

# Conjoncture



« “Le plus grand ennemi de la connaissance n'est pas l'ignorance, c'est l'illusion de la connaissance ».”  
*Stephen Hawking*

La Chine rattrapée par sa dette

19

Christine Peltier



# La Chine rattrapée par sa dette

Christine Peltier

La Chine est entrée dans une période de transition qui doit lui permettre de changer son modèle de croissance, pour le rendre plus équilibré et moins dépendant des exportations, de l'investissement et du crédit. Le modèle des trois dernières décennies a en effet atteint ses limites. L'une d'entre elles concerne l'allocation du capital. D'une part, l'efficacité des financements alloués par le système financier est fortement dégradée. D'autre part, l'excès de dette, les failles du cadre réglementaire, le ralentissement de la croissance et la hausse des taux d'intérêt sont les ingrédients, sinon d'une crise financière, du moins d'une importante montée des risques de crédit. En Chine, les risques d'une crise véritablement systémique sont encore limités par l'abondance des liquidités disponibles et les fondamentaux macroéconomiques toujours solides. Mais des épisodes de fortes tensions, déjà observés au cours des derniers mois, vont se répéter, plus ou moins étendus, et plus ou moins coûteux pour l'activité et la stabilité du secteur financier.

Un désendettement semble indispensable pour réduire ces risques de crédit et de volatilité, et ne pas menacer le processus de réformes structurelles. Mais comment les autorités peuvent-elles enclencher un processus de réduction de la dette sans provoquer un effondrement du crédit et un atterrissage brutal de la croissance, alors que la stabilité économique et sociale semble bien être encore une de leurs priorités. Le désendettement est-il possible en Chine ?

## La trajectoire insoutenable de la dette interne

L'endettement total de l'économie chinoise a très fortement progressé au cours des cinq dernières années et serait aujourd'hui proche de 250% du PIB. Sur la base des statistiques disponibles sur le « financement social »<sup>1</sup>, on peut estimer la dette interne du « secteur privé non financier » (SPNF)<sup>2</sup> à 188% du PIB à la fin 2013, soit environ 65 points de pourcentage

au-dessus de son niveau de 2008. Ce simple constat montre que la Chine présente une dette excessive, à la fois en niveau et en dynamique. Les risques qui découlent de cet excès de crédit sont d'autant plus importants qu'une part croissante des financements a été distribuée en dehors du secteur bancaire formel, via des institutions encore mal supervisées.

### Les origines du mal

La trajectoire de la dette s'est détériorée à partir de début 2009, date à laquelle les autorités chinoises ont mis en œuvre un plan de relance de grande ampleur pour contrebalancer les effets de l'effondrement du commerce mondial. Acteurs essentiels du plan, les banques locales ont fortement accru leur offre de prêts à l'ensemble des secteurs et des agents économiques (cf. graphique 1). L'immobilier, la construction, les infrastructures, ainsi que les collectivités locales, ont été parmi les principaux bénéficiaires de cette explosion du crédit. Le total des nouveaux prêts ainsi accordés par les banques commerciales au SPNF a représenté 32% du PIB en 2009, soit un niveau gigantesque et inédit (sur la période 2003-2007, les flux de nouveaux crédits ont représenté 15% du PIB en moyenne).

Le financement de ces crédits est interne, et ne pose pas de difficulté en 2009, étant donné les niveaux de liquidité très confortables du système bancaire et la large base de dépôts dont bénéficient les banques commerciales – conséquence de taux d'épargne domestique très élevés et de l'absence d'autres possibilités de placements pour les épargnants.

La progression des crédits bancaires a commencé à ralentir en 2010 sous l'effet du resserrement de la politique monétaire. Mais les banques ont en fait contourné ce durcissement. La liquidité disponible dans le système restant 'structurellement' abondante, les banques ont exploité les failles du cadre réglementaire pour transférer certaines créances hors de leur bilan et proposé des produits de financement alternatifs. Ces pratiques, appelées en Chine « finance de l'ombre », ou « *shadow banking* »<sup>3</sup>, se sont ensuite développées

d'autant plus rapidement qu'elles sont plus lucratives et moins contrôlées que les crédits commerciaux. Les banques y ont pris une part très active, ainsi qu'un nombre croissant d'institutions financières non bancaires (IFNB).

Ainsi, la progression de l'encours de crédits bancaires au SPNF a ralenti progressivement (passant de +33% en 2009 à +20% en 2010 puis à +14% en 2013) alors qu'une part croissante des financements de l'économie a été distribuée via les marchés obligataires et le *shadow banking*. En 2013, les prêts bancaires 'traditionnels'<sup>4</sup> ne représentaient plus que 55% des nouveaux flux de financement social, contre 73% en 2008 (cf. graphique 2).

Le ratio de dette domestique du secteur privé non financier est passé de 119% du PIB fin 2008 à 188% fin 2013. L'encours des prêts bancaires au SPNF est quant à lui passé de 104% du PIB à 139% sur la même période. Il représentait donc encore près des trois-quarts de la dette totale du SPNF fin 2013, contre 87% cinq ans auparavant. La dette obligataire en pourcentage du PIB a, quant à elle, plus que triplé, s'établissant à 14% en 2013. Le reste est constitué de financements provenant d'IFNB du *shadow banking* (cf. graphique 3).

Sur la même période, la dette externe totale du pays et la dette interne du gouvernement central sont restées relativement stables et sont estimées, respectivement, à 9% et 17% du PIB à la fin 2013. Ceci amène le ratio d'endettement de la Chine à 214% du PIB. Enfin, si l'on ajoute la dette liée aux financements du *shadow banking* non pris en compte par les statistiques officielles, on peut évaluer l'endettement total chinois à près de 250% du PIB<sup>5</sup>.

### Les seuils d'alerte sont dépassés

La dynamique récente de la dette est préoccupante, et son niveau excessif. D'un point de vue quantitatif, l'excès de dette en Chine est mis en évidence quelle que soit la mesure choisie<sup>6</sup> : i) l'évolution moyenne du ratio de crédit bancaire-sur-PIB : elle a été de +7 points par an entre 2008 et 2013, et outrepassa le seuil de croissance de 5 points au-delà duquel on peut la considérer comme « excessive » ; ii) une mesure d'écart à la tendance, qui détecte un excès de dette à partir de l'année 2009. L'écart est devenu particulièrement significatif depuis 2012 (cf. graphique 4). iii) une mesure d'écart à une valeur de référence, calculée sur la base du PIB par habitant : moins de la moitié de la variation

du ratio de crédit bancaire-sur-PIB de la Chine entre 2008 et 2012 serait justifiée par l'évolution 'normale' liée au développement économique et financier du pays. Si la Chine présente un des ratios d'endettement les plus élevés parmi les pays émergents, le pays ressort clairement comme une exception quand on le compare à des pays ayant des niveaux de revenu par tête similaires (cf. graphique 5).

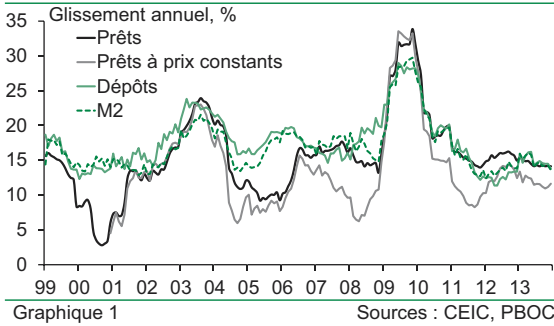
La récente hausse de la dette en Chine est d'autant plus notable qu'elle succède à une phase de réduction de cet endettement (cf. graphique 3). Entre 2003 et 2008, la dette domestique du SPNF est passée de 129% du PIB à 119% (et de 127% à 104% si l'on ne prend en compte que les crédits bancaires). Ce mouvement a suivi la phase de restructuration du secteur bancaire lancée à la fin des années 90, la Chine devant déjà régler, à cette époque, un problème d'excès de dette et, surtout, d'accumulation des créances douteuses de ses entreprises d'Etat. A partir de 1998 ont donc été mises en œuvre des réformes bancaires visant, notamment, à la création de « structures de défaillance » (*Asset Management Companies*, ou AMC) pour prendre en charge les créances douteuses du système, à l'amélioration de la gestion du risque, à la recapitalisation des grandes banques publiques et à la fermeture des petites institutions les plus fragiles. Il s'en est suivi une lente amélioration de l'allocation du capital et un ajustement à la baisse des ratios d'endettement pendant les années 2000. Inversement, à partir de 2009, la forte progression des financements à l'économie s'est accompagnée d'une dégradation de « l'efficacité » du crédit, i.e. le montant de crédits (et d'investissement) nécessaires pour générer un point de croissance du PIB s'est accru (cf. graphique 6).

