

LE SYSTÈME FINANCIER CHINOIS : UN DÉVELOPPEMENT DIFFICILE À MAÎTRISER

ANTON BRENDER*
FLORENCE PISANI**

Il y a maintenant presque vingt ans, l'Asie était ébranlée par une violente crise. Les unes après les autres, les économies émergentes de la région virent leurs systèmes financiers et leurs devises s'effondrer. La tourmente allait toutefois épargner la République populaire de Chine. À la différence des économies émergentes voisines, elle ne s'était pas ouverte aux mouvements internationaux de capitaux et son système financier n'avait pas été libéralisé. En maintenant leur monnaie stable face au dollar, alors même que les autres devises asiatiques dévaluaient massivement, les autorités chinoises contribuèrent de manière décisive au retour au calme dans la région. Les choses ont aujourd'hui profondément changé : la peur d'une baisse du yuan et d'un effondrement du système financier chinois hante régulièrement les marchés et inquiète les autorités internationales. Comment ce retournement a-t-il été possible ? L'explication est relativement simple : la rusticité du système financier chinois, hier facteur de stabilité, est devenue source de fragilité. Entre-temps il est vrai, la taille des flux dont ce système assure la circulation a fortement progressé : au milieu de l'actuelle décennie, le montant des placements qui s'y effectuaient était identique à ce que les résidents américains plaçaient auprès de leur système financier (il était dix fois plus faible au début des années 2000 !).

109

* Économiste, Candriam ; professeur associé honoraire, université Paris-Dauphine (Paris IX).
Contact : anton.brender@candriam.com.

** Économiste, Candriam ; enseignante, université Paris-Dauphine (Paris IX).
Contact : florence.pisani@candriam.com.

LES MARQUES DU PASSÉ

Pour comprendre les particularités du système financier chinois actuel, il faut revenir à son origine : la monobanque caractéristique des économies planifiées de type soviétique. La Banque populaire de Chine, créée en 1948, avait adopté le modèle de la Gosbank, la banque d'État de l'URSS. Son rôle était essentiellement de mettre à disposition de l'économie les moyens de paiement nécessaires à la réalisation du Plan. Pour ce faire, elle gérait deux circuits monétaires distincts, l'un pour la monnaie scripturale, l'autre pour les billets. Les opérations entre entreprises étaient réglées en monnaie scripturale : dans la mesure où ces opérations étaient conformes au Plan, la banque d'État effectuait des transferts d'un compte à un autre dans ses livres. Par ailleurs, les entreprises et les administrations recevaient de cette dernière les billets qui, conformément au Plan encore une fois, étaient nécessaires au paiement de leurs salariés. Ces billets revenaient ensuite à la banque d'État soit indirectement par le biais des réseaux de vente au détail, soit directement sous forme de dépôts d'épargne.

La réforme du système de gestion de l'économie, engagée à la fin des années 1970, a conduit, en 1983, à l'éclatement de la banque d'État en unités distinctes : une banque centrale, la Banque populaire de Chine, en charge de la mise en œuvre de la politique monétaire et de la supervision bancaire, et quatre banques commerciales, issues de la transformation en entités autonomes de départements de la banque d'État et spécialisées respectivement dans le financement de l'agriculture (Agricultural Bank of China), de l'industrie et du commerce (Industrial and Commercial Bank of China), de la construction et de l'investissement (Construction Bank of China) et du commerce extérieur (Bank of China). Ces banques « historiques », auxquelles est venue s'ajouter la Communication Bank of China, sont encore aujourd'hui au centre du système : à elles seules, elles représentaient toujours au début des années 2010 près de la moitié du bilan des banques domestiques. Détenu d'abord entièrement par l'État, leur capital a ensuite été partiellement ouvert au privé. Se sont ajoutées progressivement, à partir de la fin des années 1980, une douzaine de banques « privées » dans lesquelles l'État détient une participation minoritaire et trois banques publiques – les *policy banks* – chargées d'appuyer la stratégie de développement du gouvernement : l'Agricultural Development Bank of China, l'Export-Import Bank of China et la Development Bank of China. Autour de cet ensemble d'unités de taille significative gravitent enfin une multitude de banques et de coopératives d'importance régionale ou purement locale.

