une allocation optimale des ressources. Sur le plan international, la suppression des obstacles à la libre circulation des capitaux doit aboutir à un accroissement de la concurrence entre les places financières, et à ce que les économistes appellent une allocation plus efficace des capitaux. Par exemple, un chef d'entreprise locale, qui souhaite lancer un projet d'investissement et donc stimuler la croissance économique, trouvera forcément, sur les places financières mondiales en concurrence, le financement le moins coûteux pour son projet, même dans le cas où les capitaux nationaux disponibles seraient insuffisants. Parallèlement, les détenteurs de capitaux comme les assurances, les banques ou les fonds de pension d'un autre pays, qui peuvent désormais placer leurs capitaux sur n'importe quelle place financière mondiale, vont diversifier leurs risques, en répartissant leurs fonds sur plusieurs marchés, et ainsi en optimisant la gestion de leur portefeuille. Par conséquent, les pays qui disposent de projets d'investissement utiles et efficaces, mais qui manquent d'épargne nationale, pourront financer leurs projets par des capitaux disponibles, prêts à sortir de leur territoire national d'origine, et à s'engager là où on en a le plus besoin. En particulier, certains pays en voie de développement ou émergents, qui ont structurellement besoin, pour accompagner leur politique de développement, de recevoir des financements extérieurs à long-terme, doivent aussi trouver leur intérêt à la libéralisation de la finance mondiale.

En fait, l'interdépendance économique au niveau mondial, qui s'est développée dans les années 1970-1980 avec les politiques de libéralisation et d'ouverture économique, est la conséquence des échanges de biens et services entre pays, et de la répartition internationale des processus de production et des mouvements financiers et monétaires. Parallèlement, la libéralisation financière a accru l'interdépendance financière entre les différents pays. Depuis longtemps, nous croyons qu'une grande intégration financière internationale peut être favorable aux pays qui manquent de moyens financiers. Parce que le libre mouvement des flux de capitaux permet aux pays qui ont des ressources d'épargne limitées d'attirer des financements pour leurs projets d'investissement interne. L'idée est que l'accès aux marchés

de capitaux internationaux permet un découplage entre l'épargne et l'investissement national. Il en résulte une meilleure diversification du risque et incontestablement, un remède aux déséquilibres entre épargne et investissement. Par conséquent, il est souhaitable pour les pays en développement de mettre en place une ouverture financière pour mieux intégrer aux marchés financiers internationaux.

B - Critiques contre la libéralisation financière

Puisque l'approche de McKinnon/Shaw conclut donc, invariablement, à souligner le caractère néfaste de la répression financière, la répression financière expliquerait les écarts de développement entre les différents pays. La mise en place de taux nominaux administrés ou de réserves obligatoires et la poursuite de politiques monétaires trop laxistes génératrices d'inflation affecteraient négativement la croissance économique. *A contrario*, la libéralisation financière, parce qu'elle permettrait le développement financier, serait à même d'accélérer le développement économique. Quant aux crises financières, elles résultent de certains effets « secondaires » de la libéralisation financière qui sont liés aux mauvaises conditions institutionnelles des pays et aux réglementations inadaptées de leur autorité financière. Plus l'ampleur de marché est grand, plus les moyens de financement sont abondants, plus les risques sont diversifiés ou dilués. Pourtant, cette approche, loin d'être solide même sur le plan théorique (Dornbush et Reynoso, 1989), ne cesse d'être critiquée et soulève également de nombreuses polémiques jusqu'aujourd'hui.

Sur le plan théorique, de nombre d'études (Velasco, 1988 ; Dornbush et Reynoso, 1989) montrent que l'effet des taux d'intérêt sur l'épargne et l'investissement reste mitigé. A propos de l'interaction entre les flux de capitaux étrangers et la croissance économique, une revue des études proposée par Kose, Prasad, Rogoff et Wei (2006) révèle la difficulté à mettre en évidence des effets positifs de l'intégration financière internationale sur la croissance. Prasad, Rajan et Subramanian (2006) montrent que les pays en développement ayant eu un recours plus intense à l'épargne externe sont ceux dont la croissance de long terme a été relativement plus faible, tandis que les économies avancées ayant reçu plus de flux de capitaux ont crû davantage. En fait, l'impact de l'ouverture du compte de capital sur le développement économique semble dépendre de la qualité du cadre institutionnel du pays (Klein, 2005).