Le récent boom du crédit sonne donc un peu comme un « retour en arrière », à quelques nuances près cependant : si les risques de crédit liés au secteur des entreprises (notamment publiques) restent importants, de nouvelles sources de risques ont émergé, liées aux collectivités locales d'une part, et au *shadow banking* d'autre part.

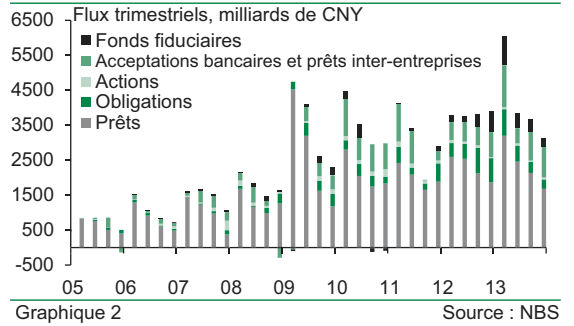
### Les risques de crédit sont élevés

L'excès de dette « quantitatif » implique une montée des risques de crédit : le coût du service de la dette augmente mécaniquement alors que les nouveaux crédits financent des investissements dont la rentabilité moyenne se dégrade progressivement (sélection moins rigoureuse des projets, surcapacités de production) ou

## Prêts et dépôts bancaires (en monnaie locale)

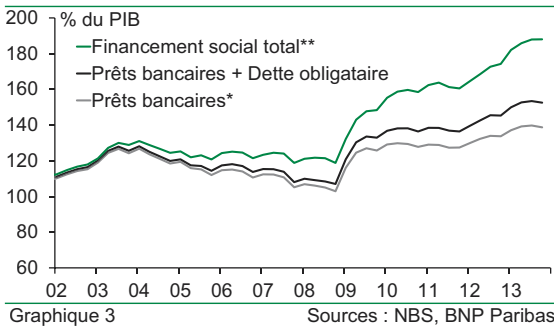


## Flux de financement social\*



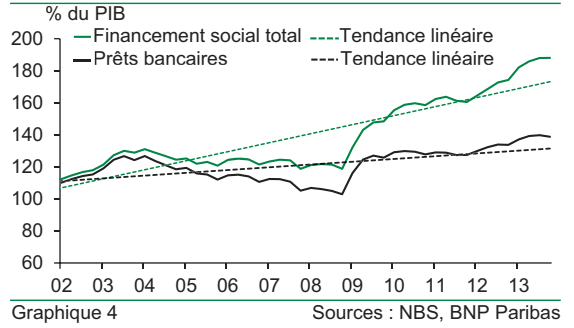
\* Flux de financement interne établis sur la base des statistiques officielles disponibles.

## Dettes internes du secteur privé non financier

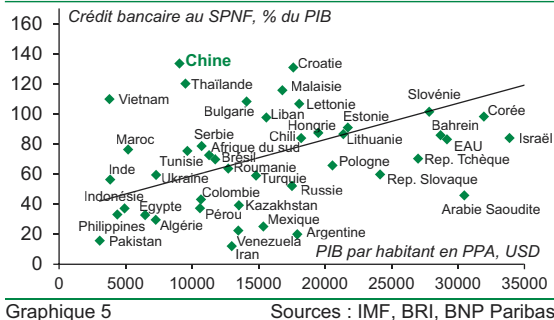


\* Prêts bancaires en monnaie locale et devises.  
\*\* Prêts bancaires + dette obligataire + acceptations bancaires + prêts inter-entreprises + fonds fiduciaires.

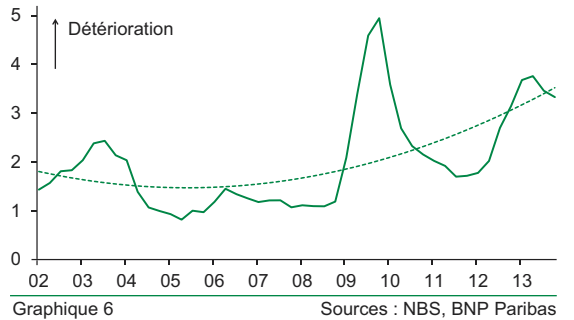
## Excès de dette : écart à la tendance



## Excès de dette : crédit au secteur privé et PIB par habitant (2012)



## Détérioration de l'efficacité du financement social\*



\* Variation de la dette interne du SPNF / variation du PIB nominal.

peuvent alimenter des bulles sur les marchés immobiliers et/ou boursiers. Les risques de crédit peuvent alors se matérialiser en cas de ralentissement de l'activité, de correction des prix d'actifs et/ou de hausse des taux d'intérêt.

Or, en Chine, la croissance économique est entrée dans une phase de ralentissement structurel depuis trois ans et les taux d'intérêt sont orientés à la hausse. Ces dynamiques vont se poursuivre à moyen terme : la croissance du PIB réel va tendre vers 7% par an, contre 8,9% en 2009-2013 et 11,6% en 2004-2008, et les taux d'intérêt vont continuer d'augmenter<sup>7</sup> sous l'effet d'un resserrement des conditions monétaires et du processus de libéralisation financière (cf. infra).

En outre, les risques de crédit sont exacerbés par d'autres facteurs, liés à l'exposition du secteur financier à de nouveaux types de risque depuis 2009 et à l'absence d'une réglementation stricte pour encadrer les activités du *shadow banking*.

L'envolée du crédit bancaire en 2009 avait répondu aux directives officielles du plan de relance, les considérations de risque et de profit devenant des objectifs secondaires. Mais la politique monétaire a été resserrée en 2010, et le cadre réglementaire élaboré au cours de la décennie précédente a aussi contribué au ralentissement des prêts commerciaux (du fait, notamment, de ratios minima de capitalisation et de prêts-sur-dépôts à respecter). Les banques ont également répondu en 2010 au resserrement de la politique de crédits au secteur immobilier via l'introduction de règles prudentielles. En revanche, hors du secteur bancaire formel, les lacunes du cadre réglementaire, juridique et prudentiel, ainsi que l'absence de contrôle sur les taux d'intérêt, ont permis aux institutions de développer une offre de financements aux secteurs les plus risqués, tels que l'immobilier, les petites entreprises ou les collectivités locales. Les prises de risques se sont alors considérablement accrues au niveau des hors-bilans des banques et des institutions non bancaires.

En conséquence, la qualité moyenne des actifs du système financier se dégrade, certaines catégories d'emprunteurs étant plus particulièrement exposées à d'éventuelles difficultés de paiements.

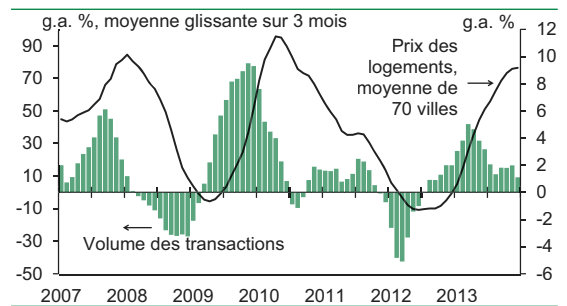
### Les entreprises

Les entreprises du secteur manufacturier sont fragilisées depuis trois ans par le ralentissement de la croissance et de l'activité exportatrice, mais également par des mesures de restructuration industrielle. Celles-ci

visent, notamment, une montée en gamme (pour accompagner la hausse des coûts de production) et une réduction des surcapacités. De fait, les entreprises industrielles ont affiché une dégradation de leurs profits en 2012, suivie d'un léger rattrapage en 2013, et le poids du service de leur dette s'est alourdi. Les sociétés cotées ont par exemple enregistré une baisse de leurs ratios de couverture des frais financiers depuis 2010<sup>8</sup>.