Les traces du passé ne se lisent pas seulement dans cette charpente du système financier. L'absence d'investisseurs institutionnels, caractéristique elle aussi des économies socialistes, explique le rôle toujours faible en Chine des marchés financiers et l'étroitesse du menu d'actifs (essentiellement des dépôts) qui, aujourd'hui encore, servent de support à l'essentiel des placements. Surtout, beaucoup de pratiques restent empruntées à l'économie administrée voire au système soviétique. Ainsi le rôle des contraintes quantitatives dans la conduite de la politique monétaire est beaucoup plus important que celui des taux de marché : la palette d'instruments utilisés par la banque centrale est très large et lui permet d'encadrer la distribution de crédits par les banques – son volume comme son allocation – et de peser aussi bien sur les taux auxquels elles rémunèrent les dépôts que sur ceux auxquels elles prêtent¹. Leurs profits sont donc largement influencés par les décisions de la banque centrale. Ce pilotage « administratif » du crédit bancaire se double d'un pilotage, politique celui-là, lié au rôle que le Parti communiste chinois a conservé dans l'ensemble des entreprises chinoises. Les postes les plus élevés de la hiérarchie bancaire continuent, quel que soit le statut de l'établissement, de figurer dans la « nomenclature » du Parti. Ce dernier nomme donc ceux qui les occupent : pour avancer dans leur carrière, qui se déroule aussi bien dans le « privé » que dans l'administration, les dirigeants des banques ont fortement intérêt à suivre la ligne fixée par le gouvernement.

111

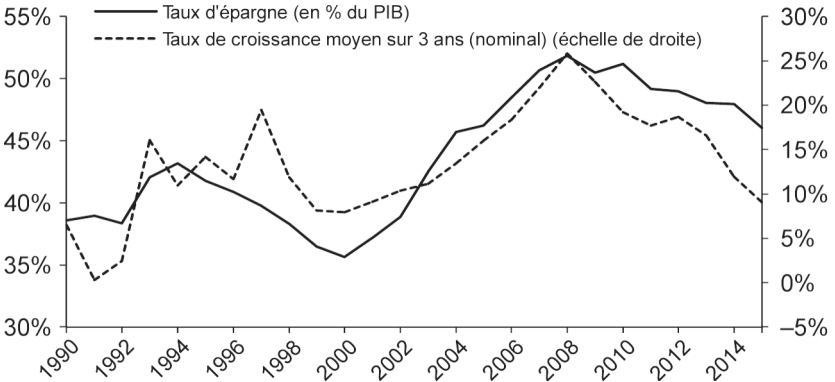
Ces pratiques ont une conséquence importante : dans la mesure où les décisions de prêt sont largement influencées par une volonté politique et les conditions de crédit fixées de manière administrative, les risques pris ont peu de chance d'être correctement évalués et rémunérés. Malgré l'évolution apparente de son organisation et de ses modalités de gestion, le fonctionnement du système bancaire chinois continue d'être, pour sa plus grande part, sous la responsabilité ultime de l'État et les financements que ce système distribue privilégient largement ceux qui bénéficient, implicitement au moins, de sa garantie.

LA PRESSION D'UNE ÉPARGNE MASSIVE

Pour comprendre les forces qui ont fait évoluer le système financier chinois depuis le début des années 2000, il faut partir de l'importance de l'épargne qui s'y est accumulée : voisin de 35 % du produit intérieur brut (PIB) pendant les années 1980, le taux d'épargne monte fortement dans la première moitié des années 2000 pour dépasser 50 % en 2008. Cette hausse de plus de quinze points tient pour moitié au comportement des agents privés, pour moitié à celui de l'État : le taux d'épargne des ménages est monté de 3 points, celui des entreprises de près de 5 points et celui du gouvernement de plus de 7 points. Pour une

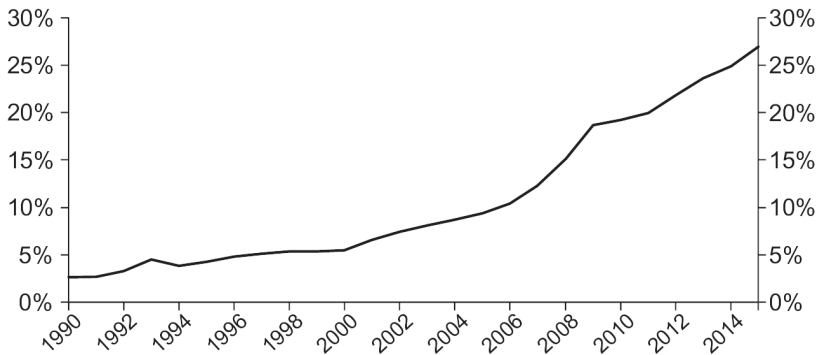
part au moins, cette progression du taux d'épargne chinois s'explique par l'accélération de la croissance économique. Plusieurs études (Bosworth, 1993 ; Loayza *et al.*, 2000) ont mis en évidence un lien de causalité entre croissance et épargne : lorsque les revenus progressent rapidement, les dépenses ne s'ajustent que lentement et le taux d'épargne monte d'autant plus que la croissance est soutenue (cf. graphiques 1 et 2). Compte tenu de la taille de l'économie, la masse d'épargne qui se dégage en Chine est désormais impressionnante : rapportée à l'épargne brute mondiale, elle est passée de 5 % au milieu des années 1990 à 15 % en 2008 et près de 30 % en 2015.

