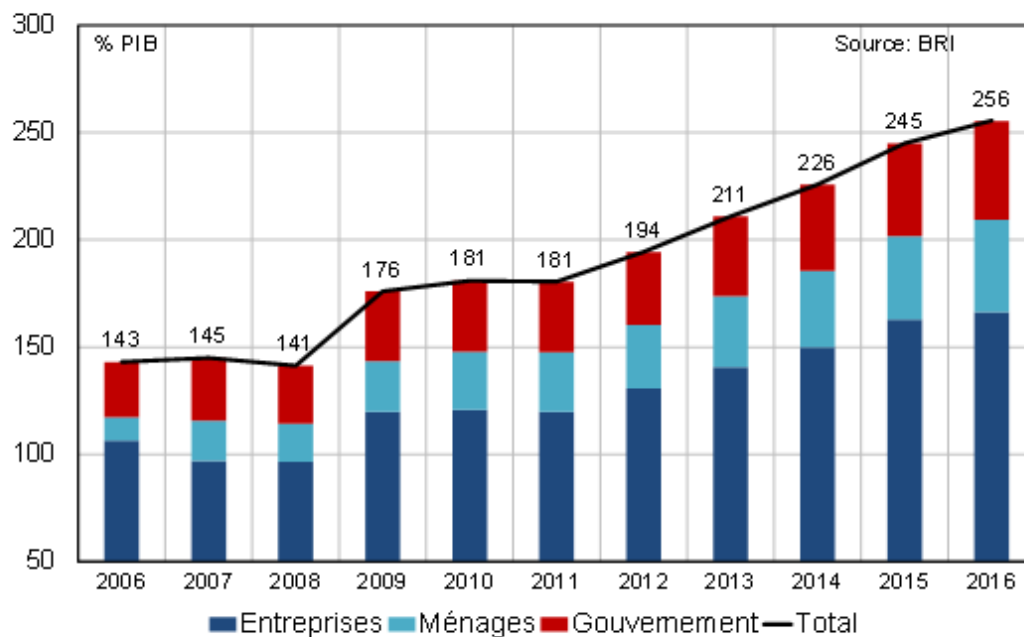


Chine : quels risques liés à l'endettement des entreprises ?

Par [Cristina Jude](#)

La poussée de l'endettement des entreprises chinoises, dans un contexte de baisse de rentabilité industrielle, inquiète en termes de stabilité financière, y compris au-delà des frontières. Néanmoins le risque de crise bancaire apparaît à ce stade contenu tout en requérant de rester vigilant.

Graphique 1. Évolution de l'endettement du secteur non-financier en Chine



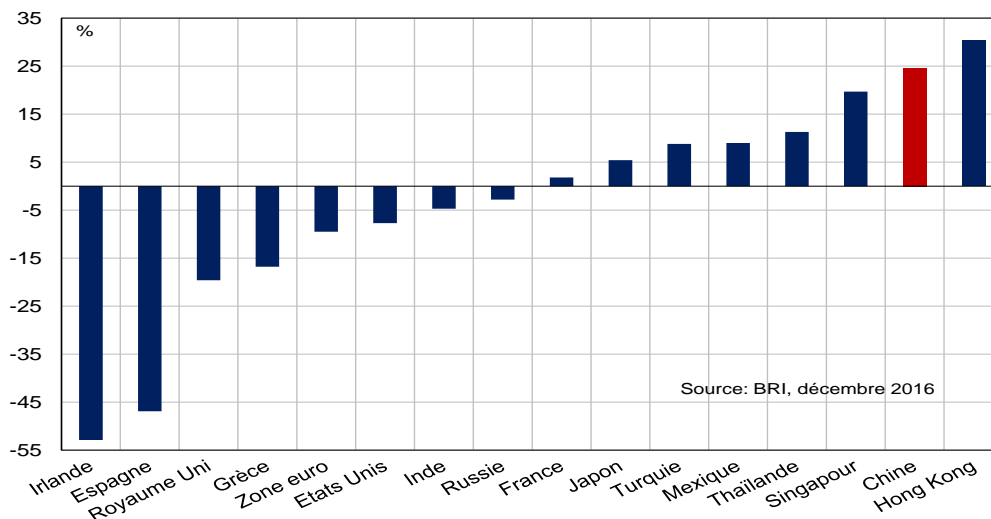
Note: Une partie du *shadow banking* n'est pas comptabilisée dans ces statistiques.

