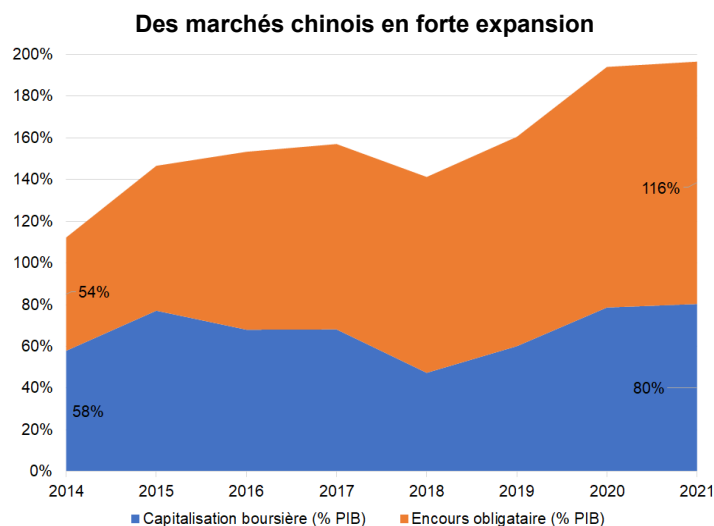


Évolution des marchés financiers chinois

Thomas CARRÉ, Zilan HUANG, Florian SURRE

- Les marchés financiers chinois ont connu un très fort développement depuis les années 1990 : Shanghai et Shenzhen sont aujourd'hui respectivement les 3^e et 6^e capitalisations boursières mondiales (Graphique). Historiquement, pour financer son économie, la Chine s'est appuyée sur ses grandes banques publiques, qui restent très puissantes. Pour autant, face aux enjeux de l'innovation et du verdissement, la nécessité de marchés de capitaux modernes et efficaces est bien comprise dans ce système « socialiste aux caractéristiques chinoises », et le développement de possibilités de placements pour les ménages et entreprises constitue un enjeu de stabilité économique et financière, eu égard au niveau élevé de l'épargne.
- Quoique rapide, le développement des marchés financiers reste inachevé. Leur fonctionnement est marqué par des distorsions liées à la présence importante de l'État, une structuration inefficace, et une sophistication encore balbutiante. Ces tendances sont toutefois en cours de correction grâce à des réformes tant structurelles que prudentielles, ce qui inclut l'ouverture internationale des marchés.
- Malgré le contrôle des capitaux toujours en vigueur, l'ouverture des marchés progresse, quoique de façon prudente et limitée. Hong-Kong, où 80 % de la capitalisation boursière est d'origine chinoise, joue toujours un rôle majeur pour l'accès des investisseurs internationaux aux marchés chinois comme pour l'accès des Chinois aux marchés internationaux. Dans le même temps, la Chine continentale est aussi de plus en plus accessible directement aux investisseurs étrangers.
- La crise asiatique en 1997, la crise financière de 2008 ou le krach boursier de 2015, ont marqué les autorités chinoises. Modernisation et régulation vont donc de pair, les autorités souhaitant structurer la gestion des risques (de crédit, de taux, opérationnel, etc.), et rendre les marchés plus transparents et moins procycliques.



Sources : PBoC.

Les encours obligataires avant 2014 ne sont pas divulgués.

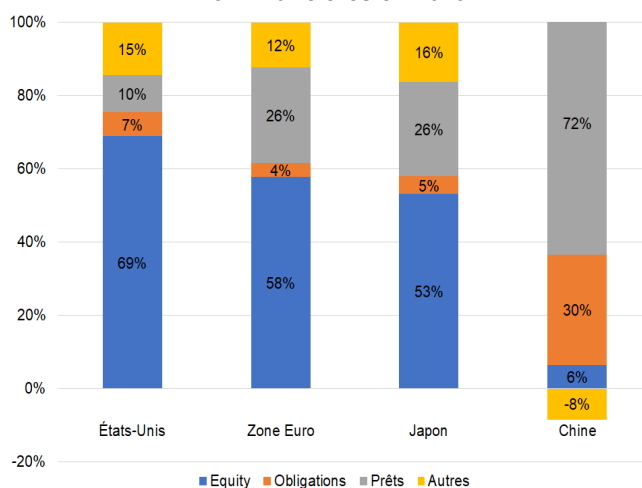
1. Des marchés financiers chinois en forte expansion dans une économie encore très bancarisée