Graphique 1
Taux d'épargne et croissance



Sources : Thomson Datastream ; Fonds monétaire international (FMI).

Graphique 2
Part de la Chine dans l'épargne brute mondiale



Sources : Thomson Datastream ; FMI.

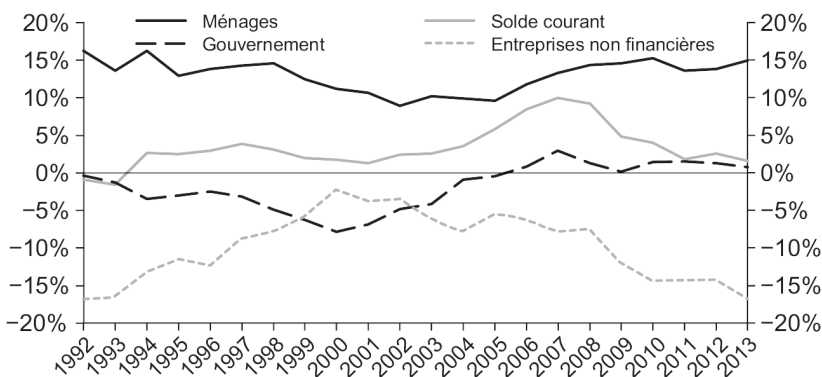
Cette accumulation d'épargne pose au système financier un problème parfois négligé : dans la mesure où elle n'est pas totalement investie par ceux qui la dégagent, l'épargne doit avoir été mise à disposition d'agents qui investissent en s'endettant, faute de quoi la progression du revenu ralentira. L'épargne effectivement dégagée s'ajustera ainsi à l'investissement et donc aussi à l'endettement réalisés. Pour une économie qui épargne beaucoup, croître rapidement est donc un véritable défi : il faut en permanence trouver des emprunteurs prêts à dépenser une partie de l'épargne qu'elle génère. Jusqu'au milieu des années 2000, ce défi a été relevé de manière originale. Globalisation commerciale et financière aidant, la Chine a pu accroître massivement son excédent commercial et exporter son « trop-plein » d'épargne. Ce « trop-plein » a financé des investissements – et un endettement – du reste du monde (Brender et Pisani, 2007). Pour permettre à la Chine d'exporter durablement de l'épargne, sa banque centrale a toutefois dû intervenir sur son marché des changes pour contrer, en partie au moins, les forces qui auraient sinon poussé à une appréciation continue de sa monnaie et réduit, voire fait disparaître son excédent commercial : elle a acheté, de début 2000 à la fin de 2006, pour près de 1 000 Md\$ de devises étrangères. Par nature, cette accumulation de réserves impliquait une hausse massive du passif de son bilan. Pour garder le contrôle de l'évolution du crédit domestique, la banque centrale a stérilisé l'essentiel de l'émission monétaire qui en est résultée : elle a d'abord eu recours à l'émission, dès 2003, de bons de stérilisation, acquis par les banques commerciales, puis à partir de 2006², à l'ajustement régulier du taux de leurs réserves obligatoires. Ces réserves étant peu rémunérées, la banque centrale a ainsi fait porter aux banques le coût de la stérilisation.

113

Pendant la plus grande partie des années 2000, le trop-plein d'épargne chinois a ainsi été « canalisé » vers le reste du monde par le système financier globalisé, et le défi posé par l'abondance de l'épargne chinoise à un système financier domestique encore très fruste est resté masqué. La crise de la finance globalisée va toutefois le mettre brutalement en lumière. Faute de pouvoir continuer d'exporter largement son épargne, la Chine a dû, pour éviter de voir sa croissance étouffée, l'absorber presque en totalité chez elle : les canaux financiers dont elle était dotée ont été fortement sollicités en même temps que d'autres se sont, dans l'urgence, mis en place. À côté des prêts bancaires accordés aux entreprises industrielles, le plus souvent d'État, d'autres ont financé un énorme effort d'investissement résidentiel et d'infrastructures. À la fin de 2008, le gouvernement chinois a ainsi lancé un vaste programme de soutien de la demande via notamment des investissements en infrastructures. Ces investissements, faits par les collectivités locales, vont se

traduire par une montée de l'endettement des entreprises d'une nature particulière. L'État central collectant l'essentiel des recettes fiscales depuis 1994 (la totalité de la TVA, 60 % de l'impôt sur les ménages, etc.), les ressources des collectivités locales sont en effet réduites (Lu et Sun, 2013) et jusqu'en 2015 au moins, le recours à l'emprunt leur était interdit. Pour financer leurs dépenses d'investissement, les collectivités locales ont donc créé des véhicules *ad hoc* (*local government financial vehicles*), ayant le statut d'entreprises d'État. Bénéficiant de la garantie au moins implicite des collectivités locales³, ces véhicules ont eu peu de mal à lever des fonds auprès des banques. Confrontée à une réduction de son excédent courant (il baisse de quelque 8 points de PIB entre 2008 et 2013), la Chine a ainsi mené une politique de soutien à l'investissement qui, dans tous les secteurs, a creusé le besoin de financement des entreprises (cf. graphique 3) et fait progresser leur endettement.

