



**HAL**  
open science

# L'Ouverture Economique et Financière de la Chine

Yang Mestre Zhou

► **To cite this version:**

| Yang Mestre Zhou. L'Ouverture Economique et Financière de la Chine. 2023. hal-04202575

**HAL Id: hal-04202575**

**<https://hal.umontpellier.fr/hal-04202575>**

Preprint submitted on 11 Sep 2023

**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.

# **L'Ouverture Economique et Financière de la Chine**

**Yang MESTRE ZHOU**

## **Résumé**

Cet article discute des différentes étapes et phases de la « Réforme d'Ouverture » qui dictent le rythme très particulier d'ouverture à l'économie globalisée de la Chine selon ses objectifs tant à long-terme qu'à court-terme. Un des objectifs de cet article est de présenter la progressivité des mesures de libéralisation de l'économie chinoise, ainsi que leurs conséquences sur le développement de la sphère financière. Cette description permet d'appréhender la manière dont la Chine a procédé pour libéraliser son système financier et boursier tout en répondant à ses besoins économiques et en étant en adéquation avec son système politique. Une attention particulière est portée aux différents défis auxquels font face les autorités chinoises dans la réalisation opérationnelle de ces mesures d'ouverture du secteur financier et boursier : Notamment les différentes mises à jour des Lois sur les entreprises et sur l'investissement boursier, ainsi que la réforme des actions Non-échangeables. Ces réformes conduisant à une harmonisation des règles d'investissement et des droits des actionnaires, sont d'ailleurs qualifiées comme le point de départ la seconde phase de libéralisation. Nous nous intéressons aussi à un autre aspect important dans le processus de libéralisation et d'ouverture : la levée (très) progressive des restrictions aux investissements étrangers et domestiques en se basant sur les infrastructures libérales d'Hong Kong. Les différentes mesures prises après les crises de 2008 et 2015 sont aussi étudiées. Cela marque la prise de conscience des risques inhérents à une plus grande ouverture et la nécessité de renforcer la résilience du système financier chinois dans un contexte mondial plus dégradé.

«不管黑猫白猫, 捉到老鼠就是好猫»

[Peu importe qu'un chat soit blanc ou noir, s'il attrape la souris, c'est un bon chat ]

DENG Xiaoping, 1963.

L'« ouverture de la Chine » est un concept récent pour évoquer l'ascension économique chinoise qui en fait une puissance et un acteur majeur des échanges internationaux. Cependant, les fondements de l'« ouverture » économique trouvent leurs origines dans un courant «réformiste» des années 1960-70 faisant suite au « Grand Bond en Avant » voulu par le dirigeant de l'époque MAO Zedong (1949 - 1976). De nombreuses personnalités politiques chinoises influentes au sein du Parti Communiste Chinois, notamment le Président LIU Shaoqi et DENG Xiaoping, s'opposent à ce courant dominant de tendance maoïste. Ces réformistes discutent de l'organisation étatique du système économique de l'époque fortement autarcique, planifiée et collectivisée, et déplorent le retard de la Chine vis-à-vis des pays étrangers tout particulièrement dans l'agriculture. Ces réformistes envisagent une modernisation économique du pays afin de rattraper ce retard. Cependant la « Révolution Culturelle » (1966-1976) affecta durablement le paysage politique chinois en visant directement les « réformistes ». En 1975, le Premier Ministre ZHOU Enlai (avec DENG Xiaoping comme Vice-Premier Ministre et Vice-Président du Parti) pose les prémices d'une modernisation de l'industrie et de l'agriculture chinoise. Or en 1976 les décès de ZHOU et de MAO laissent place à une querelle au sein du Parti sur l'organisation du pays et la voie à emprunter et l'orientation politique et économique.

Dans ce contexte DENG Xiaoping propose le « 拨乱反正 - Boluan Fanzheng » (« éliminer le chaos et revenir à la normale ») qui s'impose au sein du Parti en permettant à ce dernier de devenir un dès dirigeant de la Chine (d'abord en tant que Président de l'assemblée consultative puis Président par la suite) le 22 Décembre 1978, lors de la troisième session plénière du onzième Comité Central du Parti Communiste Chinois. C'est cette journée qui marque officiellement le lancement du programme des « 四个现代化- sì gè xiàn dài huà » [Quatre Modernisations] ouvrant ainsi la voie à un processus de transformation, de modernisation et de changements profonds de la société et de l'économie chinoise dont les effets se font encore ressentir et ont permis de faire de la Chine ce qu'elle est aujourd'hui : la seconde économie mondiale. En parallèle, des réformes politiques sont aussi engagées pour conserver le caractère «Populaire» au sens de «Communiste/Socialiste» du pays. Ces principes sont théorisés par

DENG Xiaoping dans les « 四项基本原则 – Sì xiàng Jīběn Yuánzé » [Quatre Principes Fondamentaux] qui serviront de base à la Constitution de 1982 toujours en vigueur actuellement en Chine.

Ces réformes juridico-économique garantissent une plus grande ‘‘acceptation politique’’ de l’ouverture internationale et d’une transition vers une économie de marché à orientation libérale (market-oriented economy) au sein du Parti Communiste. Elles délimitent dans le même temps les sphères d’application des mesures d’ouverture économique. Le Parti doit ainsi veiller à ce que les principes fondamentaux d’un Etat socialiste soient respectés. Dans ce sens, le système politique est restructuré mais le Parti Communiste reste dominant et les idéaux-types socialistes sont conservés. Une ouverture au monde et une plus grande libéralisation de l’économie ne pourra donc s’effectuer que progressivement, graduellement et de manière expérimentale. En effet, la Chine ne souhaite pas suivre un exemple d’ouverture et de libéralisation, tel que celui qu’ont connu les pays voisins comme le Japon ou la Corée du Sud. De la même manière, la rupture sino-soviétique des années 1960-1970 indique clairement que le modèle soviétique d’un Etat Communisme n’est pas adapté à la situation chinoise sur le plan idéologique et sur les conditions de la classe paysanne alors dominante. En effet, outre les tensions politiques le modèle soviétique de l’URSS se base davantage sur la classe ouvrière urbaine mais la vision maoïste accorde plus d’importance idéologiquement à la classe paysanne. Par conséquent, la Chine doit trouver par elle-même une voie du développement économique et sociétal permettant à la fois de tendre vers une économie de marché tout en gardant des objectifs de nature socialiste, marquant le début de « l’économie marchande socialiste » adoptée en 1984. Comme nous le verrons par la suite, cette volonté donnera naissance au concept d’« économie socialiste de marché » décrit en 1993 par la troisième session du quatorzième Congrès National du Parti Communiste Chinois. Nous retenons ici la définition chinoise de « l’économie socialiste de marché » qui se définit comme l’adaptation des mécanismes d’une économie libérale de marché aux spécificités politique de gouvernance de la Chine comme la continuité du Gouvernement, via l’unicité du Parti Communiste, et une régulation forte sur le plan macroéconomique. Cette définition se distingue alors du concept « d’économie sociale de marché » développé en Allemagne (de l’Ouest) après 1945 reposant sur le rôle important de la Demande dans la fixation des prix, les consommateurs disposant d’un choix important de biens de consommations.

C’est ainsi que peut s’ouvrir la période du « 改革开放- Gǎigé kāifàng » [Réforme d’Ouverture]. On peut décomposer en trois grandes phases les différentes mesures instaurées pour libéraliser

et ouvrir l'économie chinoise. Les dates sont approximatives du fait de la gradualité du processus d'ouverture mais ici le découpage suivant proposé par Hofman (2018) est retenu :

- 1978-1992 : une phase de restructuration de l'économie et de recherche sur son orientation vers un mécanisme de marché.
- 1992-2001 : une phase de construction et d'établissement des mécanismes d'ouverture économique et financière.
- Depuis 2001 : une phase d'amélioration des mécanismes de l'ouverture économique et financière

Nous pouvons raffiner ce découpage en considérant que depuis 2015, soit le début de la Présidence de XI Jinping, une phase d'accélération dans l'ouverture est enclenchée avec une attention particulière portée aux questions internationales (géostratégie, place de la Chine dans les échanges mondiaux, internationalisation du Yuan) et à la régulation économique et financière.

Cette Réforme d'Ouverture a symboliquement fait de la Chine le premier exportateur mondial en 2009 et la première puissance commerciale en 2013 dépassant les Etats-Unis sur ce plan. Ce constat soulève la question de la manière dont un pays qui se revendique "communiste" a pu en l'espace de 40 ans devenir un acteur majeur dans l'économie et le commerce mondial. Il est aussi intéressant de noter qu'actuellement les places boursières chinoises de Shanghai et de Shenzhen sont dans le top 5 mondial (en termes de capitalisation) alors qu'elles ont été (re)créées il y a une trentaine d'années à peine. La Réforme d'Ouverture a ainsi dû s'appuyer sur le système financier chinois. En 1979, ce dernier est quasiment inexistant et les activités financières sont alors perçues comme « capitalistes » (un terme péjoratif sous MAO). La Chine a ainsi en parallèle de son ouverture au commerce, rétabli un système bancaire et des places boursières et leurs régulations respectives. Le rythme d'ouverture du système bancaire et des marchés financiers chinois est conditionné par celle de la Réforme bancaire et de la Politique de libéralisation du Yuan et vise en premier lieu à servir la politique générale économique. La construction d'un système financier avec des pratiques libérales (propre à une économie de marché) ne peut s'effectuer qu'avec une pleine ouverture et une liberté totale des transactions financières. Or sur ce point, les investissements étrangers sont fortement encadrés et régulés au départ pour des raisons politiques et économiques. Par conséquent, la libéralisation des transactions financières et boursières ne peut qu'être progressive.

Dans cet article nous recensons les différentes étapes de la Réforme d'Ouverture initié dès 1979 sur le plan économique et financier. Nous essayons d'analyser comment et pourquoi la Chine a graduellement construit et ouvert son système financier et ses marchés boursiers à travers une réglementation complexe et une supervision gouvernementale forte.

## **I. Rapide aperçu des changements économiques de la République Populaire de Chine depuis 1978**

### **A. La vision réformiste de DENG Xiaoping et son rôle fondateur dans le processus d'ouverture et de libéralisation de l'économie Chinoise**

« 摸着石头过河 » [ Traverser la Rivière en tâtant les pierres ]

L'ère des Réformes étant lancée, les « Quatre Modernisations » doivent refaire de la Chine une grande puissance économique et militaire en se basant sur quatre piliers : **l'Agriculture, l'Industrie, la Science et les Technologies et enfin la Défense Nationale.**

La priorité est de réformer rapidement le système agricole peu productif et vieillissant afin que le pays puisse s'autosatisfaire en assurant la sécurité alimentaire d'un milliard de Chinois. L'objectif secondaire est de générer suffisamment d'excédent agricole pour financer le développement de l'industrie (la deuxième modernisation).

Suivant l'approche expérimentale et graduelle, une réforme du fonctionnement des fermes fut lancée en 1979 pour instaurer le "système de responsabilité des ménages" (SRM) dans les provinces tests du Anhui et du Sichuan. Le SRM se distingue des quotas de production, utilisés dans le système collectiviste, en permettant une approche dite en « double voie ». La production agricole augmenta substantiellement dans les zones tests poussant le Gouvernement à l'instaurer à l'ensemble du pays dès 1981. La « première voie » est de nature socialiste dans le sens où l'Etat conserve des quotas de production considérablement réduits par rapport à l'ancien système collectiviste. Les agriculteurs produisant un excédent de production peuvent librement le revendre sur un marché dont le prix n'est pas fixé par les autorités, c'est la « deuxième voie ». Ce système permet donc d'assurer une production agricole suffisante pour tous tout en générant des incitations marchandes à produire davantage. Les SRM ont permis l'augmentation de la

production de grains (et aussi la diversité des produits cultivés et la productivité des terres arables) passant de 283 millions de tonnes en 1977 à 407 millions en 1984 (Wang, 2018). Ces résultats permettent de mettre fin au rationnement du début des années 1990. En parallèle, les prémisses de la propriété privée et du mécanisme d'allocation des ressources (par le marché) apparaissent avec le système des « Entreprises Communales et Villageoises » (ECV). En effet, la réforme agricole associée à une mécanisation de l'agriculture a conduit à un exode massif de population rurale (entre 7 et 10 Millions de personnes annuel entre 1982 et 1992 selon les estimations). Vers les villes déjà en situation critique sur le plan de l'urbanisation. Les ECV sont officiellement des entreprises publiques supervisées par les autorités et gouvernements locaux (les villages notamment) qui délèguent cependant la gestion opérationnelle des entreprises. Elles ont une « orientation marché » car elles génèrent une incitation marchande à la production et sont créatrices d'emplois selon les besoins et la demande locale. Les ECV sont donc un moyen d'absorber la main-d'œuvre agricole locale en la réallouant dans des activités agro-industrielles (machinerie agricole, etc.) à proximité des zones de productions agricoles. Les résultats des ECV sur le plan agricole furent si prometteurs que le Gouvernement relâcha les contraintes de production en autorisant l'émergence d'ECV non-agricole et pleinement industrielle dans divers secteurs d'activités posant ainsi les bases des futurs systèmes d'entreprises collectives, individuelles et privées, et contribuant fortement à la nécessité d'une réforme des Entreprises d'Etat (dans les années 1990). Wang (2018) estime à partir de données du Bureau National des Statistiques (organisme officielle sur les statistiques en Chine) que les ECV à caractère non-agricole représentaient 6.3% de la production brute nationale en 1978 contre 14.5% en 1984. De plus, l'ensemble des ECV ont généré environ 23 millions d'emplois en 1977-1978, 53 millions en 1984 puis 102 millions en 1992.

Le système des ECV a montré l'intérêt d'une incitation marchande par les prix dans l'augmentation de la production, mais dans le même temps l'utilité des quotas et d'un trop fort contrôle (par le Gouvernement Central) des Entreprises d'Etat agricoles s'en trouve réduit. Bien que les ECV soient des Entreprises d'Etat (ETE), elles sont moins soumises (voire non soumises dans certains secteurs) au système de planification car plus autonomes au niveau des choix de production avec un système d'allocation des ressources et de prix basé la loi de l'offre et de la demande. La question de la libéralisation et de la privatisation des firmes est donc soulevée notamment dans le secteur de l'Industrie.

L'introduction d'un mécanisme de marché dans les entreprises d'Etat du secteur industriel (et des Services) est alors discutée puis implémentée en test dans la Province du Sichuan dès 1978-

1979, avant d'être officiellement étendue à l'ensemble du pays en 1980. Les ETE peuvent donc vendre leurs excédents de production sur le marché afin de dégager des profits, créant ainsi une incitation à produire plus, ou plus efficacement. Durant la décennie 1980, les fondations d'un processus de transformation des entreprises d'Etat et des entreprises privées sont posées afin de tendre vers un marché concurrentiel et une économie de marché. Par exemple, les entreprises individuelles et privées de moins de 8 personnes sont autorisées en 1984. Ce mouvement s'accompagne aussi de changements dans la gestion des institutions économiques du pays ; notamment de la fiscalité des ETE et du statut juridique et légal des entreprises non-étatiques (privées et individuelles). Cependant, des divergences idéologiques au sein du Parti ne permettent pas de pleinement enclencher une libéralisation à l'ensemble de l'économie. C'est pourquoi il faudra attendre le milieu des années 1990 pour qu'une réforme effective des ETE et une orientation franche mais progressive vers une libéralisation de l'économie soient officiellement adoptée.

La modernisation de l'industrie (lourde) fut une tâche plus complexe que celle de l'agriculture bien que suivant le même schéma de « double voie ». Les intérêts et enjeux économiques étant de nature géostratégique pour le Gouvernement. Dans un premier temps, la production industrielle est majoritairement orientée vers la modernisation de l'armée et du secteur agricole. Par conséquent la planification industrielle est ici plus contraignante et jugée nécessaire tout comme le rôle des Entreprises d'Etat. L'appareil industriel chinois n'est cependant pas aussi performant et compétitif que celui des pays occidentaux. C'est pourquoi, la question de l'ouverture de l'économie au monde n'est pas écartée totalement bien que fondamentalement opposées aux idéaux communistes initiaux. Rappelons aussi qu'à cette époque les relations Sino-Soviétique sont tendues et que la Chine se rapproche diplomatiquement des pays occidentaux comme en témoigne les visites de Richard NIXON en Chine en 1972 puis celle de DENG Xiaoping aux Etats-Unis en 1979.

Sur ce point, les premières zones économiques spéciales (Special Economic Zones, SEZ) sont instaurées dès juillet 1979 à Shenzhen, Zhuhai et Shantou (province du Guangdong) à proximité des villes de Hong Kong et de Macao respectivement sous tutelle britannique et portugaise à l'époque ; et à Xiamen (dans la Province du Fujian). Ces villes côtières sont tournées vers la mer et les pays voisins (comme le Japon ou la Corée du Sud) qui suivent eux aussi un processus d'industrialisation et d'intégration dans les échanges mondiaux. Le choix de villes portuaires se base aussi sur des aspects pratiques afin de faciliter l'importation de matières premières ou de machines et l'exportation de biens. Au sein des SEZ, la réglementation en matière de fiscalité

(notamment la possibilité de rapatrier les bénéficiaires vers son pays d'origine) et des droits de douane plus avantageux (par rapport au reste du territoire chinois) représente un intérêt financier pour les firmes étrangères. Le développement rapide des SEZ est souvent illustré par le "Miracle de Shenzhen" et de sa zone industrielle de Shekou. Le slogan de la ville, « Le temps c'est de l'argent, l'efficacité est la vie (时间就是金钱, 效率就是生命) », est devenu un symbole d'ouverture dans plusieurs villes. Le modèle des SEZ est par la suite étendue à 14 autres villes côtières chinoises en 1984 (Dalian, Qinhuangdao, Tianjin, Yantai, Qingdao, Lianyungang, Nantong, Shanghai, Ningbo, Wenzhou, Fuzhou, Guangzhou, Zhanjiang, Beihai). La Province du Hainan et celles du bassin et du delta du Yangzi Jiang (fleuve Yangtze) seront dotées de zones franches et spéciales afin de soutenir le développement commercial du pays. Les investissements directs étrangers (IDE) ; particulièrement en provenance d'Hong Kong, passent de 2.9 milliards de USA à 58.1 milliards entre 1984 et 1992. Au cours de la décennie 1980, les SEZ font ainsi face au système financier international (ses pratiques et ses standards) notamment à travers des investisseurs d'Hong Kong. Initialement les SEZ dites de 1ère génération sont consacrées, à la production manufacturière de biens dédiés à l'exportation. Mais avec le développement rapide de ces zones et l'augmentation du niveau de vie, ces SEZ sont davantage orientées vers la production à haute valeur ajoutée. De nouvelles zones économiques spéciales et franches sont alors implantées dans des provinces plus centrales de la Chine en se spécialisant dans un type de production (textile, automobile, etc.) Cette expérience acquise par les SEZ a été capitale et déterminante à la fin des années 1990 et début des années 2000 afin de finaliser l'entrée du pays dans l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) en 2001.

Néanmoins, le système de redistribution des richesses est considérablement en retard par rapport au niveau de développement enregistré dans certaines zones. Des divisions socio-économiques apparaissent notamment entre les provinces côtières désormais "plus riches" (et en développement rapide) et celles centrales et occidentales majoritairement rurales et "pauvres". Il en est de même à une échelle provinciale avec la distinction « zone urbaine » et « zones rurales » avec des niveaux de croissance et de développement significativement différents. Cette distinction implique aussi des disparités en matière d'Éducation ou de Santé comme le souligne les études de Fu (2005), de Kechao (2009) puis de Cao et Bergson (2010).

Pour finir, un point noir dans le schéma d'ouverture réside dans la gestion du pouvoir de l'État (ou des autorités provinciales) qui n'est plus adapté aux besoins du pays. En effet, les réformes politiques n'ont pas réussi à suivre le rythme de développement du pays. Les structures étatiques et juridiques comportent de nombreuses "zones floues" sur les mécanismes de

transmission et de répartition des richesses entre autorités Centrales et Provinciales. La corruption est ainsi de plus en plus répandue exacerbant les effets néfastes précédemment cités tout en rendant difficile le contrôle par l'Etat Central sur l'avancement des réformes dans certaines régions.

Des divisions fortes apparaissent entre les "réformistes" et les "traditionnalistes" -souhaitant revenir à une économie planifiée et communiste et jugeant "trop rapide" le rythme de la Réforme- ont conduit à une "phase de pause ou de repli "dans les années 1989-1992. Les manifestations de la Place Tiananmen 1989 illustre bien les tensions politiques dans le Parti. Certains adoptent ainsi une position anti-ouverture et critiquent l'influence jugée néfaste des étrangers (les occidentaux notamment). Par conséquent, les manifestations de 1989 résonnent donc comme un avertissement pour certains membres du Parti. Les révoltes sont alors dramatiquement contenues affectant durablement l'image internationale de la Chine. Par ailleurs, la chute du Mur de Berlin (et du Bloc de l'Est) et la dislocation de l'URSS en 1991 ont aussi contribué à faire durer cette phase de pause dans la réforme. Les conséquences désastreuses d'un non-pouvoir de l'Etat sur l'économie à cause de la chute des institutions politiques de type communiste et la libéralisation "sauvage" des ex-économies soviétiques, ont certainement confirmé les membres du Parti dans l'intérêt de conserver un fort contrôle étatique.

Le chemin de la Réforme est de nouveau réaffirmé en 1992 par DENG Xiaoping lors de sa Tournée d'Inspection dans le Sud. **On considère généralement que cet évènement marque la fin de la première phase de la Réforme car la voie vers une économie de marché est officiellement adaptée.** C'est véritablement en 1993 que le 3eme Session plénière du 14eme Congrès National du Parti Communiste Chinois que le terme « d'économie socialiste de marché » est acté ouvrant ainsi la voie à un ensemble de réformes **structurelles, institutionnelles et financières**. Or, le pays n'est plus dirigé par l'instigateur de la Réforme mais par son successeur, le Président JIANG Zemin. La mandature de JIANG Zemin, de 1993 à 2002, s'inscrit dans la droite lignée de celle de DENG Xiaoping, et est souvent assimilée comme la deuxième phase de la Réforme. Le pays doit s'ouvrir mais le Parti doit conserver un contrôle pour s'assurer que la trajectoire de long-terme, clairement définie, le socialisme de marché, soit atteinte. La phase de construction, d'établissement de mécanismes d'ouverture est ainsi enclenchée.

## **B. Les Dilemmes de la Décennie 1990 :**

Le début du premier mandat du Président JIANG Zemin illustre la position délicate du pays en matière d'orientation économique. Une plus grande libéralisation est nécessaire pour atteindre un plus haut niveau de développement mais les visions politiques d'un « Etat Socialiste » obligent à maintenir un contrôle fort sur les activités économiques (notamment sur les entreprises d'Etat industrielles et financières). Ce paradigme se concrétise par l'approche en « double-voie » dans l'avancement de la Réforme (Fan, 1994) : Protéger les ETE dans les domaines clés pour contrôler les facteurs de production, tout en favorisant le secteur privé et un marché libéralisé pour les biens et services de base.

La réforme du système fiscal de 1994 a ainsi établi le principe de séparation du prélèvement des impôts entre les Gouvernements Locaux qui ont désormais pleine autonomie dans leur Province respective sur la collecte et l'utilisation des fonds. Le Gouvernement central assurant les dépenses de fonctionnement des administrations d'Etat et militaires, de même que des transferts de fonds entre Provinces. La création d'un système de Sécurité Sociale est aussi enclenchée mais concerne uniquement les fonctionnaires et les travailleurs salariés des entreprises D'Etat. Cependant le Secteur Privé qui représente une part de plus en plus importante dans la Croissance chinoise n'est pas inclus dans le projet initial de cette réforme de sécurité sociale, ce qui aggrave davantage les disparités de richesse entre travailleurs du public et du privé. Le Conseil d'Etat décide ainsi d'accélérer l'extension d'un système de Sécurité Sociale au secteur privé en 1998-1999, associé à une réforme du marché de l'immobilier. C'est deux réformes constituent les fondamentaux de "l'économie socialiste" moderne. Mais la « marchéisation » de l'économie chinoise déjà florissante avec le développement du secteur privé doit nécessairement impliquer une réforme des entreprise d'Etat. Bien qu'elles soient déjà responsables de leurs pertes ou de leurs gains et en concurrence à travers un mécanisme de marché, elles restent très largement favorisées par des règles avantageuses (comme un plancher pour les pertes, un accès plus aisé aux crédits et avec des facilités bancaires). Par ailleurs, la gestion opérationnelle d'une ETE n'est pas homogène du fait d'un manque de procédures de gestion standardisées par le Gouvernement Central. Par conséquent leur performances et leur gestion dépendent quasi-exclusivement du responsable ou de manager général (le plus souvent un homme politique local) , du secteur d'activité (certains étant plus favorisés que d'autres) et de la politique économique du Gouvernement Local (taxation, salaire etc.). De par le mode de

gestion des ETE et le pouvoir qu'occupe les Gouvernements Locaux, la corruption se développe fortement.