Les marchés actions et obligations ont été introduits à Shenzhen et Shanghai en 1991 et ont connu depuis un développement rapide. Sur le marché actions, les deux principales places, Shanghai et Shenzhen, sont désormais les 3^e et 6^e bourses au monde par leur capitalisation (en octobre 2022, la capitalisation boursière chinoise atteint 10 100 Mds USD contre 46 500 Mds USD aux États-Unis, et 13 400 Mds USD en Zone euro fin 2021). Le marché obligataire, structuré autour d'un marché interbancaire (qui enregistre 84 % des transactions sur obligations) et de bourses d'échange, a vu sa taille tripler entre 2015 et 2021 et il est aujourd'hui le deuxième au monde derrière les États-Unis.

Les marchés financiers contribuent cependant toujours pour une part relativement faible au financement de l'économie chinoise : la capitalisation boursière et l'encours obligataire en Chine représentaient respectivement environ 80 % et 116 % du PIB fin 2021, contre 201 % et 216 % aux États-Unis et 93 % et 116 % en Europe¹. Cela s'explique d'abord par des financements bancaires abondants pour les entreprises, avec un encours des crédits bancaires aux entreprises représentant 173 % du PIB en Chine

(contre 51 % aux États-Unis fin 2021 selon la BIS)², les banques étant à l'origine de plus de 70 % du financement des entreprises (Graphique 1). Ensuite, l'épargne chinoise est dirigée massivement vers l'immobilier, qui représente 78 % de la valeur des actifs des ménages³, ou vers les dépôts à vue rémunérés (le taux de référence de la Banque centrale chinoise (PBoC) est de 1,5 %).

Graphique 1 : Structure du financement des entreprises non financières en 2019



Source : SIFMA, 2022⁴.

2. Des objectifs de de verdissement, d'innovation et d'ouverture qui restent à concrétiser

2.1 Un verdissement encore embryonnaire

Les obligations dites vertes, lancées en Chine en 2016, représentent le premier tel marché au monde, mais seulement 2,5 % du total des obligations émises en Chine (contre, aux États-Unis, 20 % des émissions en 2021 et 6 % de l'encours obligataire total⁵). Se développent aussi des produits de gestion de patrimoine ESG (Environnement, Social, Gouvernance) qui représentent 1,7 % des produits de gestion de patrimoine⁶, tandis que l'encours sous gestion des fonds verts représente 1,7 % du total des encours des fonds chinois.

Le secteur est encore opaque et éloigné des standards internationaux. Les projets financés par les obligations vertes ne sont pas toujours rendus publics. La divulgation des rapports ESG n'est pas obligatoire pour toutes les sociétés cotées. Plus fondamentalement, d'après le Fonds monétaire international (FMI), 50 % des obligations vertes chinoises ne sont pas considérées comme telles dans d'autres pays, par exemple parce qu'elles financent du « charbon propre ».

La publication en juillet 2022 de nouvelles lignes directrices, alignées sur les « *Green Bond Principles* »

(1) Le ratio de la capitalisation sur le PIB est valable pour la Zone euro (données des bourses, calculs DGT Trésor), le ratio des encours obligataires valable pour l'Union européenne dans son ensemble (source International Capital Markets Association).

(2) 2022 *Capital Market Fact Book*, FISMA. Voir : 2022 *SIFMA Capital Markets Fact Book*

(3) Cf. Carre T. et al. (2022), « La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier », *Trésor-Éco* n° 311.

(4) Pour la Chine, la catégorie « autre » recouvre des acceptations bancaires, les IDE, les erreurs et omissions.

(5) En 2021, le total d'obligations émises était de 1958 Mds USD d'après SIFMA, et le total des émissions vertes de 400 Mds USD d'après la Fed (Caramichael, John and Andreas Rapp (2022), "*The Green Corporate Bond Issuance Premium*", International Finance Discussion Papers 1346. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1346>).