Graphique 3
Capacités ou besoins de financement par agent
(en % du PIB)



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ; National Bureau of Statistics ; Fonds monétaire international (FMI).

L'explosion du crédit qui accompagne cette politique a fait éclater le cadre du système bancaire traditionnel. Les règles de prudence imposées par les autorités (contrôle du volume de crédits, limite de 75 % du rapport entre prêts et dépôts, ratios de réserves obligatoires élevés, etc.) et les pratiques en place n'auraient pas pu permettre au volume des crédits de s'accroître à hauteur de la masse d'épargne qui s'accumulait : entre 2010 et 2015, l'accroissement de l'encours des prêts au bilan des banques, fortement biaisé d'ailleurs en faveur des entreprises d'État, ne va plus représenter qu'environ la moitié des financements accordés, contre la quasi-totalité jusqu'en 2006. Pendant ces années, le rôle des

marchés, alternative possible aux banques pour le financement des entreprises, est toutefois resté relativement réduit. À la fin de 2015, l'encours obligataire représentait certes 70 % du PIB, mais il s'agissait surtout de titres émis par le secteur public – l'État central, les collectivités locales (depuis 2015) et les *policy banks* – et détenus, pour l'essentiel, par des banques ! La place des titres d'entreprises pouvait sembler significative (30 % de l'encours en 2015, contre moins de 2 % en 2000), mais on y trouve principalement les émissions des véhicules *ad hoc* des collectivités locales et celles de grandes entreprises dépendant de l'État central ou de collectivités locales : les obligations « privées », bien qu'en progression rapide, représentaient moins de 15 % de l'encours d'obligations d'entreprises (Lin et Milhaupt, 2016).

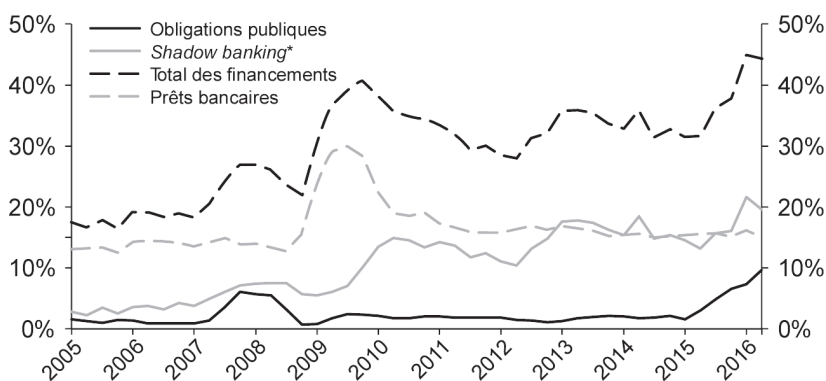
LE DÉVELOPPEMENT D'UN SHADOW BANKING

Depuis 2008, une part croissante des financements ont ainsi été accordés en dehors du marché obligataire et du système bancaire traditionnel. Le premier étant embryonnaire et les capacités de prêt du second fortement contraintes, un *shadow banking* est devenu la « soupe » permettant de générer, en Chine cette fois, la quasi-totalité de l'endettement nécessaire pour absorber l'épargne qui s'y accumule. L'intervention de ce *shadow banking* était d'autant plus indispensable que l'épargne chinoise est, pour sa plus grande part, dans les mains d'agents peu enclins à prendre des risques (et auxquels le menu d'actifs proposé par le système traditionnel a d'ailleurs longtemps offert peu de possibilités de le faire). L'apparition de nouveaux canaux de financement a ainsi été une réponse aussi bien aux besoins d'emprunteurs par nature plus risqués que les entreprises d'État – des petites entreprises, des promoteurs immobiliers, etc. –, qui autrement n'auraient pu se financer, qu'à ceux d'investisseurs – riches particuliers ou entreprises – à la recherche de placements plus rémunérateurs que les dépôts bancaires. Le *shadow banking* a permis aussi à ceux qui empruntaient à relativement court terme aux banques pour financer des investissements de traverser les phases de restriction du crédit bancaire qui mettaient régulièrement leur trésorerie en difficulté.