En 1994-1995, des mesures sont prises pour restructurer les Entreprises d'Etat, cette politique est connue sous le nom de ‘抓大放小-Zhuā dà fàng xiǎo » [Saisir le grand, lâcher prise sur le petit]. L'objectif étant de transformer les grosses ETE (qui sont les seules réellement rentables) en sociétés qui seront supervisées par la ‘Commission chinoise d'administration et de supervision des actifs publics’ ou ‘State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council (SASAC)’ (pleinement établie en 2003). Les petites ETE, généralement les moins rentables ou en situation financière critique, seront laissées ‘libres’ dans le sens où l'Etat renonce à les contrôler directement. Par conséquent, elles sont restructurées selon des règles de marché, ainsi certaines fusionnent pour devenir de grosses ETE, d'autres sont rachetées par des concurrents ou des investisseurs individuels, ou encore sont privatisées ou font faillites. Cette politique est à double tranchant car bien que nécessaire, elle a mis en évidence les défauts inhérents de l'ancien système fiscal et le manque de couverture sociale (assurance chômage, etc.). Ses résultats sont ainsi mitigés sur le plan social car de nombreux emplois furent détruits et les recettes fiscales diminuèrent. Le nombre d'ETE a fortement diminué entre 1995 et 2002 passant de 118 000 à 41 000 firmes, alors que leur santé financière fut globalement assainie et améliorée. Le manque de transparence de réglementation stricte et claire a permis à un faible nombre d'individus de prendre le contrôle d'importants complexes industriels et donc de considérablement s'enrichir, renforçant les inégalités.

De plus, le système financier et bancaire n'était pas réellement adapté et prêt à supporter une restructuration aussi importante des ETE. En effet, les ETE étant les premières emprunteuses auprès des banques, leurs faillites entraînent les banques dans une situation critique de liquidité. Or en parallèle du fait d'une plus grande ouverture, la compétition internationale dégrade les performances de certaines ETE obligeant ainsi les banques chinoises à les approvisionner constamment en crédit afin de garantir la stabilité économique et l'emploi (déjà fortement affecté). Ces ETE ont donc besoin de plus en plus de supports gouvernementaux, tout particulièrement dans les secteurs de l'énergie et de l'immobilier, qui sont pour le Gouvernement des secteurs clés à protéger. A l'opposé, le secteur agricole, des biens manufacturés de consommation courante et discrétionnaire (ainsi que les services) sont domestiquement régis par un marché libre. Le secteur bancaire doit aussi prendre en considération les entreprises à capitaux étrangers et les joint-ventures localisées dans les SEZ dont les besoins financiers sont ainsi tournés vers l'attrait d'investisseurs internationaux afin de

poursuivre leur développement interne et externe. A noter que les gouvernements provinciaux (notamment ceux accueillant des SEZ comme à titre d'exemple le Jiangsu, le Guangdong) commencent à étendre les politiques préférentielles des SEZ à l'ensemble de leur juridiction respective.

Ces durant la mandature de JIANG Zemin que les questions sur le rôle du milieu bancaire et financier commencent à se poser. Une modernisation du système bancaire et financier est ainsi enclenchée dans le courant des années 1990 faisant ainsi apparaître "des réformes dans la Réforme". Nous retrouvons ainsi le principe de gradualité des réformes qui se résume comme suit "Expérimenter/Tester, s'Adapter/Apprendre et Etendre /Ouvrir ».

En parallèle de la construction de son système financier et de la clarification de son orientation économique, les rétrocessions de Hong Kong en 1997 et de Macao en 1999 constituent un évènement important tant géopolitique qu'économique. Ces deux villes sont placées sous juridiction chinoise mais avec un statut spécial garantissant leur « liberté économique et politique » et donc leurs caractéristiques d'une économie de marché. Cette particularité se résume par la formule de DENG Xiaoping « Un pays, deux système » « 一国两制 - *Yī guó liǎng zhì* ». Ce dernier a ainsi clairement explicité que la partie continentale chinoise soit gouverné par un système « Socialiste » alors que Hong Kong et Macao soient régis par un système « Capitaliste ». Ce mode de gouvernance économique est toujours en vigueur actuellement, il vise surtout à un inclure le système « capitaliste » (dans le sens d'une économie libérale de marché) dans le schéma de développement de la Chine (continentale). Hong Kong et sa place boursière, une des plus importante d'Asie avec celle du Japon, est une source "d'inspiration" pour la constitution du système financier en Chine. En effet, Hong Kong a été un acteur majeur dès les années 1979 de l'ouverture économique en étant la source de nombreux IDE dans les SEZ de Chine continentale. Par ailleurs le fonctionnement de son système financier, proches et compatible avec les standards libéraux et les normes/règles internationales, en font un atout important dans la stratégie de réforme chinoise afin d'attirer les capitaux étrangers.

Les graphiques 1 présentent les évolutions des indicateurs macroéconomique comme le PIB et sa croissance (graphique 1.1), le commerce extérieur (graphique 1.2) et les flux entrants et sortants d'investissements directs à l'étrangers (graphique 1.3)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Les données sont issues de la Banque Mondiale. le PIB (axe de gauche du graphique 1.1), les exportations et les importations- (axe de gauche du graphique 1.1), la balance commerciale (axe de droite du graphique 1.2) et les IDE sont exprimées en Milliards de USD courants.

Suite aux réformes enclenchées entre 1992 et 1995 ayant confirmé l'orientation économiques chinoises et posé les bases de la politique exportatrice, le PIB et les Exportations-Importations ont fortement progressé. Néanmoins un fléchissement de ces valeurs peut être constaté durant la Crise Asiatique entre 1997 et 1999. En conséquent, la décennie 1990 marque un tournant dans l'économie chinoise par une phase de croissance importante suite à une profonde réforme économique et un développement rapide.

Les données sur l'investissements directs étrangers (IDE) confirment aussi, le rôle important que joue les flux financiers dans le développement de la Chine. Un bond important est observé depuis 1991-1992 confirmant que ces investissements ont conditionné l'orientation exportatrice de l'économie chinoise. Le schéma de développement est bien connu, les IDE provenant principalement de Hong Kong et des pays développés (Etats-Unis, Angleterre, Japon, Europe) se dirigent vers le secteur de l'industrie manufacturière. Les biens assemblés en Chine seront par la suite exportés vers les pays d'origine des firmes ayant investis en Chine.

Il est aussi intéressant de noter que le montant des IDE entrants est clairement supérieur à celui des IDE sortants. Comme nous l'avons indiqué, les restrictions sur l'investissement étrangers sont certes importante importants mais ils sont autorisés sous conditions de durée d'investissement et de limite d'actionnariats. A l'opposé, les investissements chinois à l'étranger sont davantage contrôlés notamment à travers la régulation du Yuan. Les autorités chinoises craignent les fuites massives de capitaux domestiques qui pourraient compromettre le financement de ses politiques c'est pourquoi le Gouvernement maintient un fort contrôle sur les mouvements des capitaux.

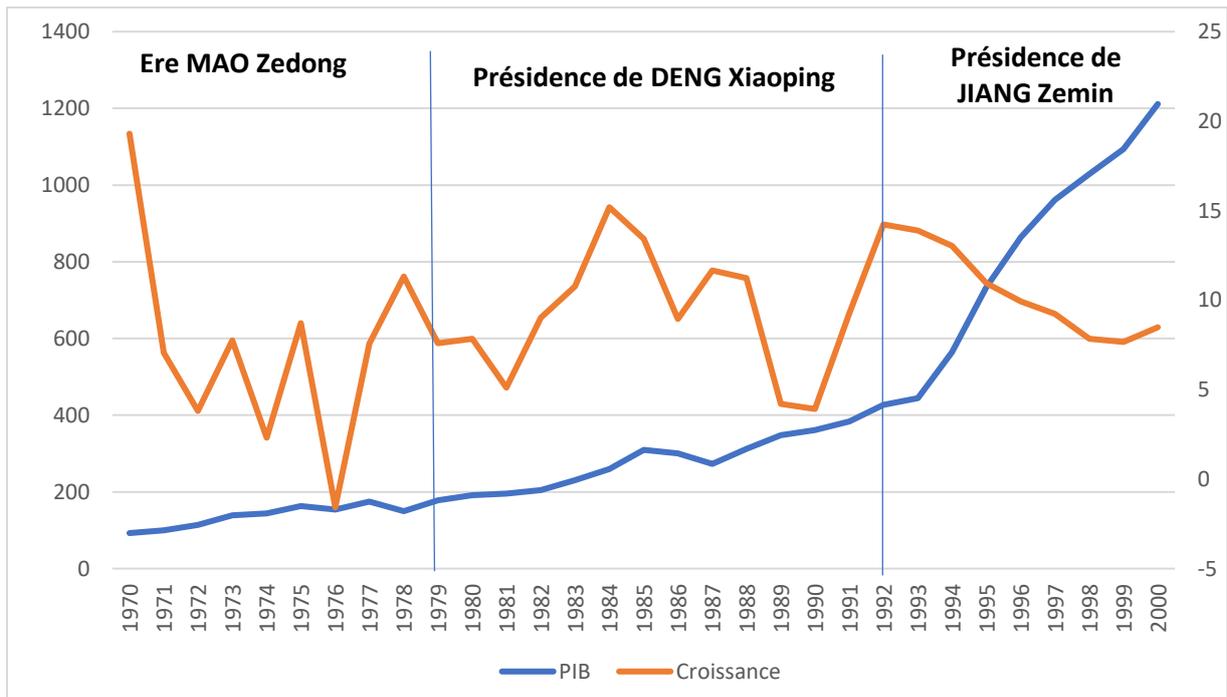
De plus, l'évolution des IDE est aussi en partie explicable par l'instauration d'un système financier et boursier plus proches des normes internationales (Long,2010). Bien que fortement contrôlé et exclu de la détention d'une partie des actions des entreprises, les étrangers souhaitant investir "durablement" en Chine sont incités et favorisés.

Dans la partie suivante, nous présentons les différentes réformes après les années 2000.

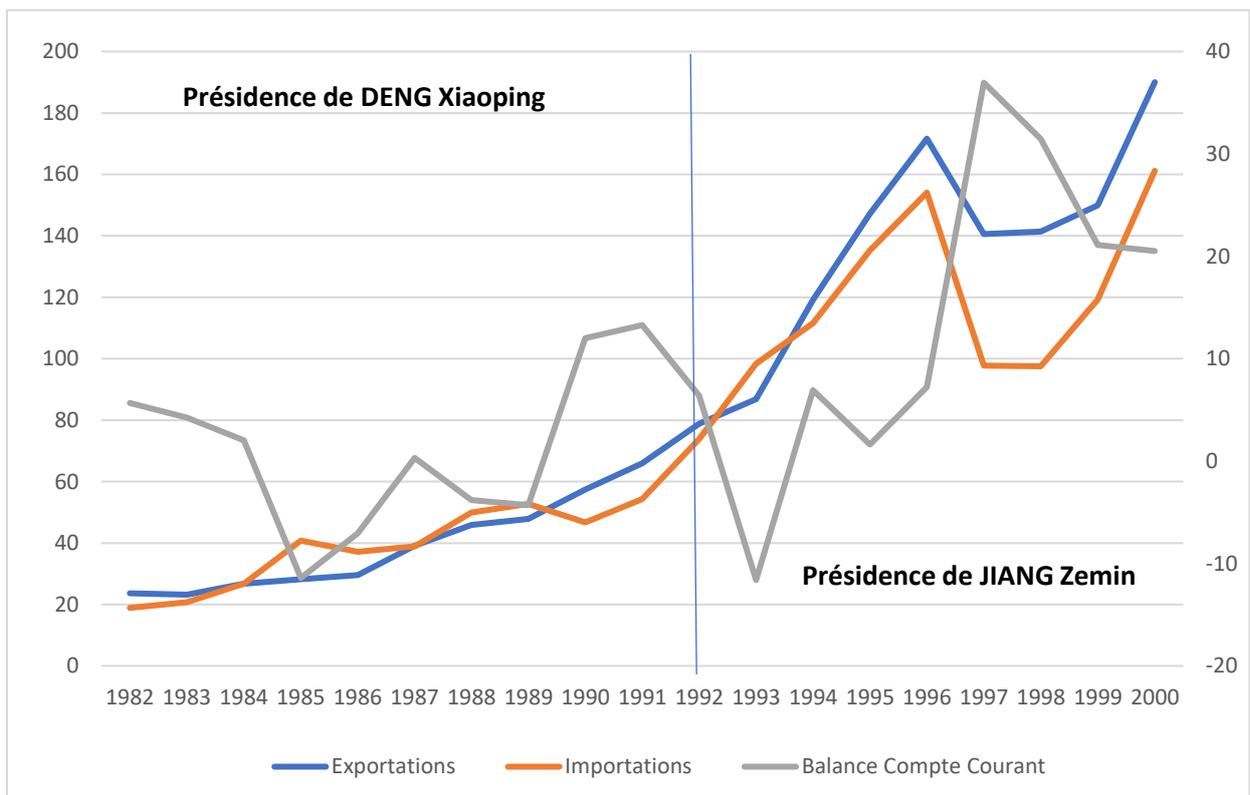
### Graphique 1 1: PIB et Croissance chinoise entre 1970 et 2000

---

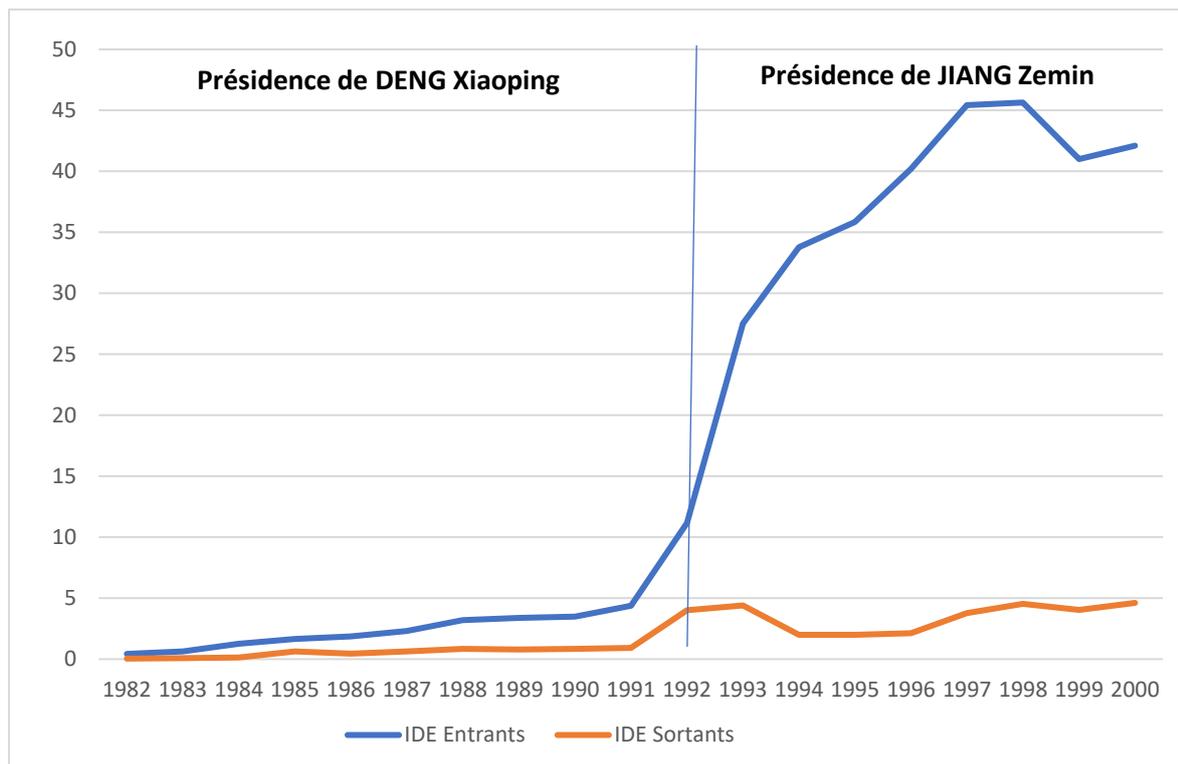
La croissance est exprimée en pourcentage (axe de droite du graphique 1.1) En Annexe 1, nous présentons ces mêmes données sur une période plus large allant jusqu'en 2020.



Graphique 1 2: Exportations, Importations (totales) et Balance des comptes courants entre 1982 et 2000



Graphique 1 3: IDE entrants et sortants entre 1982 et 2000



### C. Le « Boom économique » des années 2000 et ses déséquilibres inhérents

Le bilan économique de la Présidence de JIANG Zemin (1992/93-2003) est marqué par une explosion de l'investissement privé. Son poids dans l'économie chinoise est passé de 2% en 1992 à 15% en 2003 avec des entreprises privées représentant désormais 72% de la production industrielle en 2003 (contre 2% en 1992). De plus, la Banque Mondiale requalifie la Chine comme un pays à revenus intermédiaire en 1998, et non plus bas.

A la fin de sa présidence, la Chine a ainsi politiquement et définitivement adopté le principe d'une "économie Socialiste de Marché" de DENG Xiaoping tout en essayant de satisfaire l'ensemble des courants (réformistes, communistes maoïstes, etc.) et en incluant de nouveaux acteurs. Ce tournant se concrétise officiellement et politiquement par les différentes inscriptions de cette doctrine dans les textes de lois et dans les règles de fonctionnement du Parti à travers la politique des « 三个代表 » (sāngè dàibiǎo) [Trois représentations]. Celle-ci statuant directement qu'au sein du Parti et du Gouvernement, toutes les revendications en matière de développement doivent être considérées ("les forces productrices progressistes, les intérêts fondamentaux de la majorité de la population en favorisant la culture chinoise moderne").

Cette doctrine politique, bien que laissant la place à des interprétations différentes, est une étape importante car elle confirme et identifie très bien le rôle de plus en plus important du secteur privé ('capitalistes') et du commerce, dans la politique de croissance économique du Gouvernement. Par conséquent, JIANG Zemin complète la pensée de DENG Xiaoping en définissant clairement le système économique et la politique pour favoriser la croissance. Bien qu'au départ, l'ouverture a une portée limitée à cause de freins juridiques importants sur l'investissement, son rythme et sa profondeur va considérablement s'accélérer à partir de 2001 avec l'entrée de la Chine dans l'OMC puis sous la Présidence de HU Jintao. Cependant, cette période de croissance très forte va générer et aggraver des déséquilibres qui vont profondément marquer l'orientation économique du pays qui fait alors face à des problématiques nouvelles.

L'entrée dans l'OMC implique une baisse significative des tarifs douaniers imposés sur les produits chinois par les autres pays membres (le processus inverse est aussi appliqué, mais avec une période de transition de cinq ans). Une des conséquences directes fut l'augmentation importante de la compétitivité des produits « made in China » sur les marchés mondiaux dû notamment aux avantages comparatifs salariaux. La Chine va donc devenir en peu de temps un acteur primordial dans le commerce mondial et accélérer sa politique d'ouverture à l'étranger en se tournant massivement vers l'exportation de produits manufacturés peu chers. Cette politique d'exportation massive fut aussi soutenue sur le plan financier par une réforme du régime de change du Yuan. On considère généralement, que 2001 marque la fin de la phase de 'construction' de la Réforme et signe le début de la période d'« amélioration et de consolidation ». Soutien aussi de la sphère Politique qui entérine l'orientation Exports avec le 10ème plan quinquennal de 2001.

Le Plan de 2001 est fortement orienté sur l'amélioration de l'efficacité (productivité) de l'industrie (manufacturière principalement) et sur le rôle des Ministères du Commerce, de l'Industrie et des Technologies de l'Information dans l'exécution et la promotion de la politique d'exportation (débutée en 1999).

Une amélioration institutionnelle est ainsi observée dès 2003, La « 中华人民共和国国家发展和改革委员会 »<sup>2</sup> (Guójiā Fāzhǎn hé Gǎigé Wěiyuánhui) 'National Development and Reform Commission' (NDRC) est instaurée comme l'organe de décision et de contrôle en matière d'ouverture et de développement vers une économie de marché. Elle résulte de la fusion de deux institutions ayant initialement des buts distincts : la « State Commission for the Reform

---

<sup>2</sup> – [Commission Nationale du Développement et de la Réforme ]

of the Economic System » qui devait gérer les politiques macroéconomiques en rapport avec la libéralisation du pays (courant réformiste) avec la « State Développement Planning Commission » qui devait se concentrer sur la planification de la production (volonté de conserver les idéaux socialistes et ou communistes). Cette restructuration sur le plan institutionnel symbolise que l'ouverture est la priorité dans la ligne directrice du Gouvernement en associant une forme de planification pour les objectifs à atteindre dans le long terme.

Le Gouvernement favorise ainsi fortement les activités commerciales et industrielles pour soutenir la croissance. Celles-ci sont poussées par les exportations et les importations qui comptent pour près de 62% du PIB en 2007 soit une hausse de +20 points par rapport à 2002. Les IDE entrants augmentent tendanciellement, et de plus en plus de multinationales s'implantent en Chine Continentale pour produire et assembler leurs produits. L'urbanisation s'accélère en conséquence, les usines demandant de plus en plus de main d'œuvre dans les villes impliquant le phénomène des travailleurs migrants à l'intérieur du territoire. Des travailleurs issus de Provinces ou des zones rurales du centre-ouest de la Chine se déplacent vers les grandes villes industrielles côtières ou du centre-est. En parallèle, les premières SEZ voient leurs niveaux de développement augmenté considérablement de même que le salaire moyen de leurs habitants. Par conséquent, les activités commerciales sont largement soutenues dans ces villes côtières (Shanghai, Guangzhou deviennent des ports d'importance en Asie et dans le monde) tandis les activités industrielles sont progressivement déplacées vers des villes de taille plus modestes situées plus à l'intérieur des terres. Ce phénomène va donc accentuer l'urbanisation des Provinces centrales de l'Est bordant les grands fleuves. La vallée du Yangzi Jiang en est l'exemple, avec des villes industrielles comme Wuhan ou encore Chongqing. Une politique d'investissement dans les infrastructures est alors mise en œuvre pour accompagner le développement. Durant le début des années 2000, la Chine deviendra alors « l'atelier du monde ». Mais, la politique de Réforme interne et d'exportation n'a réellement porté ses fruits que dans les zones côtières et les villes périphériques des SEZ comme le souligne Hofman (2018) car une grande partie du territoire ne bénéficie pas ou peu des retombées économiques.

Sur le plan social des clivages de plus en plus forts sont apparus et se sont aggravés. Les inégalités et les déséquilibres de développement sont toujours croissants entre les villes côtières et les villes du centre du pays, mais aussi avec les zones rurales. La société chinoise est certes en changement mais le rythme de développement est différent entre les provinces. Il en résulte que l'ouverture économique a eu un effet clivant assez fort entre les Provinces développées et

les Provinces rurales, phénomène qui s'accroît de pair avec l'entrée dans l'OMC d'après Hofman (2018) et Wang (2018).

Ces derniers soulignent aussi l'effet néfaste de la corruption dans la hausse des inégalités. La corruption est très forte notamment dans les Provinces riches où les dirigeants abusent de leurs pouvoirs pour guider les ressources publiques (et celle des ETE) vers leurs propres intérêts privés. Les politiques des Provinces les plus riches (Shanghai en est un exemple) sont alors favorables à une plus grande ouverture commerciale et une libéralisation des firmes avec une vision capitaliste (pour former de grands groupes ou conglomérats industrialo-commerciaux) et les intérêts publics sont le plus souvent dépassés par des intérêts privés. Dans les Provinces les plus pauvres, la corruption est naturellement importante du fait du manque de moyens et de la pauvreté. Les responsables politiques urbains sont peu (ou mal) contrôlés par l'Etat Central et ceux des zones rurales ne reçoivent pas forcément les fonds demandés. Ce problème de corruption et de gestion du développement des territoires sont associés aux manques de mécanismes de partage des retombées économiques de la Réforme et en réduisent ainsi l'efficacité empirique qui conduirait à une hausse plus homogène du niveau de développement du territoire. Des déséquilibres à la fois économiques et sociaux apparaissent du fait d'une intervention trop forte de l'Etat dans les entreprises en matière d'investissement, d'immobilier et de l'allocation des ressources de manière générale. La réglementation en matière de droit du travail et de Sécurité Sociale au sens large apparaît aussi comme de plus en plus inadaptée aux besoins économiques et sociaux. Notons aussi que les problématiques de santé publique et environnementale émergent en Chine, la pollution devenant importante dans les grands centres urbains. Des réformes seront alors engagées par HU Jintao le successeur de JIANG Zemin à la tête du pays.