(6) *China ESG Development White Paper 2021 de Caixin Insights*.

de l'*International Capital Market Association* et visant à unifier les labellisations d'obligation « vertes » pourrait y remédier. Selon l'ancienne taxonomie chinoise, une utilisation de 50 % des fonds pour ce type de projets suffisait à qualifier une obligation de verte. Des travaux techniques sont également menés avec l'Union européenne (UE) sur la « *Common ground taxonomy* » qui vise à comparer (mais non pas à unifier) les taxonomies européenne et chinoise⁷.

2.2 Des marchés de plus en plus orientés vers les entreprises innovantes

La faible taille ainsi que la nature plus risquée et incertaine de leur activité rendent relativement plus coûteux le financement purement bancaire des entreprises innovantes. La bourse ChiNext de Shenzhen, dédiée à l'innovation, a été lancée en 2009, puis son homologue shanghaien Star Market en 2019. Elles sont devenues les premières places en termes de levées de fonds au monde, avec respectivement 20,5 Mds USD et 25,3 Mds USD levés entre janvier et septembre 2022⁸. Fin 2021, la création à Pékin d'une troisième bourse dédiée à ce type d'entreprise (Beijing Stock Exchange) a été annoncée. Les trois plateformes représentent aujourd'hui 21 % de la capitalisation totale en Chine, ChiNext étant dominant, avec 71 % de la capitalisation boursière des PME innovantes (cf. *infra*).

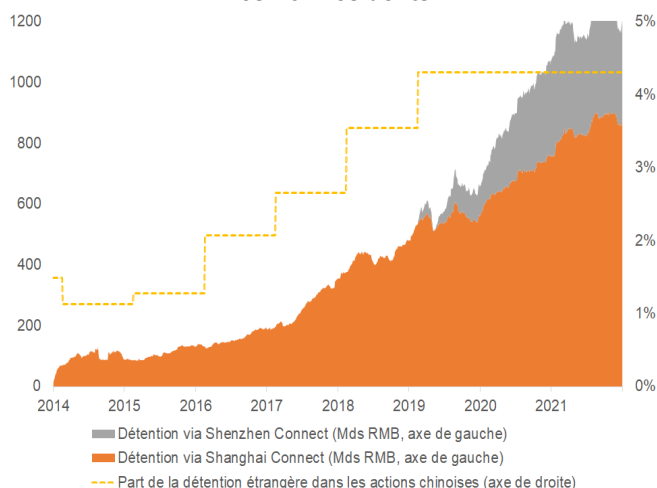
2.3 Une ouverture internationale limitée dans laquelle Hong-Kong joue un rôle essentiel

La « promotion de l'ouverture du secteur financier » et « l'interconnexion des marchés de capitaux domestiques et étrangers » sont au cœur de la rhétorique des autorités. De fait, l'intérêt des investisseurs internationaux pour la Chine croît, comme en témoigne l'inclusion de produits chinois dans plusieurs indices de référence⁹. La Chine a ouvert l'accès à ses marchés pour les étrangers par le programme « *Qualified Foreign Institutional Investor* » (QFII), progressivement étendu et assoupli depuis sa création en 2002. Elle permet aujourd'hui aux banques étrangères de détenir à 100 % certains types sociétés

de services financiers (intermédiation des transactions et conseil en finance d'entreprise notamment) enregistrées en Chine.

Malgré cela, les marchés financiers chinois demeurent relativement peu ouverts (Graphique 2). En septembre 2021, seuls 3 % des encours obligataires chinois *onshore* étaient détenus par des étrangers (contre 38 % aux États-Unis ou 11 % au Japon) et 3,8 % de la capitalisation boursière *onshore* (15 % aux États-Unis, 30 % au Japon). La Chine interdit par ailleurs les investissements étrangers dans les entreprises jugées stratégiques (comme les nouvelles technologies ou les télécommunications) par un système de « liste négatives », et elle contraint encore largement les *joint ventures* avec un partenaire local. De manière plus générale, la Chine refuse d'ouvrir son compte financier par crainte de sorties massives de capitaux et qui aurait en tout état de cause des implications importantes pour la gestion du taux de change¹⁰.

Graphique 2 : Détention d'actions chinoises par les non-résidents



Source : CEIC.

Hong-Kong est au cœur de l'ouverture des marchés chinois (cf. Encadré 1). En particulier, les programmes « *Connect* », ouverts à partir de 2014, donnent accès aux produits chinois pour les investisseurs étrangers (actions, obligations, fonds indiciels (*Exchange Traded Fund*, ETF) et produits de gestion de fortune)^{11,12}.