Le système alternatif qui s'est développé a pris en charge, à l'instar des banques mais avec des fonds propres bien moindres, une masse de risques financiers toujours plus grande. Les estimations de sa taille varient notamment avec la définition que l'on en donne, mais aussi parce que la frontière entre le système bancaire traditionnel et le *shadow banking* est plus imprécise qu'il n'y paraît : les banques sont à l'origine de beaucoup des *conduits* qui composent le système alternatif. Le montant des ressources qu'il a mobilisées approcherait, à la fin de 2015,

80 % du PIB selon Moody's (cf. graphiques 4 et 5). Les banques trouvent en outre auprès de ce système alternatif une part de plus en plus significative de leurs ressources avec pour conséquence un accroissement sensible du risque de liquidité.

Graphique 4
Flux de financements domestiques (en % du PIB)

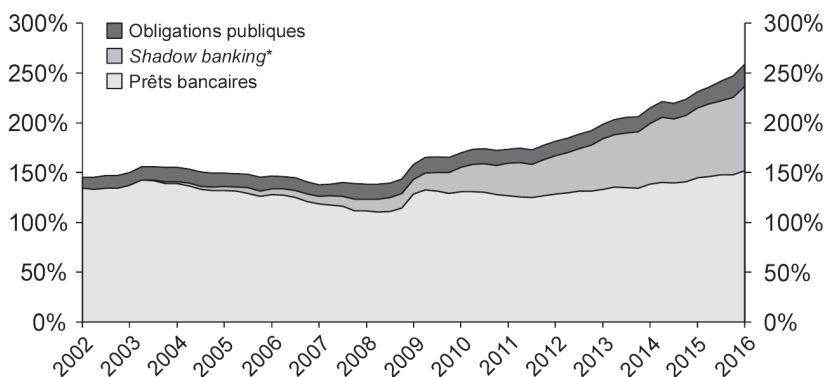


* Le *shadow banking* comprend ici outre les *trust loans*, les *entrusted loans*, les *undiscounted Bankers' acceptance bills* et les *corporate bonds*, une estimation des *investment receivables* (essentiellement des prêts, mais structurés pour ne pas être comptabilisés comme tels) au bilan surtout de banques régionales de petite ou moyenne taille.

116

Sources : Thomson Datastream ; People's Bank of China ; calculs des auteurs.

Graphique 5
Encours des financements domestiques (en % du PIB)



* Voir note du graphique 4.

Sources : Thomson Datastream ; People's Bank of China ; calculs des auteurs.

L'activité de ce *shadow banking* passe principalement par trois grands types d'agents ou d'opérations :

– des sociétés fiduciaires (*trust companies*) qui ont notamment contribué à financer des opérations de promotion immobilière ou des

entreprises en situation manifeste de surcapacité (acier, chantiers navals, etc.). Faute de pouvoir créer des dépôts, elles doivent attirer ceux d'épargnants aisés par la promesse de rendements élevés. Elles disposent d'une licence qui leur permet d'investir à la fois sur le marché monétaire, les marchés de capitaux et dans des actifs non cotés (prêts, actions non cotées, etc.), ce qu'une licence bancaire n'autorise pas à faire. Sur les 68 *trust companies*, 90 % sont, plus ou moins directement, dans les mains de l'État ;

- des prêts pour compte de tiers (*entrusted loans*), montés « hors bilan » par des banques. Ces opérations ont permis de mobiliser les excédents de trésorerie accumulés, en Chine comme ailleurs, par les entreprises : par ce biais, ces dernières ont pu prêter leur épargne excédentaire initialement à l'intérieur d'un même groupe (entre maison mère et filiales⁴), puis plus récemment à d'autres qui n'avaient pas ou plus accès au crédit bancaire traditionnel ;

- des traites d'entreprises garanties par une banque (*bankers' acceptance bills*). Elles présentent des avantages qui ne sont pas négligeables : tant que la banque n'a pas escompté ces traites, elles ne figurent pas à son bilan ; la banque garante perçoit non seulement une commission, mais aussi exige souvent que l'entreprise dépose dans ses livres une partie (parfois 50 %) du montant de la traite.

Ce système bancaire alternatif a permis, depuis 2008, de mobiliser une partie du potentiel d'épargne chinois pour financer l'investissement de petites entreprises ou la construction d'infrastructures publiques, pilier de la politique gouvernementale de soutien de la demande intérieure. Sa croissance rapide ne peut bien sûr qu'inquiéter. Les produits de placements, par exemple, qui y sont fabriqués – les *wealth management products* – ont souvent une maturité très courte – inférieure à six mois –, mais sont généralement investis dans des actifs plus longs et moins liquides. Plus ce système grossit et plus il devient vulnérable à un changement de perception du risque par les investisseurs. Conscientes de ces dangers, les autorités tentent en permanence d'en contrôler le développement. Le gouvernement a ainsi, en octobre 2014, interdit la création de nouveaux conduits pour le financement des collectivités locales. Il a également amendé, pour la première fois depuis vingt ans, la loi budgétaire et autorisé les provinces à émettre des obligations. Il a enfin mis en place un programme de *swaps* de dette (afin de réduire le risque de liquidité porté par les véhicules hors bilans, mais aussi pour alléger le coût de financement des collectivités locales et allonger la maturité de leur dette). De même, en janvier 2015, les autorités ont pris des mesures pour contrôler le développement des prêts pour compte de tiers, interdisant notamment aux prêteurs les opérations de « réaffectation

de prêts » (c'est-à-dire l'utilisation d'un prêt bancaire pour financer un autre prêt) et aux emprunteurs d'utiliser les fonds levés pour investir dans des actifs financiers (actions, *wealth management products*, etc.).