En effet, l'approche de McKinnon/Shaw en faveur de la libéralisation financière nous semble très imparfaite pour un simple fait : l'insuffisance de l'épargne domestique n'est pas

toujours le cas dans les pays en développement. C'est facile de constater nombreux phénomènes de surliquidité bancaire dans les économies en développement (Doumbia, 2011). Autrement dit, au lieu du manque de la ressource financière, ces pays souffriraient plutôt de la faiblesse de demande de crédit bancaire à cause du niveau d'investissement très bas. Parallèlement, avec la récurrence des crises financières dans les pays en développement, certains analyses s'interrogent toutefois sur le sens de la corrélation négative entre libéralisation financière et croissance.

1) L'effet mitigé des taux d'intérêt sur le financement de l'économie en transition

Dans une économie en transition où l'environnement économique est incertain ou fortement défavorable, les entreprises sont peu incitées à investir. Les entrepreneurs peuvent, en effet, anticiper des rendements réels des investissements faiblement positifs, voire même négatifs. En conséquence, la demande des crédits destinés à financer l'accumulation de capital fixe peut être faible et conduire à des taux d'intérêt réels négatifs à cause d'un excès de fonds prêtables (Gibson et Tsakalotos, 1994).

En fait, le taux de l'épargne peut être très important en dépit des taux d'intérêt réels négatifs. Ce n'est pas du tout rare dans les économies en transition comme la Chine. Parce que dans un environnement macroéconomique défavorable et incertain, les agents économiques privés, ménages et entreprises, peuvent être amenés à constituer un stock d'épargne de précaution en fonction de leurs anticipations. Pour les ménages, ils peuvent constituer une réserve de trésorerie[1] dans le cas où ils n'ont que très difficilement accès au crédit bancaire ou craignent de ne pouvoir assurer le remboursement des dettes qu'ils pourraient contracter auprès des intermédiaires financiers. Mais contrairement à l'approche de la libéralisation financière, il ne s'agit pas d'accumuler des dépôts supplémentaires parce qu'ils sont mieux rémunérés, mais de confier ses économies à une institution financière en dépit de la faiblesse de la rémunération offerte. Quant aux entreprises, elles seraient amenées à constituer une épargne relativement abondante en raison de la préférence pour la liquidité. Si les entrepreneurs ont une vision pessimiste de l'avenir, ils peuvent, à l'instar des ménages,

[1] Tout comme chez McKinnon, les agents constitueraient alors une épargne préalable à toute dépense importante.

constituer également une épargne de précaution[1] en conservant des disponibilités liquides dans l'éventualité d'une reprise soudaine de l'activité. Ainsi, nous voyons que la demande de crédits est moins dépendante des taux d'intérêt dans le cas d'une économie dominée par l'incertitude. Une conjoncture économique instable peut se traduire par des taux d'intérêt réels d'équilibre négatifs, parce qu'elle se conjugue à une faiblesse de la demande d'investissement et à une épargne domestique relativement abondante. Dans un tel contexte, une politique restrictive qui augmente les taux d'intérêt n'a que des effets négatifs sur l'économie. Car une hausse des taux d'intérêt ne fait qu'augmenter le coût de financement des activités économiques et réprimer la demande effective de l'ensemble des agents économiques domestiques (Burkett et Dutt, 1991).

2) L'effet pervers des capitaux étrangers

La question de la contribution des capitaux étrangers ou de l'épargne étrangère sur la croissance économique nous semble plus complexe. Il s'agit également d'une étude sur l'aspect du régime de change et sur la nature des investissements étrangers. Commençons notre analyse à partir d'une simple observation : les pays du Sud-Est asiatique n'ont jamais connu de problème de ressources limitées d'épargne avant la libéralisation financière. En théorie, ils n'ont pas besoin de l'épargne extérieure pour satisfaire leur demande d'investissement domestique. Par contre, c'est seulement à partir de leur libéralisation du compte financier, que leur structure financière est devenue de plus en plus vulnérable au reversement des flux de capitaux internationaux et une crise locale peut se propager plus facilement et plus rapidement vers les autres pays. C'est non seulement le cas de la crise asiatique qui s'est déclenchée en Thaïlande et s'est propagée dans l'ensemble de la région et à d'autres pays en développement.