L'industrie a été la principale source de la montée des créances douteuses observée depuis 2012 dans le système bancaire. Cette détérioration devrait se poursuivre à court terme dans un contexte de ralentissement de l'activité et de restructuration industrielle. Les entreprises les plus vulnérables sont : les petites sociétés, très sensibles au cycle économique, en particulier dans les secteurs exportateurs de biens à faible valeur ajoutée (dans le textile par exemple), et les sociétés d'état touchées par la restructuration, en particulier dans les secteurs souffrant de surcapacités (acier, ciment, énergie solaire, construction navale...). Enfin, dans le secteur immobilier, les entreprises sont exposées à la volatilité des prix. Un rebond des transactions et des prix a été enregistré en 2013, notamment soutenu par les crédits du *shadow banking* (cf. graphique 7). Mais les autorités maintiennent une politique restrictive dans le secteur immobilier au niveau national, et les risques de retournement du marché restent donc élevés. La hausse des créances douteuses qui en découlerait pourrait être significative étant donné l'importante exposition du secteur financier à l'immobilier (prêts aux promoteurs et au secteur de la construction, crédit logement) – via les prêts bancaires traditionnels (20% à 25% du total sont alloués au secteur immobilier), le *shadow banking* et l'utilisation des terrains comme nantissement des prêts aux collectivités locales.

### Marché immobilier



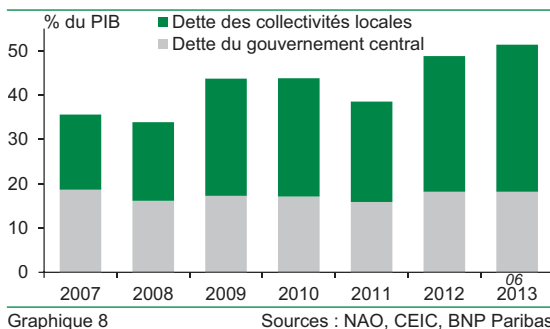
Graphique 7

Sources : CEIC, NBS, BNP Paribas

## Les collectivités locales

La dette des collectivités locales s'est fortement accrue depuis cinq ans, passant d'un niveau estimé à 18% du PIB en 2008 à 33% au 30 juin 2013 (cf. graphique 8). D'une part, le plan de relance introduit en 2008 mettait l'accent sur le développement des infrastructures et désignait les collectivités locales comme les principaux responsables du programme d'investissements. D'autre part, les autorités reconnaissaient implicitement le droit des collectivités à recourir à l'endettement (jusqu'à-là officiellement interdit) et l'utilisation des « véhicules de financement », créés dans le but de lever des fonds pour financer leurs investissements<sup>9</sup>. La hausse de l'endettement s'est ensuite poursuivie, les collectivités locales ayant largement recours au *shadow banking* et développant progressivement leurs emprunts sur les marchés obligataires. Les crédits bancaires représentaient ainsi 57% du total de leur dette en juin 2013, contre 78% fin 2010.

### Dette des administrations publiques



Les risques de défaut sur les prêts aux collectivités locales et à leurs véhicules de financement sont considérés comme élevés car : i) des doutes continuent de peser sur la rentabilité de certains des investissements (projets immobiliers, infrastructures telles que des autoroutes ou des aéroports peu fréquentés...); ii) la maturité de la dette des collectivités locales (40% arrive à échéance en 2014) ne correspond pas à celui des retours sur les investissements, qui sont majoritairement des projets de moyen-long terme; iii) la situation de trésorerie des collectivités est très vulnérable au ralentissement de la croissance (dégradation des recettes fiscales) et à un retournement du marché immobilier (baisse des recettes provenant des ventes de terrains). Des difficultés de paiement ont

été reportées depuis 2010, mais les risques de défaut ont en fait été réduits par un taux élevé de refinancement par les banques des crédits aux collectivités locales – qui a été toléré, voire encouragé, par les autorités centrales. Si cette solution a résolu, jusqu'à maintenant, les problèmes de liquidité, elle ne réduit pas la charge de la dette des collectivités locales ni les risques de crédit qui continuent de peser sur le système financier.

Plus généralement, une partie des nouveaux flux de financement depuis cinq ans a servi à refinancer le stock de dette existant et à couvrir les paiements d'intérêt pour les emprunteurs en difficulté.

## Les ménages

Les ménages ont vu leur dette augmenter d'environ 20% du PIB fin 2008 à 36% au 30 juin 2013 (niveaux estimés à partir des seules données de crédit du secteur bancaire formel). Les banques sont donc dorénavant exposées à une nouvelle catégorie d'emprunteurs (le crédit logement n'est apparu qu'à la fin des années 90), qui sont potentiellement vulnérables aux changements des conditions sur le marché du travail et des prix immobiliers ainsi qu'à la hausse des taux d'intérêt. A court terme, néanmoins, les risques de crédit associés aux ménages restent très modérés : leurs ratios d'endettement sont encore modestes<sup>10</sup> et leur dette est principalement constituée de prêts au logement dont les ratios LTV (*loan-to-value*, soit le montant du crédit rapporté à la valeur d'achat du logement) sont confortables, estimés à 45%-50% en moyenne<sup>11</sup>. Les créances douteuses sur les crédits logement restent très limitées, et n'ont pas connu d'augmentation en 2010-2012, selon les données de la CBRC (*China Banking Regulatory Commission*).

## Le secteur financier sous tensions

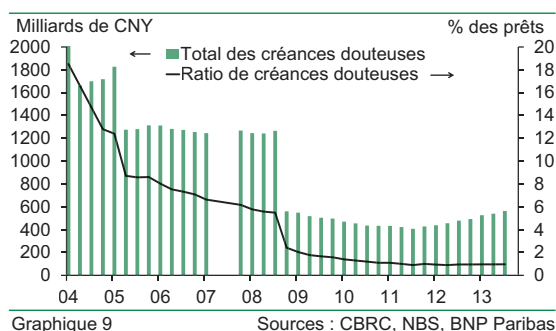
Les tensions qui se multiplient depuis quelques mois dans le secteur financier semblent témoigner de l'insoutenabilité de la dynamique de la dette en Chine.

### Dégradation de la performance moyenne

Le total des créances douteuses officiellement affichées par les banques commerciales a commencé à augmenter au dernier trimestre 2011, pour la première fois depuis plusieurs années. La restructuration du

secteur bancaire lancée en 1998 avait en effet conduit à une contraction des encours et des ratios de créances douteuses. Pour les banques commerciales, le ratio moyen des créances douteuses rapportées au total des crédits est ainsi passé de plus de 30% au début des années 2000 à 2,4% en 2008. Dans un contexte de forte croissance du crédit après 2009, le ratio a pu continuer à baisser, atteignant un point bas de 0,95% en 2012. Mais cette tendance est désormais interrompue. La progression des créances douteuses a fortement accéléré en 2013, et le ratio moyen a légèrement augmenté, s'établissant à 0,97% au 30 septembre 2013 (cf. graphique 9).