Depuis 2008, le *shadow banking* chinois connaît ainsi des transformations constantes, de nouvelles formes de financement prenant le relais des plus anciennes au gré des évolutions réglementaires. Les *investment receivables* – des prêts bancaires « déguisés » dont le risque est masqué, la charge en capital réduite (25 %, contre 100 % pour les prêts ordinaires) et qui ne donnent pas lieu à provisions – se développent rapidement et représentent une part de plus en plus grande du *shadow banking*. De même, alors que la China Banking Regulatory Commission a récemment durci la réglementation sur les *trusts*, la China Securities Regulatory Commission a, quant à elle, encouragé le développement de véhicules *ad hoc* créés par des sociétés de courtage ou des filiales de sociétés de gestion : ces véhicules investissent souvent dans des actifs plus risqués encore que ne le font les *trusts* (Tao et Deng, 2015). La croissance spectaculaire des fonds investis via la plateforme internet Yuebao lancée en juin 2013 par le géant chinois Alibaba en donne un bon exemple : les sommes collectées allaient dans un fonds monétaire qui offrait au début de 2014 un rendement de 5,8 %, très supérieur au taux de rémunération des dépôts fixé par la banque centrale (0,35 %) et même à celui des dépôts d'épargne à un an (3 %). Le gouvernement a d'abord été favorable à ces plateformes dans l'espoir qu'elles améliorent l'accès au financement des PME, via notamment le développement de prêts participatifs (leur montant reste faible – une centaine de milliards de dollars à la fin de 2015 –, mais progresse rapidement). Leur nombre croissant et les problèmes de plusieurs d'entre elles ont conduit, au début de 2016, à commencer à les réguler.

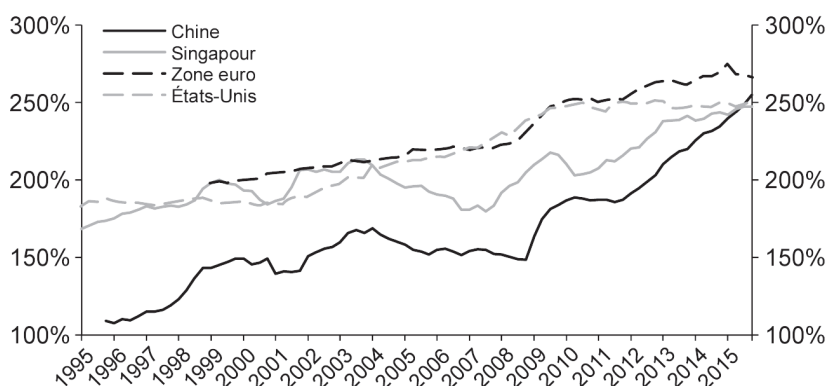
118

LA MENACE D'UN EFFONDREMENT FINANCIER ?

La vitesse à laquelle l'endettement des agents non financiers a augmenté en Chine depuis la grande crise financière peut inquiéter autant que le développement du *shadow banking* : proche de 150 % du PIB entre 1998 et 2008, il dépassait 250 % à la fin de 2015 (cf. graphique 6 *infra*). Ce taux d'endettement est désormais comparable à celui d'économies – zone euro, États-Unis, Singapour, etc. – de niveaux de développement nettement plus élevés. Sa progression spectaculaire depuis 2008 s'explique d'abord par le ralentissement de la croissance nominale. Jusque-là, son accélération avait permis de stabiliser le poids de l'endettement des agents privés malgré la hausse du taux d'épargne domestique. Cette hausse s'était en effet accompagnée de

celle des capacités de financement et appelait des besoins de financement – et donc un endettement – eux aussi plus élevés. La réduction de l'excédent extérieur est venue s'ajouter à la décélération de la croissance nominale pour faire monter, à partir de 2008, le poids de l'endettement domestique : cette réduction de l'excédent extérieur a été compensée, on l'a vu, par un besoin de financement encore accru des entreprises (cf. graphique 3 *supra*), d'où une progression encore plus rapide de leur endettement. Une dernière évolution a également agi : les taux de placements des agents privés, ceux des entreprises en particulier, sont montés (cf. graphique 7 *infra*), d'où la nécessité de flux d'emprunts plus importants pour un même besoin de financement. La situation toujours plus polarisée des entreprises d'État l'explique pour une part : certaines, très rentables, ont des profits qui dépassent largement leurs besoins d'investissements, tandis que d'autres, en perte, empruntent pour couvrir leurs déficits d'exploitation.