Le pays change de Présidence en 2003 avec l'ascension de HU Jintao qui gouvernera le pays jusqu'en 2013. Sous la présidence de JIANG Zemin la politique d'Ouverture fut au centre des clivages et les questions de bien-être des populations étaient en quelque sorte secondaires (la priorité étant la croissance). Or l'administration de HU Jintao tente d'ajouter une dimension sociale à la Réforme avec le « Concept d'une Société Harmonieuse » et la prise en considération des revendications d'amélioration du bien-être commun mais aussi individuel. La Réforme d'Ouverture est toujours l'objectif central du Gouvernement car elle favorise la croissance mais celle-ci doit avoir des effets concrets bénéfiques pour la société chinoise dans son ensemble.

Le '' 科学发展观 -Kēxué Fāzhǎn Guān'' – [Concept de développement scientifique] devient ainsi une idéologie forte au sein du Parti sous l'impulsion de HU Jintao et de ses soutiens politiques (que l'on qualifie informellement de Faction Qinghua, issues de la Ligue des Jeunesses Communistes). Cette doctrine n'est pas opposée à l'Ouverture économique mais complète le ''Socialisme de Marché'' en lui associant une forme de déontologie sociale ou de code de conduite provenant de la philosophie du ''八荣八耻 -bā róng bā chǐ '' [Huit Honneurs Huit Hontes/Disgrâces]. Par conséquent, la Constitution chinoise est amendée plusieurs fois entre 2004 et 2006 afin d'y inscrire des objectifs de développement social (un système de santé publique, un système de Sécurité Sociale et de retraite, le concept de développement durable, un revenu minimum, éducation en zones rurales, etc.) mais aussi la propriété privée (et des droits afférents à l'investissement et à l'enrichissement privé, etc.). Ces objectifs sont constitutionnellement garantis par le Gouvernement et l'objectif de la Réforme est de promouvoir la transition vers une économie de marché afin de tendre vers une ''Société Harmonieuse''. La croissance n'étant plus le seul objectif de la politique chinoise, le Parti qualifie donc cette approche de ''Socialisme à la Chinoise''. L'implémentation progressive d'un système de sécurité social au sens large (santé, retraites, etc.) et l'émergence du concept de « Société Harmonieuse » deviennent donc le nouvel objectif du Gouvernement depuis la 6eme session plénière du 16ème Congrès National du Parti de 2006. Cependant, l'implémentation pratique de mesures sociales à l'ensemble du pays se confronte à des obstacles organisationnels, le Gouvernement Central ayant des difficultés à faire accepter à certains gouverneurs de provinces (généralement les plus développées) ces lignes directrices.

Malgré cette nouvelle orientation politique plus sociale, la croissance se poursuit avec un rythme de plus en plus élevé grâce aux exportations et à un très fort investissement en provenance de l'étranger. Par ailleurs, les investissements sont largement conditionnés par l'épargne des ménages chinois. La consommation augmente tout comme le revenu mais l'épargne reste la préoccupation principale des ménages notamment pour l'achat de biens immobiliers et l'éducation des enfants. La baisse du poids de la consommation dans le PIB, passant de 61% en 2002 à 50% en 2012, et la hausse de la formation brute de capital fixe, qui passe de 37% à 47% du PIB, sont ainsi révélateur du rôle important de l'investissement dans l'économie chinoise (Wang, 2018).

La politique industrielle implique que les biens manufacturés sont abondants et que l'épargne finance toujours davantage ce secteur au détriment de l'agriculture et des services. Ajoutons aussi que le contrôle du cours Yuan permet de fortement soutenir la politique d'investissement

dans les infrastructures et le développement urbain, et de favoriser les exportations et donc in fine la croissance. La politique monétaire est très expansive avec un rythme de presque 16% pour certaines années, voire 28% en 2009 en raison du plan de relance d'après- crise financière internationale de 2009. L'ensemble de ces facteurs implique que l'économie chinoise est sur le point de surchauffer avec des bulles sur le marché immobilier et sur les marchés boursiers (actions) qui dans le même temps viennent de se restructurer<sup>3</sup>.

La crise financière de 2008 a mis en évidence de sérieuses lacunes sur la structure de l'économie chinoise. En effet, avec le ralentissement de la demande mondiale l'Industrie chinoise souffre et des tensions sur le marché du travail apparaissent. L'inflation réapparaît est atteint 8%-9% en 2008 à cause en partie de la hausse des produits agricoles alors que les prix des biens manufacturés sont en zone déflationniste. La structure financière des banques est alors affectée avec la hausse des prêts non-performants et par la chute des marchés financiers. Le Gouvernement va alors établir un plan de relance à hauteur de 4 Trillions de Yuan (soit 12%-13% du PIB courants de 2008 en USD) pour absorber l'effet de la crise en mettant l'accent sur l'investissement dans les infrastructures de transport et sur l'emploi. L'investissement public (ou par des ETE) atteint un niveau record en s'établissant à 24.8% du PIB en 2009 et se maintiendra à 23.1% en 2012. Le Gouvernement va resserrer aussi son contrôle sur les flux monétaires afin de veiller à l'utilisation de ces fonds.

Concomitamment, des problèmes de gestion de l'endettement des gouvernements locaux émergent. En effet, environ un quart du programme de relance a été financé par le Gouvernement Central alors que les gouvernements locaux devaient en assurer une part plus grande car plus compétents sur leurs besoins de financement. Or les provinces les plus riches n'ont pas totalement instauré une politique fiscale adéquate et se sont retrouvées à fortement augmenter leur endettement. Le gouvernement central fut donc obligé d'intervenir en incorporant les dettes locales dans le budget central pour éviter leurs banqueroutes. Pour remédier à cette situation, la Loi sur le Budget est révisée et amendée afin d'instaurer des exigences de transparence et de transmission des lignes budgétaires des gouvernements centraux afin que les autorités centrales (notamment le Ministère des Finances) puissent pleinement apprécier la situation budgétaire globale du pays (identifier les provinces excédentaires de celles déficitaires, planification des zones à favoriser etc.).

---

<sup>3</sup> Nous détaillons cet aspect dans la partie II

La Présidence de HU Jintao est ainsi symptomatique de la situation interne et internationale de la Chine. La Réforme d'Ouverture lui a permis de considérablement s'inscrire dans le commerce mondial et d'en tirer une source importante de revenus. Mais en interne, certains choix et orientations ont accentué les disparités de développement et de revenus et ont conduit à une mauvaise allocation des ressources du pays (surinvestissement dans l'industrie). Comme le souligne Wang (2018), le niveau de corruption alors très élevé a certainement limité en partie les potentiels bénéfiques d'une telle politique plus sociale et moins dépendante des exportations. Par ailleurs, cette trop grande dépendance à l'industrie et à l'exportation de produits de faible valeur ajoutée fait que la Chine risque de tomber dans le "piège des pays à revenus intermédiaires" comme le soulignent Gill et Kharas (2015) dans leur étude pour la Banque Mondiale et Buysse et al (2018). La crise de 2008 a finalement mis en lumière ses nombreux déséquilibres. Même si le Gouvernement chinois a dû fortement intervenir, détériorant alors le "niveau d'ouverture du pays", l'après-crise sera marquée par la volonté de XI Jinping d'entrer dans une nouvelle phase focalisée sur une consolidation et d'amélioration de l'économie chinoise.

#### **D. La « Modernisation du Socialisme Chinois » pour la « Nouvelle ère »**

Le début de la Présidence de XI Jinping [2013- en cours] est marquée par le ralentissement significatif du rythme de la croissance chinoise dû à la crise de 2008, au ralentissement du commerce mondial, et la pression sociale chinoise qui continue de demander des avancées sociales significatives en matière de services public (Wang, 2018). La politique de XI Jinping s'inscrit ainsi dans la conservation de la philosophie de HU Jintao d'une société harmonieuse (ou les idéaux socialistes doivent primer) tout en essayant de conserver les bénéfices économiques du commerce et d'une industrie forte. Cette volonté de recréer une Chine socialiste moderne et forte se résume dans sa philosophie des « 12 valeurs socialistes fondamentales » (pour la nation chinoise : prospérité, démocratie, civisme et harmonie ; pour la société chinoise : liberté, égalité, justice et force de la loi ; pour les individus : patriotisme, dévouement, intégrité et amitié) qui font largement parti du concept du "中国梦 - Zhōngguó mèng" [Rêve Chinois] (en référence au concept de rêve américain).

La Présidence de XI Jinping débute par une politique sévère de lutte contre la corruption au sein du Parti et vis-à-vis des dirigeants locaux (visant les responsables politiques et les grands chefs d'entreprises chinois vivant en chine mais aussi ceux expatriés à l'étrangers) afin de

pleinement disposer des canaux de transmission adéquats sur le plan du pouvoir exécutif. On qualifie alors cette période de “chasse aux tigres et aux renards”. Une réorganisation de la gouvernance des institutions est enclenchée en 2018 pour rehausser le contrôle du gouvernement central en matière de politique de développement. Les autorités locales doivent appliquer les mesures économiques et non décider de leur implémentation effective ou non. Dorénavant, l’Etat central peut imposer des mécanismes de contrôle et de régulation économique à l’ensemble du territoire. Les institutions peuvent ainsi pleinement appliquer leurs directives et recommandations sans passer par un système d’approbation et de bureaucratie locale.

Le contrôle du gouvernement central devient plus important que ceux des gouvernements locaux et provinciaux, mais il doit s’opérer de façon moins intrusive sur l’économie notamment en termes d’allocation des ressources et de flux monétaires et des capitaux. On retrouve une fois de plus le même dilemme pour le Gouvernement : trop de marché conduit à une perte de contrôle sur les objectifs de développement de long-terme mais trop de contrôle peut drastiquement mettre en péril la situation de court-terme. Les monopoles d’Etat sont ainsi partiellement démantelés sauf dans les secteurs clés de la défense et de l’écologie. Les ETE peuvent ainsi bénéficier de capitaux privés (domestiques ou étrangers) et appliquer un prix de marché et non plus le prix plafond régulé. Le secteur des services public (eaux, électricité, gaz, soins, etc.) n’étant pas concerné par ces mesures car considéré comme de nature stratégique et vitale pour le pays. Les partenariats Public-Privé ne sont cependant pas freinés et sont favorisés dans les grandes villes pour certains services ne touchant pas à la santé et aux soins.

Une phase d’amélioration des mécanismes d’ouverture et des institutions commence alors. Lors de la cinquième session plénière du 18ème Congrès National du Parti en 2015, l’allocation des ressources par un mécanisme de marché plus évolué est reconnue comme un “système économique de base “ en Chine. Par conséquent le secteur privé doit à travers le marché jouer un rôle décisif dans l’allocation des ressources et des facteurs de production. Le poids très faible de la consommation privée dans le PIB et le secteur des services apparaissent donc comme des pistes d’amélioration pour établir une économie de marché selon les standards internationaux. Par ailleurs ; le concept d’une “nouvelle ère” devant aboutir à une “Modernisation du Socialisme à la chinoise” est insufflé dans la sphère politique comme le souligne le 19ème Congrès National du Parti de 2017.

La vision du “rêve chinois” passe par une modernisation de l’économie socialiste à la chinoise. Sur la question des disparités de développement interne, de nombreux plans sont proposées

pour lutter contre la pauvreté et revitaliser les zones rurales. Il s'agit ici de faire avancer la Réforme d'ouverture aux provinces centrales moins développées. La priorité est de constituer un secteur agricole moderne et éco-responsable garantissant l'autosuffisance alimentaire du pays, permettant la hausse du revenu des agriculteurs (qui, malgré une forte progression, reste en dessous du revenu moyen enregistré dans les villes) et protégeant la biodiversité des régions. Il est aussi important de noter que depuis 2020, il n'y a plus de personnes vivant en situation d'extrême pauvreté selon les statistiques officielles chinoises, mais le pays compte toujours un nombre important de personnes vivant en dessous du seuil de pauvreté, estimé autour des 15-30% du revenu médian selon les seuils retenus et les données et rapports de la Banque Mondiale<sup>4</sup>. Les inégalités sont cependant toujours très élevées et s'est en ce sens qu'un nouveau paradigme de développement est adopté.

C'est dans ce contexte qu'une nouvelle politique d'industrialisation qualifiée de « Techno-Industrielle » par Hofman (2018) émerge lors du 12ème Plan quinquennal de 2013 et de la 5ème session plénière du 14ème Congrès National du Parti de 2014. Ce plan industriel insiste sur les haute-technologies de pointes et confirme ainsi le « Plan de moyen terme sur l'industrie et la technologie » de 2006 et les « 16 méga projets » de 2006. La priorité sera davantage axée sur l'amélioration de la qualité du tissu industriel chinois ; tant sur le plan des infrastructures que sur celui des produits, comme le montre le programme « Made in China 2025 ». De nombreuses directives gouvernementales insistent sur la nécessité de changement de politique de production et favorise les industries de pointe notamment dans les nouvelles technologies de l'information et communication, l'innovation numérique, l'industrie des objets connectés ou encore la recherche fondamentale sur l'intelligence artificielle et le « big data ». La structure des exportations chinoises se basent davantage sur des produits technologiques industriels (semi-conducteurs, puces, terres rares, téléphones portables) et engage une réduction des industries lourdes traditionnelles comme la sidérurgie ou le textile bas de gamme. Une tertiarisation de l'économie est aussi largement favorisée notamment dans les services bancaires et financiers, les services de communication et tourisme. Notamment le tourisme interne se développe avec le « Tourisme Rouge », l'attribution de semaines de congés payés et la hausse des revenus. Sur le plan juridique, on note depuis 2019 le développement d'un système de protection des droits et de la propriété intellectuelle ou encore une Loi anti-monopole anti-trust. A noter que les monopoles d'Etat sont aussi concernés par ces lois car ils sont soumis à des exigences de transparence des documents financiers au même titre que des firmes privées. Cependant, on

---

<sup>4</sup> World Bank Reports 2022

note un ralentissement du rythme de la croissance, des exportations et de flux d'IDE<sup>5</sup>. La structure de l'économie chinoise étant fortement orientée vers les exportations, il n'est pas choquant d'observer depuis la crise de 2008 un ralentissement en Chine. Les principaux pays clients de la Chine ont réduit leurs consommations, et par extension leurs importations. Des facteurs internes expliquent aussi ce phénomène comme une consommation relativement faible par rapport à l'investissement et aux dépenses publiques comme moteur de la croissance.

Le Gouvernement va ainsi progressivement changer l'orientation de la réforme d'ouverture en adoptant un nouveau paradigme économique le « Dual Circulation system » en 2019-2020 davantage orienté sur le marché domestique et son potentiel de consommation. L'objectif étant de poursuivre l'ouverture économique du pays tout en favorisant la consommation domestiques de biens et services. Sur cet aspect, l'accent est mis sur une amélioration de la qualité des produits domestiques tout en acceptant de plus en plus de produits étrangers. La politique d'exportation est alors réorientée vers l'exportation de bien à haute valeur-ajoutée et de haute technologie et une politique d'importation de biens est aussi établie. De nombreux accords commerciaux de libre échange sont aussi signés entre la Chine et l'étranger comme l'illustre le projet de la « Ceinture et de la Route de la Soie ». Cette initiative vise à élargir le commerce extérieur chinois (tant sur les exportations que les importations) avec les pays d'Asie Centrale qui bordaient l'ancienne route de la soie. Cependant, cette initiative inclus aussi les pays de l'ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) qui deviennent des partenaires commerciaux de premier plan (Indonésie, Malaisie, Singapour notamment). Par ailleurs, la Mongolie et la Russie sont aussi des pays importants dans le dispositif commercial chinois car, en plus d'être des fournisseurs de matières premières stratégiques (charbon, minerais, etc.), ils ouvrent une voie terrestre ferroviaire vers l'Europe Centrale (Pologne, République Tchèque, par exemple) par le Transsibérien. La présence commerciale et financière chinoise se développe aussi fortement dans les pays d'Afrique. La Chine devenant le premier partenaire commercial de nombreux pays comme l'indique Stein and Uddhammar (2021) et le rapport 2022 de la Banque Africaine de Développement.

On souligne aussi un changement diplomatique et géopolitique du pays depuis la Présidence de XI Jinping. Bien qu'éloigné des thématiques de cet article, il convient de souligner que la Réforme entre donc dans une dimension géostratégique sous XI Jinping. Le pays étant clairement identifié comme le challenger des Etats-Unis en termes de puissance économique et

---

<sup>5</sup> cf. graphiques 2.3

financière, le succès de la réforme (du point de vue chinois) devient ainsi un vecteur d'affirmation de sa puissance économique (une puissance retrouvée du point de vue chinois) et comme un moyen d'augmenter l'influence chinoise sur le monde. C'est dans ce sens que le terme de « consensus de Pékin » trouve un sens dans la diplomatie chinoise de XI Jinping sur les questions géopolitiques et du développement économiques (développement) notamment pour les pays les moins avancés d'Afrique et d'Asie du Sud-Est. En effet, depuis son entrée dans l'OMC, la Chine est très bien ancrée dans le Commerce Mondial et souhaite montrer que le Libre-Echange et le Communisme peuvent cohabiter et se compléter afin de servir de modèle de développement alternatif différent de la vision occidentale du développement économique, notamment le Consensus (Williamson, 1990). Le Consensus de Pékin prône ainsi la non-ingérence des pays tiers sur les affaires internes, les respects des politiques de développement des pays, une « amitié mutuelle » qui doit faire que l'échange commercial soit mutuellement bénéfique aux parties, et la priorité aux investissements structurels dans les infrastructures (le rail, routes, ponts, électricité, eau, téléphone, internet, etc.). Les avancées « civiques et sociales » primordiales dans le modèle occidental ne pourront se développer qu'au moment propice ou le pays se trouve est dans une phase intermédiaire de développement. C'est pourquoi la Chine a participé à l'établissement d'institution financière mondiale comme la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures en 2014 afin de contrebalancer le poids d'instances économiques et financières mondiales plutôt dominées par des pays occidentaux. Ces mesures d'ordre géo-économique et financière peuvent expliquer en partie pourquoi la Chine et les Etats-Unis sont entrés dans une guerre commerciale en 2019 ainsi que le regain des tensions politiques.

Les graphiques 2 présentent les variables précédentes afin de visualiser leurs évolutions depuis l'entrée dans l'OMC<sup>6</sup>.

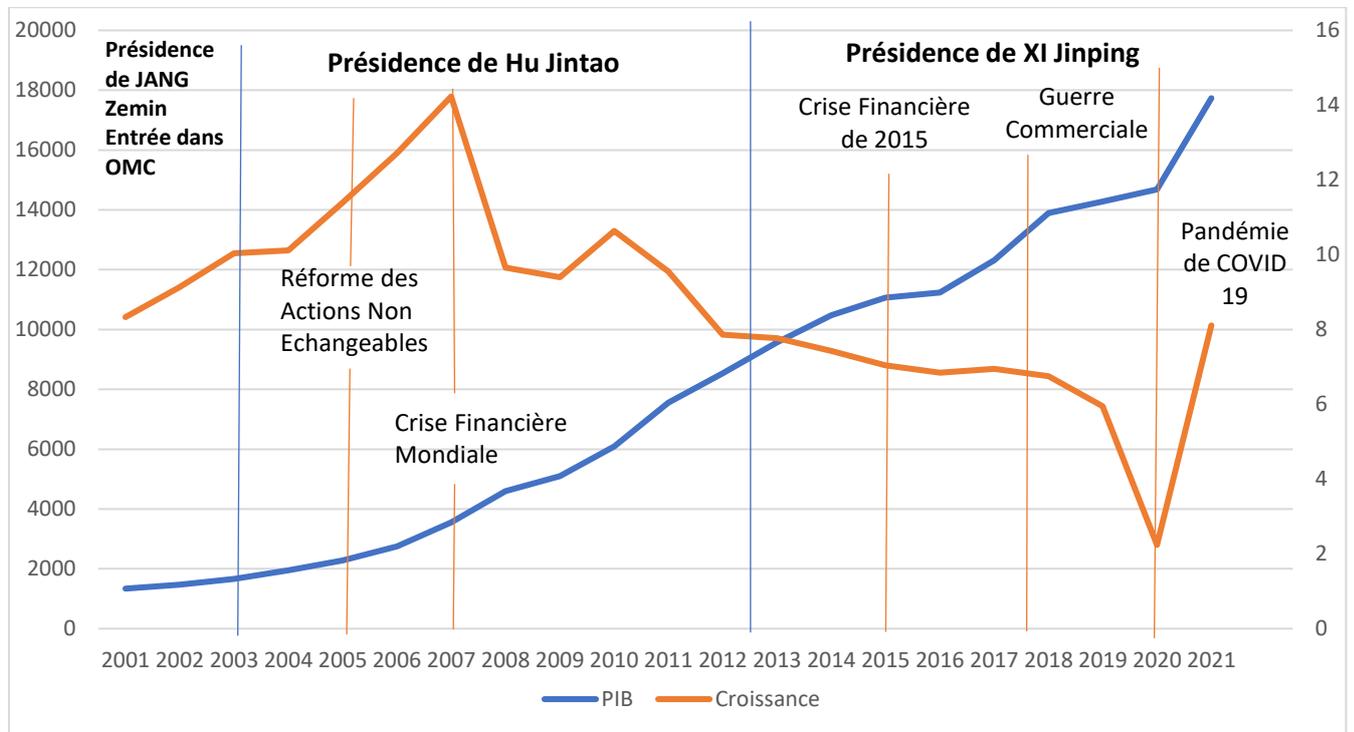
Le PIB chinois a connu une plus forte augmentation entre 2001 et 2008 avec des taux de croissance de plus de 10% poussés par les activités exportatrices. L'effet de la crise de 2008 se remarque par un début du ralentissement de la croissance et une chute du surplus de la balance commerciale. Enfin l'effet de la guerre commerciale avec les Etats-Unis affecte la balance commerciale en 2018. Nous observons aussi que les IDE entrants sont en forte progression avant la crise, mais semblent atteindre un plancher par la suite. A l'opposé, les IDE sortant se

---

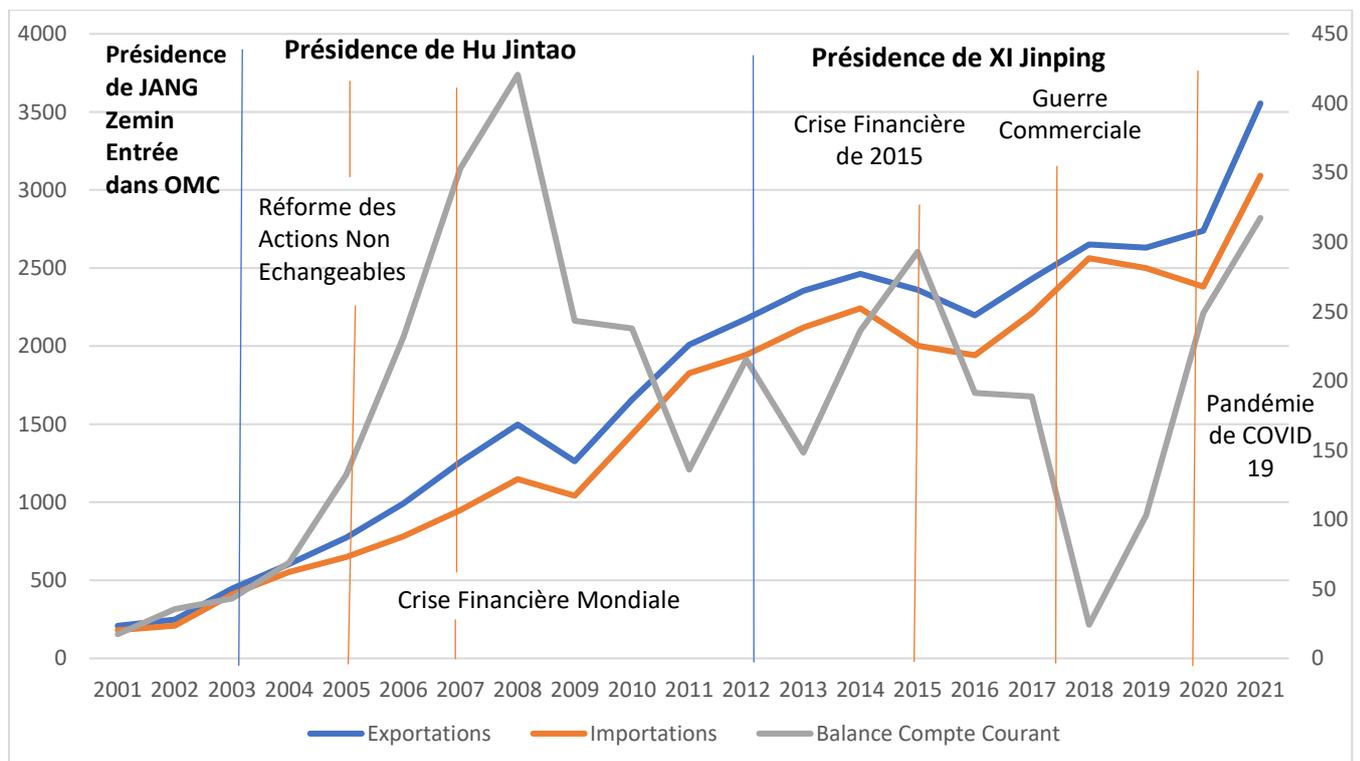
<sup>6</sup> Le PIB (axe de gauche du graphique 2.1), les exportations et les importations- (axe de gauche du graphique 2.1), la balance commerciale (axe de droite du graphique 2.2) et les IDE sont exprimées en Milliards de USD courants. La croissance est exprimée en pourcentage (axe de droite du graphique 2.1)

font de plus en plus importants après la crise avec un forte hausse après 2013. Ces observations corroborent donc les différentes phases d'évolutions économique de la Chine.