### Créances douteuses des banques commerciales



Ces seuls chiffres ne rendent pas compte de toute l'ampleur de la montée des difficultés de paiements des emprunteurs. D'abord parce que les ratios officiels de créances douteuses sous-estiment leur niveau réel<sup>12</sup>. Par exemple, si l'on inclut les prêts « sous surveillance » (*special mention loans*) et les prêts ayant des retards de paiements (*past due loans*), on peut estimer que le ratio « élargi » de prêts non performants est passé de 4,6%

fin 2011 à 4,9% fin 2012<sup>13</sup>. Ensuite, les chiffres officiels excluent les crédits du *shadow banking*, dont la qualité moyenne s'est probablement dégradée plus rapidement que dans le secteur bancaire formel. Enfin, les banques commerciales ont, depuis quelques mois, multiplié les actions pour contenir l'augmentation nette des créances douteuses affichée dans les bilans : recouvrements, passages en pertes des prêts irrécouvrables, refinancements, et vente aux AMC.

Ces dynamiques vont se poursuivre à court-moyen terme<sup>14</sup>, alimentant des pressions à la baisse sur les profits et la solvabilité du secteur bancaire.

Les provisions des banques commerciales semblent confortables, à près de trois fois le total des créances douteuses officielles, mais elles pourraient être rapidement consommées au vu de la dégradation de la qualité des prêts. Partant de niveaux très élevés, la progression des profits du système bancaire est déjà passée de plus de 30% en 2010-2011 à 21% en 2012, et devrait continuer à ralentir fortement au cours des prochaines années du fait d'une augmentation du coût des provisions, à laquelle s'ajoutent les effets de la libéralisation des taux d'intérêt (réduction des marges nettes d'intérêts). La marge moyenne des 16 banques cotées a déjà baissé de 7 points de base (pb) à 2,46% en 2012 et de 10pb au premier semestre 2013.

Les ratios de solvabilité restent solides, en particulier pour les principales banques commerciales, mais ont commencé à se détériorer. En moyenne dans le système bancaire, le ratio d'adéquation des fonds propres est passé de 13,25% fin 2012 à 12,18% au 30 septembre 2013 (cf. tableau). Face aux pressions dues à la modération des profits et à l'augmentation des actifs pondérés, seules les banques qui pourront lever du capital seront en mesure de maintenir des ratios de fonds propres au-dessus des minima réglementaires (qui ont été durcis depuis début 2013).

### Indicateurs clés des banques commerciales

	2008	2009	2010	2011	2012	Juin-13
Ratio d'Adéquation des Fonds Propres (%)	12,0	11,5	12,2	12,7	13,3	12,2
Ratio de créances douteuses (% des prêts)	2,42	1,58	1,10	1,00	0,95	0,96
Ratio de provisionnement (% des créances douteuses)	116,6	153,2	217,7	278,1	295,5	292,5
Ratio prêts sur dépôts (%)	65,1	66,9	66,7	67,7	68,7	68,9 (déc.)
Rentabilité économique, ROAA (%)	1,0	0,9	1,0	1,2	1,2	na
Rentabilité financière, ROAE (%)	17,1	16,2	17,5	19,2	19,0	na

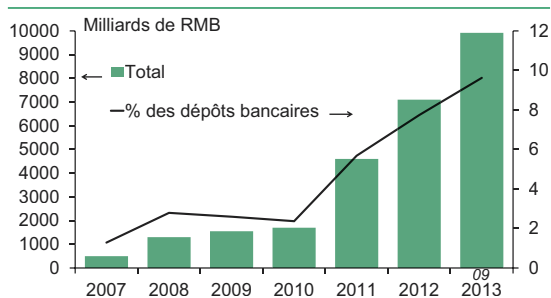
Tableau 1

Sources : CBRC, CEIC, BNP Paribas



A la détérioration de la performance financière des banques s'est ajoutée l'apparition de tensions sur la liquidité. Malgré une légère dégradation depuis cinq ans, les ratios de liquidité affichés par les banques restent, en moyenne, très confortables. Néanmoins, la part des dépôts dans le total des sources de financement a diminué (de 77,0% fin 2009 à 70,6% fin 2012 pour le système bancaire). Les institutions financières ont, d'une part, élargi leur recours au marché interbancaire et, d'autre part, développé des produits de gestion de fortune (*Wealth Management Products*, ou WMP) hors du secteur bancaire formel. En offrant des taux de rendements environ 100pb au-dessus du taux maximum autorisé sur les dépôts (en moyenne sur la période 2012-2013), les WMP ont attiré une part non négligeable de l'épargne d'investisseurs individuels. L'encours collecté par les WMP atteignait ainsi CNY9 920 milliards en septembre 2013 (plus de cinq fois son niveau de fin 2010) et représentaient 10% des dépôts bancaires (cf. graphique 10).

### Produits de gestion de fortune (WMP)



Graphique 10 Sources : CEIC, CBRC, BNP Paribas

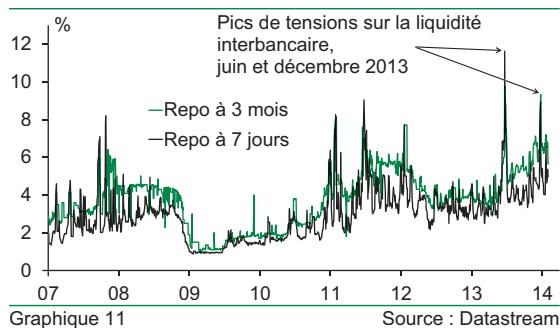
Ces pratiques ont fait émerger de nouveaux risques. En empruntant sur le marché interbancaire pour financer des prêts à long terme, et en offrant des produits d'épargne à court terme à hauts rendements (les WMP) pour investir dans des actifs risqués (produits obligataires et monétaires, mais aussi crédits distribués via des sociétés fiduciaires, y compris à des projets industriels ou d'infrastructure), les institutions financières s'exposent à des risques liés à ces différences de maturité. En outre, en dépendant davantage des financements interbancaires, elles s'exposent à la volatilité du marché, dans un contexte d'incertitudes liées à l'excès de crédit et de resserrement des conditions monétaires. Enfin, la concurrence pour attirer l'épargne, qui devrait

progressivement s'intensifier avec la libéralisation des taux d'intérêt, implique également une volatilité accrue des dépôts bancaires.

### Les « tests » de résistance se multiplient

Les risques de liquidité se sont temporairement matérialisés en juin, puis en décembre 2013 : les tensions sont apparues sur le marché interbancaire suite à une hausse de la demande de liquidité liée à des facteurs saisonniers et aux besoins des banques dont les WMP venaient à échéance en fin de semestre. Elles ont ensuite été aggravées par le choix de la banque centrale de ne pas intervenir immédiatement pour injecter de la liquidité, et de signaler ainsi sa volonté de durcir les conditions de refinancement, en particulier pour les activités de *shadow banking* (cf. graphique 11).

### Taux monétaires



Graphique 11 Source : Datastream

La sphère financière est désormais vulnérable à des épisodes de « stress », tels que de fortes tensions sur la liquidité interbancaire, mais aussi des « mini-crisés de crédit » localisées, notamment dans les régions les plus exposées au ralentissement de l'activité (une série de défauts a par exemple conduit à un effondrement des prêts des créanciers privés aux PME dans la province du Wenzhou en 2011), ou des crises de confiance des épargnants dans certains segments du secteur financier (fuite sur les dépôts de petites institutions en difficulté, défiance vis-à-vis des WMP en cas de non-remboursement...).

Dans ce contexte, les banques régionales et les petites et moyennes institutions non bancaires sont les plus fragiles. Elles sont en effet les plus vulnérables à une montée des risques de crédit (car les moins diversifiées et les plus exposées aux secteurs les plus risqués), à une érosion de leur capital et à des tensions



sur la liquidité. A l'autre extrême, les principales banques commerciales publiques, qui sont nationales, bénéficient d'une base de dépôts et de ratios de fonds propres plus solides, et devraient être en mesure de lever du capital si besoin.

### Les risques de contagion augmentent

Les liens étroits entre les banques, les fonds fiduciaires, les WMP et autres activités de *shadow banking*, ainsi que l'expansion des financements interbancaires, ont conduit à une diffusion importante des risques dans le secteur financier (risques de liquidité, risques de crédit via les interconnexions entre les créanciers). Les épisodes de stress financier pourraient donc être d'autant plus étendus, par effets de contagion, dans le temps, à travers les secteurs, les régions et/ou au sein des institutions financières, et d'autant plus coûteux en termes de croissance économique.

