

Chine : maîtriser l'endettement et réformer la finance

L'économie chinoise a la capacité de supporter un taux d'endettement élevé, mais elle souffre d'un excès de crédit persistant et qui s'est fortement aggravé après 2009. Au début de 2014, les autorités ont décidé d'y porter un coup d'arrêt. Elles s'attaquent en priorité aux principales sources de fragilité : les collectivités locales, le secteur immobilier, les secteurs de l'industrie lourde en surcapacité. Il leur faut aussi engager la libéralisation de la finance, car les dysfonctionnements dus à la réglementation des taux d'intérêt sont les causes profondes des déséquilibres accumulés. À ce tournant dans le développement du pays, la Chine peut compter sur l'assise politique du *leadership* réformateur au pouvoir et sur sa vision de long terme.

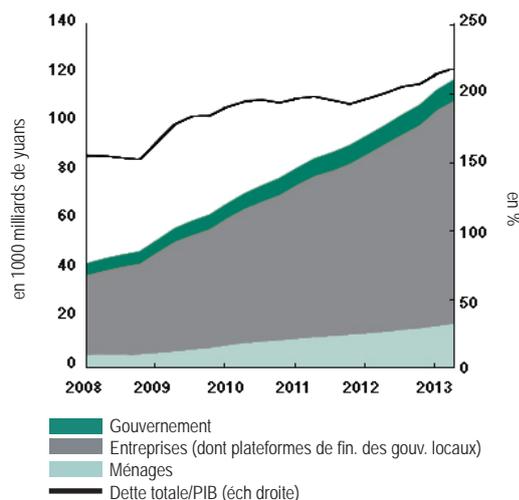
L'endettement total a beaucoup progressé en Chine à la suite du gigantesque plan de stimulation de 2009 de 4 000 milliards de yuans (environ 600 milliards de dollars de l'époque). Plus préoccupant, il a continué d'augmenter à un rythme annuel de 22 % de fin 2010 à fin 2013. La volonté des autorités de porter un coup d'arrêt au processus s'est clairement manifestée au début de 2014. Au premier trimestre, le financement social total de l'économie – la mesure la plus large du crédit à l'économie non financière – a baissé de 9 % en valeur annualisée à la suite d'une violente contraction du *shadow banking*. Au-delà de la résolution du surendettement, le gouvernement a prévu de conduire la libéralisation financière, car les dysfonctionnements dus à la réglementation des taux d'intérêt sont les causes profondes des déséquilibres accumulés. Des choix délicats sont à opérer quant au rythme et à la séquence des réformes. Des mesures précipitées risqueraient de déclencher une contraction sévère du marché de l'immobilier et un effondrement du *shadow banking*. Cela aurait pour conséquence une décélération brutale de la croissance qui mettrait en péril la résorption graduelle des capacités de production excédentaires.

■ Maîtriser l'endettement

Un bilan d'ensemble de l'endettement est disponible depuis la fin 2013. Selon la banque centrale, la dette des ménages serait de 34 % du PIB et celle des entreprises de 151 % (graphique 1). Par ailleurs un rapport de la Cour des Comptes a fait un audit complet de la dette des gouvernements locaux, y compris des garanties implicites des prêts bancaires à leurs plateformes de financement (18 %). En englobant tous les engagements contingents des collectivités locales (explicites et implicites), l'encours de dette publique s'élèverait à 56 % du PIB, dont 23 % pour le gouvernement central et 33 % pour les gouvernements locaux (tableau 1).

Une résolution ordonnée des déséquilibres financiers implique de calibrer un jeu de contraintes, d'incitations et de mises en faillite bien circonscrites pour faire fonction d'exemples, de manière à ce que les acteurs économiques adoptent des comportements plus prudents. En même temps, la réforme financière doit faire évoluer les règles du jeu. Deux types d'estimations sont nécessaires au préalable : y a-t-il surendettement global et, si oui, de quel ordre de grandeur ? Quels sont les points fragiles dans les chaînes de financement ?