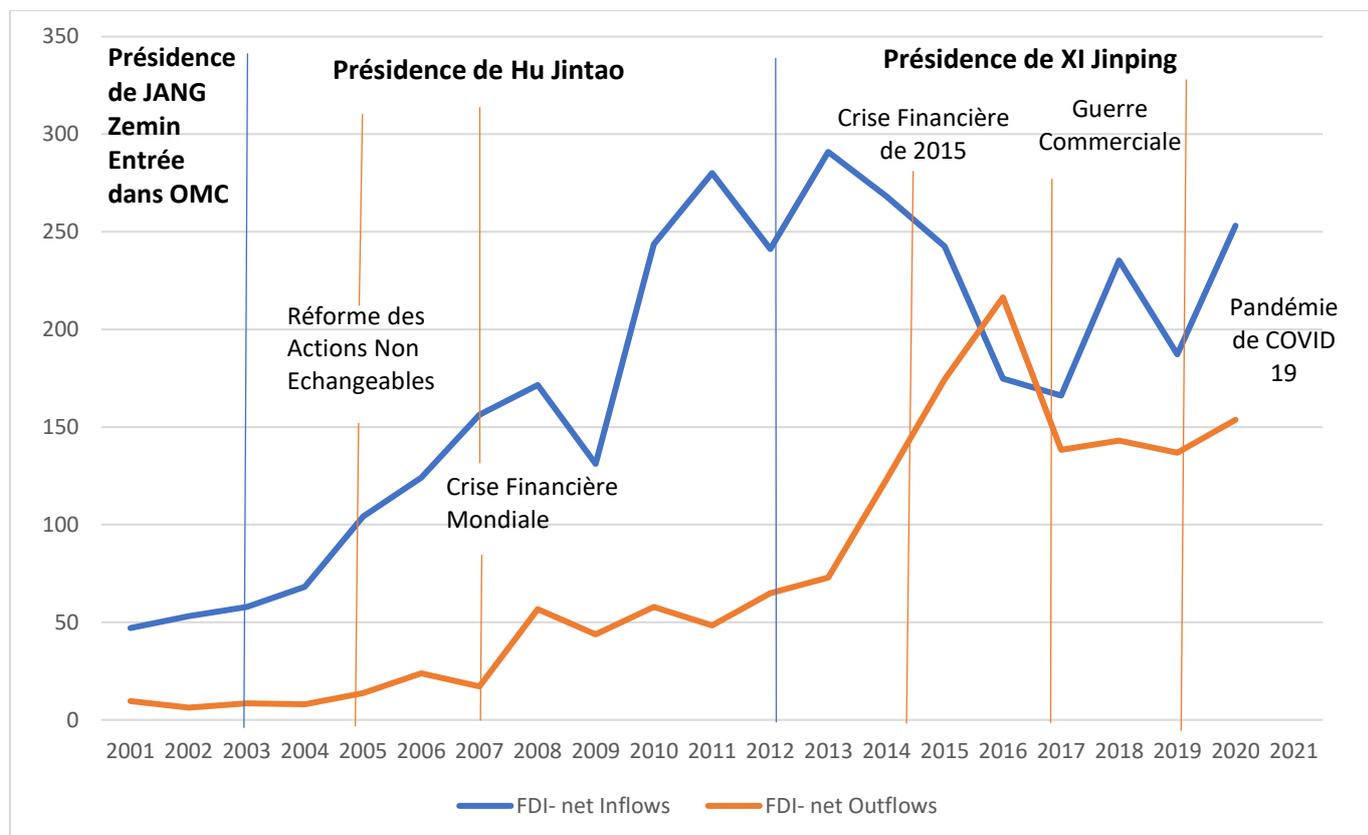
*Graphique 2 1: PIB et Croissance chinoise entre 2001 et 2021*



*Graphique 2 2: Exportations, Importations (totales) et Balance des comptes courants entre 2001 et 2021*



Graphique 2 3: IDE entrants et sortants entre 2001 et 2021



La Réforme d'Ouverture suit un processus progressif et graduel sur le plan économique. Par conséquent, la réforme de la sphère financière va aussi suivre un schéma similaire afin de soutenir pleinement les différentes phases de développement du pays.

## **II. L'évolution du système financier et boursier chinois : une « réforme dans la Réforme »**

La Réforme Bancaire et Financière est aussi un processus graduel, non instantanée et non homogène dans le temps comme le caractérise Perkins (2018). Le début de la décennie 1990 montre que pour tendre vers une économie de marché, le Gouvernement doit se retirer des entreprises, réduire son contrôle sur l'économie et accorder plus de place au secteur privé. Il devient ainsi nécessaire de réformer structurellement le statut des institutions financières afin de les moderniser selon des standards internationaux. Par la même, il apparaît que la Chine doit

instaurer des bourses de valeurs permettant entre autres l'introduction en bourse d'entreprise afin de les privatiser. Vers, le milieu des années 1990, et le début des années 2000, la préparation à l'entrée dans l'OMC, va montrer le rôle important du système financier et boursier pour soutenir les nouveaux besoins croissants de l'économie tant sur des aspects quantitatifs (augmentation des volumes, etc.) que qualitatifs (procédure de gestion des risques, de transparence, etc.). C'est ainsi qu'une "réforme dans la Réforme" va apparaître pour construire et structurer un système bancaire et financier « profond<sup>7</sup> » et cohérent avec les objectifs d'ouverture. L'évolution de la sphère financière va suivre un rythme plus soutenu et soulever plusieurs questionnements relatifs aux rôles des marchés financiers, à la gestion des crédits, à la compétition bancaires domestiques et internationales, à la gouvernance des institutions financières et au rôle des firmes étrangères.

Dans cette partie nous nous focaliserons sur les différentes mesures qui concernent les marchés boursiers actions et leur ouverture à l'investissement étranger. Nous aborderons également les grandes étapes de la réforme du milieu bancaire et de la régulation monétaire. Pour plus de détails sur ces thématiques, on vous renvoie vers les études de Ke (2010), d'Herd *et al* (2010), de Jude et Le Pavec (2013), de Li (2015), de Chow (2018) puis de Yu (2018). Ces derniers dressent un bilan particulièrement exhaustif des différentes mesures sur ces sujets tout en présentant à la fois leurs inconvénients et leurs avantages tant pour la Chine et que le Reste du Monde.

## **A. Réforme du milieu bancaire et évolution de la régulation monétaire**

### *a) Le système bancaire chinois*

Dès le début de la réforme d'Ouverture en 1978-1979, la question de la gestion des flux monétaire et financier fut relativement secondaire au regard de l'état général de l'économie. A cette époque, le système financier et bancaire chinois est basique et très peu développé. Une seule institution la « 中国人民银行 »- The People's Bank of China (PBOC) [Banque Populaire de Chine] est présente. Celle-ci officie comme une banque centrale mais aussi comme une banque commerciale depuis la nationalisation et la fermeture de toutes les autres institutions financières du pays. Cette institution est une banque d'Etat afin que le Gouvernement puisse contrôler l'allocation des ressources financières (le crédit notamment), les taux de rentabilité et

---

<sup>7</sup> La profondeur d'un marché qualifie à la fois son volume d'activité, et sa liquidité. Elle explique la capacité d'un marché à exécuter des ordres d'achat et de vente sur des gros volumes.

d'intérêt, et d'accueillir l'épargne des ménages. Concernant, la régulation monétaire le Renminbi Yuan est donc entièrement sous le contrôle du Gouvernement qui restreint sa détention et son utilisation sur le plan international. Le système boursier du pays est complètement inexistant car il a été démantelé depuis la fermeture de la Bourse de Shanghai en 1949.

Vers la fin de la décennie 1980, le succès rapide de la Réforme commence à montrer les limites de l'organisation bancaire et financière du pays. Tout d'abord, les autorités de contrôle économique et financier n'arrivent pas à suivre le rythme du développement, et en sont encore à un stade de balbutiement. Dès le début des réformes d'ouverture, le Gouvernement a rapidement rétabli des institutions bancaires d'Etat ; la Bank of China, la People's Construction Bank of China (renommée China Construction Bank) et la Agricultural Bank of China. Suivant le développement industriel et commerciale, la PBOC est restructurée en 1984 pour pleinement jouer le rôle d'une Banque Centrale, et ses activités de banque commerciale pour l'industrie et le commerce sont redéployées dans une nouvelle structure créée pour l'occasion, la "Industrial and Commercial Bank of China " (ICBC). Une société d'assurance et aussi nouvellement établie, la " People's Insurance Company of China". Bien que davantage doté en institutions financières, le système financier est totalement sous le contrôle de l'Etat, notamment les activités de crédits dont les taux sont fortement encadrés et planifiés. Par conséquent, sans réel mécanisme de marché d'allocation des actifs financiers, le contrôle des flux monétaires et l'offre de crédit ne sont que peu ou pas efficaces générant ainsi une forte inflation (18% en 1988-1989).

La réglementation sur l'investissement étrangers est adoptée à travers trois Lois :

- La « Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Equity Joint Ventures » - «Loi de la République de Chine sur Les Coentreprises Sino-Etrangères » de 1979
- La « Law of the People's Republic of China on Wholly Foreign-owned Enterprises » - « Loi de la République de Chine sur Les Entreprises Entièrement détenus par des Capitaux Etrangers » de 1986
- « Law of the People's Republic of China on Sino-Foreign Cooperative Joint Ventures» « Loi de la République de Chine sur Les Cooperatives Sino-Etrangères» de 1988.

Sur un plan qualitatif, ces lois ne sont pas fondamentalement différentes hormis le statut juridique des entreprises à capitaux étrangers et leurs portées couvre au départ les SEZ (puis seront étendues à certaines zones franches). Ces réglementations fixent une politique de taxes préférentielles et permettent à ses entités un accès aux marchés domestiques et internationaux pour vendre leurs productions ou acheter des ressources. Elles permettent de donner une forme légale aux entités créées et spécifient les droits et devoirs des actionnaires ; un partage des profits

à hauteur de l'investissement sans distinction investisseurs chinois-étrangers. A noter que le rapatriement des profits vers l'étrangers est autorisé après paiement des taxes, qui peuvent être exemptées en cas de réinvestissement des profits en Chine continentale. En revanche, ces Lois se montrent aussi restrictives car l'établissement d'une entreprise étrangères en Chine est conditionnel à approbation par de multiples autorités du Conseil d'Etat. Dans la pratique, ce processus est long administrativement afin d'empêcher certaines firmes (jugées comme spéculatives ou celles n'apportant pas suffisamment de fonds financiers ou des technologies).

L'année 1994 est une date importante qui marque le début d'une phase d'Institutionnalisation de la réforme bancaire financière. Les différents Lois se focalisent donc davantage sur l'organisation des instances de régulation bancaire, financière et assurancielle. On note ainsi un réglementation bancaire plus adéquate dès 1995 avec les « Central Bank Law », « Budget Law » et « Banking Law ». Ces trois lois actent les compétences des Institutions régulant la sphère financière, entérine la distinction du budget de l'Etat de celui des ETE, et spécifie, *de jure*, l'indépendance de la PBOC comme Banque Centrale. Sur le plan bancaire, la séparation des banques institutionnelles de celles pleinement commerciales est ainsi adoptée de même que les bases de la concurrence entre ces nouvelles institutions. Les banques commerciales peuvent accorder des crédits au secteur privé ; alors en pleine croissance et en besoin de financement ; en suivant une logique de recherche de profits, mais aussi aux particuliers via les hypothèques suite à une réforme du marché immobilier. Cette réforme bancaire initiée en 1994 est cependant incomplète et porteuses de zones floues notamment sur les actions et les sanctions à mener en cas de crise. Le Gouvernement dispose ainsi d'une marge de manœuvre pour intervenir fortement dans le système afin de contrôler l'allocation des ressources. Cependant, un long processus de libéralisation des différents taux bancaires (taux d'intérêt, de dépôts, etc.) est enclenché même si le marché est dominé par 4 grandes banques d'Etat (Agricultural Bank of China, Bank of China, International and Commercial Bank of China, China Construction Bank). Une plus grande flexibilité et variations des taux par rapport au "legal benchmark rate" est alors autorisés A ces mesures s'ajoute un relâchement du taux plafond pour les intérêts fixé par les banques et du taux plancher pour les dépôts. Ces limites seront progressivement abolies entre 2004 et 2015. Les études de Herd et al (2010) et Chow (2018) en donnent une chronologie complète et détaillées par domaines (banques détails, banques d'investissement et assurances).

La crise asiatique et surtout celle de 2008 mets en lumière les principales faiblesses du système bancaire. En premier lieu, la faiblesse financière de certaines ETE dépendant des lignes de crédits et dont les performances sont discutables. En second lieu, l'impossibilité pour les

banques d'Etat d'apprécier et de valoriser proprement (de manière indépendante) les risques de crédit et de défaut notamment par la forte implication de l'Etat avec des facilités accordées aux ETE. Ces défauts conduisent à une hausse globale du risque systémique, mais sans rentabilité en contrepartie avec des taux d'intérêt plafonnés, ou une marge bancaire réduites. La réglementation bancaire post crise asiatique va donc se focaliser sur la gestion des prêts non performants en imposant progressivement certaines pratiques proches des standards internationaux. Cependant, un fort contrôle indirect de l'Etat est maintenu notamment en période de crises et la répression financière persiste sur les banques (majoritairement des ETE). Le gouvernement a ainsi établi en 1999 quatre compagnies d'Asset Management- gestion d'actifs- associées à chaque grandes banques chinoises afin de maintenir le risque lié aux "mauvais" prêts non performants (Great Wall AM pour la Agricultural Bank of China, Orient AM pour la Bank of China, Huarong AM pour ICBC, Cinda AM pour la China Construction Bank).

La réforme du milieu bancaire chinois ne s'opère pas dans un contexte international dans un premier temps (jusqu'en 2004-2005) car les institutions financières étrangères sont fortement limitées dans leurs champs d'activités en Chine du fait de leur trop forte concurrence vis-à-vis des banques chinoises. En effet, les institutions chinoises doivent préalablement apprendre les bonnes pratiques de marché et les implémenter sur le marché domestique. Cependant, une ouverture progressive à la concurrence internationale et à l'investissement étrangers dans le capital d'institutions chinoises est ainsi enclenchée en 2001 lors de l'entrée dans l'OMC. La question des prises de participations des institutions étrangères est alors soulevée, en effet le gouvernement craint une perte de contrôle sur ces entités mais à l'inverse la présence de personnalités étrangères dans les conseils d'administration est bénéfique pour la gouvernance des banques (et par extension des entreprises) et pour l'application de standards internationaux (Leigh and Podedeira, 2006, Garcia-Herrero and Santábarbara, 2008; Berger et al., 2009, Herd et al 2010). Les Lois sur les investissements étrangers sont alors amendées en 2005-2006 afin de permettre une plus grande participation étrangère dans les firmes chinoises. A titre d'illustration, la Construction Bank of China et la Bank of China s'introduisent en bourse en 2005 avec une participation d'institutions étrangères limitée à 20%-25% selon les types d'investisseurs.

La crise de 2008 a ainsi fait resurgir certains défauts inhérents aux systèmes bancaires notamment la gestion des prêts non-performants et le poids prépondérant des crédits accordés à l'industrie. Le phénomène de « Shadow Banking » apparaît aussi comme la conséquence des déséquilibres causés par l'intervention de l'Etat. Ce problème est inhérent au caractère incomplet de la Réforme Bancaire qui laisse au Gouvernement un rôle important dans l'allocation des crédits et la rémunération des produits financiers. Des produits financiers « obscurs » proposant une rentabilité plus élevée que celle fixée par la réglementation permettent un accès plus facile aux crédits pour les entreprises privées, sont donc proposés par des firmes et par des institutions financières établies, mais sans être consignés dans leurs bilans officiels. Ces activités sont en dehors du contrôle de la PBOC augmentant ainsi le risque et réduisant l'efficacité du système bancaire. La crise boursière chinoise de 2015, va confirmer les autorités sur la nécessité de lutter plus fermement contre ce « shadow banking » en améliorant rapidement la qualité et l'efficacité du système bancaire et financier. L'orientation de la réforme bancaire depuis 2016 va ainsi suivre cet objectif tout en se focalisant sur une plus forte internationalisation. De nombreuses mesures seront adoptées pour promouvoir une plus grande transparence financière, une meilleure gestion des risques au sein des banques chinoises mais aussi sur l'ouverture à la concurrence du marché de l'assurance et de la gestion de fonds/d'actifs. Une large partie de la réforme va aussi promouvoir l'internationalisation des obligations chinoises ou encore le développement de produit dérivés dans un but de diversification et de meilleure gestion et diffusion du risque. Les institutions étrangères sont autorisées à développer leurs activités financières sur ces différents marchés avec l'obligation de créer une co-entreprise avec une institution chinoise (au départ). Plus récemment les limites d'investissements disparaissent progressivement selon les secteurs. Depuis 2018, le secteur de l'assurance est pleinement ouvert à la concurrence étrangère et une firme étrangère peut monter sa participation dans une société chinoise à plus de 51% voire même jusqu'à 100% du capital selon les cas. Par ailleurs, le relâchement des restrictions sur les investissements à l'étranger donne l'opportunité aux grandes institutions chinoises d'être plus présentes sur les marchés internationaux et de chercher des sources de financement et d'investissement externes.

*b) La difficile régulation du Renminbi Yuan et sa convertibilité incomplète*

Sur les questions des régulations monétaires, les transactions en Renminbi/Yuan (RMB) sont régies par le « Foreign Retention System » instauré en 1979. Les exportateurs sont autorisés à

conserver une partie de leurs gains réalisés en monnaies étrangères. Durant les années 1980, le Gouvernement établit le "Internal Settlement Rate" conduisant à l'instauration de deux taux de changes par rapport au dollars américains (USD). Un premier taux de 2.5 RMB pour 1 USD est fixé pour les activités commerciales et un deuxième taux de 1.5 RMB pour 1 USD pour les autres activités non-commerciales. Le taux officiel du Yuan est alors fixé sur un panier de devises mais il reste fixe vis-à-vis du USD afin de permettre un meilleur contrôle des autorités que sont la PBOC et la « State Administration of Foreign Exchange (国家外汇管理局 -Guójiā wàihuì guǎnlǐ jú) – l'Administration d'Etat des Changes (SAFE). Cependant, en 1985, ce système est aboli afin d'autoriser les firmes à faire du commerce en monnaies étrangères et rendre ainsi le taux du RMB davantage régi par un mécanisme de marché d'offre et de demande de monnaie. Le Gouvernement intervient régulièrement pour dévaluer le RMB, et ainsi graduellement supprimer le taux interne. Cependant toutes les transactions internationales continuent à se faire au taux officiel. Ce système de double taux de changes va ainsi perdurer jusqu'en 1994 où une vague de réformes profondes s'installe. Un régime de change unifié est instauré avec un taux officiel : « un régime flottant administré ». Le taux de référence est alors fixé à 8.50 USD par les autorités monétaires afin de mieux servir les nouveaux objectifs d'ouverture : une entrée dans l'OMC et la validation des accords du GATT.

Le nouveau régime de change adopté obtient de « bons résultats » selon les autorités, le pays connaît une forte croissance et une balance commerciale excédentaire. Dès 1996, le RMB Yuan est même officiellement libéralisé pour les transactions courantes de la balance des paiements permettant à la Chine de devenir membre du Fonds Monétaire International (FMI). La Crise Asiatique à la fin de la décennie 1990, avec l'effondrement des monnaies asiatiques comme le Baht thaïlandais et le Yen japonais, applique de fortes pressions sur le RMB, retardant le processus de libéralisation. Le Gouvernement va davantage accentuer son contrôle sur le régime de change qui redevient quasiment fixe par rapport au Dollar américain (Ke, 2010) pour absorber ce choc. En effet, une politique anti-dévaluation (par rapport au USD) est adoptée dans le courant de la crise asiatique par les autorités chinoises impliquant que le régime de change redevienne "fixe" à 8.28 RMB pour 1 USD afin d'éviter une panique du marché. Cependant, bien qu'officiellement "temporaire", ce régime fixe perdurera jusqu'en juillet 2005 malgré la fin des tensions. Ce régime est profitable pour conduire la politique d'exportations massives nouvellement enclenchée en 2001. Cependant, en juillet 2005, la PBOC annonce le désencrage du RMB sur le USD donnant lieu à une appréciation de 2.1%, le taux se fixant alors à 8.11 RMB/USD. La PBOC indique ainsi que le taux de clôture du RMB/USD du jour serait

désormais sa parité centrale envers le dollar pour le lendemain. Le RMB étant autorisé à varier de plus ou moins 0.3% par rapport à cette parité centrale.

La crise de 2008 a cependant entraîné un très fort resserrement de la politique de la PBOC notamment en réançant le RMB sur le USD entre août 2008 et juin 2011. Selon la classification du FMI, le régime de change chinois est de type «Soft pegs with stabilized arrangement ». Ce mécanisme sera graduellement supprimé dès 2010, afin de réévaluer le RMB qui peut désormais fluctuer dans une bande de plus ou moins 2% (un système de type « Soft pegs with crawl-like arrangement » selon le FMI). Ce système perdurera jusqu'à l'éclatement de la bulle "action" durant l'été 2015.

