



L'ÉCLAIRAGE | CHRONIQUE

PAR JEAN-PIERRE PETIT

Chine : risque de crise financière

JEAN-PIERRE PETIT est économiste et président de la société de conseil Les Cahiers verts de l'économie

La récente défaillance de « trusts » (sociétés de portefeuilles de titres) en Chine a récemment attiré l'attention sur la vulnérabilité et les risques du *shadow banking* (« la finance de l'ombre »), c'est-à-dire de l'ensemble du financement de l'économie qui ne s'effectue pas par le biais des banques, y compris le financement obligataire. Celui-ci représente environ 70 % du produit intérieur brut (PIB) chinois, et environ la moitié du crédit distribué depuis 2009.

Le *shadow banking* n'est pas condamnable en soi. Il s'agit d'une libéralisation financière de fait, face à un environnement réglementaire contraignant pour la gestion des banques. En revanche, sa dynamique, lorsqu'elle est trop forte, présente certains risques.

D'abord un risque de crédit spécifique : le *shadow banking* est notamment utilisé par les « trusts » et les Local Government Financing Vehicles (LGFV, sociétés gérant les crédits des collectivités locales) pour financer les acteurs qui ont peu accès au crédit bancaire classique, et donc plus risqués (immobilier, énergie, mines, infrastructures...). Ensuite, un risque de liquidité : le *shadow banking* transforme des actifs de long terme (financement de projets)

en financement à court terme (*wealth management products*). Or, contrairement aux banques classiques, il ne bénéficie pas de la banque centrale comme prêteur en dernier ressort. Un risque de solvabilité enfin : ces entités n'ont pas les mêmes contraintes que les banques en termes de capitalisation, de réserves de liquidité et de provisionnement.

En dernier lieu, le système est très sensible à la valeur des garanties d'emprunts : il s'agit le plus souvent d'immobilier et de terrains, comme aux Etats-Unis avant la crise. Aujourd'hui, l'immobilier représente 40 % de ces garanties et 30 % des recettes fiscales des gouvernements locaux. A cela s'ajoute l'opacité des liens, souvent étroits, avec le système bancaire classique. Faut-il pour autant craindre un risque systémique de nature à générer un ralentissement soudain de l'économie chinoise, voire un choc récessif d'ampleur mondiale comme en 2008 ?

Soulignons d'abord que le poids du *shadow banking* est plus faible en Chine qu'aux Etats-Unis en 2008 (où il représentait 120 % du PIB, sans même tenir compte du financement obligataire). Les risques paraissent aussi un peu plus diversifiés, alors que ceux-ci étaient, aux

Etats-Unis, concentrés dans l'immobilier. Les produits semblent également plus simples : il n'y a pas d'empilement de produits structurés de crédit. Il y a également moins de facteurs d'amplification de la crise – *credit default swaps* (CDS), agences de notation, comptabilisation à la valeur de marché – qui ont joué un rôle crucial en 2007-2008.

Surtout, les banques sont en quasi-totalité publiques, de même que de nombreux créanciers (entreprises publiques, gouvernements locaux) : il est difficile d'imaginer que l'Etat n'interviendrait pas, et ce d'autant que Pékin dispose d'énormes marges de manœuvre macrofinancières (le montant des réserves de change est proche de 4 000 milliards de dollars, la dette publique « officielle » n'est que de l'ordre de 55 % du PIB).

Faible poids dans la demande mondiale

La transmission d'un choc chinois à l'économie internationale serait aussi sensiblement plus faible. La Chine ne représente qu'un peu plus de 12 % du PIB mondial en dollars courants, contre 24 % pour les Etats-Unis en 2007, et son poids dans la demande finale est encore plus faible. Surtout, les actifs et les banques chinoises ne sont pas aussi internationalisés que les actifs et banques américaines. Les instruments de dette chinois détenus par des non-résidents ne sont que de l'ordre de 4 % du total. Le poids des banques chinoises dans les créances des banques internationales ne représente aujourd'hui que 2,6 % de leurs expositions internationales totales, contre 22,6 % pour les banques américaines.

En revanche, la hausse du crédit et la libérali-

sation financière ont été rapides depuis cinq ans (hausse de 70 points du ratio dette totale/PIB entre 2007 et 2014, aujourd'hui à 210 %), dépassant largement les « niveaux critiques » définis par la Banque des règlements internationaux (BRI). Seules l'Espagne, dans les années 2000, et la Thaïlande, dans les années 1990, ont connu des hausses d'endettement plus rapides sur cinq ans.

Le dilemme pour les autorités chinoises est le suivant : enrayer le développement du *shadow banking* risque d'entraîner un ralentissement trop marqué de l'économie, qui lui-même entraînerait de nouveaux défauts et étendrait fortement le risque de liquidité et de solvabilité. D'un autre côté, agir de façon trop graduelle n'entrave pas suffisamment sa dynamique, et augmente le risque à moyen terme.

Une erreur de gouvernance est le risque principal, d'autant que le pays fait face à un ralentissement structurel dû au vieillissement, à la baisse de la rentabilité du capital en raison du surinvestissement, à la dégradation de l'environnement, et que les autorités souhaitent changer de modèle économique.

Bref, la probabilité de voir la Chine connaître de graves difficultés dans les deux ou trois prochaines années est élevée. Les marges de manœuvre dont dispose l'Etat chinois seraient largement mobilisées, car certaines entités du secteur public, non explicitement garanties par le gouvernement central et non comptabilisées dans la dette publique, ne seraient pas solvables. Même si le choc serait bien moindre qu'en 2007-2008, une crise en Chine créerait une nouvelle vague déflationniste dans l'économie mondiale. ■