(7) Voir : [Common ground taxonomy - Climate change mitigation instruction report](#) (europa.eu).

(8) Source : FSDC. La troisième place mondiale en IPO en 2022 est le Korea Stock Exchange, avec 11 Mds USD. Le contexte est celui d'un ralentissement mondial des IPO.

(9) MSCI Global Index en 2019, FTSE WGBI en 2021, etc.

(10) La libéralisation des flux de capitaux entraînerait soit la fin du change fixe, soit la perte d'indépendance dans la politique monétaire (selon le « triangle d'incompatibilité » théorisé par Mundell).

(11) Entre 70 et 80 % des produits financiers chinois détenus par les étrangers le seraient par le biais des « Connects » selon l'International Institute of Finance. Le reste est détenu directement depuis la Chine continentale par des étrangers qui y sont établis.

(12) « *Connect* » signifie qu'un investisseur présent sur un marché a accès aux produits disponibles sur l'autre marché, sans y être formellement inscrit.

L'extension aux produits d'assurance est en cours de discussion. En parallèle, Hong-Kong donne accès aux capitaux internationaux pour les entreprises chinoises qui s'y cotent.

Par ailleurs la présence des investisseurs chinois sur les marchés étrangers reste limitée, même si ceux-ci peuvent investir dans des titres hongkongais par le canal « *Southbound* » (à hauteur d'un quota de 42 Mds RMB par jour soit 6 Mds€¹³). La SAFE (*State Administration of Foreign Exchange*, administration des

changes) contrôle et peut limiter toutes les transactions de change, et donc les sorties de capitaux. Les entreprises chinoises peuvent se coter à l'étranger et en particulier aux États-Unis (100 Mds USD levés ces vingt dernières années) et à Hong Kong. L'Europe reste peu choisie par les entreprises en quête de financements, même si l'on observe quelques émissions chinoises de certificats de dépôt, permises par les programmes de connexion entre les bourses de Shanghai, Shenzhen, Londres et Zurich.

Encadré 1 : L'avenir de Hong-Kong en question

L'attractivité de Hong-Kong vis-à-vis des entreprises chinoises s'est significativement renforcée depuis l'entrée en vigueur d'allègements réglementaires en 2017, qui ont autorisé les émissions d'actions avec différents droits de vote (*dual-class shares*), ainsi que les cotations secondaires de sociétés continentales déjà cotées à l'étranger. Ces changements ont attiré certaines des plus grandes entreprises chinoises, notamment dans les secteurs des nouvelles technologies, et les sociétés industrielles innovantes à forte croissance, en particulier Xiaomi, Alibaba et Meituan.

Cette vague de cotations a fortement dynamisé le marché hongkongais des entrées en bourse (*IPO*) (+104 % entre 2016 et 2020), les sociétés chinoises y représentant aujourd'hui 80 % de la capitalisation boursière. À l'avenir, Hong Kong pourrait bénéficier du mouvement de « rapatriement des cotations » (*homecoming listing*) consécutif au risque d'exclusion de la cote aux États-Unis. Ces opérations ont représenté 30 % des fonds levés par IPO à Hong Kong en 2022, pour 8 sociétés concernées. La probabilité d'une vague massive de rapatriement des cotations a cependant diminué avec l'annonce d'un accord entre l'autorité américaine de régulation des audits (*PCAOB*) et le régulateur chinois concernant l'accès du PCAOB aux documents d'audit des sociétés chinoises cotées à New York.

Depuis plusieurs trimestres, Hong Kong fait face à un contexte globalement défavorable. Le renforcement du contrôle politique de Pékin à la suite des manifestations de 2019 n'y est pas étranger. L'image de Hong-Kong est de plus en plus associée à celle du régime chinois : les orientations politiques récentes (politique « 0-Covid », incertitudes sur les cotations chinoises *offshore*, resserrement réglementaire autour du secteur technologique) sont sources d'incertitudes pour les investisseurs internationaux. Enfin, la concurrence de nouvelles places financières, telles que Singapour ou, en Chine, Shanghai et Shenzhen, constituent des défis lancés à son attractivité. Ce contexte s'est traduit par un important ralentissement des nouvelles cotations d'entreprises chinoises depuis le 2^{ème} semestre 2021 (-76 % en g.a. pour les fonds par IPO à Hong Kong au cours des trois premiers trimestres 2022). Face à cela, l'exécutif hongkongais s'est récemment lancé dans une campagne de communication auprès des autorités, des banques et des investisseurs internationaux.