L'actualité récente en a donné un exemple : en janvier 2014, une entreprise minière a fait défaut sur un crédit accordé par un important fond fiduciaire, *China Credit Trust*. Celui-ci avait financé son prêt (CNY3 milliards) en collectant de l'épargne via un WMP, lui-même commercialisé dans les réseaux d'ICBC (une des grandes banques publiques). Le défaut de paiement de l'emprunteur menaçait la capacité de remboursement de *China Credit Trust* à ses 700 investisseurs – ce qui aurait constitué le premier défaut de l'industrie fiduciaire en Chine. Au final, un plan de sauvetage a été mis en place par *China Credit Trust*, ICBC et le gouvernement local. Cette solution tend à entretenir « l'aléa moral »<sup>15</sup> des IFNB et confirme les risques de contagion entre secteur bancaire formel et circuits de financements alternatifs. L'absence de soutien d'ICBC ou des pouvoirs locaux, en engendrant des pertes pour les investisseurs, aurait mécontenté un groupe d'épargnants et pu provoquer une crise de confiance vis-à-vis des WMP – risques auxquels les pouvoirs publics n'ont pas osé s'affronter.

D'autres incidents de ce type sont probables en 2014, puisqu'il est estimé qu'environ un tiers des produits fiduciaires arrivent à maturité cette année. Les autorités auront à choisir entre des solutions réglant les conséquences négatives immédiates, comme dans le cas de *China Credit Trust*, ou des solutions permettant de « discipliner » les institutions financières malgré l'instabilité que cela pourrait créer à court terme. La

gestion de ces incidents se fera probablement au cas par cas, mais dira, en définitive, si les autorités ont la capacité de transformer les pratiques dans le système financier.

### Mais la crise véritablement 'systémique' reste improbable

Les « excès de dette » dans les pays émergents sont associés à des crises bancaires dans 75% des cas, selon le FMI<sup>16</sup>. Pourtant, et malgré la montée des risques de défaut et des risques de contagion, la Chine reste un cas particulier. Le risque d'une « crise systémique », prolongée et étendue à toute la sphère financière, y est très atténué par l'abondance des liquidités (le financement de la dette se fait « en circuit fermé ») et des fondamentaux macroéconomiques toujours solides (excédents extérieurs, bonne santé financière du gouvernement central).

Premièrement, les niveaux de liquidité du système financier dans son ensemble sont toujours très confortables, fournissant des moyens d'actions aux autorités et une solide protection contre les chocs. Les taux d'épargne domestiques très élevés et les excédents extérieurs de la Chine continuent d'alimenter en liquidités les institutions bancaires et la banque centrale. Les banques commerciales respectent un cap réglementaire très prudent de 75% pour leur ratio crédits-sur-dépôts. Et surtout, la banque centrale détient à son bilan USD3800 milliards sous forme de réserves de change et capte près de 20% des dépôts bancaires (CNY20900 milliards, ou USD3400 milliards, à la fin 2013) sous forme de réserves obligatoires. La banque centrale a donc toute la capacité à injecter de la liquidité quand elle le souhaite (opérations *d'open-market*, baisses des réserves obligatoires...) et à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort si besoin. Les tensions désormais récurrentes sur le marché interbancaire sont liées à de « mauvaises pratiques », et non à un manque structurel de sources de financements. En outre, les entreprises et les banques ne présentent pas de dépendance vis-à-vis des financements extérieurs, et les contrôles de change réduisent les risques de fuite de capitaux.

Deuxièmement, l'Etat central conserve une forte capacité et une forte volonté à soutenir les principales banques en cas de difficulté : i) d'abord parce qu'il détient les cinq banques commerciales nationales et les trois banques de développement « d'importance systémique », qui représentent près de 60% des actifs

bancaires totaux ; ii) ensuite parce que la solidité des finances du gouvernement central et la surliquidité de la banque centrale donnent tous les moyens financiers nécessaires pour intervenir en cas de besoin.

Imaginons un scénario dans lequel le ratio moyen de créances douteuses pour les banques commerciales monte à 15%, contre 1% officiellement en 2013, et l'Etat central injecte le capital nécessaire pour effacer la totalité des pertes potentielles liées à ces créances douteuses. Le coût correspondant serait de l'ordre de 15% du PIB de 2013 – ou 9% si seules les créances douteuses des cinq banques commerciales publiques sont prises en compte. Mais un plan de sauvetage du secteur bancaire devrait de toute évidence intégrer les institutions du *shadow banking*. Dans l'industrie fiduciaire, par exemple, si l'Etat décidait d'intervenir pour éviter tout défaut en 2014, le coût correspondant serait de l'ordre de 6% du PIB de 2013 (un tiers du total des fonds à fin septembre 2013).

Certes, la dette du gouvernement central pourrait alors plus que doubler, mais elle resterait soutenable (compte tenu du potentiel de croissance). Le coût d'un sauvetage pourrait aussi être en partie financé par les réserves de change de la banque centrale, équivalentes à 40% du PIB<sup>17</sup>. En définitive, l'Etat semble bien pouvoir assumer le coût d'une intervention pour contenir les risques d'extension d'une crise à l'ensemble du système.

Néanmoins, avec l'expansion du secteur financier et des activités de crédit, les risques contingents pour l'Etat augmentent rapidement. En outre, les difficultés financières d'un certain nombre de collectivités locales pourraient limiter leur capacité à intervenir auprès de leurs banques régionales en cas de besoin. Enfin, malgré ce qui ressort de la solution récemment choisie pour soutenir *China Credit Trust*, les autorités semblent déterminées à réformer le secteur financier, ce qui implique de réduire l'aléa moral au sein des institutions publiques. Par conséquent, alors qu'il ne fait pas de doute que les grandes banques publiques bénéficient toujours d'un soutien sans faille du gouvernement central, le soutien des pouvoirs publics aux institutions « de moindre importance systémique » est sans doute en train de s'éroder. La capacité des autorités à réformer les comportements et les prises de risque des institutions financières sera déterminante dans le « combat contre l'endettement » qu'elles semblent avoir engagé depuis l'an dernier.

## Enclencher un processus de désendettement : une priorité, mais de fortes contraintes

Comment les autorités peuvent-elles ralentir la progression du crédit sans déclencher son effondrement ni provoquer de matérialisation étendue des risques de crédit, ce qui menacerait la croissance et la stabilité sociale ? Parallèlement au resserrement de la politique monétaire, les autorités devront, pour contenir les risques de crédit, renforcer le cadre prudentiel du secteur financier et poursuivre les réformes structurelles qui amélioreront l'allocation du capital.

### La politique monétaire, ou comment doser le resserrement

#### **La PBOC ajuste ses instruments...**

La banque centrale de Chine (*People's Bank of China*, ou PBOC) doit conduire l'exercice délicat d'un lent resserrement de sa politique monétaire tout en continuant d'ajuster ses instruments et ses modes opératoires. Au cours des cinq dernières années, l'évolution de la politique monétaire a reflété les changements du système financier. Avec le développement des marchés obligataires et du *shadow banking* s'est accrue la part des financements ne subissant de contrôles directs ni sur leurs taux d'intérêt ni sur leurs volumes (soit près de la moitié des nouveaux flux de financements en 2013). La PBOC a donc de plus en plus largement utilisé les instruments permettant d'agir sur les taux monétaires, tout en conservant les instruments de contrôle du crédit dans le secteur bancaire formel.

