

## Les transformations de la finance chinoise

Depuis 2014, les autorités chinoises ont pris la mesure des déséquilibres financiers et entrepris de les réduire. Le poids du *shadow banking* dans le total du financement de l'économie a baissé. Les surcapacités de production ont détérioré la qualité des crédits, mais, pour y faire face, le gouvernement a mis en place une démarche de sortie des créances douteuses des bilans bancaires sur trois ans, la banque centrale ayant au préalable estimé que le risque systémique était faible. Le développement des marchés obligataires est l'un des pivots de la transformation en cours de la finance chinoise en vue des deux grands objectifs de la réforme : devenir leader dans la transition vers l'économie verte et proposer un modèle d'intégration internationale par le financement à long terme des infrastructures.

La dette chinoise est-elle soutenable ? En dépit de son caractère abrupt, la question n'est pas simple car les modes de financement en Chine sont devenus complexes avec l'essor et la diversification du *shadow banking*. Le crédit total à l'économie (financement social total) serait de 250 % du PIB environ mi-2016, contre 140 % fin 2008<sup>1</sup>. Plus préoccupante, la croissance du crédit s'est accélérée, de 12 % en glissement annuel à la mi-2015 à 16 % en mai 2016, date à laquelle elle a commencé à décélérer.

Le système bancaire est-il vulnérable à une crise financière systémique qui pourrait se propager mondialement ? Comment gérer les créances douteuses sur les entreprises, dont la réduction est handicapée par les surcapacités de production difficiles à réduire en période de ralentissement de la croissance ? Comment les autorités monétaires procèdent-elles ? Le développement des marchés financiers aide-t-il à la restructuration de l'endettement ? Comment les réformes financières s'articulent-elles avec l'ambition mondiale du gouvernement chinois ? Les réponses apportées ici à ces questions s'appuient sur un examen approfondi du contenu du 13<sup>ème</sup> plan quinquennal (2016-2020) adopté en mars 2016 par l'Assemblée nationale populaire de Chine<sup>2</sup>.

### ■ Une crise financière systémique peu probable

Que les banques aient des actifs douteux affaiblit le financement de l'économie mais ne suffit pas à déclencher une crise financière. C'est par le passif que les vulnérabilités de l'actif se muent en contagion. La fuite des dépôts est exclue par l'introduction de l'assurance des dépôts, qui couvre 99,6 % des déposants jusqu'à 500 000 renminbis (presque 70 000 euros). La contagion peut provenir de banques fortement interconnectées et dépendantes d'un marché de gros de la liquidité sur lequel celle-ci s'évapore inopinément.

Pour évaluer ce risque de contagion, la PBoC a effectué des tests de stress macroéconomiques<sup>3</sup>. Un échantillon de quatre catégories de banques a été rassemblé : les grandes banques commerciales, les *Joint Stock Commercial Banks* (JSCB) qui sont des banques privées, les banques locales urbaines et rurales. La PBoC peut mesurer les relations interbancaires dans cet échantillon. Elle a défini deux scénarios, l'un modéré, l'autre sévère, qui se distinguent par l'ampleur des pertes en cas de défaut. Seul le cas de pertes sévères peut poser un problème de contagion.

1. Agrégat de financement social total publié par la banque centrale (PBoC).

2. Pour plus de détails et au-delà du volet financier, voir M. Aglietta & G. Bai (2016), « China's 13<sup>th</sup> five-year plan », *CEPII Policy Brief*, n° 2016-12, septembre.

3. PBoC (2016), *China financial stability report 2016*, Financial Stability Analysis Group, English ed., septembre, pp.48-51.

Les grandes banques chinoises sont protégées de la contagion par leurs très fortes positions de dépôts. Elles n'empruntent que 40 % de ce qu'elles prêtent. De plus, elles empruntent peu en devises étrangères, et les banques locales n'empruntent pas du tout en devises étrangères. En outre, le support de l'État aux grandes banques ne saurait être questionné. Toutefois, le *shadow banking* a trouvé des financements pour sa croissance rapide entre 2009 et 2013 via les JSCB. Ces dernières sont les seules banques vulnérables à des retraits de liquidité de marché ou à de grandes fluctuations des prix des titres ou du change. Pour les deux dernières catégories, les banques locales urbaines et rurales, les risques de contagion sont en revanche très limités.