Malgré tout, Hong Kong demeure une place financière entièrement ouverte aux investisseurs internationaux et ne faisant l'objet d'aucune mesure de contrôle des capitaux ; basée sur une monnaie librement convertible et ancrée au dollar américain à travers un régime de caisse d'émission fiable ; et bénéficiant d'une tradition juridique de Common Law. Ces éléments, qui la différencient des places financières chinoises onshore et lui ont permis de jouer un rôle fondamental dans l'ouverture contrôlée du compte de capital chinois, ont jusqu'ici été préservées. Ils constituent des avantages structurels qui continuent à rendre Hong Kong incontournable pour les années à venir.

(13) Le taux de conversion utilisé est de 1 € = 7 RMB.

3. Des carences, risques et distorsions traités peu à peu par les autorités

3.1 Des marchés qui favorisent structurellement les entreprises d'État

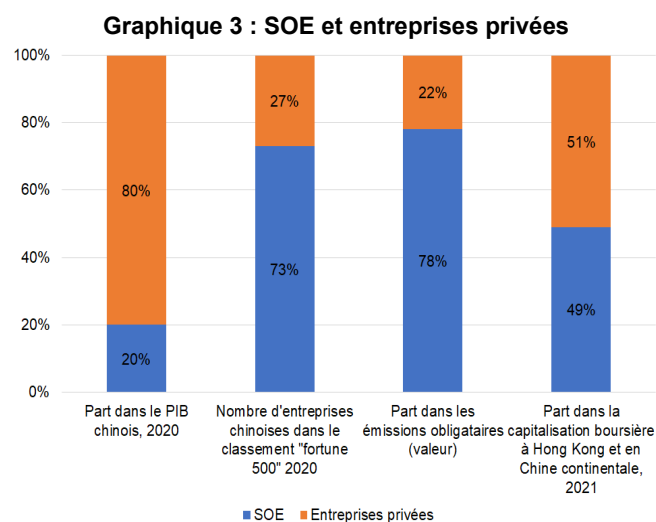
Traditionnellement, les notations de crédit sont très élevées en Chine : fin 2020, 80 % des obligations émises ont une notation AAA- ou supérieure, contre 7 % aux États-Unis. Cela ne reflète pas nécessairement la qualité des entreprises notées : d'après CSCI Pengyuan, agence de notation chinoise, 4,49 % des obligations AAA ou plus chinoises auraient fait défaut entre 2014 et 2022, contre 0,13 % pour les entreprises notées par Moody's¹⁴. Une très bonne notation a longtemps été nécessaire pour avoir accès à la cotation, ce qui a favorisé les entreprises d'État (*state-owned enterprises* ou SOE) du fait de la perception de l'existence d'une garantie publique implicite¹⁵.

Par ailleurs, les performances boursières des entreprises cotées dépendent de facteurs politiques. Les investisseurs sont incités à cibler les secteurs identifiés comme prioritaires dans la politique industrielle nationale. La garantie d'un soutien des autorités entretient une divergence entre valorisation boursière et valeur économique des entreprises concernées, et risque de contribuer à la formation de bulles spéculatives dans certains secteurs¹⁶.

Cela provoque une éviction des entreprises privées sur les marchés financiers. D'après le Peterson Institute, 52 % des 100 premières entreprises chinoises en termes de capitalisation sont détenues par l'État ou un gouvernement local (et les trois quarts d'entre elles le sont à plus de 50 %). S'agissant des obligations, les entreprises privées ne sont à l'origine que de 22 % des émissions obligataires en 2021.

Ce fonctionnement évolue très progressivement. En 2021, 13 SOE ont fait défaut (soit 57 % des défauts obligataires). La transparence de l'information est progressivement renforcée par la réforme du secteur

des agences de notation (réforme des modèles en août 2021, autorisation des agences de notation étrangères en 2019). Le mois d'août 2021 a ainsi enregistré 268 révisions de notation à la baisse (davantage que pour tout 2020). Sur l'année 2021, la proportion de notation BBB+ et inférieure est passée de 2 % à 13 %.