Le cadre actuel de la politique monétaire fait donc cohabiter : i) des contrôles sur les taux d'intérêt et sur les quantités de prêts (par le biais de « directives d'encadrement du crédit », ou *window guidance*<sup>18</sup>). Les taux sur les prêts ont été totalement libéralisés depuis juillet 2013 et les banques ont gagné en flexibilité pour fixer les taux sur les dépôts. Néanmoins, ces taux restent capés à des niveaux artificiellement bas, ce qui entretient les distorsions de prix sur le marché du crédit bancaire commercial. ii) Des taux monétaires et obligataires déterminés par le marché. Les interventions de la PBOC sur le marché interbancaire (opérations

d'*open-market*) permettent de piloter ces taux et de gérer la liquidité disponible dans le système financier, en fonction de l'orientation de la politique monétaire. Si les coefficients de réserves obligatoires ont été un instrument fréquemment utilisé par la PBOC par le passé, ils n'ont plus été actionnés depuis mai 2012.

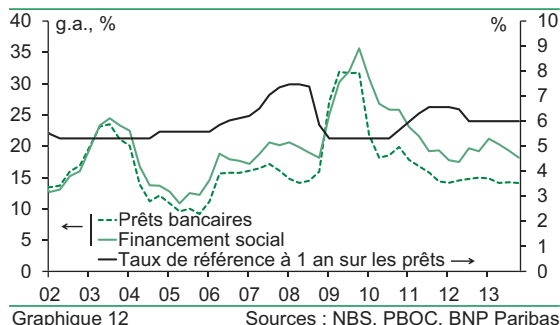
Devant cette multiplicité d'instruments et étant donné son objectif de libéralisation financière, quelles sont les options de la PBOC pour forcer un ralentissement du crédit ? Dans le secteur bancaire formel, les crédits semblent toujours moins élastiques aux taux d'intérêt officiels qu'aux directives quantitatives<sup>19</sup>. En même temps, depuis 2010, les mesures « traditionnelles » de durcissement de la politique monétaire (que ce soit via les hausses de taux d'intérêt officiels ou la *window guidance*) ont été rendues moins efficaces par les « fuites » des bilans bancaires vers les circuits de financements alternatifs (cf. graphique 12).

Les autorités monétaires doivent également tenir compte des entrées nettes de devises dans l'économie, dont la dynamique a changé depuis trois ans. Au cours des années 2000, la banque centrale a accumulé des réserves en devises à un rythme très rapide du fait des excédents de sa balance des paiements et de ses interventions pour limiter l'appréciation du yuan. Les actions de la PBOC sur le marché monétaire local se réduisaient donc à des opérations de stérilisation, principalement via des ventes de titres banque centrale et des hausses des réserves obligatoires. Depuis 2012, avec la réduction des excédents courants à 2%-3% du PIB (contre 10% en 2007-2008), les entrées de devises deviennent dépendantes du compte de capital et sont plus volatiles, en lien avec les mesures d'ouverture (très progressive) du compte de capital. Ceci favorise l'utilisation par la PBOC des opérations de repo (*repurchase agreement*) et de reverse repo, qui sont des instruments à très court terme et très flexibles.

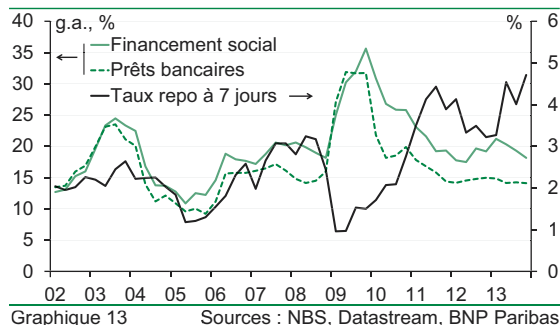
Par conséquent, si la PBOC continue de fixer des cibles de croissance de M2 par an, les opérations d'*open-market* sont devenues l'outil de politique monétaire le plus utilisé depuis 2013. Les taux officiels sur les dépôts sont restés inchangés depuis mi-2012 alors que les taux interbancaires, en particulier les taux repo à 7 jours, deviennent les taux de référence les plus représentatifs de la direction de la politique monétaire. Et effectivement, une corrélation négative entre les taux monétaires et la progression du financement social, qui n'existait pas auparavant, est apparue depuis 2009. Ainsi, le durcissement de la politique monétaire mené depuis mai 2013 via le resserrement de la liquidité interbancaire a

conduit à un léger fléchissement de la progression du total des financements à l'économie. Celle-ci est passée de 21,2% en glissement annuel au T1 2013 à un taux (toujours rapide) de 18,2% au T4 (cf. graphique 13).

#### Taux d'intérêt de référence et financements de l'économie



#### Taux monétaires et financements de l'économie



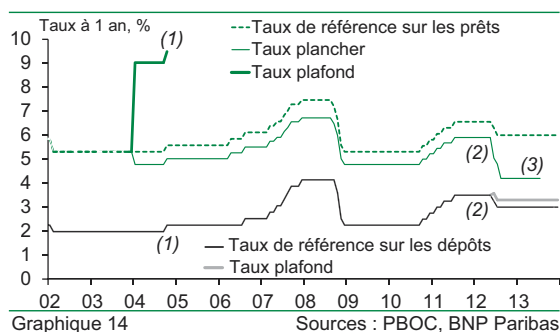
La banque centrale devrait maintenir la même stratégie à court terme. La montée des taux interbancaires va donc se poursuivre, accompagnée de celle des taux obligataires. Les autorités devraient également abaisser leur cible de croissance pour M2, déjà passée de 17% en 2010 (la progression affichée en fin d'année était de 19,7%) à 13% en 2013 (progression affichée de 13,6%). Cf. graphique 1.

Des mesures devront être mises en œuvre pour améliorer l'efficacité des opérations d'*open-market*, en renforçant notamment le mode de communication de la PBOC. Par exemple, l'absence de visibilité quant aux actions de la banque centrale lors de la montée des tensions sur la liquidité en juin 2013, puis en décembre, a entraîné des sur-réactions du marché interbancaire – qui sont, dans une certaine mesure, contre-productives car elles obligent la PBOC à faire marche arrière pour éviter une crise.

### ... libéralise très prudemment ...

Par ailleurs, la libéralisation des taux d'intérêt sur les dépôts devrait se poursuivre très progressivement, permettant d'accroître encore le rôle joué par les taux monétaires. La libéralisation, et la fin de la répression financière, doivent conduire, en Chine, à une montée générale des taux d'intérêt. Les contrôles sur les taux les maintiennent, en effet, à des niveaux artificiellement plus bas que leurs « niveaux d'équilibre ». De plus, la libéralisation fera pression sur les bénéficiaires des banques en réduisant leurs marges nettes d'intérêt. Dans ce contexte, les fragilités actuelles du système financier contraignent fortement le processus de libéralisation, qui doit être précédé de la mise en place de filets de sécurité ainsi que du renforcement du cadre réglementaire et d'une baisse des risques de crédit. Par conséquent, en 2014, les taux de référence sur les dépôts devraient rester inchangés et toujours contrôlés, mais les banques pourraient gagner encore en flexibilité par rapport aux plafonds officiels (cf. graphique 14). Dans le même temps, d'autres étapes indispensables au processus de libéralisation financière pourraient être franchies : après l'autorisation donnée aux NCD (*Negotiable Certificates of Deposits*) interbancaires fin 2013, la création d'un fond de garantie des dépôts est attendue dans les prochains mois.

### Vers une libéralisation des taux d'intérêt



(1) 2004 : les taux plafonds pour les prêts et les taux planchers pour les dépôts sont supprimés.

(2) Juin 2012 : les marges de fluctuation autour des taux de référence sont élargies pour les prêts et introduites pour les dépôts.

(3) Juillet 2013 : les taux plafonds pour les prêts sont supprimés.