C'est pourquoi le gouvernement s'est d'abord attaché à réduire la taille du *shadow banking* et son poids dans le financement social total. Si l'on appelle *shadow banking* au sens large tout ce qui n'est pas le crédit bancaire en renminbis, il a culminé à 17,3 trillions de renminbis en 2013 pour redescendre à 15,2 en 2015 avec le ralentissement de la croissance économique. Surtout, la part des prêts bancaires dans le total du financement social s'est fortement accrue de 51 % en 2013 à 64 % en 2015. Car le gouvernement a imposé des exigences en capital aux entités du *shadow banking* qui empruntent auprès des banques, avec une ferme volonté de le réduire<sup>4</sup>.

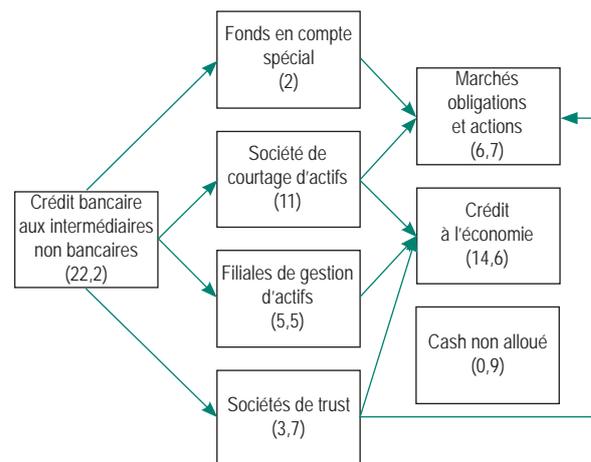
## ■ Détérioration de la qualité des actifs bancaires

Les prêts non performants ont augmenté lentement mais sûrement pendant 17 trimestres consécutifs pour atteindre 1,95 % des crédits mi-2016. Ce chiffre est faible, mais il est loin d'exprimer toutes les créances douteuses. Il existe une catégorie de prêts appelée *Special mention loans* (« prêts à mention spéciale ») que les banques considèrent à problème, mais qui continuent à honorer les intérêts contractuels. Étant donné que ces prêts « à mention spéciale » constituaient 4,70 % des crédits fin 2015 selon la PBoC dans son rapport de stabilité 2016, le montant total des créances douteuses devient substantiel, aux environs de 6,65 %.

Certes, la cause principale du poids croissant des créances douteuses réside dans le ralentissement simultané de la demande intérieure et de la demande extérieure qui ont créé d'importantes surcapacités de production industrielle. Le *shadow banking* a aussi sa responsabilité en rendant l'intermédiation financière plus compliquée, et donc les chaînes de crédit plus fragiles. Le problème est accru par le fait que les banques doivent affecter une quantité de capital plus faible lorsqu'elles prêtent à une *shadow bank* plutôt que directement à une entreprise non financière. L'offre de crédit devient donc de plus en plus complexe au fur et à mesure que prolifèrent les intermédiaires financiers non bancaires ; d'où la réaction gouvernementale depuis 2013<sup>5</sup>. En effet, ces relations financières font circuler et dissimulent des créances douteuses. Ces dernières sont mises en pools et

## Schéma 1 – La médiation des institutions financières non bancaires

(montants en milliers de milliards de RMB, mars 2016)



Source: Chen Long, *op. cit.*, p. 35.

transformées en produits d'investissement par des sociétés de gestion d'actifs, lesquelles peuvent revendre ces produits à d'autres banques (schéma 1). Par ailleurs, ces intermédiaires non bancaires n'ont pas de base de dépôts. Ils se financent sur le marché de gros de la liquidité alimenté par les banques ; d'où l'injonction des agences de régulation pour les obliger à constituer des provisions en capital.

## ■ Gestion douce des excès de créances douteuses des banques

Trois techniques peuvent être mises en œuvre par les autorités pour une démarche progressive<sup>6</sup>. La grande restructuration des banques des années 2000-2003 en donne le modèle. La première méthode consiste à utiliser des contrats de *swap* de dettes contre actions (*debt-for-equity swap*). La seconde consiste dans l'acquisition des créances douteuses par des sociétés de gestion d'actifs qui deviennent des sociétés de défaillance avec garantie d'État (*Asset Management Companies* ou AMC). La troisième repose sur la titrisation des prêts et l'acquisition des crédits structurés par des institutions financières non bancaires. Par ces techniques, une partie des créances douteuses est retirée du système bancaire et répartie plus largement parmi le *shadow banking* et les investisseurs institutionnels, donc ultimement les ménages. L'État central devra absorber une partie des pertes via la recapitalisation ultérieure nécessaire de certaines banques et des AMC.