Source : Bruegel, Gavekal, CEIC.

3.2 Une base d'investisseurs insuffisamment professionnelle

Les investisseurs particuliers sont surreprésentés (34 %¹⁷), à la différence des grands investisseurs de long terme (29 % selon Caixin, contre plus de 80 % aux États-Unis, à Hong Kong ou au Japon selon Goldman Sachs) tels les fonds de pension, assureurs, fonds communs de placement, etc., qui assurent traditionnellement la liquidité des marchés. En Chine, le manque de professionnalisme de la base d'investisseurs permet aux promoteurs des IPO en Chine de surévaluer les entreprises, ne craignant pas de correction à la baisse portée par des investisseurs professionnels, ce qui explique en partie la volatilité des marchés chinois.

(14) CSCI Pengyuan Credit Rating (juillet 2022), Analyse comparée des défaillances en Chine et dans le monde de 2014 à 2022" - Accessible sous ce lien en chinois. Voir aussi M. Livingston *et al.* (2018), "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry", *Journal of Banking and Finance* 87 (2018) 216-232.

(15) Zhe Geng et Jun Pan (2019), "The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market", *NBER Working paper* 26575 ; Emilia Jurzyk et Cian Ruane (2021), "Resource Misallocation Among Listed Firms in China: The Evolving Role of State-Owned Enterprise", *IMF Working Papers* WP/21/75 ; Huang T. et Véron N. (2022), "Is the private sector retreating in China? Not among its largest companies", Bruegel Blog, 5 April.

(16) À titre d'exemple, le soutien politique affiché au secteur chinois des semi-conducteurs permet à ces entreprises de réaliser des levées de fond importantes fin 2022, malgré les restrictions décidées en octobre par l'administration américaine.

(17) Ce chiffre est tiré des publications des *Securities firms* chinoises. D'autres sources telles que Caixin mentionnent une part de 60 %, mais celle-ci prend aussi en compte des grands dirigeants disposant d'importants montants d'action, dont les pratiques sont éloignées des 34 % de petits porteurs.

Face à cela, les autorités renforcent les fonds de placement publics, passés de 1 900 à 9 000 entre 2015 et 2021, pour un encours sous gestion représentant 8,1 % de la valeur du marché. Leur activité, d'abord concentrées sur le marché monétaire, se dirige vers les actions depuis 2019 sous l'impulsion du régulateur de marchés (CSRC, *China Securities Regulation Commission*). Dans le même temps, les compagnies

d'assurance développent leur activité de marché, l'autorité prudentielle (CBIRC, *China Banking and Insurance Regulatory Commission*) les ayant autorisées en 2013 à détenir jusqu'à 30 % de leurs actifs sous forme de capital d'entreprises, dont les actions. La création de fonds de pension privés est actuellement en cours de discussion. Enfin, l'ouverture progressive du marché *onshore* s'inscrit aussi dans une optique de professionnalisation du tissu d'investisseurs. Ces mesures semblent porter leurs fruits, avec une réduction tendancielle de la part des investisseurs particuliers dans les volumes échangés et une augmentation de celle des investisseurs institutionnels domestiques (29 % fin octobre 2022, contre 16 % en 2018).

3.3 Une fragmentation des marchés qui nuit à l'allocation efficace du capital

Le marché obligataire et celui des actions sont fragmentés entre différentes plateformes soumises à des règles différentes (en matière d'enregistrement, de divulgation d'informations, etc.) et peu interopérables. Ainsi sur le marché obligataire, les investisseurs non-bancaires n'ont pas accès au marché interbancaire, mais seulement aux bourses d'échange, bien que les mêmes produits y soient échangés. De même les entreprises cotées au niveau des bourses locales voient leur transfert à l'échelon national difficile.

Cette situation s'explique en partie par la concurrence entre autorités. La supervision du marché obligataire est partagée entre la PBoC (banque centrale chinoise, chargée de la surveillance du marché interbancaire) et la CSRC (compétente pour les bourses d'échange). Les règles d'émission sont partagées entre la PBoC, la CSRC, la Commission du Développement national et de la Réforme (NDRC, agence de planification de l'État) et le Ministère des finances, en fonction de la catégorie de l'émetteur. La SAFE et les institutions locales jouent également un rôle variable. Cette

situation engendre de la complexité et des surcoûts de conformité.