Graphique 1 – Répartition de la dette des agents non financiers chinois (2008-2013)



Source : People's Bank of China (PBoC).

Endettement et excès de crédit

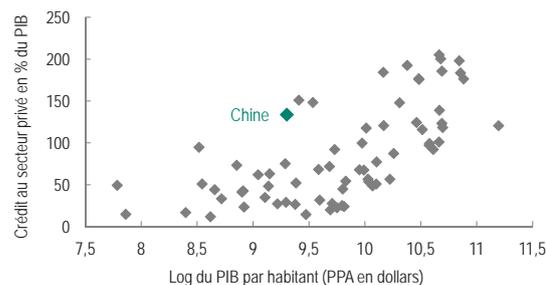
Qui dit excès du crédit privé dit écart vis-à-vis d'une plage soutenable du crédit total rapporté au PIB, ratio qui, lui-même, évolue avec le développement du pays. Dans les pays émergents, le ratio d'équilibre est, d'abord, fonction croissante du PIB par tête (graphique 2). Lorsqu'un pays entre dans la catégorie des pays à revenus intermédiaires, phase du développement caractérisée par l'expansion de la classe moyenne, le crédit progresse plus vite que le PIB pour financer l'essor de cette classe moyenne dans un mode de consommation plus diversifié. Le ratio d'équilibre est, ensuite, fonction d'autres déterminants, lesquels, en Chine, autorisent un haut niveau du crédit : le taux d'investissement y est élevé, l'inflation basse, la croissance et l'inflation connaissent une faible volatilité. En revanche, les taux d'intérêt réglementés à des niveaux très bas et les rentes qu'en tirent les gros emprunteurs, d'un côté, la qualité médiocre de la régulation prudentielle, de l'autre, tirent vers le bas le niveau de crédit soutenable. C'est pourquoi, dans le contexte de la nouvelle phase de la réforme chinoise, qui fait du développement du mode de consommation urbain une priorité¹, une meilleure régulation financière pourra élever le ratio d'équilibre du crédit. Toutefois, même si l'économie chinoise a la capacité de supporter un taux d'endettement

Tableau 1 – Composition de la dette publique chinoise (fin juin 2013)

Millions de yuans	Engagements directs	Garanties	Dettes contingentes	Total	% PIB
Gouvernement central	9 813	260	2 311	12 384	23,0
Gouvernements locaux dont :	10 886	2 666	4 339	17 891	33,2
• provinces	1 778	1 563	1 853	5 194	9,6
• préfectures	4 843	742	1 704	7 290	13,5
• districts et sous-districts	4 264	361	782	5 407	10,1
Total dette publique	20 699	2 926	6 650	30 275	56,2

Source : National Audit Office.

Graphique 2 – Crédit au secteur privé, fonction du niveau de développement (2012)



Source : Banque mondiale.

élevé, elle souffre d'un excès de crédit persistant depuis le milieu des années 1990, début de la grande phase d'expansion industrielle, excès qui s'est fortement aggravé sur 2009-2013. Une estimation de la fonction d'équilibre du ratio crédit / PIB, faite à partir d'un large échantillon de pays développés et en développement², permet de mesurer l'excès de crédit des pays. Pour la Chine, cet excès a été grandissant, de 15 % du PIB sur 1996-2000 à près de 50 % sur 2011-2013.

Mesures visant les domaines fragiles

Le gouvernement a mis en œuvre un vaste ensemble de mesures qui visent les domaines les plus fragiles : gouvernements locaux, immobilier, secteurs en surcapacité.