Graphique 6
Poids de la dette des agents non financiers (en % du PIB)

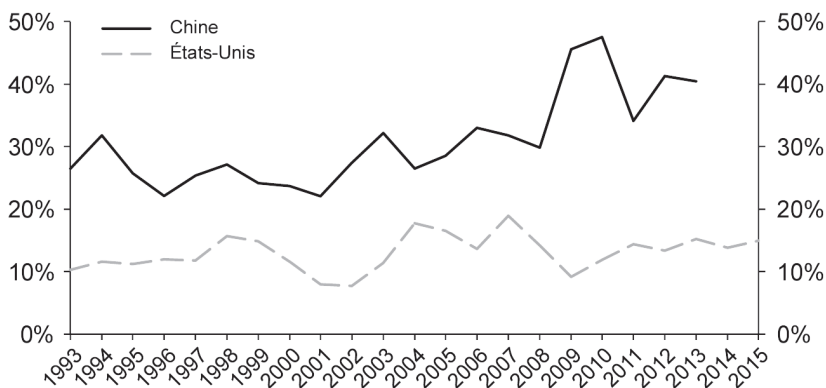


Sources : Thomson Datastream ; National Bureau of Statistics ; calculs des auteurs.

La hausse continue de l'endettement des agents privés chinois a ainsi fourni une contrepartie à l'accumulation toujours plus importante de placements auprès du système financier chinois⁵. Un calcul simple permet d'illustrer les conséquences de cette accumulation de placements sur l'évolution du poids de la dette dans une économie dont la croissance nominale décélère de façon marquée : avec un flux de placements stables à 25 % du PIB et une croissance nominale de près de 20 % (rythme observé entre 2003 et 2008), le poids des placements qui s'accumulent – et donc aussi celui de l'endettement – reste à peu près stable. Si maintenant le flux de placements passe à 35 % du PIB et que la croissance nominale tombe à 11 % (rythme observé entre 2010 et 2015), le poids des placements atteint 300 % du PIB en

dix ans pour se stabiliser un peu au-dessus de... 350 % du PIB au bout d'une vingtaine d'années. L'évolution, on le voit, n'est pas sans rapport avec celle observée en Chine depuis 2008.

Graphique 7
Flux de placements des agents non financiers (en % du PIB)



Sources : Thomson Datastream ; National Bureau of Statistics ; calculs des auteurs.

120

Que la montée rapide de l'endettement privé en Chine s'explique par la volonté des autorités de soutenir une croissance en permanence freinée par l'accumulation de dépôts auprès de son système financier ne retire bien sûr rien à son caractère inquiétant : distribuer rapidement une masse importante de crédits conduit fatalement à de mauvais prêts. La probabilité qu'il en aille autrement en Chine est d'autant plus faible que le système financier continue d'être, on l'a vu, soumis à une influence politique forte. Pour un responsable local du Parti, l'activité économique et la stabilité sociale passeront toujours avant la stabilité financière ! À cet égard, la solidité du système bancaire traditionnel soulève au moins autant d'interrogations que celle du *shadow banking* : si officiellement le taux de créances douteuses des banques était d'à peine 1,75 % au début de 2016, le FMI estimait à 15 % le montant des prêts à risque aux entreprises et à 7 % du PIB les pertes potentielles. Les risques qui en résultent doivent bien sûr être relativisés : une partie de l'endettement qui s'est accumulé est un endettement « public », constitué de dettes de grandes entreprises d'État ou de collectivités locales. Quant aux banques, elles ont aussi, pour une large part, l'État comme actionnaire. Ce dernier est toutefois relativement peu endetté, au niveau central comme au niveau provincial. Il dispose en outre d'un important stock de réserves de change. Surtout, les perspectives de croissance de l'économie chinoise étant encore élevées, sa capacité d'endettement est loin d'être saturée. Face à la menace d'une crise financière, l'État, garant implicite de la pérennité du système financier, est largement capable d'absorber les

pertes liées à la politique de soutien de l'activité qu'il a menée. La présence quotidienne de la banque centrale, comme celle des grandes banques d'État, sur un marché monétaire dont le rôle est toujours plus grand, lui donne en principe aussi les moyens d'enrayer le développement d'une crise de liquidité. Si le risque d'accidents est réel, celui d'un effondrement financier semble donc faible.