Les mesures visant à réduire la fragmentation ont pour l'heure peu porté leurs fruits. Début 2022, les bourses et les infrastructures de marché à Shanghai et Shenzhen ont ouvert la perspective d'une possibilité d'accéder aux deux marchés en n'étant enregistré que sur l'un des deux. En juin, les investisseurs étrangers déjà connectés au marché obligataire interbancaire ont été autorisés à se connecter aux bourses d'échange. Cependant, la récente création de la bourse de Pékin, dont les caractéristiques sont extrêmement semblables à celles du STAR Market ou du ChiNext, s'inscrit dans la tendance à la fragmentation.

3.4 Des règles d'échanges et d'offre de produits encore peu sophistiquées

Sur le marché boursier, 17 % des actions sont « non négociables » : elles offrent à leurs détenteurs les mêmes droits qu'une action normale, mais ne peuvent pas être échangées sur les marchés. Elles sont souvent détenues par les dirigeants publics, dont les intérêts ne sont pas totalement alignés avec ceux du marché.

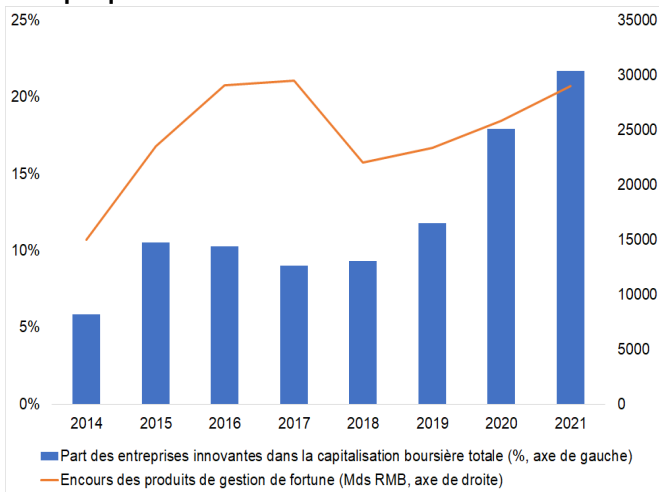
À Shanghai et Shenzhen, une limite de négociation quotidienne a été fixée avec une fluctuation maximale du cours de bourse à + ou – 10 %. Les mécanismes de prêts sur marges et de ventes à découvert sont limités : autorisés depuis 2008, ils représentent aujourd'hui 2,2 % de la capitalisation boursière chinoise contre 15 % au niveau mondial. Les bourses tentent de développer ces mécanismes, censés permettre d'améliorer la liquidité du marché et l'exactitude des valorisations, mais les craintes pour la stabilité financière conduisent les autorités à limiter ce mouvement.

S'agissant des produits, il n'existe pas encore de marché pour les valeurs présentant un risque de défaut et un rendement correspondant élevés (*high yield*). Aujourd'hui, certains émetteurs risqués ont une notation élevée du fait de la garantie implicite, ce qui peut générer des corrections brutales en cas de défaut, et ceux qui ne bénéficient pas d'une telle notation ne sont pas autorisés à émettre. De manière générale, le concept de défaut demeure mal accepté en Chine et le droit des faillites reste en pleine construction.

Si la Chine est le premier marché au monde en termes de *dérivés commodities* échangés en bourse (70 % des lots échangés y transitent d'après *China Central Depository and Clearing*), celui des dérivés financiers est encore peu développé. Le marché des dérivés financiers négociés de gré à gré (OTC) atteint ainsi 1 % du volume échangé global d'après l'*International Swaps and Derivatives association* (ISDA). Pour développer et encadrer ce marché, la première loi sur les contrats à terme et les produits dérivés est intervenue en avril 2022. Elle édicte les règles de négociation et de règlement-livraison, et elle formalise l'interdiction des délits d'initié, la manipulation du marché et la divulgation d'informations confidentielles.

Enfin, pour les particuliers, le placement de l'épargne sur les marchés est limité par des produits insuffisamment adaptés. À titre d'exemple, le développement des produits de gestion de fortune (voir Graphique 4) demeure embryonnaire (4 % des actifs des ménages fin juin 2022).