La dette totale du secteur non-financier chinois a fortement progressé depuis la Grande récession, passant de 141% à plus de 250 % du PIB entre 2008 et 2016 (voir graphique 1). En effet, la Chine a cherché à compenser la faiblesse de la demande mondiale par un large plan d'investissement, que les entreprises publiques et les collectivités locales ont financé en s'endettant massivement.

Cela s'est traduit par une déviation persistante du ratio crédit/PIB de sa tendance de long terme (communément appelé *credit-to-GDP gap*). Selon la Banque des Règlements Internationaux (BRI), le *credit-to-GDP gap* de la Chine serait proche de 25 % en 2016 (voir graphique 2), soit un niveau supérieur à ceux enregistrés en Asie avant la crise de 1997 ou

aux États Unis avant la crise des sub-primes. Ce constat amène donc à s'interroger sur le risque de crise bancaire en Chine.

**Graphique 2. Déviation du ratio crédit/PIB de sa tendance de long terme
(Credit-to-GDP gap)**



Une progression très marquée de la dette des entreprises chinoises

Si la dette des ménages et celle de l'État restent contenues, celle des entreprises devient particulièrement élevée, à 166 % du PIB en 2016. Elle comprend les crédits bancaires, l'endettement non-bancaire (auprès du système bancaire parallèle ou *shadow banking*, qui échappe donc à la réglementation) et l'émission d'obligations. L'augmentation excessive du crédit ces dernières années, dans un contexte de ralentissement de l'activité, a conduit à une mauvaise allocation du capital, à des surcapacités de production dans certains secteurs et à une efficacité moindre de l'investissement (voir [Albert, Jude et Rebillard, 2015](#)).

Ainsi, le secteur industriel chinois, notamment les entreprises publiques, est confronté à une baisse des profits, qui se traduit par la dégradation de sa solvabilité, avec un allongement des délais de paiement et des difficultés croissantes pour honorer le remboursement de ses emprunts. Les secteurs immobilier, minier et sidérurgique sont les moins rentables et les plus endettés.

La dégradation de la situation du secteur industriel risque de fragiliser le système bancaire chinois. Le ratio officiel de créances douteuses (*non-performing loans* - NPL) reste apparemment faible (1,74 % du total des créances fin 2016) mais il serait largement sous-évalué. Selon nos calculs, il se situerait plutôt aux alentours de 5-6 % si les banques chinoises comptabilisaient les NPL conformément aux référentiels internationaux. Selon le FMI, ce taux pourrait même s'élever à 15% si l'on tenait compte des emprunts de l'ensemble des entreprises en difficultés financières, susceptibles de ne pas honorer leur échéancier de remboursement. Cela dit, lors de la crise bancaire de la fin des années 90, le taux de NPL des quatre grandes banques chinoises était estimé à 42%.

Le risque du lien entre *shadow banking* et système bancaire traditionnel

L'expansion du *shadow banking*, ainsi que son interconnexion avec le système bancaire officiel, créent un facteur de risque supplémentaire. Le *shadow banking* représente aujourd'hui environ 60% du PIB (plus de 4 trillions USD d'actifs, même si cette estimation reste incertaine). Son expansion découle essentiellement d'une éviction partielle du secteur privé (PME, promoteurs immobiliers) du système bancaire traditionnel, au profit du secteur public : entreprises publiques et collectivités locales (voir [Song, Storesletten et Zilibotti, 2011](#) ou [Poncet, Steingress et Vandenbussche, 2010](#)). En outre, la faible rémunération des dépôts a incité les ménages à chercher de meilleurs rendements ailleurs.