Le krach boursier de l'été 2015 a fortement affecté le milieu bancaire et financier (déjà fragilisé par l'éclatement de la bulle "action" et la crise immobilière). En effet, dès 2014 l'investissement en bourse fut largement favorisé par les autorités chinoises afin de soutenir la croissance et l'investissement domestique. En un an, les indices boursiers ont décollé et des tensions baissières apparaissent. Or les marchés sont dominés par des petits porteurs ; ces derniers paniquent et vendent massivement le 12 juin 2015. Pour enrayer la chute, les autorités chinoises imposent des règles drastiques, interdisant les ventes et les introductions en Bourse. Les fonds de pensions et les fonds mutuels sont aussi fortement mis à contribution afin d'acquérir massivement des titres, aidés en cela par des facilités de crédits. En juillet, environ 70% de la capitalisation boursière de Shanghai est gelée. La transmission du choc à l'ensemble des places mondiales s'effectue en partie par la dévaluation du Yuan suite au changement de régime de change. Le 11 août 2015, quand la PBOC annonce une nouvelle règle de calcul de la parité centrale du jour basée sur le taux de change de la veille incluant une bande de fluctuation de plus ou moins 2%. Ces informations sont imposées aux principales banques via le "China Foreign Exchange Trade System" (CFETS) afin d'insuffler une plus grande flottabilité du RMB. Cependant, sur le marché cette nouvelle règle fut inattendue compte tenu de l'ampleur du krach boursier en cours et des fortes mesures mises en place pour l'endiguer. En deux jours, le RMB dévissa de 3% par rapport à sa valeur du 11 juin 2015. Ce mouvement provoqua un choc important pour la PBOC qui mis fin à cette règle et indiqua se concentrer sur la stabilité du taux en intervenant massivement sur le marché des changes. En conséquence, une importante baisse des réserves de change apparut ainsi qu'une sortie massive de capitaux par manque de confiance des investisseurs dans les mesures prises. Cependant alors que les anticipations sont à la dépréciation le RMB s'apprécie soutenu par la fonte des réserves de change. La PBOC fut critiquée par les pays occidentaux pour sa mauvaise communication durant cette crise

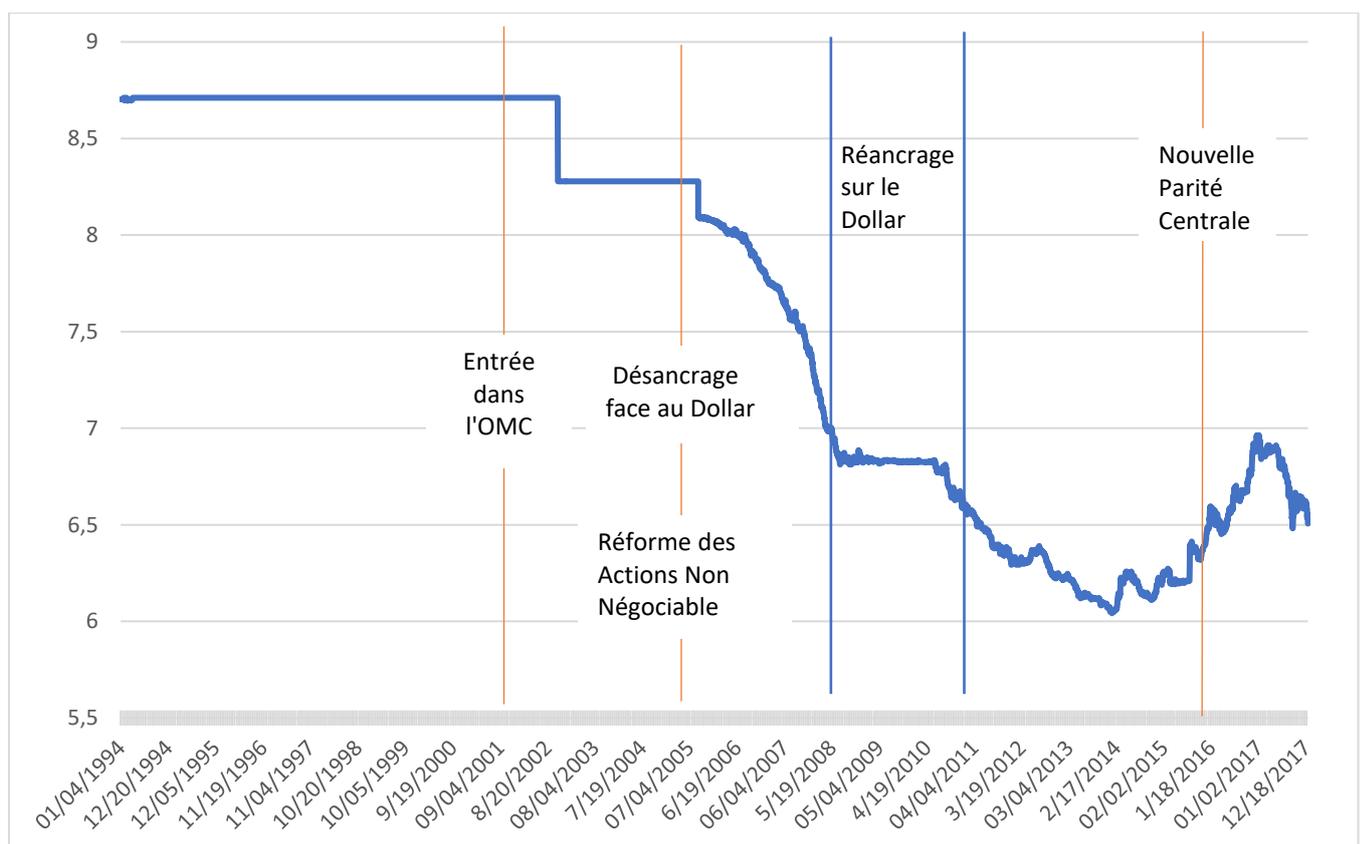
notamment avec des déclarations jugées trop vagues et non rassurantes sur sa capacité à endiguer et contenir ce choc. Le manque de transparence de ses intentions et de sa manière de soutenir le Yuan la pousse à annoncer en 2016, l'établissement d'une nouvelle règle de parité centrale qui sera beaucoup plus lisible et assimilable par les agents. Cette nouvelle parité inclut deux déterminants : le taux de clôture du RMB/USD du jour et le taux théorique du RMB/USD qui maintiendrait fixe la parité avec un panier de devises sur 24 heures. Dans cette nouvelle parité centrale, les interventions de la PBOC peuvent être anticipées car la bande de fluctuation de 2% est facilement identifiable par les agents. Après l'adoption de ce nouveau régime, la valeur du RMB s'est stabilisée et la confiance dans la politique monétaire de la PBOC s'est rétablie. Par la suite, la PBOC a ajouté dans sa formule un facteur "contracyclique" en mai 2017 afin de minorer un potentiel effet moutonnier des anticipations macroéconomiques des agents lors des périodes d'expansion économique. Ce facteur fut retiré en 2018 de la formule par manque de justification de son utilité (Yu, 2018). Ce mouvement a aussi donné lieu à des déclarations de la SAFE sur son intention d'arrêter les interventions sur le marché des changes.

Dans le même temps, un processus d'internationalisation du Yuan va s'établir. Les autorités monétaires chinoises entament, dès 2009, un programme permettant aux firmes chinoises de facturer en Yuan leurs activités d'exportation et de régler en RMB leurs achats internationaux. A noter qu'au même moment, le Yuan est coté à Hong Kong sans restriction, faisant apparaître le « Yuan Offshore ». Ce programme est étendu en 2012 à l'ensemble des firmes disposant d'une License d'Import/Export, par conséquent la demande de Yuan offshore et la part de la facturation Yuan dans le Commerce chinois monte à 11% en 2012 (contre 2.5% en 2010). Cependant, les importations sont davantage libellées en Yuan que les exportations conduisant à une sortie nette de devises. La gestion du Yuan Offshore est assurée par la Bank Of China-Hong Kong avec un plafond imposé par la PBOC de 8 Milliards de Yuan (soit environ 1 milliard de dollars) par trimestre. Le processus d'internationalisation du RMB est ainsi enclenchée pour être en adéquation avec les besoins de l'économie chinoise mais il dépend aussi de l'évolution du système bancaire. La PBOC a ainsi signé de nombreux accord swap avec ses homologues étrangères (Bank of England, European Central Bank , Bank of Japan entre autres ,mais pas avec la Federal Reserves des Etats-Unis) afin de fournir du Yuan sur le marché offshore en échange de devises étrangères. Selon l'autorité monétaire Hong-Kongaise, la Hong Kong Monetary Authority (HKMA), en mai 2013 il y avait environ 1200 Milliards de RMB offshore (soit environ 150 Milliards de dollars) en circulations dont 800 Milliards localisés à Hong Kong. Sur ces questions, le rôle d'Hong Kong comme principale porte d'entrée sur le marché financier

chinois (actions, obligataire et monétaire) s'affirme un peu plus notamment avec les programmes d'investissement (cf partie II.E pour plus de détails) ou encore les DimSum Bonds qui sont des obligations chinoises émises hors de Chine mais libellées en RMB. En avril 2012, la PBOC a aussi indiqué la création de son propre système de règlement transfrontalier en Yuan (China International Payment System - CIPS) afin de faciliter les échanges du Yuan avec le Yen, le Rouble, et le Dollar Australien.

Le Graphique 3 représente le taux de changes journalier entre le dollar américain et le Renminbi Yuan depuis 1994 (code USD/CNY). On peut y observer les différentes phases de changement de régimes de change adoptés.

Graphique 3 1: taux de change journaliers USD/CNY entre 1994 et 2017



Ces changements profonds du système bancaire et des questions relatives aux régimes de change sont aussi à mettre en parallèle avec le processus d'ouverture des places boursières de Shanghai et Shenzhen, qui vont être réhabilitées à partir du début des années 1990. En effet, les marchés boursiers représentent un moyen important d'attirer des capitaux étrangers et de capter l'épargne des ménages chinois.

## **B. Réhabilitation des bourses et institutionnalisation des règles de fonctionnement et de régulation des marchés boursiers :**

A la fin des années 1980 et début 1990, il devient de plus en plus nécessaire pour la Chine de se doter de marchés boursiers afin de satisfaire ses objectifs d'ouverture et de libéralisation du système économique et financier. La privatisation/libéralisation d'ETE requiert la libre circulation des capitaux et donc un marché adapté au commerce/échange d'actions et d'obligations. Théoriquement, la sortie de l'Etat des ETE s'opère dans un cadre d'une économie de marché permettant ainsi aux agents et aux investisseurs de devenir la nouvelle force du marché et de décider du sort des nouvelles entités (fusion-acquisition, faillites, etc.), mais aussi d'améliorer la gouvernance de ces entités (conseil d'administration non politique) et de définir librement les investissements. Or c'est justement sur ces derniers aspects que des frictions apparaissent au sein du Parti. Du point de vue de certains dirigeants politiques, la place du système financier dans un pays avec un idéal socialiste et communiste se pose. L'ouverture financière et la création de places boursières sont-elles nécessaires et envisageables ?

Pour les partisans de la réhabilitation des places boursières, le développement financier est une condition pour soutenir le rythme et la stratégie de croissance initiée sous DENG Xiaoping comme en témoigne les résultats des SEZ. Leurs opposants craignent que l'héritage communiste et son orientation sociale soient remis en question par une perte du contrôle de l'Etat sur les entreprises des secteurs-clés. Pour faire consensus, en 1993, le concept d'« économie socialiste de marché » est officiellement adopté comme orientation et objectif principal de la Réforme d'Ouverture. Par conséquent, le Gouvernement doit veiller à ce que les activités financières servent les besoins économiques tout en étant en adéquation avec les idéaux socialistes. L'accès au marché pour les firmes et les investisseurs étrangers est cependant très fortement contrôlé voire même fermé sur de nombreux aspects comme en témoigne la révision en 1990 de la « Loi de la République de Chine sur les co-entreprises Sino-Etrangères » qui fixe à 25% la part d'investissement étrangers dans ces co-entreprises en imposant que le Président (ou Vice-Président) du Conseil d'Administration soit de nationalité chinoise. De même, les investissements des institutions financières chinoises sont aussi fortement contrôlés afin d'éviter les fuites de capitaux à l'étranger. C'est dans ce contexte très restrictifs sur les mouvements de capitaux que s'ouvre le processus de rétablissement de la Bourse de Shanghai et de celle de Shenzhen, alors symbole des bienfaits de l'ouverture.

La première partie de la décennie 1990 est ainsi consacrée à l'instauration opérationnelle des places de Shanghai et de ShenZhen et de leur réglementation. Comme indiqué précédemment, la seconde partie de la décennie voit une phase d'Institutionnalisation de la réforme financière.

Le Gouvernement Central instaure ainsi les Bourses de Shanghai et de Shenzhen en 1990-1991 afin de favoriser la privatisation de l'économie et des ETE. De plus, les firmes peuvent ainsi lever des fonds pour financer leurs propres projets d'investissement, sans que cela soit inscrit directement dans le Budget de l'Etat comme ce fut le cas auparavant. En parallèle, des marchés à terme et "futures" sont établis en Chine continentale au cours de la décennie 1990. Ces marchés ont initialement une portée limitée du fait du peu de profondeur du système financier et bancaire chinois et servent directement à stabiliser les prix d'approvisionnement des professionnels en matières premières, énergétiques et agricoles. Comme la demande interne chinoise augmente à un rythme soutenu suivant la rapide expansion de l'industrie, il apparaît nécessaire de conclure ce type de contrats pour gérer les fluctuations des prix internationaux. A cet effet, des expérimentations ont été réalisées dès 1988 sur l'échange de contrats forwards/futures sur des produits agricoles (sojas, blé, sucre, maïs et coton) et pétrochimiques (pétrole et ses dérivées plastiques) par la "ZhengZhou Grain Wholesale Market" (un groupe de travail du "Zhengzhou Grain and Oil Futures Market"). Suite aux bons résultats de ce projet pilote, la place de ZhengZhou Commodity Exchange est officiellement établie en octobre 1990 et lance ses premières cotations de contrats en mai 1993. La même année, un marché similaire proposant des contrats agricoles et pétrochimiques est instauré à Dalian (le Dalian Commodity Exchange). Le Shanghai Metal Exchange (SHME) est aussi instauré en mai 1992 afin de proposer un accès aux marchés des contrats à terme sur les métaux non-ferreux (cuivre, aluminium, zinc, or, etc.). Ce dernier fusionnera avec d'autres marchés à terme shanghaiens (le Shanghai Foodstuffs Commodity Exchange, et le Shanghai Commodity Exchange) en décembre 1999 pour former le Shanghai Futures Exchange. Ce dernier permet ainsi un plus grand accès à des contrats à terme sur l'énergie comme le pétrole, le gaz ou encore le charbon mais aussi des biens alimentaires (sojas, riz, etc.). Ce dernier est actuellement le marché des produits dérivés le plus important en Chine et le troisième mondial pour les métaux non-ferreux.

En même temps, que l'adoption de la réglementation bancaire en 1994-1995, la « Company Law », ou "Loi sur les Sociétés" est adoptée dès 1993-1994 pour fixer les règles relatives aux sociétés anonymes à responsabilité limitée (Limited Liabilities Company) et aux co-entreprises à capitaux chinois et étrangers (les « Joint-Ventures » - JV). Cette loi encadre strictement

l'investissement des firmes étrangères dans les sociétés chinoises (théoriquement en cours de libéralisation) afin d'éviter des prises de contrôle de celles-ci. Cette loi permet entre autres d'unifier les différentes réglementations en matière de droit des entreprises en Chine et vise à instaurer un système plus moderne et proche des standards internationaux libéraux. Cette réglementation va ainsi clairement expliciter les types d'entreprises, les droits et devoirs des actionnaires et la gouvernance des entités ainsi que les exigences comptables à appliquer. Ainsi pour une Joint-Venture fondée avec des capitaux chinois et étrangers, il faut un minimum de 5 actionnaires initiaux (instigateurs/porteur du projet) dont au moins la moitié de nationalité chinoise. Le capital ainsi apporté doit être supérieur à 10 Million de Renminbi Yuan, et les instigateurs doivent détenir au moins 35% du total des actions émises, le reste étant offert au public. Une approbation et une validation par de multiples autorités, particulièrement le Conseil d'Etat et les instances des provinces d'installation, sont aussi nécessaires à l'établissement d'une JV alors qu'il ne l'est pas pour une entreprise à responsabilité limitée à capitaux chinois. De la même façon, en cas d'introduction en Bourse (IPO), la réglementation distingue celle sur le territoire chinois de celle hors de Chine. Une IPO en Chine suit la procédure régie par la loi relative aux Marchés Boursiers alors que celle hors de Chine requiert une procédure d'approbation et d'enregistrement spécifique. Par la même, une différenciation entre des actions dites "Domestiques" et les actions « étrangères » est établie dans leur traitement et leur public-cible. Ces particularités constituent alors un des nombreux freins légaux et réglementaires à l'investissement étranger en Chine du fait de la prudence du Gouvernement qui craint une perte de contrôle. La «Company Law » couvre ainsi sur les formes juridiques des entreprises privées marquant ainsi une première distinction légale entre les firmes chinoises, et celles partiellement fondées par des capitaux étrangers. Cependant, des zones floues et des vides juridiques persistent toujours sur de nombreux points portant sur la détention des actions par des étrangers (et de leurs droits afférents) et sur les règles d'échange et d'introduction en bourse qui sont laissées en suspens et qui doivent ainsi être clairement spécifiées. De plus, certaines dispositions de cette loi entrent sur certain point en contradiction avec la législation déjà en vigueur, notamment avec les trois lois relatives à l'investissement étranger.

Il faudra, cependant, attendre l'adoption officielle de la loi sur les valeurs mobilières (ou "Securities Law") en 1999 (en discussion dès 1992) pour dresser les fondements légaux et juridiques des Marchés boursiers chinois et pour harmoniser la réglementation pour les firmes cotées sur les marchés domestiques. Elle complète donc la « Company Law » sur les questions pratiques de cotations, d'introduction en bourse et d'échange des actions des firmes chinoises

et des JV pour des investisseurs chinois et étrangers. Elle dresse aussi les différentes règles d'organisation des Bourses continentales et les procédures à suivre auprès du régulateur. La 中国证券监督管理委员会 - Zhōngguó zhèngquàn jiāndū guǎnlǐ wěiyuánhu, China Securities Regulatory Commission (CSRC) ou la Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières a pour missions de faire appliquer la réglementation et de surveiller les acteurs sur les places boursières chinoises. Cette réglementation, bien qu'elle ait fortement évolué en permettant l'échange de produits financiers, encadre très fortement les entités autorisées à avoir des activités sur les marchés. L'approche « double-voie » implique une réglementation stricte de l'activités des Sociétés de Valeurs Mobilières (SVM) basée sur un système d'approbation, tout en leur laissant l'opportunité de mener indépendamment leurs opérations financières. A noter aussi que le système d'approbation par la CSRC concerne aussi les entités juridiques à but non-lucratif proposant des services financiers comme le souligne l'article 146 de la Securities Law. L'émission de titres est lui aussi conditionnel à l'approbation de la CSRC et fait l'objet d'une procédure particulière, notamment lors des introductions en Bourse. Autre particularité, un seuil de 5% du capital d'une entreprise est fixé pour tout actionnaire. Ainsi tout agent dépassant ce seuil à l'issue d'un achat est obligé d'en informer le Conseil d'Administration de la firme, les opérateurs boursiers ainsi que les autorités de surveillance dans les trois jours sans possibilité d'échanger ses titres durant cette période. De plus, il doit réitérer cette information pour tous les seuils de 5% supplémentaire de capital détenue, jusqu'au pallier de 30% (au-delà, il doit faire une offre publique d'achat décrite séparément et faisant l'objet d'une procédure plus longue et contraignante). En cas de vente des actions dans les 6 mois suivant l'achat, les actionnaires détenant 5% (ou plus) du capital doivent impérativement reverser les plus-values de la transaction au Conseil d'Administration.

La « Company Law » et la « Securities Law » de 1999 marquent ainsi la volonté de libéraliser les marchés financiers chinois. Mais dans le même temps, il y est aussi spécifié que le rythme de développement ne suivrait pas les théories occidentales (Tomasic et Fu, 1999). Comme le souligne Perkins (2018) l'ouverture financière des années 1990 est dans une phase de “learning by doing” et d'apprentissage. A l'époque, tant le Gouvernement que les agents économiques chinois ne sont pas suffisamment expérimentés sur les pratiques financières libérales pratiquées en Occident. Il indique, de plus, qu'une pleine ouverture des marchés capitaux n'est pas encore compatible avec la recherche d'un équilibre de long-terme. En effet, le fonctionnement des marchés financiers implique à court-terme un jeu permanent d'entrées et de sorties de capitaux dont les volumes peuvent sérieusement affecter la stabilité économique dans son ensemble. La

crise asiatique de 1996-1997 a confirmé les effets négatifs d'une libéralisation financière sur les structures financières « immatures » des pays émergents (Ke, 2010). Il en est de même avec la libéralisation des pays du bloc de l'Est qui ont subi une "thérapie de choc" dont les effets sur le niveau de vie furent dévastateurs. Cette crainte d'une transmission des risques de la sphère financière à la sphère réelle et les observations de crises internationales ont certainement conforté les autorités chinoises à maintenir un fort contrôle sur le secteur financier, en limitant fortement les investissements étrangers, au moment où le pays commence à peine à juguler l'inflation via la politique de ZHU Rongji. Par conséquent, les places boursières sont par construction et volonté politique extrêmement cloisonnées, sans aucune relation entre les différents segments de cotations.

### C. **Segmentation et Cloisonnement des Bourses Chinoises :**

Cette réglementation des activités de marchés est alors révélatrice de la volonté du Gouvernement de "contraindre" les flux de capitaux vers les secteurs ou les firmes-clés, en obligeant les investisseurs à "rester" dans le capital de ces firmes. Ce « puzzle administratif » représente un frein important au développement des marchés boursiers en dissuadant les investisseurs à caractère spéculatif.

Malgré cela, les marchés boursiers de Shanghai et Shenzhen gagnent peu à peu en attrait pour les investisseurs domestiques mais aussi internationaux. Le nombre d'investisseurs (comptes courants d'investissement) augmente ainsi significativement au cours du temps passant de moins de 8400 en 1993 à 72 000 en 2005. Les banques d'Etat ou les institutions publiques chinoises sont cependant encore largement majoritaires sur les marchés continentaux du fait des fortes barrières à l'entrée et du contrôle des capitaux. Mais les investisseurs étrangers qui cherchent des opportunités de diversification, internationale de leurs portefeuilles ou qui souhaitent durablement s'installer dans le marché chinois qui est alors en passe de s'ouvrir au commerce mondial, sont les bienvenus.

La réglementation distingue fortement les différents types ou classes d'actions en leurs conférant des droits différenciés selon la nature et la nationalité des investisseurs. Il en résulte alors un cloisonnement très fort des actions, certaines sont éligibles à l'investissement étranger d'autres non.

Sont alors cotées à Shanghai et ShenZhen, les **actions A** qui sont libellées en Renminbi Yuan (RMB) et émises par des sociétés chinoises continentales. Elles sont cependant exclusivement

réservées aux investisseurs domestiques de nationalité chinoise et localisés en Chine continentale excluant les Hong-Kongais et les Macanais. A l'inverse, les actions B sont toujours émises par des sociétés chinoises continentales et sont cotées sur les places continentales avec une valeur faciale en RMB mais sont souscrites et échangeables en Dollar Américain (USD) pour les B-shares de Shanghai et en Dollar de Hong Kong (HKD) pour les B-Shares de Shenzhen. Elles sont exclusivement échangeables par des investisseurs étrangers ou possédant un compte à l'étranger (du moins jusqu'à la révision et le processus d'harmonisation des règles d'investissement). A noter que les Actions B ne doivent pas dépasser 25% du total d'actions en circulation d'une firme. Notons aussi la catégorie des actions de classe H qui sont émises par des sociétés chinoises continentales en HKD à la bourse de Hong Kong. Les actions H sont régies par les lois chinoises mais se plient aux standards réglementaires de cotations de Hong Kong, elles sont ainsi ouvertes à tout type d'investisseurs (domestiques ou étrangers). Il existe aussi des catégories d'actions pour les sociétés chinoises continentales qui sont cotées à l'étranger, les classes S pour celles cotées à Singapour et les N pour celles proposées à New-York.

Les règles de cotations sont aussi différentes selon le type d'actions impliquant ainsi que les marchés des actions soient totalement segmentés et cloisonnés comme le souligne Huang et Liu (1995). Ceux-ci avancent qu'il s'agit d'une volonté 'd'attirer les investisseurs étrangers et les monnaies fortes tout en maintenant le contrôle domestique (chinois) des firmes pour limiter l'influence des spéculateurs étrangers'. Bailey (1994), Ma (1996), Sun and Tong (2000), He et al (2003), Chui et Kwok (1998) montrent qu'en moyenne les performances financières et les régimes de volatilité sont différents entre ces classes d'actions notamment à cause de la réglementation sur l'investissement étranger et domestique. Su et Fleisher (1999), cependant, tendent à nuancer cette observation. Ce cloisonnement des investisseurs est une particularité des places chinoises qui les rendent difficile à appréhender pour les investisseurs internationaux (Bailey et al, 1999). Huang et al (2000) indiquent même que les Actions B ne sont pas intéressantes pour les investisseurs internationaux du fait du peu d'actifs proposés, de la réglementation, des actions chinoises internationales de classes N, H et S. De plus, le phénomène de rabais (price discount) joue aussi sur le peu de liquidité et de volume des actions B comme l'indiquent Chen et al (2001), Chen et al (2011) et Chen et Xiong (2011).