### ... et doit modérer le durcissement monétaire

L'évolution de la politique monétaire vers un régime principalement basé sur les forces de marché, et non plus sur les contrôles administratifs, et la montée des taux liée au resserrement progressif de la liquidité interbancaire et à la poursuite de la libéralisation financière pourraient conduire à un ralentissement de la progression du 'financement social total' de 0,6 point de pourcentage par an en 2014-2018. Cette projection se base sur les hypothèses suivantes : i) l'élasticité du crédit aux taux repo se maintient au niveau observé sur la période 2010-2013 et ii) les taux interbancaires augmentent de 200pb d'ici cinq ans. Dans ce scénario, la progression du crédit atteint un rythme toujours élevé de 15% en 2018 (cf. infra, graphique 15). Augmenter davantage les taux d'intérêt afin d'accentuer le ralentissement du crédit serait périlleux, car la capacité des emprunteurs à rembourser leur dette s'en ressentirait et la croissance économique en pâtirait.

### Les autres options

Les autorités peuvent avoir recours à d'autres moyens d'action pour réguler l'endettement et contenir les risques de crédit.

### Les réformes pour une meilleure allocation du capital

Les mesures réglementaires doivent permettre d'améliorer la gestion du risque des institutions financières bancaires et non bancaires, de réduire les risques de contagion et de ralentir, de façon indirecte, la progression du crédit via des normes prudentielles plus strictes. Ainsi, l'autorité de régulation du secteur bancaire (la CBRC) a progressivement introduit des changements depuis deux ans, en particulier dans le *shadow banking*. Les mesures les plus récentes ont par exemple concerné : i) les produits de gestion de fortune : depuis mars 2013, chaque banque doit présenter une comptabilité séparée pour chacun de ses WMP et limiter les WMP investis dans des actifs « non standards » (c'est-à-dire des actifs risqués, non échangeables) à 35% de l'encours total de ses WMP et 4% du total de ses actifs ; ii) les prêts aux collectivités locales : depuis avril 2013, les banques doivent centraliser la surveillance et l'approbation de ces prêts au niveau du siège ; iii) les opérations interbancaires : la CBRC a annoncé en novembre 2013 des mesures pour caper le total des prêts interbancaires d'une banque en

pourcentage de ses dépôts (50%) et de ses fonds propres, renforcer les règles de pondération et de provisionnement des risques associés aux actifs interbancaires, et améliorer la transparence des transactions interbancaires.

La progression des financements du *shadow banking* a effectivement ralenti au deuxième trimestre 2013, en réponse au resserrement des conditions monétaires et au durcissement des règles prudentielles (cf. graphique 13). En 2014, la CBRC devrait poursuivre ses efforts visant à établir un cadre réglementaire et prudentiel strict pour l'ensemble du système financier.

Dans le secteur public, les autorités ont privilégié jusqu'à maintenant les mesures permettant de diversifier les sources de financement des collectivités locales avec, notamment, un programme d'émissions d'obligations municipales lancé depuis octobre 2011 et la levée d'une taxe foncière autorisée dans certaines villes. Des efforts ont également été faits en termes de transparence, avec la réalisation de deux audits des finances publiques locales à fin 2010 puis à mi-2013. Néanmoins, une refonte importante du système budgétaire pour redistribuer les recettes et les dépenses entre les administrations, ainsi que renforcer la gouvernance et la sélection des investissements publics, serait nécessaire pour améliorer la solvabilité des collectivités locales et de leurs véhicules de financement, et pouvoir réduire leur niveau de dette.

D'une façon générale, le programme de réformes publié par les autorités en novembre 2013 accorde une grande place au thème de l'allocation des ressources. Dans le système financier, les réformes annoncées visent à réduire les distorsions et à donner un rôle accru aux mécanismes de marché dans l'allocation du capital et à encourager la concurrence (libéralisation financière, évolution de la politique monétaire, création de petites banques privées...). Un financement plus « efficace » de l'économie participerait au processus de réduction des risques de crédit et de désendettement.

### **Une nouvelle vie pour les AMC**

La prise en charge des créances douteuses par les structures de défaillance (AMC), les mesures prises par les banques pour contenir l'augmentation nette des créances douteuses, ou encore la titrisation (les autorités souhaiteraient relancer un programme resté inactif depuis 2008) sont autant de techniques évoquées pour limiter la dégradation affichée de la qualité des actifs bancaires.

Les quatre AMC nationales, qui existent depuis 1999, auraient déjà acheté près de CNY500 milliards de créances douteuses des banques et IFNB en 2010-2012 (soit environ 0,6% de l'encours total du financement social à fin 2012). Elles sont amenées à jouer un rôle plus important à l'avenir : Cinda AMC a levé du capital après son introduction en bourse en décembre 2013 et Huarong AMC s'apprête à faire de même en 2014, renforçant leur capacité financière à acheter des actifs.

Les autorités ont également autorisé l'an dernier la création d'AMC régionales, et récemment édicté des règles en termes de fonds propres et de gouvernance. La province de Jiangsu a été la première à créer sa structure de défaillance, chargée plus particulièrement d'acheter les prêts non performants d'une entreprise locale en faillite dans le secteur de l'énergie solaire.

Les analystes financiers s'accordent généralement pour estimer que les quatre AMC nationales auraient la capacité d'absorber au moins CNY1000 milliards de créances douteuses<sup>20</sup>, ce qui représente 1,7 fois le montant des créances douteuses officiellement reconnues par les banques commerciales au 30 septembre 2013, mais seulement un tiers environ du total élargi de leurs créances douteuses incluant les prêts sous surveillance et les prêts avec retards de paiements. Rapporté à l'ensemble du système financier, les transferts aux AMC nationales absorberaient près de 1% du financement social total de la fin 2013.

### **Quelle dynamique de dette à moyen terme ?**

Dans notre scénario central, la croissance du PIB réel passe à 7,4% en 2014, contre 7,7% en 2013, puis continue de ralentir progressivement pour s'établir à 7% par an en moyenne sur la période 2014-2018. Le déflateur du PIB, qui a fortement fléchi en 2012-2013, ne devrait remonter que modérément, pour atteindre une hausse de 3,1% en moyenne en 2014-2018. Ce scénario est favorable. Il table sur un processus de réformes lent mais continu, et sur l'absence de choc négatif important<sup>21</sup>. Il est compatible avec une progression du crédit ralentissant progressivement de 1 à 2 points de pourcentage par an (ppa), sous l'effet combiné du resserrement de la liquidité et des taux interbancaires, des transferts d'actifs aux AMC et du durcissement du cadre réglementaire et prudentiel du *shadow banking* et des finances publiques locales.

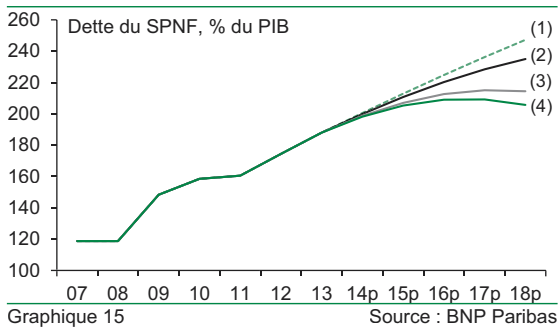
Avec une baisse de la progression du crédit de 1ppa, le ratio de dette interne du SPNF rapportée au PIB continue d'augmenter dans les cinq prochaines



années, pour atteindre 235% en 2018. Avec une baisse de 2ppa, le ratio de dette ne commence à diminuer qu'en 2017 (ou 2018 si on introduit un léger effet négatif supplémentaire du ralentissement du crédit sur la croissance du PIB dans la projection). Cf. graphique 15.

Pour réduire le ratio de dette-sur-PIB, la progression annuelle du crédit total (c'est-à-dire du financement social) doit passer sous la barre des 10% (contre 18% en 2013). Ce scénario ne peut pas être envisagé à court terme par les autorités elles-mêmes étant donné les conséquences désastreuses qu'il aurait sur les risques de crédit et la croissance économique (et notre scénario de ralentissement progressif serait remis en cause, ce qui limiterait alors la possibilité d'une baisse de l'endettement). Une réduction, ou même une stabilisation, des ratios d'endettement de la Chine, sont donc inenvisageables à court terme, sauf à plonger le pays dans une grave crise.