À terme, les risques les plus préoccupants pourraient être ceux qui résultent d'une mauvaise allocation durable des ressources que le système financier chinois mobilise. De ce point de vue, créer de nouveaux canaux de financement, allant vers des agents dont les besoins sont peu ou mal satisfaits, est devenu une priorité du gouvernement. Développer le rôle du marché obligataire dans le financement des grandes entreprises pourrait ainsi permettre de réorienter le crédit bancaire vers les plus petites, celles du secteur des services en particulier. Les leçons de l'expérience japonaise incitent toutefois à la prudence. La libéralisation du marché obligataire au milieu des années 1980 s'est en effet traduite par une croissance très rapide des émissions des grandes entreprises : elles ont pu lever des fonds à faible coût pour rembourser leurs crédits bancaires. Perdant leurs meilleurs emprunteurs, les banques se sont tournées vers les petites entreprises, les particuliers et les promoteurs immobiliers. La compétition qui s'est alors engagée entre elles s'est accompagnée d'une détérioration sensible de leurs standards de crédit, d'autant plus qu'elles ne disposaient, comme c'est aussi le cas aujourd'hui en Chine, d'aucun recul pour apprécier le risque de ces nouveaux emprunteurs.

Mieux répondre aux besoins des ménages désireux d'accéder à la propriété est un autre axe de développement. L'encours de crédits hypothécaires reste en effet relativement faible et, pour réduire les achats spéculatifs, le montant de l'apport personnel exigé est nettement plus élevé qu'ailleurs (supérieur à 50 % du prix du logement). Le développement du recours au crédit hypothécaire permettrait en outre aux mouvements de taux d'intérêt d'avoir plus de prise sur l'économie réelle (Brender et Pisani, 2015) et à la banque centrale de moins s'appuyer sur les contraintes administratives pour réguler l'activité. Développer enfin des canaux qui achemineraient le trop-plein d'épargne chinois vers d'autres pays où les besoins d'investissements sont importants – à l'instar de la Banque asiatique d'investissement pour les infrastructures (Asian Infrastructure Investment Bank – AIIB) créée à l'initiative de la Chine – est un moyen de ralentir la montée de l'endettement des agents domestiques tout en allouant l'épargne chinoise à des investissements qui devraient contribuer à accroître sinon directement le potentiel de croissance chinois du moins celui de ses partenaires économiques.

NOTES

1. En juillet 2013, la banque centrale a supprimé le taux plancher sur les taux prêteurs et en octobre 2015, le taux plafond de rémunération des dépôts. Les entreprises d'État et les collectivités locales continuent néanmoins d'emprunter au taux (préférentiel) de référence donné par la banque centrale pour « guider » les banques.
2. La Chine va continuer d'accumuler des réserves de change jusqu'en 2014 (le stock passant d'un peu plus de 1 000 Md\$ à la fin de 2006 à près de 4 000 Md\$ au milieu de 2014).
3. Les banques ont accordé d'autant plus facilement des prêts que les collectivités locales disposaient d'un collatéral de valeur : les terrains apportés en garantie.
4. Depuis 2015, la banque centrale n'inclut plus ces opérations de gestion de la trésorerie dans les prêts pour comptes de tiers et ne retient que les prêts entre entreprises, ceux qui augmentent effectivement le crédit à l'économie réelle.
5. Si le taux de placements des agents non financiers est constant et que l'on cumule les flux de placements, le stock accumulé convergera vers $w = s(1 + g)/g$ avec g taux de croissance nominale de l'économie (supposé constant), s taux de placements (en % du PIB) et w poids des placements accumulés (en % du PIB).

BIBLIOGRAPHIE

- BOSWORTH B. (1993), *Saving and Investment in a Global Economy*, Brookings Institution Press.
- BRENDER A. et PISANI F. (2007), *Les déséquilibres financiers internationaux*, La Découverte, coll. « Repères ».
- BRENDER A. et PISANI F. (2015), *Monnaie, finance et économie réelle*, La Découverte, coll. « Repères ».
- ELLIOTT D. J., KROEBER A. et QIAO Y. (2015), « Shadow Banking in China: a Primer », Brookings Institution.
- ELLIOTT D. J. et YAN K. (2013), « The Chinese Financial System: an Introduction and Overview », Brookings Institution.
- LU Y. et SUN T. (2013), « Local Government Financing Platforms in China: a Fortune or Misfortune? », Fonds monétaire international, *Working Paper*.
- LIN L.-W. et MILHAUPT C. J. (2016), « Bonded to the State, a Network Perspective on China's Corporate Bond Market », *Columbia Law and Economics Working Paper*.
- LOAYZA N., SCHMIDT-HEBBEL K. et SERVEN L. (2000), « What Drives Private Saving Across the World? », *Review of Economics and Statistics*, MIT Press.
- TAO D. et DENG W. (2015), « China: Trust Funds and Shadow Banking », Credit Suisse.