Par ailleurs, le système d'actionnariat qualifiée de « Split-Share Structure » est une particularité des marchés financiers chinois. Elle différencie les droits associés à la détention d'actions dites « échangeables » (Tradable Share, TS) de celles « non-échangeables » (Non-Tradable Share ,

NTS). Alors que les bourses continentales sont établies pour inciter la privatisation des entreprises sous contrôle de l'Etat, la question de la gouvernance des ETE est soulevée par le Gouvernement. Comment attirer les investisseurs et les capitaux tout en conservant le contrôle décisionnel d'une firme ? La structure "split-share" est donc instaurée impliquant qu'une même firme émettent des actions échangeables librement sur les marchés et des actions non-échangeables avec des droits sur les dividendes, de vote et de prises de décisions différents (de même que des coûts d'acquisition). Cette structure cause de nombreux problèmes notamment sur l'évaluation de l'action et de l'entreprise faisant ainsi apparaître des conflits d'intérêts entre les investisseurs chinois de TS et NTS comme l'indique Wu (2005), Sun (2014) puis Chi et al (2014). Il est estimé qu'environ les deux-tiers des actions présentes sur les marchés de Shanghai et Shenzhen sont des NTS, limitant ainsi fortement les fluctuations des cours et le rôle d'un marché secondaire. Le seul l'afflux de nouveaux investisseurs et de nouvelles introduction (IPO) ou émissions d'actions peuvent faire évoluer les prix. Ces caractéristiques sont proches d'un marché de spéculation (Luo, 2007). Notons aussi que les détenteurs d'action NTS sont très majoritairement des institutions publiques gouvernementales centrales ou locales alors que les individus et les institutions financières constituent les porteurs d'action TS.

Sur ce point, le système d'Introduction en Bourse (IPO) est lui ainsi fortement réglementé (cf Company et Securities Law) car il se base sur l'approbation par les autorités (en l'occurrence la CSRC) et non sur un mécanisme proche du standard international plus orienté vers un système d'enregistrement. De plus, il est interdit de vendre des actions d'une firme nouvellement cotée ou établie durant 3 ans (sauf à d'autres actionnaires déjà porteurs d'actions de la firme en question).

#### **D. Le processus de libération des actions Non-Echangeables (Non-tradable Share Reform) et d'harmonisation des règles sur l'actionariat.**

Dès l'entrée dans l'OMC, l'essor économique chinois s'accélère et les flux de capitaux se font de plus en plus importants mettent en avant que la structure du système financier chinois n'est plus adaptée pour pleinement supporter le rythme de développement du pays. En particulier, la structure de gouvernance des firmes distingue trop fortement les actionnaires par des droits différenciés selon la classe d'action détenue gelant ainsi la liquidité sur le marché.

En ce sens, la ‘‘Company Law’’ de 1993 sera fortement révisée pour aboutir en 2005 à une nouvelle version comportant de nombreux changements dans la détention d’action, les règles d’entrée et de sortie du capital. Dans le même temps, la ‘‘Securities Law’’ est aussi amendée afin d’acter des nouvelles exigences de divulgation de documents comptables pour les firmes cotées et pour satisfaire aux système d’IPO. Ces nouvelles lois sont ainsi une étape importante dans la transformation du système boursier chinois. La régulation est donc actualisée pour être davantage en adéquation avec les normes internationales tout en harmonisant les règles relatives aux firmes privées et aux ETE (Wang, 2008) en laissant plus de liberté au conseil d’administration dans la gouvernance d’entreprise pour leurs choix opérationnels et l’utilisation des ressources financières. Le rôle des actionnaires est alors fortement renforcé afin d’améliorer la gouvernance de la firme. La protection des actionnaires notamment des petits porteurs, est aussi largement révisé (Wang, 2008) en leur octroyant des nouveaux droits sur la consultation des comptes ou en établissant plus clairement les droits et devoirs en cas de conflits internes. Cependant, il persiste toujours implicitement des règles restrictives sur l’investissement étrangers et une distinction des firmes à capitaux 100% chinois de celle à capitaux étrangers.

Une réforme plus profonde des règles d’échanges des actions NTS et TS apparaît comme nécessaire pour promouvoir le rôle du marché et des places boursières de Shanghai et Shenzhen. Les autorités, à cet effet, ont dès 1999 et 2001 vendu massivement des actions NTS d’ETE, tout en les rendant TS, afin de tester la réaction des marchés et des agents à ces mouvements. Cependant, cet afflux important d’actions sur les marchés a causé des tensions sur la relation offre-demande en augmentant significativement le nombre de titres disponibles et donc changeant la liquidité de ces derniers. Il est ainsi identifié que, proposer le même prix pour les TS et les NTS génère des comportements spéculatifs nuisibles. En effet, les agents ont anticipé des opérations de libération similaires sur d’autres titre d’ETE entraînant une forte baisse des cours et une chute de l’ensemble des marchés. Cette expérience a conduit à revoir la stratégie, qui doit certes libérer un nombre important d’actions tout en canalisant les tensions sur l’offre et la demande.

La «Non-Tradable Shares Reform» ou encore «Split-Share Reform» est alors engagée sur l’ensemble des places boursières dès avril 2005 afin de mettre fin à la structure ‘‘split-share’’ pour harmoniser des règles d’actionnariat. Par cette réforme l’ensemble des actionnaires dispose des mêmes droits sur leurs titres et ont donc les mêmes intérêts en termes de performance et de gouvernance de leur firme. De plus sans cette structure, les agents peuvent revendre plus librement leurs actions par la suite ce qui favorise in fine le processus de

libéralisation des ETE et redonne de l'intérêt à investir dans certaines firmes. A terme, l'objectif est de ne plus distinguer les actions TS de celles NTS tant par leur prix que leurs droits.

Afin de maintenir la relation offre-demande stable, un mécanisme de compensation est établi dans le processus libération consistant à mettre en circulation les actions NTS. En effet, l'annonce et l'instauration d'un tel processus sur un nombre significatif d'actions NTS peut conduire à une baisse de leur cours boursier. Les actionnaires d'Etat porteurs de NTS doivent ainsi spécifier dans le plan de libération le montant de la compensation versée aux porteurs d'actions TS ainsi que l'approbation d'au moins les deux-tiers des actionnaires possédant des actions TS. Ces compensations peuvent s'effectuer sous plusieurs formes comme des paiements en espèces, des bons de souscriptions mais la grande majorité est réalisée par un transfert d'action d'Etat. Les actionnaires d'actions TS reçoivent ainsi à titre de compensation un certain nombre d'actions NTS provenant d'actionnaires étatiques. Comme les règles de calculs et la nature de cette compensation sont différentes d'une entreprise à l'autre, l'approbation du plan de libération par les deux-tiers des actionnaires d'actions TS est requise.

En complément, une période de « blocage » (lock-up period) est appliquée sur les actions précédemment non-échangeable toujours dans l'optique d'éviter une trop forte baisse des cours suite à une libération trop rapide et massive de titre. Dans le processus de conversion des NTS en TS, les actions NTS devenaient momentanément des "lock-up shares" interdites à la vente dans l'année qui suit leur mise sur le marché. Une libération plus graduelle des actions NTS s'effectue pour les actionnaires détenant plus de 5% des encours d'actions. Ainsi, la vente d'action NTS par les actionnaires les plus importants ne peut excéder 5% des encours d'actions pour une année supplémentaire après l'année de blocage et ne pas dépasser 10% des encours pour deux années supplémentaires après l'année de blocage. Cela implique que les périodes de blocage peuvent aller de 1 à 3 ans selon l'importance de l'actionnaire dans le capital de la firme. Notons aussi que les introductions en bourse ont été suspendues durant un an pour éviter l'arrivée de nouvelles actions sur le marché et aussi pour instaurer un nouveau système qui ne distingue plus les actionnaires.

Ce mécanisme bien que toujours restrictif sur l'échange d'action sur le court-moyen terme reste une grande amélioration par rapport à l'ancienne structure. Il permet au Gouvernement de se retirer progressivement du capital des ETE sans déstabiliser les échanges sur le marché car les dates de libération après la période de blocage sont publiquement communiquées de même que les titres concernés.

Cette réforme permet de tirer pleinement partie du marché financier en autorisant un plus large volume d'échange et un plus grand panel d'actions disponibles. Elle peut aussi s'interpréter comme la deuxième étape du processus de privatisation des ETE. Elle constitue donc une phase importante dans l'évolution et la structure des places financières chinoises comme le souligne Chi *et al* (2014) et Yeh *et al* (2009). Herd *et al* (2010) qualifie cette réforme comme « l'étape essentielle vers le développement d'un marché boursier plus mature et plus représentatif ». Cette réforme donne ainsi plus de profondeur et de portée aux Company et Securities Laws précédemment révisées. Il est cependant souligné que le mécanisme de "lock-up" freine le plein potentiel de développement des marchés boursiers à court-terme. Cependant, la PBOC et les autorités de régulation des marchés financiers estiment qu'à la fin de 2007, 98% des firmes cotées avaient achevé le processus de libération des NTS et donc le succès de cette réforme et que les NTS représentent seulement 30% des actions en circulation en 2010. Beltratti *et al* (2016) soulignent l'effet positif de cette réforme sur l'organisation des marchés boursiers chinois à long-terme notamment sur les activités de fusions et acquisition et de gouvernance des firmes. Li et Zhang (2011) estime par ailleurs que la réforme NTS a fortement amélioré l'efficacité des marchés boursiers (sous sa forme faible).

La période d'instauration de la réforme NTS a ainsi généré un afflux massif d'investisseurs sur les marchés financiers chinois attirés par une plus grande liquidité, une plus grande plage de variation des cours et donc in fine un gain potentiel plus important. Le rythme de croissance des indices boursiers est donc très soutenu et une bulle action se forme. Celle-ci éclatera avec la crise financière de 2007-2008. Cette bulle résulte d'une combinaison de facteurs macroéconomiques (politique monétaire laxiste et taux d'intérêt bas) et de l'afflux d'investisseurs suite à la réforme NTS (Herd *et al*, 2010). Il est aussi important de préciser que pour freiner la baisse des cours lors de l'éclatement de la bulle, les autorités ont instauré une « Stamp tax/duty » puis une interdiction de vendre certaines actions massivement. Malgré cette période de crise, il est estimé que le contrôle de l'Etat a fortement diminué et permet ainsi une meilleure attractivité des actions chinoises pour les investisseurs étrangers. La crise de 2008 a aussi montré que les marchés boursiers continentaux sont davantage exposés aux chocs exogènes et aux jeux d'entrée-sortie des investisseurs (particulièrement étrangers). Une phase de consolidation est enclenchée afin de renforcer la structure du système financier et le transformer vers un marché à « plusieurs niveaux ». L'objectif étant de proposer un accès plus simplifié aux financements par IPO et plus adapté aux besoins (innovation, technologies, changement climatique, etc.) et à la taille de firmes chinoises (petites, moyennes, grandes).

Malgré des changements importants du système IPO, il est apparu que seules les plus grandes firmes peuvent pleinement satisfaire les exigences réglementaires et endurer un processus d'introduction en bourse relativement long. Les autorités ont rapidement identifié que les start-ups et les petites firmes technologiques innovantes ont du mal à se développer rapidement et à lever des fonds sur les principaux compartiments des bourses de Shanghai et de ShenZhen. En 2009, un compartiment spécial pour les PME est établi à la Bourse de Shenzhen. En 2012, les autorités de marché (CSRC) et l'opérateur de la bourse de ShenZhen ont officiellement lancé la création d'un nouveau compartiment, le ChiNext orienté vers le financement des PME chinoises dans le domaine des hautes-technologies. En 2019, un compartiment similaire est instauré à Shanghai à travers le "Shanghai Science and Technology Innovation Board" aussi appelé STAR Market". Ce compartiment est alors réservé aux firmes innovantes et technologiques et est présenté comme le NASDAQ chinois. En effet, ses règles de cotations et d'introduction en bourses sont proches de celles employées par l'opérateur NASDAQ aux Etats-Unis. En parallèle, un système d'échange d'actions de gré-à-gré est instauré en 2015 à Beijing avec le « National Equities Exchange and Quotations » (NEEQ). Ce dernier permet à des firmes non cotées à Shanghai ou à Shenzhen de lever rapidement des fonds avec un système d'IPO moins restrictif. Il est également orienté vers la fourniture de services financiers et boursiers aux PME chinoises (start-up) innovantes avec une forte croissance cherchant à se développer et à stabiliser leurs activités. Il est alors le troisième système boursier chinois, c'est pourquoi il est souvent qualifié de "新三板- Xīn sānbǎn" "New Third Board" ou "nouveau troisième bureau". Le développement rapide de marché a conduit les autorités à le restructurer en instaurant la Bourse de Beijing (BSE – Beijing Stock Exchange) en Septembre 2021.

### **E. La progressive levée des restrictions à l'investissement : le processus de fusion des actions A et B et le « Nouvelle Loi sur l'Investissement Etranger » de 2019-2020.**

La réforme NTS a permis de "casser" la structure segmentée des places boursières chinoises en leur donnant une véritable utilité pour privatiser les ETE et attirer les capitaux domestiques (épargne) mais aussi des fonds étrangers (IDE entre autres). Cependant, il est bon de rappeler que les marchés financiers restent largement fermés aux investisseurs étrangers. Ces derniers étant cantonnés aux actions B. Par ailleurs, comme de nombreuses firmes chinoises sont

doublement cotées en Chine continentale et à Hong Kong. La réforme NTS bien qu'initialement focalisée sur les actions A doit par extension être complétée par une politique plus ouverte sur la circulation des capitaux. Il apparaît alors la nécessité d'ouvrir davantage les places boursières au monde afin que celles-ci servent pleinement la politique d'exportation et d'investissement alors officiellement adoptée et instaurée dès le début des années 2000. Notons que le terme "ouverture au monde" revêt ici deux sens. Le premier concerne les "flux entrant" et implique donc des réformes visant à autoriser les étrangers à investir en Chine. Le deuxième se focalise sur les "flux sortant" c'est à dire autoriser les investissements chinois à l'étrangers.

C'est dans ce contexte qu'une phase de normalisation des places boursières va s'enclencher par l'instauration d'un processus de "fusion" des actions A et B dans lequel la place d'Hong Kong doit servir de "plaque tournante". Notons que Hong-Kong revêtait déjà un caractère stratégique important dans l'ouverture de l'économie chinoise en étant la source principale des IDE. L'objectif de ce processus est d'intégrer les places boursières de Shanghai et de Shenzhen aux réseaux financiers mondiaux à travers les structures Hong-Kongaises. En effet, le système financier de la ville est organisé selon les standards internationaux et est donc plus rassurant pour les investisseurs que celui pratiqué en Chine continentale jusqu'alors très fermées et régies par une juridiction complexe.

Dès 2001, la structure actions A – B commence à être questionnée par les autorités de régulation chinoises qui décident d'autoriser les investisseurs domestiques à investir dans les actions B en monnaies étrangères (jusqu'alors exclusivement réservées aux étrangers). Cette opération permet aux investisseurs chinois les plus importants (les grandes institutions d'Etat généralement) de se confronter aux agents étrangers et à leurs pratiques en matière de gouvernance, d'exigence de divulgation d'états financiers, etc. Cependant, les autorités n'autorisent pas encore pleinement les investissements à l'étranger craignant une fuite des capitaux trop importante dans un contexte où l'économie chinoise a fortement besoin de capitaux.

Pour les autorités, le dilemme entre la libéralisation des transactions et la "perte de contrôle" persiste toujours. Comment faire entrer davantage de capitaux étrangers dans les firmes chinoises via les actions A sans prendre le risque de voir ces firmes être détenues à 100% par des étrangers ?

Le "合格境外机构投资者- Qualified Foreign Institutional Investors" (QFII) est alors officiellement lancé en 2002 afin de permettre aux investisseurs institutionnels étrangers

d'investir directement en USD en Chine continentale avec, au départ, un quota d'un montant total de 10 Milliards de USD et 800 millions pour une seule institution. Par conséquent, les investisseurs étrangers qualifiés peuvent désormais mener des opérations sur les actions A des bourses de Shanghai et de Shenzhen. Cependant, les conditions de rapatriement des fonds vers le pays d'origine sont soumises à une période de blocage de 3 ans avec un plafond de rapatriement de 20% chaque mois de la valeur nette de l'année précédente. En limitant, les mouvements d'entrée-sortie massive de capitaux à court-terme, l'objectif est de forcer les investisseurs à garder leurs fonds sur un horizon plus long. Ces conditions seront largement révisées en 2006 par la réduction de la période de blocage à 3 mois pour certains fonds à capitaux variables, et en 2009 avec l'augmentation du quota à 30 Milliards USD, et à 1 Milliards pour une seule institution. Cependant, des restrictions de détention persistent toujours. Une institution étrangère ne peut acheter plus de 10% du total d'action A d'une firme. La part d'action A d'une firme détenue par des étranger ne peut excéder 20%. Un programme annexe moins restrictif est instauré en 2011, le Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors'' (RQFII) afin d'autoriser l'investissement étranger sur les actions chinoises continentales directement en Yuan. Au départ seule Hong Kong est incluse dans le programme mais d'autres pays viendront s'ajouter selon les accords entre banques centrales (Corée du Sud, Singapour, Royaume-Uni, France, Allemagne, Australie, Suisse, Canada, Etats-Unis, Luxembourg, Hongrie, Thaïlande, Malaisie, Emirats Arabes Unis, Qatar et le Chili). Le quota est initialement de 20 Milliards de RMB. Sous RQFII, les fonds sont rapatriables à 100% sans période de blocage.

Concernant les flux sortants, le contrôle du capital sera plus fort et maintenu plus longtemps. En effet, le programme 合格境内机构投资者- ''Qualified Domestic Institutional Investors'' (QDFII) est instauré en 2005-2006. Ce dernier permet ainsi aux institutions financières chinoises d'investir sur les marchés actions et obligataires à Hong Kong à hauteur de 15% de leur actif total. La portée du programme sera étendue dès 2007 et les banques pourront proposer à leurs clients des produits adossés à des actions sous certaines conditions sur leur allocation (la part d'action ne peut excéder 50% de la valeur du fonds et un seul titre ne peut représenter plus de 5% de la valeur nette). Une extension du programme aux investisseurs individuels chinois est alors mise en discussion. C'est ainsi que dès avril 2008, un accord est signé entre la PBOC et son homologue américaine, la Federal Reserve, pour autoriser l'investissement individuel chinois dans les actions américaines.

Ces programmes sont sous la double supervision de la CSRC et la PBOC pour les activités de marché et de la SAFE pour les questions relatives à la détention et l'usage du RMB Yuan dans et hors de Chine. Il est important de préciser que ces programmes sont considérés comme « transitoires » par les autorités chinoises. En effet, ils devraient être supprimés dès que les marchés financiers seront pleinement libéralisés et que les questions relatives à la régulation monétaires seront résolues (choix du régime de change entre autres).

Une importante révision de ces programmes est conduite en 2012 afin d'augmenter les opportunités d'investissements étrangers en Chine jusqu'alors affectées par la crise financière de 2008 et de la dette souveraine en Europe qui réduise les exportations chinoises. Les autorités ont alors relevé le quota QFII à 80 Milliards de USD et celui de RQFII à 270 Milliards de USD. Des nouveaux produits financiers ont été spécialement lancés peu de temps après ces ajustements des quotas, comme par exemple des fonds de placement répliquant les composition des indices, les Exchange-traded fund (ETF), échangeable à Hong Kong et libellé en RMB Yuan (offshore). Dans le même temps, les autorités chinoises autorisent tout en encadrant fortement les ventes à découvert. Un nouveau programme le "Qualified Domestic Limited Partner" (QDLP) vient compléter ceux existant en juillet 2012. Les fonds d'investissement étrangers sont alors autorisés à investir hors de Chine continentale avec des fonds en Yuan levés sur le continent.

Cependant, en septembre 2019 ; la SAFE a annoncé sa volonté de supprimer totalement les programmes QFII et RQFII. Par conséquent, la PBOC, la SAFE et la CSRC ont conjointement annoncé, un an après, la fusion de QFII-RQFII et la suppression totale des quotas afin de simplifier les procédures et d'augmenter la participation des étrangers dans les marchés chinois. Les conditions de rapatriement des fonds sont alors fortement simplifiées. Ce changement élargit aussi le spectre des produits financiers offerts aux investisseurs étrangers en ouvrant les secteurs des dérivés et futures, des options sur les matières premières et agricoles, et inclut aussi les actions cotées sur le NEEQ (et par extension le BSE).

Depuis 2015, l'intérêt des Programmes (R)QFII-QDII tend à diminuer car d'autres projets d'ouverture et d'internationalisation des places continentales sont avantageux : les deux "Hong Kong Stock Connect Programmes". Le programme "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" est lancé en novembre 2014 et le "Shenzhen -Hong Kong Stock Connect" en décembre 2016 afin d'établir des passerelles d'échange avec la place hongkongaise et les marchés continentaux et d'instaurer des canaux d'investissement. Le canal "Nord" permet aux investisseurs étrangers (sans montant minimal d'investissement requis !) d'investir sur certaines actions éligibles

cotées les marchés financiers de Chine continentale depuis les infrastructures hongkongaises. Alors que le canal ‘‘Sud’’ permet aux institutions chinoises qualifiées (avec une capacité de gestion d’actif d’au moins 500 000 RMB Yuan soit environ \$75 000 USD) d’investir sur les actions éligibles d’Hong Kong. Initialement dans le programme de Shanghai, un quota total est instauré à 300 Milliards de RMB (soit environ \$46 Milliards USD) pour le canal Nord et à 250 Milliards (soit environ \$38 Milliards USD) pour le Sud. En août 2016, les autorités chinoises et hongkongaise ont convenu de supprimer ce quota afin de pleinement tirer profit du programme, c’est pourquoi le Programme de Shenzhen n’inclut pas de limites d’investissement. Cependant, des plafonds journaliers persistent sur la valeur nette échangée : 52 Milliards de RMB (soit environ \$8 Milliards USD) pour le canal Nord et 42 Milliards RMB (soit environ \$5,25 Milliards USD) pour le Sud (valeur de référence en date de Mars 2020). Un programme similaire est aussi établi avec la Bourse de Londres (le London-Shanghai Stock connect program) en 2019 autorisant l’échange d’actions mutuel et des possibilités d’introduction en bourse. La portée de ce programme est cependant limitée à un faible nombre de firmes chinoises et anglaises et fait l’objet d’expérimentation.

Cependant, en dehors des quotas et des seuils d’actionnariats (10% des actions pour un individu contre 30% pour des institutions), les programmes ‘‘Stock Connect’’ limitent le comportement des agents à cause de règles de fonctionnement et des cycles de livraison et d’enregistrement particuliers. Les ventes à découvert et les achats par appel de marge qui sont interdites pour une grande majorité des actions chinoises mais autorisés à Hong Kong, sont ici fortement encadrés sur certaines actions, et limités dans leur ampleur. Les heures d’ouverture permettant l’échange sont totalement différentes entre les plateformes continentales et hongkongaise de même que les plages de fixation des prix de clôture et d’ouverture, ou d’annulation des ordres. Pour le canal Sud (de la Chine vers Hong Kong), les ordres peuvent être passés sans restriction durant les heures d’ouverture standards de la bourse Hong Kong alors que pour passer des ordres via le canal Nord sur des actions chinoises continentales certaines spécificités doivent être prises en compte. A titre d’exemple, un décalage de 5 minutes à l’ouverture de la matinée et durant l’après-midi.

Ces spécificités sont incluses dans un mécanisme de contrôle de la volatilité (MCV) appliqué sur le canal Nord (pour les ordres en provenance d’Hong Kong). On note l’interdiction ‘‘T-day trading’’<sup>8</sup> sur le canal Nord, les agents sont donc dans l’impossibilité de vendre une action

---

<sup>8</sup> T est la date de transaction. Un cycle T+X signifie que le règlement a lieu le X jours après la date de transaction.

chinoise le même jour que son achat. La vente pourra se faire uniquement à partir du jour suivant (T+1). Aucune restriction n'est appliquée via le canal Sud. De plus, la ChinaClear (la chambre de compensation chinoise) en charge des cycles de compensation et de règlement (CSC de l'anglais "*clearing and settlement cycle*") appliquent un cycle T+0 pour les actions et T+1 pour le change de monnaie (débit ou crédit du compte en RMB Yuan) à Shanghai et Shenzhen. Ainsi lors de l'achat (ou la vente) d'un titre à la date de transaction T, sous ce schéma, la date T est aussi la date de règlement dans le cas d'une action et le lendemain (T+1) pour le change. Ce système est plus court que le standard international "*delivery versus payment*" (DVP) avec un cycle de T+2 en Europe et T+3 aux Etats-Unis.