Du fait que le développement économique du pays s'inscrit dans le long terme tandis que la vision des investisseurs financiers est souvent de plus court terme (voire de très court terme), il peut ainsi y avoir des conflits potentiels d'intérêts entre autorités politiques et investisseurs étrangers qui peuvent avoir une conséquence désastreuse sur le développement

[1] Ce phénomène peut aussi être observable aujourd'hui dans les stratégies de repli des entreprises européennes face aux incertitudes dominantes du contexte de crise.

du pays. C'est pourquoi il est nécessaire de souligner la différence entre le concept d'intégration et celui de libéralisation. Car une volatilité accrue des mouvements de capitaux à la suite de la libéralisation financière peut exercer un effet déstabilisateur sur le niveau de liquidité d'un pays concerné. En effet, un pays en développement peut mettre en place une stratégie d'intégration dans les flux financiers internationaux sans que cela ne se traduise forcément par une déréglementation totale de son système financier, et donc par une véritable « libéralisation » financière.

III - La maîtrise de dépendance financière

Après avoir mentionné la contradiction entre la vision des investisseurs internationaux et le besoin de financement des pays en développement pour éclairer l'effet déstabilisateur du mouvement de capitaux étrangers, nous nous approchons de la notion de la dépendance financière. Cette notion consiste à décrire la situation dans laquelle se trouve une économie dans ses relations financières avec une autre, laquelle exerce le rôle de prêteur ou d'emprunteur, et qui exerce sur elle un ascendant. Au niveau statistique, cette dépendance financière peut être mesurée par la part du financement extérieur dans la totalité du financement d'un pays (par exemple, la part du crédit en devises étrangères dans l'ensemble du crédit domestique). La soumission financière ne résulte pas seulement de la domination objective du marché, mais aussi d'une puissance relative qui rend ses partenaires vulnérables. Pour les pays en développement, le danger de la dépendance financière provient du fait de ne pas avoir ou d'avoir peu de liquidité internationale et donc d'avoir besoin de flux réguliers de devise-clé d'une autre économie partenaire pour pouvoir subvenir à leurs besoins de liquidité. C'est pourquoi la maitrise de dépendance financière est devenue l'objectif principal de l'ouverture financière chinoise (Yi, 2011).

Si le système financier d'un pays en développement est devenu très dépendant des investisseurs étrangers, leurs autorités monétaires et financières ont eu de plus en plus de difficultés à contrôler la fluctuation du niveau de liquidité domestique et à maintenir la stabilité financière interne en termes de prix de la monnaie (taux d'intérêt interbancaire et taux de change). Un niveau de dépendance très élevée vis-à-vis des marchés financiers internationaux contient des effets négatifs sur l'investissement et la croissance économique à travers le déploiement des actifs en faveur des actifs financiers et la fragilisation du bilan

bancaire. La crainte de l'insuffisance des liquidités internationales conduit à maintenir les taux d'intérêt élevés avec une politique monétaire très restrictive. Dans un contexte de libéralisation financière, le niveau des taux d'intérêt domestique dépend également du régime de change. Rappelons-nous que dans un régime de taux de change fixes (par exemple, *currency board),* les taux d'intérêt peuvent ne pas être très élevés, mais la Banque centrale va perdre le contrôle de la masse monétaire et ne peut plus jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Dans un système de taux de change flexibles avec une intervention de la Banque centrale, les taux d'intérêt seront forcément plus élevés que ceux dans les pays émetteurs des liquidités internationales. La politique de taux d'intérêt forts est dans l'ensemble, comme nous l'avons déjà mentionné, une entrave importante à l'investissement. Elle alourdit considérablement le service de la dette interne des États et aggrave rapidement leur déficit budgétaire qui alimente le scepticisme quant à la politique économique du gouvernement.