- La consolidation de l'endettement des gouvernements locaux a été entreprise. Le rééchelonnement des dettes des collectivités locales et la conversion en obligations des crédits bancaires qui ont été distribués par le truchement de plateformes de financement *ad hoc*, permettront de résorber les dites plateformes et de mieux ajuster les échéanciers de paiements au profil des revenus tirés des investissements d'infrastructure. Le lien avec la réforme financière est étroit : le gouvernement central veut, en effet, développer les marchés obligataires pour réduire le poids excessif des banques dans le financement de l'économie. En 2014, le ministère des Finances a prévu de permettre l'émission de 400 milliards de yuans par un programme pilote dans des provinces et des grandes villes correctement gérées. Pour les provinces les plus pauvres et pour les villes secondaires et tertiaires avec un parc immobilier surabondant, le gouvernement central devra sans doute consentir des transferts directs.

- Le marché immobilier urbain est entré dans une phase critique avec une baisse du volume des transactions et un coup de frein sur les hausses de prix dans les 70 plus grandes villes. En conséquence, la hausse des prix y a fortement ralenti (0,3 % par mois en moyenne sur le premier trimestre et 0,1 % en avril). Pour soutenir l'offre de logements à prix raisonnables, le gouvernement poursuit son programme de production de logements sociaux (200 milliards de yuans alloués en 2013 pour mettre en chantier 6,6 millions de logements sociaux) et

1. M. Aglietta & G. Bai (2014), « China's roadmap to harmonious society », CEPIL, *Policy Brief* n° 3, juin.

2. BBVA Research (2014), « Credit deepening: the healthy path », *Economic Watch EAGLES*, janvier. L'estimation porte sur 80 pays entre 1990 et 2012.

de réhabilitation des zones rurales délabrées à l'intérieur des villes (2,7 millions de logements). En même temps le gouvernement maintient ses mesures restrictives contre la spéculation. L'apport personnel requis des ménages est de 33 % de la valeur du bien pour un premier achat et de 50 % pour un second.

À moyen terme, la valeur fondamentale des logements va continuer à monter avec la forte demande provoquée par l'urbanisation et par la hausse des revenus. Pour tenir les prix du logement dans un équilibre dynamique, l'État agit sur la demande par l'imposition des gains en capital et le projet de généralisation de la taxe sur la propriété immobilière. Il agit aussi sur l'offre par la reconnaissance des droits de propriété des fermiers et le développement de marchés fonciers ruraux. Ces marchés vont stimuler des échanges favorisant à la fois le développement des villes et des campagnes : reconversion en terres agricoles du sol construit dans l'espace rural et abandonné par les migrants d'un côté, réhabilitation des friches à l'intérieur des villes pour un réaménagement de villes plus denses de l'autre.

- Les problèmes les plus aigus se trouvent dans le secteur des entreprises. D'un côté, ce sont les promoteurs immobiliers, chargés de surplus d'inventaires dans des villes petites et moyennes, vulnérables à un retournement éventuel des prix dans les grandes métropoles. La surévaluation des prix serait de 13 % environ à Pékin, 9 % à Shanghai, 8,5 % à Shenzhen, 7 % à Tianjin et 5 % à Chongqing. D'un autre côté, ce sont les entreprises des secteurs lourds liés à la construction et à l'exportation. Dans ces secteurs, plus de 25 % des sociétés cotées ont un ratio bénéfices bruts d'exploitation / intérêts payés inférieur à un. Dans l'urgence, l'ajustement des entreprises en difficulté financière peut passer par la vente d'actifs financiers négociables et par le renouvellement des emprunts. Mais ce sont des solutions temporaires, très vulnérables à une hausse des taux d'intérêt. C'est une raison pour que la réforme financière soit poursuivie de façon prudente.

Dans les secteurs en surcapacité, le gouvernement a programmé une réduction ordonnée de la taille des entreprises publiques, accompagnée d'un soutien financier conditionnel et temporaire. Les recommandations adressées aux grandes banques sont de ne pas

accorder de nouveaux crédits aux entreprises surendettées jusqu'à ce que les surcapacités aient disparu, et de rééchelonner la dette existante à l'aide de garanties du gouvernement pour les pertes sur des prêts qui se révéleraient irrédiciblement non performants. D'un point de vue plus structurel, la réduction des capacités de production excédentaires va passer par des regroupements et des consolidations d'entreprises (fusions, acquisitions, liquidations partielles) au cours desquelles des établissements industriels seront fermés.