Un "*Price-Limit ratio*" (PLR) de 10% est en vigueur sur les bourses de Shanghai et Shenzhen afin de maintenir à un niveau, jugée raisonnable par la CSRC, les variations à la baisse ou à la hausse des prix des titres. Ce dernier détermine la plage de variation autorisée au cours de la journée à plus ou moins 10% du prix de clôture de la veille. Notons que le PLR est de 5% pour les actions ST<sup>9</sup> bénéficiant d'un traitement spécial sous alerte. Un PLR plus important de 20%, est appliqué pour les actions du compartiment des actions technologiques de la bourse de Shanghai (STAR) depuis 2020.

En août 2018, la CSRC améliore les critères d'éligibilité des investissements étrangers en action A. Elle autorise les étrangers travaillant en Chine, les employés étrangers des firmes chinoises cotées en bourse travaillant à l'étranger à investir dans les actions. De même, des incitations sous forme d'actions peuvent aussi s'effectuer avec des actions A.

Ces programmes d'ouverture des marchés boursiers et des investissements étrangers ont ainsi permis d'intégrer internationalement les places continentales. Cependant, le système financier chinois est aussi devenu plus exposé aux risques exogènes et devient aussi une source de risque pour les grandes places mondiales. Le krach boursier de 2015 et la crise immobilière en sont un exemple. Cette bulle action a fortement gonflé suite à la politique d'épargne du gouvernement favorisant les placements boursiers des particuliers et par le développement rapide de l'investissement dans l'immobilier. Le marché chinois étant alors fortement dominé (à hauteur de 80% environ) par les petits porteurs et par des fonds de placement (retraite, mutuel, etc.) son éclatement a ralenti le rythme de la croissance économique. Le krach chinois a affecté

---

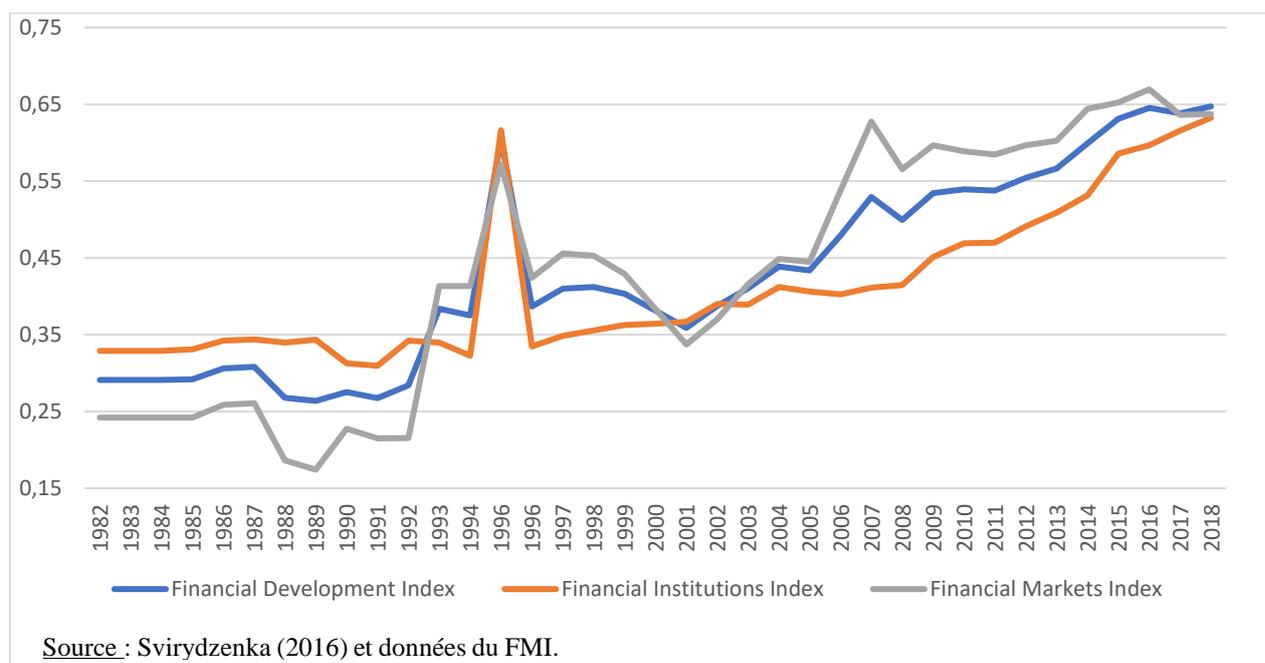
<sup>9</sup> Une action est classée ST (puis \*ST) si la firme accuse des pertes depuis 2ans (puis 3ans) d'affilés, ou divulgue de mauvais rapports d'audit. L'action sera délistée si l'entreprise connaît des pertes lors des quatre dernières années.

en août 2015, les autres places boursières internationales (Japon, Etats-Unis, et Europe) et Hong Kong (où une crise immobilière s'engage également).

C'est pourquoi, après l'éclatement de la Bulle en 2015, une période de rectification sur les marchés associée à de la "répression financière" est instaurée en 2016. Les institutions financières professionnelles sont davantage encadrées par des normes et par une régulation plus protectrice des intérêts des investisseurs (aussi bien chinois qu'étrangers). Il est aussi devenu nécessaire pour les institutions bancaires et financières d'améliorer leurs processus de gestion et de contrôle des risques. De nombreux ajustements sont approuvés pour inciter les investissements étrangers dans de nombreux secteurs comme l'automobile, l'assurance et services financiers (gestion d'actifs, notations de crédits, etc.) afin d'importer leurs pratiques et concurrencer les firmes chinoises. Ces dernières sont dans le même temps incitées à innover pour gagner en efficacité et faire face à la concurrence étrangère.

Les graphiques 4 ci-dessous présentent l'indice de développement financier proposé par le FMI (ainsi que ses sous-indices "institutions et Marchés Financiers"). Ces indices décrivent le degré de développement du système financier chinois selon de multiples critères relatifs à son ouverture, sa profondeur et son efficacité. Ces indices sont normalisés entre 0 (situation de développement dégradée) et 1 (une situation de développement favorable). Une présentation plus détaillée est proposée en Annexe 2 ainsi que les sous-indices par composantes.

**Graphiques 4 1 : Indice de Développement Financier pour la Chine entre 1982-2018**



L'indice global s'améliore sur la période, ce qui illustre bien les progrès de la réforme financière engagée au début des années 1990, avec une hausse importante de l'indice relatif aux marchés financiers en 1992 (instauration des places boursières) et en 2005 (réforme de l'actionnariat). Les sous-indices en annexe indiquent que l'accès aux Marchés Financiers s'est amélioré depuis 2005, mais reste encore limité en 2018 (avec un indice inférieur à 0,35). En effet, les activités financières sont concentrées autour de grandes institutions. Cependant, la profondeur<sup>10</sup> des marchés (augmente significativement après 2005 suite à la réforme des actions non-échangeables et au développement du marché obligataire qui augmente le nombre de titres disponibles et échangeables).

La "Nouvelle Loi sur l'Investissement Etrangers" approuvée par le Gouvernement en 2019 et effective depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020 constitue l'avancée la plus récente concernant l'ouverture financière. Cette loi est une refonte totale de la réglementation car elle annule et remplace les anciennes lois en la matière (la loi sur les Sociétés à capitaux 100% étrangers, des entreprises étrangères et la loi sur les Coentreprises à Capitaux étrangers et chinois). Cette "Nouvelle Loi" est alors soumise à la loi sur les Sociétés (Company Law), c'est-à-dire que désormais la distinction entre firmes chinoises et étrangères est uniquement basée sur le statut juridique de la firme et non sur la présence d'investisseurs étrangers. Ce statut juridique implique une distinction sur les plans de la fiscalité et des exigences en matière de droit du travail. En conséquence la nationalité (présence d'investisseurs étrangers) d'une firme n'affecte pas ses droits à s'établir en Chine et à y mener des activités productives, commerciales ou financières.

Cette réglementation accorde davantage de droits aux firmes étrangères (ou à capitaux étrangers) par rapport à la situation antérieure en spécifiant officiellement une « *égalité de traitement entre les investisseurs nationaux et étrangers et leur donne droits aux mêmes protections* ». Par conséquent, les firmes étrangères peuvent librement accéder aux appels d'offre publics et participer aux marchés publics au même titre qu'une firme chinoise. Les autorités locales et provinciales sont ainsi tenues à plus de transparence sur le processus de décision et d'attribution de licence d'exploitation de missions de service publics. En ce sens, une amélioration en matière de protection juridique des intérêts commerciaux est aussi clairement spécifiée. Le système de Protection de la Propriété Intellectuelle (PPI) est harmonisé : les firmes étrangères ayant désormais les « *mêmes protections en matière de propriété intellectuelle* » que les firmes chinoises qui ne sont plus avantagées. Le transfert de technologie est aussi interdit et n'est plus

---

<sup>10</sup> Au sens du nombre et de l'importance des investisseurs potentiels ayant la capacité d'investir sur les divers produits disponibles sur les marchés financiers.

une condition pour rentrer dans le capital d'une firme chinoise. De même, la réglementation garantit le secret commercial pour les firmes étrangères et interdit l'expropriation.

Cependant, le contexte de la guerre commerciale avec les Etats-Unis enclenchée courant 2018 a affecté la rédaction de cette "Nouvelle Loi". En effet, il est clairement stipulé que si un autre pays venait à nuire aux intérêts de la Chine via des mesures d'interdiction ou de restrictions, le Gouvernement Chinois se réserve le droit de « *prendre des mesures correspondantes à l'encontre de ce pays ou de cette région* ». On peut aisément y voir une référence aux diverses sanctions américaines visant à exclure des marchés occidentaux les firmes chinoises technologiques (Huawei, par exemple).

Concernant l'investissement, cette nouvelle réglementation simplifie l'acquisition de parts dans des firmes chinoises, et vise à instaurer un environnement des affaires plus favorable pour les investisseurs internationaux en renforçant notamment les exigences comptables pour les firmes chinoises en matière de transparence des comptes et des états financiers et de gouvernance. Les firmes étrangères sont autorisées à accéder aux marchés financiers (boursiers, obligataires et bancaires) chinois pour se développer en Chine. Les activités de fusion-acquisition et de prise de participation dans des firmes sont cependant encore soumises à la juridiction de la « Securities Law » et sont traités séparément et au cas par cas selon les secteurs ouverts ou non. C'est en ce sens que différents types de restrictions aux investissements étrangers persistent avec les « listes négatives » qui sont directement régis par le Ministère du Commerce et la NDRC (la Commission National du Développement et de la Réforme).

Ces listes consignent l'ensemble des secteurs et des branches d'activités où l'investissement et la conduite d'activités commerciales par des firmes étrangères sont soit "formellement interdit", soit "restreints à un seuil d'actionnariat". Ces secteurs sont "protégés" des investisseurs étrangers pour des motifs de sécurité nationale, ou parce que le Gouvernement estime que les firmes chinoises ne sont pas encore assez matures pour affronter une concurrence étrangère. L'utilisation de ces listes permet entre autres d'encadrer la politique d'investissement par des étrangers en Chine. Malgré leur nom péjoratif, les listes négatives sont régulièrement actualisées et raccourcies afin d'ouvrir davantage l'économie, secteur par secteur. Ces listes permettent ainsi au Gouvernement de "doser" l'ouverture du pays à petite échelle et selon les besoins de l'économie chinoise. Elles permettent donc de poursuivre le principe de gradualité de la réforme. La liste négative nationale (« 外商投资准入特别管理措施-负面清单 ») couvre l'ensemble du pays alors qu'une seconde concerne les zones franches (« 自由贸易试验区外

商投资准入特别管理措施 -负面清单 ») au nombre de 11 (soit les provinces du Guangdong, Fujian, Liaoning, Zhejiang, Henan, Hubei, Sichuan, Shanxi et les villes de Shanghai, Tianjin et Chongqing). La Liste Nationale contient ainsi 31 domaines d'activités dans sa version 2021 (contre 33 en 2020 ,48 en 2018 et 65 en 2017), alors que la seconde liste négative comporte 27 postes dans sa dernière version de 2021 (contre 30 en 2020, 45 en 2018 et 95 en 2017). Elles restreignent notamment l'investissement dans les domaines de la culture, des médias et de la Sécurité Nationale. Notons que depuis leurs versions de 2018, sont retirés les secteurs de l'assurance, des services financiers, des transports, de l'automobile, de l'énergie et de l'agriculture qui sont donc ouvert à l'investissement et à l'activité commerciale étrangère. Depuis les firmes étrangères peuvent détenir 51% de leur coentreprise dans le secteur financier et automobile et ce seuil a été progressivement supprimé. Depuis 2022, la prise de participation à 100% par des étrangers est autorisée dans l'automobile et la finance à l'échelle nationale et dans l'ensemble des secteurs manufacturiers dans les zones franches. Dans le domaine de la culture, le secteur de la "production artistique" (le cinéma notamment) est partiellement ouvert à l'investissement étranger de même que le secteur des "enquêtes sociales" avec un maximum de 67% de participation (et l'obligation d'un représentant légal chinois). Ces listes négatives empêchent aussi les firmes chinoises des secteurs y figurant, à s'introduire en bourse à l'étranger (Hong Kong notamment). Or dans leurs version 2021, la possibilité d'IPO à l'étranger est soumise à l'approbation préalable de la NDRC et le cas échéant, les investisseurs étrangers ne pourront prétendre à participer à la gouvernance de la firme (les investissements de portefeuille sont uniquement autorisés).

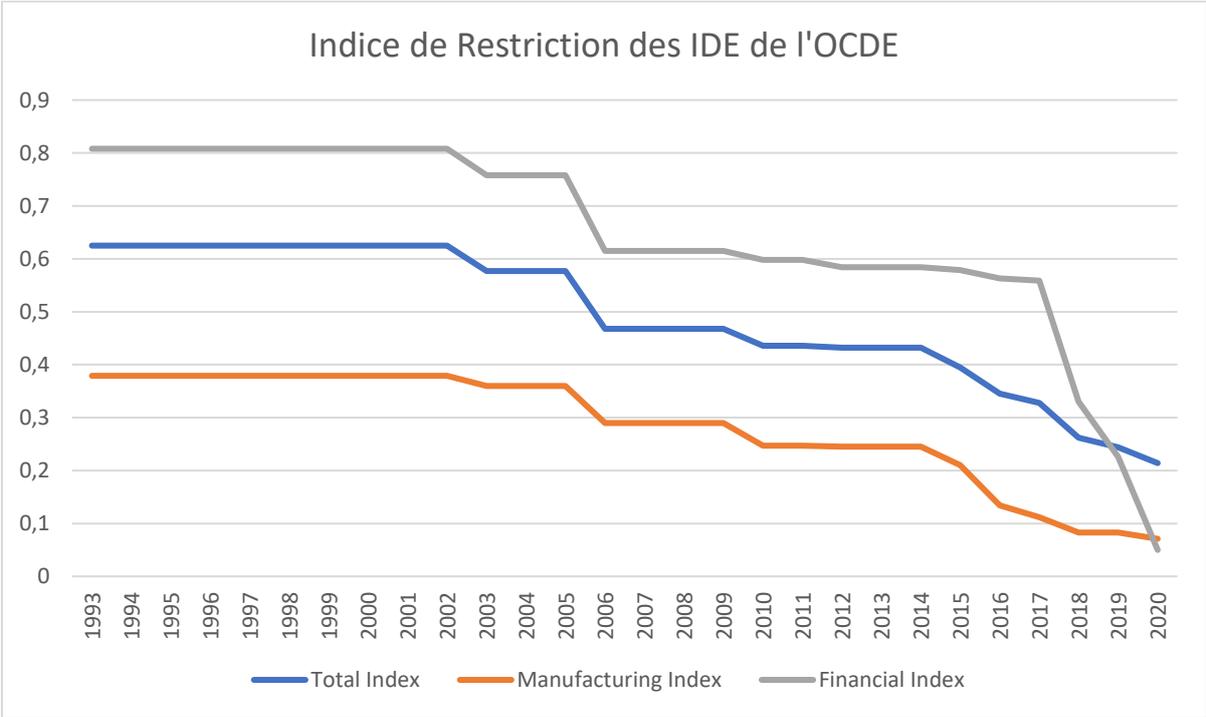
Afin de visualiser plus facilement ces différentes étapes, le Graphique 5 ci-dessous présente l'indice de restriction des IDE de l'OCDE pour la Chine entre 1993 et 2020 ainsi que ses sous-variants sectoriels (Industrie Manufacturière, et sphère financière)<sup>11</sup>. Ces indices varient entre 1 en cas de restriction totale et 0 en cas de libéralisation d'après les normes fixées par l'OCDE. Avant 2005-2006, les investissements étrangers était globalement fortement restreints, et tout particulièrement dans le domaine financier. Le secteur Manufacturier est en revanche moins contraint car il est au cœur de la politique économique d'exportation. Un relâchement important des restrictions entre 2003 et 2006, plus prononcé dans le milieu financier s'est produit suite à la réforme des actions non échangeable. Une autre phase d'ouverture est notée à partir de 2015 qui correspond à l'affirmation de nouveau projet de développement industriel et technologique.

---

<sup>11</sup> D'autres indices sectoriels sont présentés en Annexe 3.

Toutefois, les restrictions du secteur financier sont encore plus importantes que la « moyenne », représentée par l'indice global. Mais depuis les réductions des listes négatives, l'indice tend fortement vers 0. A l'opposé, les investissements dans les secteurs des médias et des télécoms sont encore fortement restreints (voir Annexe 3).

Graphiques 5 1: Evolution des restrictions à l'investissement étrangers



## Conclusion

En l'espace de 40 ans, la Chine a graduellement instauré un système économique particulier alliant mécanisme de marché et un fort contrôle de l'Etat. Les résultats de cette Réforme d'Ouverture sont ainsi à la fois palpables et encore incertains tant de nombreux défis et ajustements sont nécessaires pour davantage libéraliser l'économie chinoise. On peut ainsi distinguer deux grandes périodes dans le processus de Réforme d'ouverture de la Chine. Premièrement, entre 1980 et 2000, le pays expérimente plusieurs approches et mécanismes dans des zones spéciales afin de définir son orientation économique. L'économie de marché apparaît comme un concept capable d'activer le potentiel de croissance du pays et in fine augmenter son niveau de développement. Le commerce international apparaît comme le moyen le plus rapide pour attirer des investissements étrangers (tant financier, qu'en savoir-faire et technologique) et s'enrichir. Pour cela, il est nécessaire pour l'Etat de se retirer des entreprises d'Etat pour favoriser l'investissement privé et la libéralisation des entreprises d'Etat. Au début des années 1990, une orientation est ainsi clairement adoptée, la Réforme d'Ouverture doit permettre à la Chine d'établir "une économie socialiste de marché". La décision de pleinement baser le développement du pays sur le commerce international est actée avec l'adhésion à l'OMC en 2001. Cette date marque alors le début d'une période de croissance rapide soutenue par une politique d'exportation massive. La Chine est alors davantage tournée vers le Monde, mais dans le fait les restrictions aux investissements étrangers sont encore présentes. Le Gouvernement souhaitant maintenir un contrôle sur l'économie du pays et afin d'éviter l'influence étrangère dans des secteurs clés.

Cette politique de développement a montré des succès en termes de croissance. Cependant, l'ouverture doit aussi se concrétiser par une refonte complète du système financier. Le bilan rapide fait dans cet article montre qu'avec la Réforme, la Chine est devenue la seconde puissance mondiale et en passe de dépasser les Etats-Unis d'ici 2030. Le succès de la Réforme réside dans une amélioration notable du niveau de vie en Chine, mais il est en revanche nuancer sur le plan du développement : les disparités entre Provinces et les inégalités entre les villes et les zones rurales restent fortes. Le défi démographique s'est aussi inversé avec un vieillissement de la population observé depuis quelques années. D'autre part, les questions environnementales se posent tant au niveau national qu'international, même si la politique actuelle tente de réduire

les émissions de CO<sub>2</sub> du pays d'ici 2030 (année du pic d'émission supposé) et d'être neutre en carbone d'ici 2050.

L'Ouverture de la Chine s'est alors accompagnée d'un changement profond des autorités chinoises qui ont progressivement assimilé la nécessité et le rôle d'un système financier efficace. En effet, avec le développement croissant du secteur privé, la hausse du taux d'épargne et le rôle prépondérant des investissements, le pays doit (re)construire un système financier profond et solide capable de gérer, d'allouer les fonds pour soutenir son développement.

Cette libéralisation de la sphère financière va cependant suivre un rythme asymétrique (Huang and Wang, 2018). En effet, la réforme financière, au sens large, inclut diverses restructurations du milieu bancaire (sa réglementation, son fonctionnement, etc.), le rôle crucial de la gestion des problématiques monétaires (internationalisation du Renminbi Yuan, choix du régime de changes, etc.) et les questions relatives aux marchés boursiers (fonctionnement, réglementation vis-à-vis des investisseurs, exigence de transparence et de communications, etc.). Durant la décennie 90, les marchés financiers chinois et sa régulation vont rapidement se construire à Shanghai et Shenzhen. Un processus d'expérimentation financière va aboutir à la "Loi sur les valeurs Mobilières" (ou "Securities Law") de 1999 qui pose clairement les bases de l'investissement en Chine et la volonté d'une plus grande libéralisation et ouverture financière. Cependant, la structure segmentée des actions exclut les investisseurs étrangers d'une grande partie des titres disponibles. De plus, les règles de détention d'action et des droits relatifs aux actionnaires rendent non-échangeables un large partie des titres des firmes cotées. L'entrée dans l'OMC va donc agir comme un catalyseur pour réformer la structure des places boursières chinoises.

Cette réforme d'ouverture sur l'investissement est aussi associée au processus de fusion des actions A et B qui permet une plus grande circulation des capitaux sur les places chinoises. En ce sens, les programmes QFII, QDII et RQFII ont ouvert des canaux d'investissement pour les investisseurs étrangers et pour l'investissement chinois à l'étranger. Le rôle de la place d'Hong Kong va ainsi s'affirmer comme la "Porte d'Entrée" vers la Chine avec les programmes "Stock Connect". Dans le même temps, les règles d'actionnariat sont harmonisées avec la réforme des actions non-échangeables, qui va mettre sur le marché un grand nombre de titres et ainsi améliorer la liquidité et l'attrait des places de Shanghai et Shenzhen pour les investisseurs (étrangers comme domestiques).

L'ensemble de ces réformes donne progressivement une plus grande visibilité internationale aux actions chinoises (éligibles à l'investissement). L'internationalisation du Yuan aide aussi à l'intégration des actions chinoises dans les indices mondiaux ou régionaux calculés par des fournisseurs d'indices comme MSCI (Morgan Stanley Capital International), Bloomberg-Barclays (marché obligataire notamment) ou FTSE Russel (Financial Times and Stock Exchange). A ce titre, MSCI a déclaré dès 2017 qu'il inclurait d'avantage d'actions A chinoises à forte capitalisation (des "*Big cap stocks*") dans ses différents indices. Le facteur d'intégration atteint 5% en mai 2018 et est porté à 20% en 2019-2020. Des actions de moyenne capitalisation cotée au ChiNext ("*Mid cap stocks*") seront ainsi considérées par MSCI. L'opérateur a ainsi indiqué qu'entre 2017 et 2019, la pondération des actions chinoises A dans l'indice "*MSCI-EM Emerging Market*" est passé de 0,7% à 3,4% et de 0,1% à 0,4% dans l'indice "*MSCI ACW All Countries Worlds*". Le FTSE a aussi indiqué une plus grande inclusion d'actions A avec un facteur d'inclusion de 25%. Le poids des actions A chinoises dans l'indice "*FTSE-Emerging Market*" est alors monté à 5.9%, et à 0,6% dans son indice Monde. Notons, que les actions chinoises B sont déjà incluses dans les différents indices de ces fournisseurs à hauteur de 30 à 40% selon les critères (indices Asia, "*Emerging index*", "*BigCaps index*", "*MidCaps index*" etc.). Ces ajustements provenant des grands fournisseurs d'indices sont révélateurs de la plus grande importance des actions chinoises tant de classes A que B dans les allocations d'institutions d'envergure mondiale.

Cependant, il est aussi important de mentionner les nombreux freins et blocages à l'investissement qui persistent encore. Les investissements étrangers sont ainsi restreints dans certains secteurs comme le spécifie les listes négatives. Malgré l'ouverture progressive du secteur financier aux investisseurs internationaux et l'autorisation postérieure donnée aux investisseurs nationaux d'opérer à l'étranger, la libéralisation a été lente et la part étrangère reste très réduite dans la plupart des compartiments du marché. Le taux de détention d'actif par les étrangers est estimé entre 2% et 4% de la capitalisation totale des bourses de Shanghai et de Shenzhen (en 2018-2019) d'après le fournisseur d'indices MSCI. Par ailleurs, l'État demeure le principal propriétaire des institutions financières, ce qui amène à s'interroger sur leur capacité à fournir le secteur privé et sur le degré auquel les décisions de prêt des banques sont guidées par des considérations commerciales.