La stabilité de ce modèle de financement est problématique notamment dans les pays en développement ou en transition. Quand survient la crise, la crainte des reflux des capitaux entraîne encore une hausse des taux d'intérêt à un niveau tel qu'il devient un coût trop lourd à supporter pour les projets d'investissement nécessitant un recours au crédit, ce qui rend très difficile le remboursement des crédits. En conséquence, la croissance des défauts de remboursement en devise fragilise non seulement le bilan des banques, mais aussi le gouvernement fortement endetté en devise. Si cette mesure est considérée comme insuffisante pour rétablir la confiance des marchés, une politique d'austérité est alors engagée à la suite de chaque crise. Les dépenses publiques sont réduites fortement pour assurer l'augmentation du service de la dette interne et externe du fait de la hausse des taux d'intérêt. Malgré tout, après toutes les mesures qui sont mises en place, la relance économique des pays est loin d'être assurée. L'effet récessif de la forte hausse des taux d'intérêt sur la croissance et l'investissement peut encore creuser le déficit budgétaire. Parallèlement, le déficit des comptes courants a tendance à augmenter bien que la récession freine les importations. En outre, une fois la confiance des marchés internationaux retrouvée et les capitaux revenus, les pays touchés par la crise deviennent de plus en plus dépendants financièrement vis-à-vis des pays développés, et ils n'arrivent plus à déterminer librement les taux d'intérêt voire leur politique monétaire.

En effet, après l'effondrement du système Bretton-Woods, nous sommes ainsi en présence d'une situation particulière : les mouvements de capitaux augmentent le degré de dépendance financière des pays en développement et rendent leur structure de financement de

plus en plus vulnérable. A la suite d'une récurrence des crises financières pendant ces trois décennies, certains pays ont dû compter sur la dollarisation et la réduction du déficit public pour regagner la confiance des investisseurs financiers internationaux et faire revenir les capitaux étrangers. Mais aucun agent économique privé ni aucun gouvernement ne connait le seuil exact des déficits de la balance des paiements à partir duquel les comportements des spéculateurs changent radicalement. Il semble que ce « mystérieux » seuil de confiance, bien marqué dans tous les manuels de contrôle de risque, ne serve jamais à prévenir les crises financières lorsque l'intervention de la Banque centrale est affaiblie (par exemple, insuffisance des réserves de change) et le contrôle des mouvements de capitaux inexistant.

C'est pourquoi il est important de prendre au sérieux le risque potentiel d'une dépendance financière accrue des pays en développement vis-à-vis des pays développés, et ce risque, pour une grande partie, est lié à l'instabilité endogène du système monétaire international. En principe, un bon système monétaire international devrait permettre de concilier les désirs de détention de liquidités internationales selon les objectifs des agents économiques dans les différents pays, mais le système actuel n'arrive pas à garantir la stabilité de la fourniture des liquidités internationales notamment aux pays en développement. Les crises financières depuis les années 1990 dans les pays émergents pourraient s'interpréter comme des crises jumelles selon l'expression de Kaminsky et Reinhart (1999). Cette coexistence des crises de change et bancaires serait une caractéristique spéciale de l'intégration financière internationale contemporaine [1]. Dans cette perspective, il est incontournable d'analyser le rôle de la monnaie dans les déséquilibres monétaires et financiers internationaux et ses effets sur le financement des économies en développement.

[1] Les crises bancaires et jumelles ont été particulièrement importantes au cours de l'entre-deux-guerres. Elles ont été quasiment absentes sous le régime monétaire de Bretton Woods. Si leur fréquence a augmenté sur la période récente, les données par groupe de pays montrent que les crises jumelles affectent désormais presque exclusivement les pays émergents. Or, c'est précisément ce groupe de pays qui a opéré le plus intensivement un processus de libéralisation financière domestique et internationale au cours des années 1990. Cette évolution suggère ainsi un lien entre libéralisation et crises jumelles.

IV - Vers un modèle de financement alternatif ?

Après une série d'études sur la force et la faiblesse de la libéralisation financière notamment pour les pays en développement, nous trouvons que le retard du système financier des pays en développement vis-à-vis des pays développés se trouve avant tout dans la faiblesse de l'intermédiation financière domestique à répondre aux besoins de financement de l'économie. Sur ce point, les effets de la libéralisation financière sont souvent mitigés. Car le principale difficulté de financement dans les pays en développement se trouve du côté de l'emploi et non pas de ressource. Autrement dit, même si les intermédiaires financiers sont en situation de surliquide[1], ils sont incapables de créer la nouvelle demande de crédit en augmentant le taux d'intérêt créditeur. Pour mieux comprendre d'où vient cette faiblesse financière, il faut avant tout distinguer deux types d'activités de l'intermédiation financière.

En premier lieu, l'intermédiation financière traditionnelle consiste en une transformation d'échéance de titres. La capacité de financement peut être captée soit en offrant des titres longs sur le marché obligataire, soit des titres courts. La transformation réalisée est alors une transformation dépôts/titres. C'est-à-dire que les dépôts des ménages financent les crédits demandés par les entreprises à besoin de financement. Ce sont alors « les dépôts qui font les crédits ».

