

## La Fable de la fourmi<sup>1</sup> contrariée

**Jean-François Di Meglio, Président d'Asia Centre.**

La schizophrénie financière est depuis longtemps manifeste en Chine. Elle présente de nombreux symptômes. La suspension (et la probable annulation) de la mise sur le marché du capital de "ANT" le bras financier du groupe Alibaba, nous donne l'image d'une rechute grave. L'affirmation réitérée du besoin de réformer le système bancaire, maintes fois sujet à recapitalisation depuis le début du millénaire, mais aussi purgé depuis quelques années de la plaie concurrentielle représentée par la "finance de l'ombre", ce système parallèle de financement de l'économie, s'est souvent heurtée à la hantise de l'asphyxie économique : c'était jusqu'ici le mal le plus récurrent frappant l'évolution financière de la Chine. L'assainissement des portefeuilles de banques étatiques et la libéralisation de l'univers bancaire et l'ouverture du marché à la concurrence étrangère sont des injonctions contradictoires qui peuvent expliquer ce symptôme. Le coup de tonnerre qu'a représenté la suspension de la cotation d'Ant Financial révèle des failles plus profondes encore dans les raisonnements politico-financiers chinois.

La Chine n'est pas le seul pays asiatique qui a très fortement associé la souveraineté et la maîtrise d'une économie (en l'occurrence largement planifiée) par le truchement de banques hyperprotégées de toute ingérence étrangère, voire d'un marché des capitaux dont les règles d'accès ont longtemps été strictement contrôlées.

Le prix modique à payer pour le maintien du système financier chinois domestique à l'écart relatif des grands flux de la planète a pu se payer momentanément ou sporadiquement en déficit de confiance, et, de façon plus permanente, assurément par une incapacité à recourir si le besoin devenait absolument flagrant à une dynamisation de l'économie par l'innovation extérieure.

En revanche, le bénéfice, comme dans le Japon de la "décennie perdue", a été, entre autres, la capacité à lisser le problème des mauvaises dettes bancaires résultant de crédits largement octroyés par des institutions étatiques et une propension à recourir au financement bancaire de préférence aux marchés des actions ou des obligations internationales. La dette bancaire chinoise cumulée (toutes catégories confondues) est ainsi estimée à près de 300 % du PIB<sup>2</sup>. Dans un environnement d'ouverture à la concurrence, avec des acteurs soumis à une "dérégulation", les principaux paramètres régissant ce mode de financement de l'économie auraient pu conduire à des faillites bancaires ou à des récessions passagères, comme il en advient dans des économies ouvertes, dont les instruments sont convertibles au-delà des

---

<sup>1</sup> « Ant » en anglais.

<sup>2</sup> Les 300% du PIB représentent la dette totale cumulée par les institutions publiques, les entreprises, les institutions financières et les ménages. <https://www.lesechos.fr/monde/chine/chine-la-dette-depasse-300-du-pib-1038931>

frontières, et où le jeu avec les vannes du crédit doit obéir à un souci ultime de limiter l'émission de monnaie.

Pour autant de façon anecdotique, symbolique ou même systémique, un certain nombre de phénomènes constitutifs du financement de l'économie chinoise ont été alignés sur les marchés "libéralisés". C'est ce qui a permis au yuan d'être intégré au panier de devises du Fonds monétaire international, sans qu'il soit pleinement convertible à travers des comptes de capitaux totalement ouverts. C'est ce qui a permis l'émergence limitée d'une "dette chinoise" traitée à l'étranger depuis les émissions symboliques des années 2000 mais surtout celles qui se sont succédées à partir de 2017.

La crédibilité financière chinoise a été acquise essentiellement par l'affichage de chiffres de croissance impressionnants depuis quarante ans et jusqu'à la crise sanitaire. Elle a permis l'accession des marchés boursiers chinois, aussi lentement ouverts qu'ils aient été, à l'investissement étranger. Aussi compartimentés qu'ils soient, entre fonds alimentés par l'épargne domestique et les flux venant de l'étranger, ils sont parvenus à figurer parmi les trois premiers du monde.

Enfin, les archaïsmes relatifs que dénote le protectionnisme excessif appliqué au secteur bancaire n'ont pas empêché l'innovation financière. La Chine est désormais l'un des pays où la numérisation des paiements, du plus minime et trivial aux plus importants, est la plus généralisée. Face à des économies très développées où virements bancaires non numérisés, chèques ou paiements par carte dominant largement le secteur des règlements, où les fonds "à l'ancienne" restent les refuges principaux de l'épargne privée ou des liquidités d'entreprise, la Chine a vu se développer une industrie de la "fintech" extrêmement active, dont par exemple WeChat Pay ou Alipay, le système de règlements associé à Alibaba, qui sont les emblèmes les plus visibles.

Mais la schizophrénie doit être soignée sous peine de conduire aux désastres. L'arrêt spectaculaire de la cotation d'Ant Financial est peut-être le début du traitement. Le choc causé par cette annonce est cependant peut-être moins important encore que ce que cette décision peut révéler ou laisser imaginer des tourments décisionnaires, voire des crises occultes que la gestion du pays traverse aujourd'hui.