À condition d'être accompagnées d'une extension et d'un durcissement du contrôle prudentiel, les mesures de résolution adaptées aux différents types de dettes doivent être capables de réduire le *shadow banking* (encadré). C'est le cas des trusts, alimentés en liquidités par les fonds communs de placement monétaire (*money market funds*), qui ont contourné les restrictions imposées aux banques de modérer ou stopper leurs prêts. C'est le cas aussi des sociétés de *leasing* et des prêts interentreprises (*entrusted loans*) qui ont contourné les restrictions de crédit aux secteurs en surcapacités. Toutefois ce type de contournements continuera de se produire au moyen d'« innovations financières » sans cesse renouvelées si le système financier n'est pas radicalement transformé.

■ La réforme financière : libéralisation des taux d'intérêt et régulation prudentielle

La réforme financière a commencé dès 2012 par des mesures qui ont fait connaître les intentions du nouveau *leadership* politique. Elle a progressé depuis deux ans : libéralisation des taux débiteurs des banques (juin 2013), élargissement des marges quotidiennes de fluctuation du taux de change (doublement de la marge en mars 2014), licences bancaires allouées à des investisseurs pour créer des banques privées (programme pilote dans cinq régions débutant en mars 2014), instauration de la zone de libre échange de Shanghai (septembre 2013).

Encadré 1 – Le financement social total (FST)

Le financement social total comprend un ensemble d'instruments financiers représentatifs de dettes. L'encours au 30 juin 2013 donne une idée de l'importance des différentes composantes. Il ne comprend pas les émissions d'actions, les indemnités des compagnies d'assurance ni les investissements immobiliers des institutions financières.

La taille du *shadow banking* proprement dit serait donc de 28 % du total des encours de crédit, hors financement de l'État et hors financement privé et financement extérieur, mais y compris les plateformes de financement des gouvernements locaux.

Encours du financement social total au 30 juin 2013

Composantes	Caractéristiques	Milliards de yuans	% du FST
Crédit bancaire en RMB	Prêts des banques aux entreprises et aux ménages	70 445	72,0
Prêts en devises	Crédits en devises des banques résidentes aux entreprises et ménages	5 456	5,3
<i>Entrusted loans</i>	Prêts entre ENF avec garanties de bonne fin des banques	6 863	6,7
<i>Trust loans</i>	Prêts aux ENF par des sociétés fiduciaires	4 364	4,2
Acceptations bancaires non escomptées	Effets de commerce dont les banques acceptent l'ultime responsabilité du paiement au créancier	6 651	6,5
Financement obligataire	Obligations émises par les entreprises non financières	8 577	5,3
Financement social total (FST)		190 % du PIB	102 357
Dettes non incluses dans le FST :			
• Financement privé	Tontines, prêts sur gage,...	4 86	
• Dettes externes ENF	Obligations domestiques et dette externes	2 851	
• Dette gouvernement		8 663	
Total général		219 % du PIB	117 957

Source : People's Bank of China (PBoC).

La politique adoptée vise à contourner les intérêts puissants des grandes banques et des grandes entreprises publiques qui ont tiré des bénéfices énormes des distorsions de taux d'intérêt (répression financière). Les dysfonctionnements à éradiquer sont de quatre ordres : les barrières à l'entrée qui empêchent la concurrence dans le secteur bancaire ; les taux d'intérêt administrés qui protègent les profits bancaires ; le sous-développement des marchés de titres ; la rigidité du taux de change et les restrictions des mouvements de capitaux internationaux.