### Quelle dynamique de dette à moyen terme?



Hypothèses de ralentissement de la progression du financement social, en points de pourcentage par an (ppa) :

- (1) 0,6 ppa, (poursuite de la tendance récente) ;
- (2) 1 ppa ;
- (3) 2 ppa, avec un effet négatif accru sur la croissance du PIB ;
- (4) 2 ppa

### En attendant le désendettement ...

Les risques dans le système financier sont désormais élevés et les autorités n'ont pas d'autre choix que d'utiliser tous les instruments à leur disposition pour contenir l'expansion du crédit. Avant de pouvoir entrevoir un début de désendettement de l'économie, d'ici quelques années, les autorités devront déjà entretenir un processus de ralentissement progressif de la croissance du financement social et du rythme d'augmentation de la dette – un « tapering » à la chinoise en quelque sorte.

Cette phase transitoire comprendra de nombreux risques. Tout d'abord, les risques de crédit resteront élevés, entretenus par l'excès de dette et un environnement macro-financier marqué par le ralentissement économique, la montée des taux d'intérêt et, d'une façon générale, une plus grande volatilité financière liée aux variations de liquidité sur le marché monétaire et aux inévitables périodes de stress. Dans ce contexte, les petites et moyennes institutions financières sont les plus vulnérables à des problèmes de liquidité et à une érosion de leur solvabilité. La gestion simultanée des risques de crédit et du durcissement des conditions de financement sera une mission extrêmement délicate. Elle est à la portée, cependant, des autorités chinoises au vu des moyens financiers dont dispose l'Etat et la banque centrale.

Les autorités disposeront néanmoins d'une marge de manœuvre étroite dans la gestion de leur politique économique, et seront à la recherche permanente du bon dosage entre resserrement des conditions de crédit et du cadre prudentiel d'une part, et soutien à l'activité et à la stabilité à court terme d'autre part. Après la vague d'enthousiasme qui a suivi la publication du programme de réformes structurelles du gouvernement en novembre 2013, le sauvetage de *China Credit Trust* en janvier 2014 a ravivé des doutes quant à la réelle volonté des autorités à discipliner le secteur financier.

En définitive, nous tablons sur un processus graduel de *tapering* du crédit et de poursuite des réformes, qui sont aussi des conditions nécessaires au maintien de la stabilité à moyen terme. Sans une solution « ordonnée » au problème du surendettement, les risques de crédit continueraient de s'accumuler dans le système financier, contraignant fortement la politique monétaire et pesant de plus en plus sur les finances publiques ; les risques de crise augmenteraient ; et les dysfonctionnements dans l'allocation du capital resteraient un obstacle au rééquilibrage des sources de la croissance envisagé par les autorités. Plus généralement, un système financier plus sain est une précondition indispensable à la poursuite du processus de libéralisation financière et d'ouverture du compte de capital.

Achévé de rédiger le 13 février 2014  
[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)



## NOTES

<sup>1</sup> Les données de « financement social », ou « social financing », publiées par le Bureau Statistique chinois recouvrent les principaux flux de financement internes bancaires et non bancaires des agents chinois.

<sup>2</sup> Le périmètre du « secteur privé non financier » utilisé ici exclut le gouvernement central mais inclut les collectivités locales via les « véhicules de financement » qui y sont affiliés.

<sup>3</sup> En Chine, le shadow banking désigne un vaste ensemble d'activités telles que : les financements inscrits au hors-bilan des banques (par ex. les acceptations bancaires non escomptées et les entrusted loans, qui sont des prêts inter-entreprises intermédiés par les banques) ; les trust loans accordés par les sociétés fiduciaires ; les indemnités des sociétés d'assurance ; et les financements de l'ensemble des autres institutions non bancaires (microfinance, circuits informels...).

<sup>4</sup> Les prêts bancaires incluent ici les prêts en monnaie locale (126 % du PIB en 2013) et les prêts en devises (13 %).

<sup>5</sup> Les statistiques officielles sur le financement social ne concernent qu'une partie du shadow banking – et qu'une partie de l'industrie fiduciaire. D'après les estimations des agences de rating Moody's et Fitch, la part « non déclarée » du shadow banking aurait représenté 25% à 30% du PIB à la fin 2012. En 2013, elle peut être estimée à environ 35% du PIB, après une progression encore rapide de l'industrie fiduciaire.

<sup>6</sup> Cf. les détails des calculs dans : « Les risques de crédit dans les pays émergents : le feu sous la cendre ? », François Faure, Conjoncture, BNP Paribas, avril 2013.

<sup>7</sup> Sur la base des calculs réalisés par Fitch, on peut estimer que le taux d'intérêt moyen payé sur la dette du SPNF a augmenté d'environ 90pb depuis 2008 pour s'approcher de 7% en 2013. Cf. « Chinese banks: Indebtedness continues to rise », septembre 2013.

<sup>8</sup> Cf. « What Has China's Lending Boom Done to Corporate Leverage? », Global Financial Stability Report, FMI, avril 2013.

<sup>9</sup> Cf. « Eclairage sur les finances publiques chinoises », Conjoncture, BNP Paribas, avril 2012.

<sup>10</sup> Les prêts aux ménages ont progressé de plus de 30% par an en moyenne sur la période 2009-2013 alors que les revenus disponibles n'ont augmenté que 13% par an. La charge de la dette des ménages s'est donc fortement accrue, mais en partant d'une base très faible.

<sup>11</sup> Estimation de Standard & Poor's dans : « Rising household debt could weigh down Asia's banks », octobre 2013.

<sup>12</sup> La classification des prêts non performants en Chine s'inspire de la pratique internationale en distinguant cinq catégories : special mention loans, past due loans, substandard, doubtful & losses. Mais seules les 3 dernières sont prises en compte dans le calcul du ratio officiel de créances douteuses, et leurs définitions sont floues, ne faisant par exemple pas de référence explicite à la norme usuelle des 90 jours pour déterminer si un prêt présente des retards de paiement ou non.

<sup>13</sup> Estimations faites à partir des données de la banque centrale dans le « China Financial Stability Report » de 2013.

<sup>14</sup> Sur la base des résultats financiers publiés par les sociétés cotées, Nicholas Borst estimait le 'ratio de créances douteuses implicite' du portefeuille « corporate » à 13% à la fin 2012, en retenant tous les prêts aux entreprises ayant des charges d'intérêts supérieures à l'EBITDA. Si cette méthode surestime par définition le ratio de créances douteuses, il annonce néanmoins clairement la tendance à venir. Cf. « China's credit boom: new risks require new reforms », Peterson Institute for International Economics, octobre 2013.

<sup>15</sup> Les institutions financières augmentent leur prise de risque parce qu'elles se savent protégées contre les risques de défaut (ici par une garantie implicite des pouvoirs publics).

<sup>16</sup> Cf. « Are credit booms in emerging markets a concern? », World Economic Outlook, FMI, avril 2004.

<sup>17</sup> Lors de la restructuration des principales banques commerciales publiques à partir de 2003, les autorités ont par exemple puisé USD80 milliards dans les réserves de changes officielles pour les recapitaliser.

<sup>18</sup> Par la window guidance, la PBOC donne des directives à une banque pour la « persuader » de réduire ou renforcer son offre de prêts, afin que la cible officielle de progression annuelle de M2 soit atteinte. La PBOC peut imposer des pénalités à une banque en cas de non-respect des directives (réserves obligatoires supplémentaires par ex.).

<sup>19</sup> Cf. « Monetary policy and bank lending in China – Evidence from loan-level data », Dong He and Honglin Wang, Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Paper n°16, octobre 2013.

<sup>20</sup> Les AMC avaient absorbé environ CNY1400 milliards de créances douteuses en 1999-2000 puis CNY1200 milliards en 2004-2005.

<sup>21</sup> Dans ce scénario, la population active doit commencer à se réduire d'ici 2016, selon les données de la Banque Mondiale, et la croissance de la productivité de la main d'œuvre ne ralentit que très progressivement grâce aux réformes structurelles.