De quoi s'agit-il ? ANT Financial est la "marque" représentant les activités de "fintech" du groupe Alibaba, c'est-à-dire recouvrant les produits, destinés aux particuliers et aux entreprises, en matière de prêts, de placements, de gestion de fonds et de moyens de paiement entièrement "digitalisés" et en voie permanente de numérisation accrue, améliorée et compétitive. Cette activité, ainsi labellisée, avait franchi toutes les étapes conduisant à une mise sur le marché des actions détenues par le groupe fondateur Alibaba sur les places de Shanghai et de Hong Kong, pour le plus gros montant d'IPO (initial public offering) jamais présenté à des investisseurs, l'opération étant programmée et largement annoncée, sinon même sujette à une publicité cocardière et tapageuse, pour ce début novembre. Le montant concerné était de 34 milliards d'USD.

C'est un coup de théâtre majeur et inouï dans l'industrie de la finance en dehors de périodes de crise. Sauf séisme financier global, on n'avait jamais vu des fonds déjà collectés pour l'achat de nouvelles actions à émettre se voir retournés à l'investisseur. C'est pourtant ce qui a été osé. Nulle annonce financière contraire concernant les chiffres et les résultats d'Ant ne sont survenus, l'explication avancée pour ce renversement spectaculaire de situation étant une

mesure restreignant de façon décisive les activités de microfinance, précisément là où ANT tire à la fois l'essentiel de ses profits et où les nouvelles règles devenaient les plus difficiles à respecter pour Ant : 30% des activités de microfinance en ligne développées par des plateformes numériques devaient être partagées à partir de l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation avec des institutions financières (enregistrées comme telles et non comme "fintech"), un tel arrêt obligeant la transformation et le partage de plus de 60% de ces activités, puisque les filiales d'ANT en charge du microcrédit ne partageaient jusqu'alors que 2% de ces métiers avec des "institutionnels", et 35% des profits du groupe ANT au total étant générés par ces activités forcées à la reconversion par la nouvelle directive.

Comment interpréter ce coup de théâtre ? A première vue, toutes les parties prenantes, à commencer par les autorités régissant les mises sur le marché boursier, et en suivant naturellement par les actionnaires prestigieux, emblématiques, et auréolés de l'image prestigieuse de la Chine qu'ils projettent à l'étranger, les fondateurs et gestionnaires du groupe Alibaba, sortent considérablement entachés par cette reculade forcée qui pourrait être taxée de perte de face dans un ancien monde chinois.

La prise de conscience apparemment tardive que le "système ANT" ferait peser des risques et compromettrait l'avenir du système financier lui-même, conduisant à la mise en place de la fameuse mesure protectrice des institutions financières traditionnelles, peut aussi apparaître comme une sidérante reconnaissance de mauvaise gestion du processus "libéralisant" la finance à travers l'autorisation de fintechs innovantes.

En Chine, plus qu'ailleurs encore, "tout est politique", et peut-être Jack Ma, le fondateur d'Alibaba, a-t-il, délibérément ou pas, commis un faux pas politique déclencheur de ce cataclysme : lors d'un sommet financier à Shanghai (le "sommet du Bund") le 24 octobre dernier, il s'en est pris sans ambages à la mauvaise santé du système financier chinois traditionnel, avec une phrase-choc : "la Chine ne court pas de risque financier systémique parce que la Chine n'a pas de système financier".

Le Vice-Président de la République populaire de Chine, Wang Qishan, "parrain des privatisations", partenaire dans ces opérations de l'ex-patron de Goldman Sachs et Directeur du Trésor américain Henry Paulson au début du millénaire, mais aussi pilote de toutes les campagnes anti-corruption, a répliqué par la phrase qui explique peut-être la subite disgrâce de l'initiative financière conduisant à l'IPO d'Ant : " l'industrie financière chinoise doit rester hors des mauvais chemins de la spéculation, des bulles financières auto-alimentées et des pyramides de Ponzi".

Mais s'agit-il d'une simple (et violentissime) punition politique d'un écart de langage ou de pensée ? Le statut de Jack Ma, entrepreneur atypique, mais exemplaire, membre marginal du Parti mais porteur d'une image extrêmement valorisante de la Chine, de son ouverture raisonnable au monde (y compris du fait de ses propres débuts comme professeur d'anglais) a toujours été particulier. Son droit à la critique, souvent mesurée, parfois plus agressive, publiée dans les journaux qu'il détient à Hong Kong, en particulier le *South China Morning Post*, quand elle portait même sur des membres des familles de dignitaires du Parti a été implicitement reconnu jusqu'ici. Au-delà des hypothèses de guerres de clan, impossibles à décrypter de façon certaine, il est possible que l'explication soit dans l'accélération souhaitée de la "réforme par le haut" des moyens de paiement et de la devise chinoise. Dans la course

au "renminbi numérique" entamée et accélérée par la Banque centrale chinoise qui voit sans doute là désormais la façon la plus sûre et la plus adaptée aux spécificités de l'économie du pays et aux défis futurs qu'une possible "démondialisation" crée, il s'agit peut-être de rogner les ailes aux initiatives privées de "monnaie numérique" et de donner un tour de vis à toute institution mettant en évidence les lenteurs de la réforme financière et/ou ouvrant des poches aussi incontrôlables de financement que la finance de l'ombre, désormais jugulée, avait pu en créer.

Au-delà du "simple report" d'une IPO record et des soubresauts que crée cette décision, c'est sans doute un horizon beaucoup plus lointain qui est visé, et des projets globalement porteurs de transformation profonde des systèmes financiers. Le paradoxe et la surprise viennent naturellement du choix de la cible et du moment.