En deuxième lieu, il convient de remarquer qu'il existe un autre type de l'intermédiation financière qui opère une transformation plus radicale puisqu'il s'agit d'une transformation de nature des titres. Dans ce cas, la création monétaire consiste en la « monétisation » de créances non monétaires. Ce sont « les crédits qui font les dépôts » et il y a création de ressources nouvelles de financement. La création monétaire équivaut à une promesse de production future et correspond à une anticipation sur un retour d'investissement. Au niveau institutionnel, c'est la banque, parmi toutes les institutions financières, qui détient le pouvoir de créer de la monnaie. Il y a création de monnaie à chaque fois qu'augmente le volume des moyens de paiement mis à la disposition des agents non financiers.

En réalité, la banque octroie le crédit à une entreprise sans avoir besoin de disposer au préalable ni de monnaie centrale ni d'épargne accumulée. Mais comme ce crédit est une

[1] C'est-à-dire qu'ils ont suffisamment de ressource domestique (à travers de dépôt bancaire) grâce à une hausse de taux d'intérêt.

relation de dette privée et circule comme de la monnaie générale publique et comme la dette, qui est à l'origine de sa création, doit être remboursée à son échéance, la question de la compensation se pose. Cette compensation peut être pensée au niveau du système bancaire puisque les banques représentent l'ensemble des soldes consolidés de l'économie. Alors certaines banques apparaissent débitrices vis-à-vis d'autres banques. Le moyen de « régler » ces dettes nettes entre les banques est le « refinancement » des banques par la banque centrale, ce qui fait apparaitre la monnaie centrale qui sert donc à donner aux opérations de dette privée leur nature monétaire sociale. C'est pourquoi la « qualité » de la monnaie centrale devient cruciale pour le fonctionnement normal du système financier.

La faiblesse de l'intermédiation financière dans les pays en développement est d'abord liée à la mauvaise qualité de la monnaie centrale. Celle-ci entrave le processus de la « monétisation » de créances non monétaires chez les banques. Il ne reste alors que « les dépôts qui font les crédits ». En fait, dans un monde où l'avenir est incertain et notamment pendant la période de transition économique où l'instabilité économique et sociale est forte, les agents économiques ont besoin de détenir des actifs liquides ayant deux propriétés essentielles : leur valeur doit être stable et incontestée et ils doivent être immédiatement disponibles[1] pour être échangés contre des biens, des services et des titres. Bien entendu, la monnaie est le seul actif à posséder ces deux propriétés. Les banques, en créant de la monnaie, fournissent une « assurance de liquidité », nécessaire au bon fonctionnement de toute économie de marché décentralisée caractérisée par l'incertitude. Malheureusement, dans la plupart des pays en développement, lors que leur monnaie nationale peut ne pas être acceptée comme moyen de paiement fiable, aucune banque domestique n'est capable de fournir cette assurance de liquidité. Au lieu de déposer leur épargne auprès des banques, les agents économiques cherchent souvent à recouvrir à une autre monnaie plus rassurante au niveau de liquidité. Tout cela entrave la mobilisation efficace de l'épargne domestique par le système financier du pays concerné. En outre, dans un contexte de libéralisation financière internationale, les entrées de capitaux répondent en partie aux besoins de liquidité. Mais cela va encore affaiblir la crédibilité de la monnaie nationale et rendre plus vulnérable le système des paiements domestique sous menace du renversement brusque des flux de capitaux étrangers.

[1] C'est-à-dire convertissables en monnaie (être liquides).

Dans une économie en transition comme la Chine, la situation financière était encore plus sophistiquée. Les entreprises publiques chinoises, qui étaient en général surendettées et peu rentables, avaient un grand besoin de financement pour investir à moderniser le système productif. Mais le système bancaire était tellement sous-capitalisé et incapable d'engager dans les opérations de financement à moyen et long terme. C'est pourquoi dans la plupart des pays sous-développés, les dettes privées correspondent généralement aux crédits commerciaux à court termes. Parce que leur nature monétaire sociale, garantie par la banque centrale, est si faible qu'aucun agent économique ne voulait s'engager à des financements à moyen et long terme. Dans certains cas extrême où le durcissement des conditions de crédit a fortement accru le risque d'illiquidité de tous les agents économiques, ces derniers étaient obligés de se recourir aux capitaux étrangers (ou aux monnaies étrangères) pour satisfaire leur besoin de financement (ou de liquidité).