Graphique 4 : Deux tendances sur les marchés chinois



Source : CEIC.

3.5 La présence persistante d'entreprises « zombies »

Depuis l'établissement du mécanisme de radiation en 2001, seulement 147 sociétés ont été radiées en Chine (contre 170 aux États-Unis pour la seule année 2021). Certaines entreprises non profitables ou « zombies » réussissent à se maintenir en cotation sans faire de profits, malgré l'existence d'un critère de seuil minimal de bénéfices. En particulier, il s'agit d'entreprises subventionnées par les gouvernements locaux, qui peuvent en gonfler artificiellement les bénéfices car ils

sont en partie jugés sur le nombre de sociétés locales cotées. En 2020, les règles ont été revues avec la suppression du seuil de bénéfices, la radiation automatique en cas de cours de l'action inférieur à 1 RMB (aligné aux standards internationaux), et une procédure de radiation raccourcie. On constate depuis une augmentation du nombre de radiations (40 en mai 2022).

Sur le marché action, le processus d'entrée dans la cotation prend plus d'un an, et dépend de décisions peu transparentes de la CSRC. Ces difficultés conduisent les entreprises à se coter par des stratégies alternatives de *back door listing* (accès indirect à la cote par le rachat de 100 % des actifs d'une « coquille vide »), ce qui favorise la spéculation autour des entreprises faisant l'objet de rachats. Face à cela, un nouveau système dit « d'enregistrement » a été mis en place, qui impose un délai d'approbation entre 120 et 210 jours. Il améliore les exigences de divulgation d'informations, autorise les plateformes à examiner les demandes d'inscription, et libéralise la fixation du prix initial des actions.

3.6 Un besoin de protection des investisseurs et de lutte contre la fraude

Jusqu'à 2020, les fraudes étaient peu sanctionnées, et les amendes limitées. La loi sur les valeurs mobilières de 2020 a instauré un mécanisme de « litige représentatif », comparable à l'« action collective » américaine, qui rend possible une poursuite et une indemnisation collective sur une série de délits : divulgation de fausses informations, délit d'initié, manipulation des cours, etc. En novembre 2021, un tribunal de Guangzhou a rendu une décision historique dans le premier recours de ce type, ordonnant à Kangmei (premier fabricant de médicaments chinois) de payer 2,46 Mds RMB (351 M€) à plus de 50 000 actionnaires.

La loi de 2020 renforce aussi la lutte contre les infractions boursières, en renforçant les exigences de divulgation d'information et augmentant significativement les sanctions financières, passant le plafond d'amende en cas de fraude à 100 % de la valeur des actions (contre 5 % auparavant) ; à 5 M RMB en cas de délit d'initié (soit 714 000 €), contre 600 000 RMB auparavant) ; et à 10 M RMB pour les manipulations de marché, contre 3 M RMB auparavant.

4. Perspectives d'évolution

Le passé récent des marchés chinois semble être un bon indicateur de ce à quoi leur futur ressemblera : des marchés dont la taille augmente, des marchés plus verts, plus ouverts, et plus orientés vers les nouvelles technologies, et enfin des marchés dont le fonctionnement se rapproche peu à peu des standards internationaux. Des risques pèsent pourtant sur un tel scénario de développement linéaire. À court terme la situation conjoncturelle chinoise et les incertitudes qui l'accompagnent ont généré des sorties de capitaux et

des chutes des cours de bourse tout au long de l'année 2022. À moyen terme, le retour de l'idéologie en matière de politique économique pourrait avoir un effet sur la modernisation des marchés chinois : en matière financière, il se manifeste déjà dans la rhétorique des autorités (qui érigent en priorité la lutte contre « l'expansion désordonnée du capital ») comme dans certaines de leurs actions (répression réglementaire des géants de l'internet, incertitudes sur les cotations chinoises à l'étranger).

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Décembre 2022

N° 318 Répartition des pertes dues à la dégradation des termes de l'échange énergétiques
Guillaume Clavères

Novembre 2022

N° 317 Un indicateur du cycle financier en France depuis le début des années 2000
Riccardo Russo
N° 316 Un ralentissement structurel de l'activité dans les grands pays émergents
Xavier Coeln

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.