Selon UBS, une prise en compte intégrale du *shadow banking* ferait passer le taux de croissance de la dette totale du secteur non-financier de 12 à 15-16 % en glissement annuel en 2016 (soit deux fois plus vite que le PIB nominal). L'une des vulnérabilités principales du *shadow banking* est le décalage d'échéances : les actifs, pour la plupart risqués et de long terme, sont adossés à un passif de court terme (habituellement 3 - 6 mois). Ainsi, son fonctionnement est largement dépendant du renouvellement de l'offre de financement par les investisseurs, essentiellement des particuliers.

Or les banques chinoises sont exposées au *shadow banking*, à la fois à leur passif et à leur actif. D'une part, elles lèvent des fonds via des produits de gestion de fortune (*wealth management products* - WMP), qu'elles distribuent auprès de leurs clients. D'autre part, les banques octroient des prêts *via* des véhicules intermédiaires (trust, société de courtage, filiale de fonds mutuel) dont elles achètent les parts. Le [FMI](#) estime que les WMP pourraient représenter 8-10% des actifs bancaires. Ces prêts sont comptabilisés comme produits d'investissement, et ne sont donc pas soumis aux mêmes exigences prudentielles, ni aux quotas de crédits. Ce mécanisme permet aux banques de financer des entités en difficulté, tout en repoussant la constatation de créances douteuses et leur provisionnement. Cette imbrication du système bancaire officiel avec le *shadow banking* rend particulièrement difficile l'évaluation précise de la part des NPL.

Une probabilité de crise bancaire cependant limitée à ce stade

Malgré ces évolutions préoccupantes, d'autres facteurs conduisent à relativiser le risque de crise bancaire en Chine. La rentabilité des banques chinoises est bien supérieure à celle des banques américaines et européennes, et leur capitalisation reste satisfaisante (ratio de fonds propres de 13,3 % fin 2016). Contrairement à la plupart des pays ayant connu des crises bancaires, la quasi-totalité de la dette en Chine est financée par l'épargne domestique, et le financement des banques se fait essentiellement à travers les dépôts. Une éventuelle recapitalisation des banques serait nécessaire uniquement dans un scénario extrême, que la Chine devrait être en mesure d'absorber compte tenu de ses marges de manœuvre fiscales.

Le [FMI](#) estime qu'un scénario de stress entraînerait des pertes d'environ 7% du PIB, que le système bancaire chinois pourrait absorber sans risque significatif pour la stabilité financière. Ces pertes pourraient s'élever à 10-11% du PIB si l'on considérait le *shadow banking*, d'après une analyse de [CLSA](#) (une des principales sociétés de courtage asiatiques).

Les difficultés qui pourraient affecter les banques de petite et moyenne taille ne devraient pas conduire à une crise de liquidité, comme celle aux États-Unis et en Europe en 2008. La Banque centrale chinoise dispose de nombreux outils de gestion de la liquidité. En outre, l'existence d'un contrôle des changes permettrait d'éviter des fuites de capitaux.

Le contrôle de l'État sur le secteur bancaire ainsi que sur les principaux débiteurs (les entreprises publiques) laisse présager qu'une restructuration de la dette pourrait s'opérer progressivement plutôt que de manière désordonnée, sans la contrainte des marchés. Les autorités chinoises semblent conscientes des vulnérabilités accumulées dans le système financier et ont d'ores et déjà pris un certain nombre de mesures pour mieux encadrer les pratiques risquées, comme la pondération des produits de *shadow banking* dans les ratios prudentiels.

Quant au risque de contagion vers le reste du monde, il passerait plutôt par un mécanisme psychologique. En effet, l'exposition effective des investisseurs étrangers à la Chine est faible du fait du contrôle des changes. En revanche, on ne peut exclure une perte de confiance des investisseurs et une contagion entre marchés financiers internationaux, dans un contexte de hausse des taux américains et donc de redistribution mondiale des flux de capitaux.