Réforme financière et réorientation de la croissance

La réforme financière *stricto sensu* – libéralisation des taux d'intérêt bancaires, assurance des dépôts et contrôle prudentiel associé, développement des marchés obligataires – ne sera pleinement efficace qu'englobée dans une planification stratégique plus large pour réorienter la croissance. Le pivot en est la réforme des droits d'usage sur la terre garantis aux fermiers, l'établissement d'un marché du sol rural et les droits d'accès des migrants aux services sociaux urbains. Pour être capables de les financer, les gouvernements locaux doivent pouvoir disposer des ressources fiscales nécessaires ; ce qui implique à la fois des ressources nouvelles (impôt sur la propriété immobilière) et un partage de la ressource fiscale nationale, ancré dans la constitution et fondé sur des critères objectifs. Sur une base fiscale solide, il est possible de soumettre les gouvernements locaux à une contrainte budgétaire limitant strictement l'emprunt obligataire aux dépenses d'investissements validées par la Commission nationale de développement et de réforme.

Un marché obligataire des titres publics large et profond pourrait ainsi se développer avec de nombreuses conséquences positives. En fournissant, en dehors des banques, une évaluation collective du risque, les marchés aident à une meilleure dissémination du risque. Conjointement, la formation d'une courbe des taux publics s'étendant au long terme fournit la référence sur laquelle se définissent les *spreads* de crédit pour l'émission d'obligations d'entreprises. L'amélioration de l'information microéconomique fournie par les marchés est un atout à la fois pour les allocations d'actifs des investisseurs institutionnels et pour la transmission de la politique monétaire. Des investisseurs institutionnels devenant aptes à fournir aux ménages des portefeuilles financiers diversifiés vont alléger la pression sur l'immobilier découlant du fait que c'est, encore en Chine, le seul actif à long terme capable

de produire des gains en capital. Enfin, après que les marchés auront contribué à réduire le surendettement et après une période assez longue pour tester la qualité de leur régulation, le gouvernement pourra s'appuyer sur les marchés financiers domestiques pour étendre l'ouverture internationale des opérations en capital. Une pleine convertibilité du yuan autour de 2020 est dès lors envisageable.

Réforme bancaire les écueils à éviter

Reste le cœur de la transformation du système financier : la réforme bancaire. Le gouvernement est conscient des chausse-trappes à éviter dans la libéralisation des taux d'intérêt bancaires, car informé des mésaventures des pays occidentaux (États-Unis, Royaume-Uni, pays scandinaves) lorsqu'ils ont brutalement exposé les banques à ce *big bang*. Le danger se trouve dans une variation rapide des taux d'intérêt créditeurs subie par des banques habituées à des taux administrés. Si les taux de marché s'élèvent plus vite que les taux des dépôts, les fonds communs de placement monétaire prolifèrent en dehors du système bancaire et provoquent l'hémorragie des dépôts par désintermédiation. Si les banques réagissent en surenchérissant pour attirer les dépôts, elles sont condamnées à prendre trop de risques sur leurs prêts et placements. C'est pourquoi l'assurance des dépôts, financée par les banques par des cotisations indexées sur les risques qu'elles prennent, est un préalable indispensable. Corrélativement, la commission de régulation des banques doit avoir le pouvoir légal de commander des résolutions de faillites bancaires avec des ressources suffisantes pour engager les restructurations nécessaires.

Les bureaucrates locaux et les cadres dirigeants des grandes banques et des entreprises publiques ont tissé des arrangements croisés leur assurant des rentes financières prélevées sur l'économie que la haute croissance rendait supportables. Ces dysfonctionnements deviennent incompatibles avec la nouvelle phase de la réforme. En Chine comme ailleurs, ces lobbies vont se battre pour conserver leurs avantages. À ce tournant dans le développement du pays, la Chine peut compter pour surmonter l'obstacle sur l'assise politique du *leadership* réformateur au pouvoir et sur la vision à long terme de ses objectifs.

Michel Aglietta
michel.aglietta@cepii.fr

La Lettre du

CEPII

© CEPII, PARIS, 2014

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

Tél. : 01 53 68 55 23

www.cepii.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier & Sophie Pilon

REALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
Direction de l'information légale
et administrative (DILA)
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

Juin 2014
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