A cet égard, les mesures typiques de la libéralisation financière, comme la libéralisation des taux d'intérêt et l'ouverture financière ne conduisent pas toujours à une amélioration nette de condition financière des pays en développement. Or, selon notre analyse dans les sections précédentes, ces mesures sont loin d'être sans risque à cause de certains effets pervers du mouvement de capitaux étrangers sur le niveau de liquidité du système financière. Si le problème de crédibilité de monnaie centrale du pays n'est pas encore résolu, il semble peu probable que la demande de crédit domestique augmente et les agents économiques se libèrent des contraintes financières dégradées.

Pendant la transition économique chinoise, au lieu de privatiser massivement les entreprises publiques, l'Etat chinois a mis en place une facilité exceptionnelle de prêt afin de soulager leur condition de financement domestique. Cette stratégie de « *cash for trash* » (injection de liquidité par rachat des actifs toxiques) a permis aux entreprises publiques de se débarrasser de la pénurie de liquidité pendant leur restructuration d'une part ; d'autre part, elle a produit beaucoup des créances douteuses à cause des prêts non performants. Mais l'objectif principal de cette politique, c'est d'imposer le yuan comme la monnaie de paiement unique dans le territoire chinois et de renforcer sa crédibilité afin que les agents économiques chinois ne s'adressent plus à une autre monnaie de référence dans leur transaction commerciale et financière. Parallèlement, la Banque centrale de Chine a dû maintenir les mesures de répression financière pour absorber les pertes des banques publiques en améliorant leur marge. Bien que toutes ces mesures ne correspondent pas aux critères de « l'efficacité » de la libéralisation financière, elles ont permis à l'économie chinoise d'échapper au risque

d'illiquidité et de se libérer des contraintes financières. L'intervention de l'Etat a réussi de relancer la croissance économique à l'aide de certaines mesures « non standards » du financement (facilité exceptionnel de prêt aux entreprises publiques, injection de liquidité par rachat des actifs et la sous-évaluation du yuan, etc.).

V - Conclusion

La majorité de la littérature économique suppose que l'insuffisance de capitaux ou de moyens de financement entrave la croissance économique des pays sous-développés. Pour les partisans de la libéralisation, le développement financier notamment la libéralisation des flux de capitaux a tendance à compléter les fonds prêtables afin de stimuler l'investissement et la croissance économique. Mais comme il est faux de croire que l'épargne précède toujours l'investissement, financer un investissement domestique par l'épargne, qu'elle soit interne ou extérieure, privée ou publique, n'est plus décisif. En conséquence, la contribution de la libéralisation financière sur le soulagement des contraintes financières domestiques doit être relativisée.

Aujourd'hui, les principaux pays développés sont tous plus ou moins menacés par un déficit public excessif et une dette publique trop lourde. Le ratio de dette/PIB très élevé augmente le risque d'insolvabilité de l'Etat. Il est de plus en plus difficile pour leur décideur public de trouver des acquéreurs de titres publics. Après la crise financière aux Etats Unis en 2007, les achats massifs de titres de dette publique par les banques centrales du monde entier ont maintenu les taux d'intérêts nominaux et réels à un niveau faible. Certains mesures plus directes ont déjà été mises en place pour créer ou d'accroitre la demande de titres de dette publics[1]. Pour les pays émergents, ils ont tendance à recourir au contrôle des mouvements de capitaux étrangers afin d'amortir l'effet pervers de ces flux sur la stabilité de leur système

[1] Par exemple, au plus fort de la crise financière, les banques britanniques avaient l'obligation de détenir une forte proportion de valeurs sûres dans leur portefeuille. Les banques grecques, irlandaises et portugaises ont déjà liquidé une part substantielle de leurs avoirs extérieurs pour acheter des titres de dette publics nationaux. Par ailleurs, les normes bancaires internationales les plus récentes (Bale III) encouragent les banques à détenir des titres de dette publics en accordant à ceux-ci un traitement préférentiel pour satisfaire aux normes de fonds propres.

financier domestique. Est-ce que toutes ces mesures impliquent la fin de la libéralisation financière ou le retour de la répression financière ? La réponse n'est pas certaine.