Dans les *swaps* de dettes contre actions, les banques convertissent des créances douteuses en droits de propriété sur les entreprises. Un gain net pour la nation est possible si le changement de propriétaire conduit à une gouvernance plus efficace des entreprises et donc à un redressement de leur rentabilité. On retrouve la question de la réduction des surcapacités de production qui peut s'effectuer selon

4. Yardeni Research Inc. (2016), Money and credit: China social financing, 5 novembre, graphique 17, p. 9.

5. C. Long (2016), « How much financial risk? », Quarterly Economic Review, Gavekal Dragonomics, vol. 20, n° 3, septembre, pp. 30-36.

6. A. Garcia Herrero, I. Pang & Gary Ng (2016), « How will China clean up its banks? », Natixis Economic Research, 14 juin.

un plan industriel qui n'est plus précipité par la menace immédiate de la faillite<sup>7</sup>. Mais les banques conservent le risque de dévalorisation de leurs actifs si les valeurs boursières des entreprises en surcapacités ne se redressent pas.

Le transfert des créances douteuses aux AMC est la technique la plus favorable aux banques, puisqu'elle leur donne de la liquidité et libère du capital pour soutenir des crédits nouveaux. La valeur des créances transférées dépend du taux d'actualisation qui doit tenir compte de la probabilité de défaut. Celle-ci est mal connue. C'est là que la garantie implicite de l'État central aux AMC joue un rôle important pour limiter le rabais (*haircut*) subi par les banques. Récemment, de nouvelles AMC ont été créées avec l'appui des gouvernements locaux sous contrôle de la commission nationale de réforme et de développement (NDRC). Cependant, le coût éventuel pour les pouvoirs publics peut être réduit si les AMC parviennent à revendre une partie des actifs à risque à d'autres investisseurs comme les trusts et les sociétés de gestion de patrimoine. C'est pourquoi le développement des marchés financiers chinois est très important pour la diversification des risques.

La titrisation consiste à transformer des crédits en produits d'investissement structurés. Par prudence, la commission de régulation bancaire (CBRC) oblige les banques à détenir du capital contre la part des crédits titrisés qu'elles conservent. Les AMC elles-mêmes peuvent titriser les créances qu'elles ont acquises selon la seconde technique, et les vendre à d'autres investisseurs dont des compagnies d'assurance.

Les trois techniques peuvent être utilisées simultanément. Selon le FMI, la perte latente sur les créances douteuses pourrait atteindre 4 trillions de renminbis. Les experts des banques d'affaires occidentales opérant en Chine pensent que 2 trillions de renminbis peuvent être convertis en actions et les 2 autres trillions répartis à parts à peu près égales entre le transfert aux AMC et la titrisation. Cela pourrait réduire sensiblement le capital nécessaire aux banques immédiatement et donc leur donner du temps pour respecter les exigences plus lourdes de la réglementation du ratio Tier 1 de Bâle III qui s'imposera à partir de 2018.

## ■ Développement des marchés obligataires

Les autorités chinoises font du développement des marchés obligataires un pivot de la transformation du système financier afin d'améliorer les conditions de financement de l'économie. Ce marché a décollé à partir de 2014 et sa croissance s'est beaucoup accélérée en 2015 (tableau 1). Notamment, le gouvernement central a autorisé les gouvernements locaux à émettre des obligations avec sa garantie sous le contrôle de la commission nationale de réforme et de développement (NDRC) pour rééchelonner la dette bancaire encourue par le truchement de plateformes de financement lors du plan de stimulation.

Tableau 1 – Émissions obligataires en 2015

Types d'obligations émises par catégories d'émetteurs	Montant en milliards de RMB	Coissance annuelle (%)
Trésor	1 987,5	16,6
Gouvernements locaux	3 835,0	858,8
Banques de développement	2 579,0	12,6
Sociétés de courtage	351,6	-17,2
Autres émetteurs financiers	629,6	15,3
Sociétés non financières	7 012,8	35,8
(dont financement des investissements)	(5 371,6)	(30,3)
Total	16 396,5	76,0

Source : China financial stability report 2016, *op. cit.*, p. 101.