Le marché obligataire continue à se développer et de s'ouvrir avec un rythme accéléré depuis l'apparition de la COVID-19. Les questions du niveau d'endettement (particulièrement des

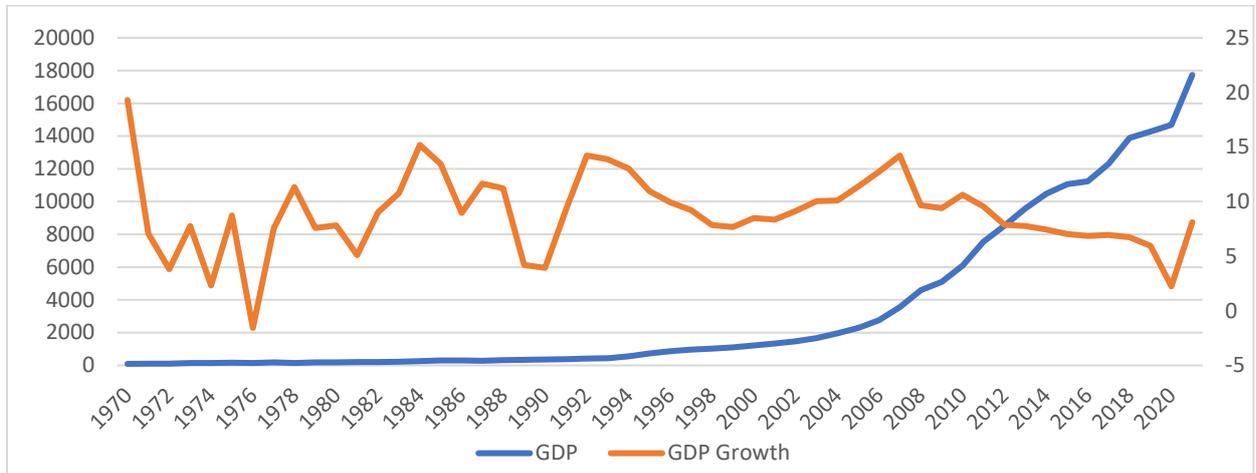
gouvernement locaux) et de la gestion des risques de défaut sont ainsi de nouveaux défis pour les autorités chinoises (voir par exemple la faillite de Baoshang Bank et du géant immobilier Evergrande). La régulation du Yuan reste toujours un problème récurrent qui soulève les critiques des pays occidentaux. La pleine convertibilité du Yuan n'est pas atteinte et les mouvements de capitaux sont restreints par la distinction Yuan onshore/Yuan offshore. L'ouverture financière va certainement entrer dans une phase de stabilisation et d'ajustement. Face à ces défis, les efforts des autorités chinoises doivent se focaliser sur la gestion des risques et sur les mécanismes à mettre en place pour diffuser ces risques sans compromettre la stabilité du système financier et économique.

La Réforme d'Ouverture se focalise davantage sur le rôle international de la Chine. Le pays à conscience de son poids dans l'économie mondiale et de son potentiel en tant que future première puissance mondiale. Cependant, le contexte géopolitique et les changements internes notamment démographique constitue des obstacles et des risques futurs. Notons aussi que depuis la crise de 2008, la Chine a considérablement ouvert son commerce international et continue d'être une destination pour les IDE. Cependant, les déséquilibres internes sont encore très importants et les effets des politiques sur ce sujet n'ont pas encore pu être observé. La Chine est donc à la fois un pays développé capable de rivaliser avec les principales puissances économiques, tout en ayant un territoire particulièrement hétérogène en termes de développement. La Réforme d'Ouverture n'est cependant pas un processus terminé et il apparaît que les régions les moins développées seront au centre de prochaines mesures tant elles représentent un potentiel de croissance important encore sous-exploité.

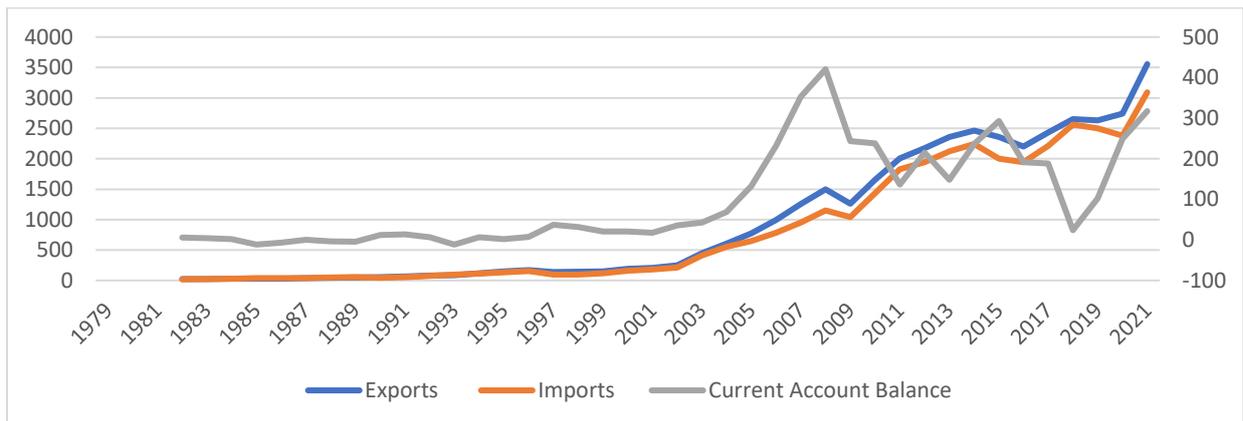
# Annexes

## Annexes 1

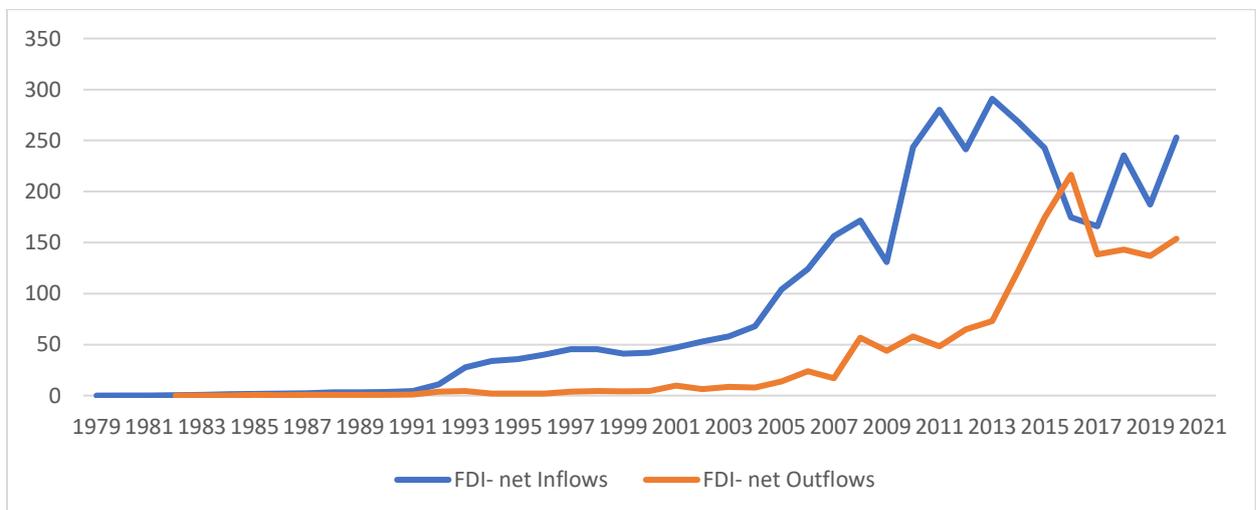
A1 1: PIB et Croissance chinoise entre 1970 et 2021



A1 2: Exportations, Importations (totales) et Balance des comptes courants entre 2001 et 2021



A1 3: FDI entrants et sortants entre 2001 et 2021



## Annexe 2: Indices de Développement Financier du FMI

### Annexe 2 1 Définitions des sous-indices selon les critères du FMI

Indice relatif aux Institutions Financières		
Sous indice de Profondeur	Sous indice d'Accès	Sous Indice d'Efficacité
Crédit au secteur privé Total actifs des Fonds de pensions  Total actifs des FCP Total actifs des Fonds de Pensions Prime d'assurance vie et non-vie	Agences bancaires pour 100000 habitants adultes ATM pour 100000 habitants adultes	Marge nette d'intérêts  Spread prêts-dépôts Ratio du revenu hors intérêt sur revenu total Ratio frais généraux sur actifs totaux  ROA ROE

exprimé en % du PIB

FCP = Fonds commun de placements

ROA = Return on Assets

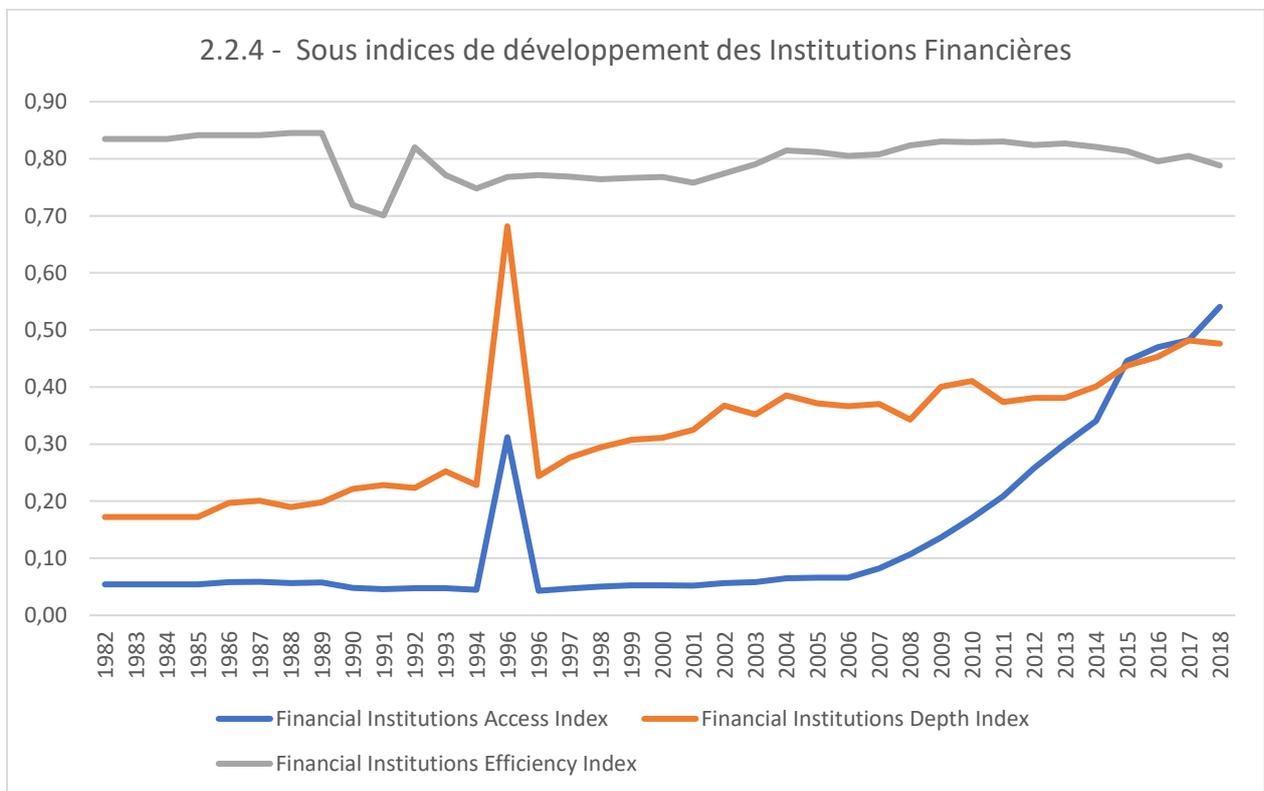
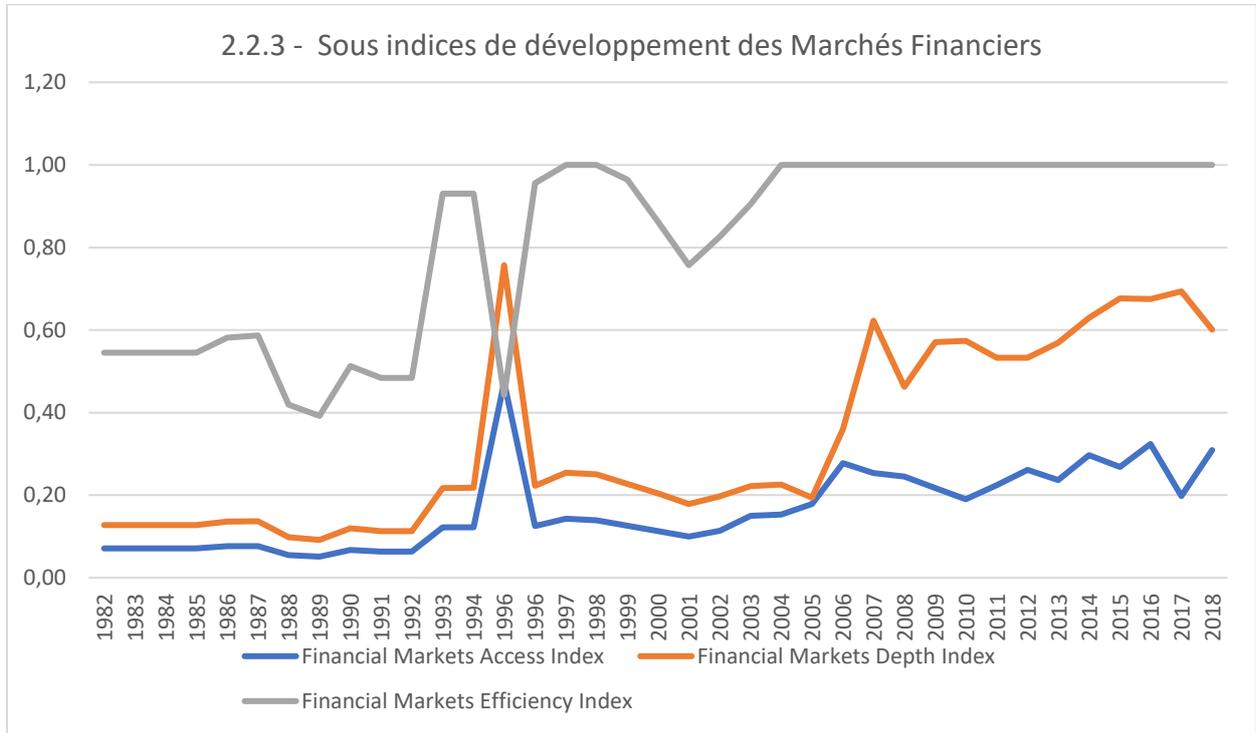
ROE = Return on Equity

Indice relatif aux Marchés Financiers		
Sous indice de Profondeur	Sous indice d'Accès	Sous Indice d'Efficacité
Capitalisation Boursière  Transaction Boursières Titres de dettes souveraines internationales Total des titres de dettes des institutions financières et non-financières (pondération différente)	Pourcentage de la capitalisation boursière en dehors des 10 plus grosses firmes Nombre d'émetteur de dette	Ratio de rotation (Transactions boursières sur capitalisation)

exprimé en % du PIB

Nous vous renvoyons vers les travaux de Sviryzdenka (2016) pour le FMI pour plus de détails sur la construction de ces indices.

*A2 1 : Sous indices par composantes Institutions et Marché Financiers*



### Annexe 3 : Indices de restriction des FDI sectoriels de l'OCDE

*Annexe 1: Indices de restriction des FDI sectoriels de l'OCDE*

Date	Services business	Distribution	Electricité	Services Financiers	Media	Télécoms	Secteur Primaire	Transport
1997	0,55	0,763	0,675	0,808	1	1	0,665	0,778
2003	0,45	0,763	0,675	0,758	1	0,875	0,597	0,737
2006	0,35	0,32	0,63	0,615	1	0,75	0,544	0,622
2010	0,338	0,28	0,525	0,598	1	0,75	0,495	0,625
2011	0,338	0,28	0,525	0,598	1	0,75	0,495	0,625
2012	0,338	0,263	0,525	0,584	0,99	0,75	0,484	0,625
2013	0,338	0,263	0,525	0,584	0,99	0,75	0,484	0,625
2014	0,338	0,263	0,525	0,584	0,99	0,75	0,484	0,625
2015	0,3	0,2	0,475	0,579	0,988	0,75	0,447	0,527
2016	0,25	0,123	0,495	0,563	0,985	0,75	0,385	0,557
2017	0,225	0,103	0,435	0,559	0,985	0,75	0,376	0,54
2018	0,225	0,075	0,085	0,33	0,985	0,75	0,358	0,407
2019	0,225	0,075	0,085	0,226	0,985	0,733	0,344	0,395
2020	0,225	0,075	0,085	0,05	0,985	0,733	0,342	0,395

L'ensemble de ces données sont disponibles sur le site de l'OCDE

### Annexe 4: Cartographie de la Chine



## Bibliographie

African Development Bank group, African Economic Outlook 2022, <https://www.afdb.org/en/knowledge/publications/african-economic-outlook>

Bailey, W., Peter C.Y. and Jun-Koo K., 1999, Foreign ownership restrictions and equity price premiums: What drives the demand for cross-border investments? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34, 489-511.

Bailey, W., 1994, Risk and return on China's new stock markets: Some preliminary evidence, *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 243-260.

Beltratti A., Bortolotti B. and Caccavaio M., 2016? Stock market efficiency in China: Evidence from the split-share reform, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol.60, p.125-137

Berger, A., Hasan, I. and Zhou, M., 2009, Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation?, *Journal of Banking and Finance*, 33 (1).

Buysse, K., Essers, D., and Vincent, 2018, La Chine peut-elle éviter le piège du revenu intermédiaire ? , *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, pp : 65-81/

Cao, H, et Bergson, S., Disparités régionales et inclusion des minorités : les défis de la Chine après les jeux Olympiques de Beijing, Presses de l'Université du Québec, 2010.

Chen, G. M., Bong-Soo Lee, and Oliver Rui, 2001, Foreign ownership restrictions and market segmentation in China's stock markets, *Journal of Financial Research* 24, 133-155.

Chen Z., Xiong P., 2011. Discounts on illiquid stocks: evidence from China., *Yale ICF Working Paper*, 00-56.

Chen, D-H , Blenman, L., Bin,F.S, and Chen, J., 2011, the effects of open market reforms on the behaviors of China's stock prices, *Journal of Chinese Economics and Finance*, 1, pp: 39-55.

Chow, G., China's economic transformation in *China's 40 years of reforms and development 1978-2018*, Ed. Ross Garnault, Ligang Song, Cai Fang, Australian National University, 2018

Chi, J., Liao, J., & Li, F. (2014). The success of China's non-tradable share reform. *Corporate Ownership & Control*, 11(4-3), 355-369.

Chui, A.C. and Kwok,C.C.Y., 1998, Cross-autocorrelation between A shares and B shares in the Chinese stock market, *Journal of Financial Research* 21, 333-353.

Fan, G., 1994, Incremental changes and dual track transition: Understanding the case of China, *Economic Policy* , 19, pp:99-122.

Fu, T.M, 2005, les inégalités d'accès à l'enseignement primaire entre urbains et ruraux, *Perspectives Chinoises*, 89.

García-Herrero, A. and Santabárbara D., 2008, Does the Chinese Banking System Benefit from Foreign Investors?, *Bank of Finland BOFIT Discussion Papers*, No. 11/2008.

Gill, I.S. and Kharas, H., 2015, The middle-income trap turns ten; *Policy Research working paper, no. WPS 7403*, World Bank.

He, Yan, Chunchi Wu, and Yea-Mow Chen, 2003, An explanation of the volatility disparity between the domestic and foreign shares in the Chinese stock markets, *International Review of Economics and Finance* 12, 171-186.

Herd, R. Hill, S. and Pigott, C., 2010, China's Financial Sector Reforms, OECD Economics Department Working Paper No-747, OECD, Paris.

Hofman, B., Reflections on 40 years of China's reforms in *China's 40 years of reforms and development 1978-2018*, Ed. Ross Garnault, Ligang Song, Cai Fang, Australian National University, 2018.

Huang, B.N., Yang, C.W, and Hu, J.W.S; 2000, Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan, and the South China growth triangle, *International Review of Financial Analysis* 9, 281-297.

Huang, Y. and Wang, X., 'Strong on quantity, weak on quality': China's financial reform in *China's 40 years of reforms and development 1978-2018*, Ed. Ross Garnault, Ligang Song, Cai Fang, Australian National University, 2018.

Huang, M., and Liu, Z. 1995. Encyclopedia of stock markets. Chongqing: Chongqing Publishing

Jude, C. and Le Pavec, J., 2013, Internationalisation du Yuan : une stratégie à pas comptés, *Lettre du Trésor-Economie*, 121, pp 1-8.

Ke, L., 2010, Relationship between Financial System Reform and Economic Development in China, *Public Policy Review*, Vol.6, No.3, March 2010 557

Kechao, W., 2009, Développement inégal et disparités éducatives en Chine, *Revue Internationale d'Education de Sèvres*. [en ligne].

Luo, J.H., 2007. Non-tradable Share Reform and corporate governance. *Enterprise and Economics*, 1, 23-54. (in Chinese)

Leigh, L. and Podpiera, R., 2006, The Rise of Foreign Investment in China's Banks - Taking Stock, *IMF Working Papers*, 06/292.

Li, A.H.F., 2015, Trumbled Stock Market, RMB Devaluation and Financial Reforms in China, *China Perspectives*, 4, pp:63:68

Li, X., Zhang, B., 2011., Has split share structure reform improved the efficiency of the Chinese stock market?, *Applied Economics Letters* 18, 1061-1064.

Ma, X., 1996, Capital controls, market segmentation and stock prices: Evidence from the Chinese stock market, *Pacific-Basin Finance Journal* 4, 219-239.

Perkins, D., The complex task of evaluating China's economic reforms in *China's 40 years of reforms and development 1978-2018*, Ed. Ross Garnault, Ligang Song, Cai Fang, Australian National University, 2018.

Stein, P., and Uddhammar, E., 2021, China in Africa: The role of Trade, Investment and Loans Amidst shifting geopolitical ambitions, *ORF Occasional Paper* No 327, Observer Research Foundation

Sun, W., 2014, China's A-Share, B-Share and H-share Stock Markets and the World Financial Markets: A Cointegration and Causality Analysis, *Journal of Applied Business and Economics*, 16(2), pp : 70-80

Sun, Q., and Tong, W.H.S., 2000, The effect of market segmentation on stock prices: The China syndrome, *Journal of Banking and Finance*, pp: 1875-1902.

Su, D., and Fleisher, B.M., 1999, Why does return volatility differ in Chinese stock markets? *Pacific-Basin Finance Journal* 7, 557-586.

Svirydzenka, K., 2016, Introducing a New Broad-based index of financial development, *IMF Working Papers*, 16/05

Tomasic, R., and Fu, J., 1999, The Securities Law of the People's Republic of China: An Overview, *Australian Journal of Corporate Law*, 10, pp. 268- 289.

Wang, J., 2008, An overview of China's Corporate Law Regime, SSRN  
<https://ssrn.com/abstract=1222061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1222061>

Wang, X., China's macroeconomics in the 40 years of reform, in *China's 40 years of reforms and development 1978-2018*, Ed. Ross Garnault, Ligang Song, Cai Fang, Australian National University, 2018.

Williamson, J., What Washington Means by Policy Reform , chapter in *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.

World Bank Report , 2022, Poverty and shared prosperity,  
<https://www.worldbank.org/en/publication/poverty-and-shared-prosperity>

Wu, X.Q., 2006. The theory issue of Non-tradable Share Reform. *Finance and Economics* 2, 56-79.(Chinese)

Yu Y., The reform of China's exchange rate regime in *China's 40 years of reforms and development 1978-2018*, Ed. Ross Garnault, Ligang Song, Cai Fang, Australian National University, 2018.

Yeh, Y.H., Shu, P.G., Lee, T.S., Su, Y.H., 2009. Non-Tradable Share Reform and Corporate Governance in the Chinese Stock Market. *Corporate Governance: An International Review* 17(4), 457-475.