Par contre, rappelons-nous que la répression financière a effectivement contribué à une réduction rapide de l'endettement au lendemain de la Seconde Guerre mondiale (Kirkegaard et Reinhart, 2011). A l'heure actuelle, la dette publique de nombreux pays développés a atteint son plus haut niveau historique. Parallèlement, l'endettement extérieur public et privé n'a jamais été aussi élevé. Certains Etats des pays développés sont obligés de restructurer leur dette par la réduction du déficit public. Mais ce phénomène ne devrait pas se limiter dans les pays développés. Il semble probable que, dans les années à venir, les pays en développement devront se préoccuper de réduire l'endettement et de maintenir le service de la dette à un niveau raisonnable. Dans ces conditions, la répression financière, qui a le double objectif de maintenir bas les taux d'intérêt et de préserver des publics intérieurs captifs, pourrait encore regagner le terrain. En outre, le contre-exemple de la Chine met en lumière à la fois l'effet favorable de la répression financière sur la finance publique pendant la période de transition économique et l'importance de dépendance financière d'un pays en développement vis-à-vis des pays développés. Ses politiques depuis longtemps jugées préjudiciables mériteraient certainement une évaluation plus approfondie pour retirer des avantages respectifs au service la stabilité financière, notamment pour des autres pays en voie de développement.

VI - Bibliographie

Bai, C., Lu, J. et Tao, Z., 2006. The Multitask Theory of State Enterprise Reform. *American Economic Review*, 96(2), pp. 353-357.

Burkett, P. et Dutt, A., 1991. Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC.s. *International Review of Applied Economics,* 5(2), pp. 127-153.

Dornbush, R. et Reynoso, A., 1989. Financial Factors in Economic Developpement. *American Economic Review*, May, 79(2), pp. 204-209.

Doumbia, S., 2011. Surliquidité bancaire et « sous-financement de l'économie ». Une analyse du paradoxe de l'UEMOA. *Revue Tiers-Monde*, 1(205), pp. 151-170.

Fan, G., 2004. Créances douteuses et dette publique globale en Chine. *Revue d'Economie Financière*, Issue 77.

Gibson, H. et Tsakalotos, E., 1994. The scope and limits of financial liberalisation in developing countries. *Journal of Development Studies*, 30(3), pp. 578–628.

Huchet, J., 1998. Les prêts non-performants du secteur bancaire. *Perspectives chinoises*, Issue 49, pp. 78-79.

Kirkegaard, Jacob F., et Carmen M. Reinhart, (2011), "The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession," Peterson Institute Working Paper, (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics).

Klein, M.W., 2005. Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: theory and evidence", National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 11112

Kose, M.A., Prasad, E., Rogoff. K, Wei, S. J., 2006. *Financial globalisation: a reappraisal, IMF Working Papers*, 06/189

Kaminsky. G. L. et Reinhart, C.M., 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *American Economic Review 89,* pp 473-500. (http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/bank3.pdf)

Lal, D., 2006. A Proposal to Privatize Chinese Enterprises and End Financial Repression. *Cato Journal*, Printemps-été, 26(2), pp. 275-286.

Lu, J., 2000. The Security Market and State-Owned Entreprise Reform in China. *World Economy and China*, septembre – octobre, 8(5), pp. 5-12.

McKinnon, R. I., 1973. *Money and Capital in Economic Development.* Washington, DC: Brookings Institution.

McKinnon, R. I., 1993. The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy. 2e éd. Baltimore and London: The John Hopkins University Press.

Levine, R., 1997. Financial development and economic growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Issue 35, pp. 688-726.

Prasad, E., Rajan (R.) et Subramanian (A.) (2006) “Patterns of international capital flows and their implications for economic development”, dans The New Economic Geography: Effects and Policy Implications, Federal Reserve Bank of Kansas City

Shaw, E., 1973. *Financial Deepening In Economic Development.* New York: Oxford University Press.

Velasco, A., 1988. Liberalization, Crisis, Intervention : The Chilean Financial System, 1975-85. *IMF Working Paper,* Issue WP/88/66.

Yi, G., 2011. L'énorme excédent commercial à l'origine de l'inflation en Chine, *La 24e session du séminaire Langrun de prospective économique.* Le 28 Février 2011, Pékin.