L'encours total d'obligations approchait 50 000 renminbis fin 2015. L'essentiel des transactions se fait sur le marché interbancaire<sup>8</sup>. Les deux tiers de l'encours sont constitués d'obligations publiques. Ce marché est régulé par la PBoC et la CBRC. La baisse des taux d'intérêt (de 4,3 % début 2015 à 2,6 % au premier semestre 2016) s'est répercutée sur les marchés obligataires, entraînant un aplatissement de la courbe des taux à toutes les échéances. À l'intérieur du marché obligataire, le *spread* entre les obligations d'entreprise *investment grade* à 5 ans et les obligations d'État de même maturité a fortement chuté de 134 points de base à 73 points de base en un an.

Selon la PBoC, le risque de crédit est dû essentiellement aux émissions des entreprises en surcapacité. Ce risque est contrôlable car ce type d'émission ne représente qu'une faible part de l'encours. Ce sont les investisseurs institutionnels qui le portent dans le cadre de la titrisation et dont c'est le métier. L'amélioration de l'efficacité des marchés consiste dès lors à établir une réglementation en termes de divulgation, d'audit, de notations, de tenue de marché, de diversification des produits (dont les dérivés) pour produire une infrastructure institutionnelle des marchés à même d'attirer en grand nombre des participants étrangers qualifiés<sup>9</sup>.

Le potentiel d'expansion du marché obligataire en 2016 et au-delà est considérable. Concernant les collectivités locales, le gouvernement a l'intention de convertir la totalité de la dette en obligations, soit 15 400 milliards de renminbis sur trois ans. Surtout, les marchés obligataires doivent devenir des instruments au service des deux dimensions essentielles du nouveau régime de croissance visé par la réforme chinoise.

La réforme vise ainsi à réduire la prépondérance des banques dans le financement de l'économie. Les marchés financiers vont être sollicités pour le financement des entreprises de petite capitalisation orientées vers l'innovation dans des secteurs à forte croissance. Ils vont l'être aussi dans la formation d'une finance verte, suite aux propositions faites au gouvernement par la *Green Finance Task Force*, créée dès 2014 sous la présidence de la PBoC pour faire des recommandations de restructuration du système financier<sup>10</sup>. Cela passera notamment par des incitations fiscales aux entreprises à émettre des obligations

7. Sur la réduction des surcapacités de production, voir M. Aglietta & G. Bai (2016), « China's 13<sup>th</sup> five-year plan », *CEPII Policy Brief*, n° 2016-12, septembre.

8. P. Lez, J. Deslandes & W. Su (2016), « Risques sur le marché obligataire chinois », *Bulletin Economique Chine*, DG Trésor, n° 81, mars-avril, pp. 2-8.

9. DG Trésor (2016), « Risques sur le marché obligataire chinois », *Bulletin Economique Chine*, n° 81, mars-avril.

10. PBoC (2015), « Establishing China's Green Financial System », *Summary report of the Green Finance Task Force*, mars.

vertes et par la simplification des introductions en bourse pour les PME s'engageant dans les investissements bas carbone.

La réforme vise aussi à attirer le capital financier étranger pour contribuer au financement de l'internationalisation des entreprises chinoises et de l'énorme projet d'intégration de l'Asie, de l'Afrique et de l'Europe, *One Belt, One Road* (OBOR).

## ■ Ouverture financière et vision chinoise de la globalisation financière

L'ambition de la Chine n'est pas de se couler dans la globalisation financière existante mais de la transformer. Le support de cette stratégie est le projet OBOR. Cette initiative fait partie d'un projet politique d'intégration mondiale qui a été appelé le « consensus de Pékin » par opposition au « consensus de Washington » élaboré après l'effondrement de l'URSS. Le consensus de Washington prétendait étendre l'ultra-libéralisme au monde entier, c'est-à-dire parvenir à un monde plat, fondé sur le triomphe universel du Marché. Un tel monde était censé mettre fin aux rivalités entre États, parce que leur influence s'évanouirait dans les logiques économiques et financières. Au contraire, le consensus de Pékin s'appuie sur l'idée que la mondialisation au 21<sup>ème</sup> siècle va changer de nature. C'est une intégration fondée sur les biens publics globaux, infrastructures et réseaux, qui vont s'imposer dans de nombreux domaines de la croissance soutenable, de l'environnement au numérique, des transports à la conservation de l'eau et à la distribution de l'électricité. OBOR vise à intégrer l'Asie, l'Afrique et l'Europe selon cette orientation qui fait jouer un rôle déterminant aux puissances publiques (tableau 2).

La mise en œuvre d'un tel projet implique à la fois une stratégie de très long terme et la réalisation d'investissements lourds et multilatéraux qui requièrent non seulement des financements massifs, mais aussi une réorganisation de la finance mondiale. La profondeur de temps requise pour mettre en œuvre de tels investissements ne peut être fondée que sur des enjeux collectifs persistants, car elle englobe des risques collectifs qui dépassent largement les horizons de marché comme ceux des décideurs politiques présentement en responsabilité.

Tableau 2 – Deux modèles de globalisation financière

Intégration par les marchés de capitaux	Intégration par financement d'infrastructures
<p>Concept clé : efficacité des marchés</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Financiarisation des entreprises au niveau mondial</li> <li>• Flux de capitaux liant tous les marchés d'actifs du monde</li> <li>• Intermédiation par la tenue de marché sous la domination des banques d'investissement</li> <li>• Rôle de prêteur en dernier ressort exercé par la Fed</li> <li>• Pays en développement forcés d'accumuler des réserves en dollars pour s'auto-assurer</li> <li>• Inconvénient majeur : incapacité à financer les investissements réels de long terme</li> </ul>	<p>Concept clé : résilience systémique</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Investissement de long terme comme moteur de croissance</li> <li>• Finance structurée pour mobiliser des trillions de dollars d'investissements</li> <li>• Globalisation par la production de biens publics globaux (externalités positives)</li> <li>• Intermédiation par les banques de développement nationales et multilatérales</li> <li>• FMI comme prêteur en dernier ressort international (DTS)</li> <li>• Inconvénient majeur : risque de conflits politiques dans la définition et la conduite des projets d'investissement</li> </ul>

Les banques publiques de développement sont les acteurs financiers primordiaux pour financer des projets de grande taille et de longue maturité dont on attend des externalités positives. Elles ont mandat pour supporter de tels projets puisque leurs engagements sont à long terme. Leur capital est possédé par des entités souveraines (nationales ou internationales) à haute crédibilité financière. Il en découle une capacité à emprunter à long terme à des coûts bas sur les marchés obligataires internationaux.

Ces banques peuvent attirer d'autres prêteurs et fournir un levier à leurs ressources. Leurs caractéristiques uniques en font l'intermédiaire qui porte un modèle de finance globale alternatif au modèle Wall Street dominé par les banques d'affaires privées et les banques universelles. Le projet OBOR est donc le vecteur de la promotion du *soft power* chinois dans le monde. La Chine a besoin d'une économie multilatérale ouverte pour réaliser ces objectifs. Elle n'a pas vocation à exercer une hégémonie mondiale, car sa culture ne prétend pas propager des valeurs universelles. Mais la Chine est plus qu'un État-nation. C'est une civilisation plurimillénaire qui a fondé les institutions d'un État impérial centralisé. Son ambition est la restauration de sa place dans le monde : l'Empire du Milieu.

Michel Aglietta\*  
michel.aglietta@cepii.fr

\* Michel Aglietta est conseiller au CEPII et à France Stratégie et professeur émérite en économie à l'Université de Paris-X Nanterre.

## La Lettre du

**CEPII**

© CEPII, PARIS, 2016

REDACTION :  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
113, rue de Grenelle  
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00  
www.cepii.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
Sébastien Jean

REDACTION EN CHEF :  
Jézabel Couppey-Soubeyran  
& Sophie Piton

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DEPUIS LE 1<sup>ER</sup> JANVIER 2016,  
DIFFUSION PAR LE CEPII

La Lettre du CEPII est disponible en version électronique à l'adresse :  
<http://www.cepii.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution, s'inscrire à l'adresse :  
<http://www.cepii.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)  
ISSN 2493-3813 (en ligne)  
CCP n° 1462 AD

Décembre 2016  
Imprimé en France par la DSAF  
Pôle conception graphique-fabrication  
Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII.  
Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

