



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR  
SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL DE PEKIN  
A. AUBEL ET F. CHIMITS

Pékin, 28 avril 2017

## Note

### **Objet : Politique monétaire chinoise : des hausses de taux qui ne changent pas encore l'orientation globalement accommodante**

*La PBoC a depuis décembre 2016 envoyé plusieurs signaux de durcissement de sa politique monétaire : (i) remontée de vingt points de base de ses principaux taux d'opérations de marché, (ii) abaissement de ses prévisions de croissance de la masse monétaire (M2) et des crédits à l'économie (TSF) de 13% en 2016 à 12% en 2017, (iii) adoption d'une nouvelle qualification de politique monétaire (« prudente et neutre »), (iv) renforcement du cadre macro-prudentiel pour mieux contrôler la croissance du crédit. La PBoC cherche ce faisant à lutter contre les sorties de capitaux et à dégonfler les bulles d'actifs, en particulier sur l'obligataire.*

*Le durcissement affiché de la politique monétaire est à relativiser. D'abord, la PBoC n'a pas modifié ses principaux « taux de référence » sur les prêts et les dépôts, qui influencent bien davantage les conditions de financement de l'économie chinoise, depuis octobre 2015. Par ailleurs, les taux de réserves obligatoires ont été baissés pour la dernière fois en mars 2016. La politique monétaire chinoise demeure pour l'essentiel une politique de distribution de quotas de crédit, bien que prenant de nouvelles formes, telles que la politique « macro-prudentielle » ou les facilités de crédit sélectives. Ensuite, la croissance du crédit – déjà importante au regard de la croissance nominale du PIB – est en réalité bien supérieure, à plus de 15% en rythme annuel dès lors que l'on intègre les émissions de dette publique, voire davantage encore en tenant compte du « shadow banking ».*

*Le gouverneur de la PBoC, M. ZHOU Xiaochuan, reconnaît lui-même que la politique monétaire chinoise est rendue difficilement lisible par la recherche simultanée de multiples objectifs : soutien à la croissance et à l'emploi, stabilité des prix, préservation de la balance des paiements, développement des marchés financiers et maîtrise des risques. La poursuite d'une politique quantitative de crédit est un frein au développement des deux derniers objectifs ; pour cette raison, la PBoC prépare depuis plusieurs années une transition progressive vers une politique monétaire par les taux.*

*Prise globalement, la politique monétaire peut continuer à être qualifiée d'« accommodante » : la liquidité dans l'économie continue de croître à un rythme soutenu, avec un endettement global à plus de 260% du PIB en 2016, selon la BRI. La hausse des taux, si elle devait se poursuivre, ne pourrait être que très progressive étant donné les risques de déclencher des défauts en particulier sur le marché interbancaire, très interconnecté avec le reste du secteur financier. Les autorités se retrouveraient contraintes à un calibrage fin pour le reste de l'année 2017, alors que l'exigence de stabilité est plus prégnante encore à l'approche du renouvellement des instances dirigeantes en novembre.*

#### **1. La PBoC a remonté à trois reprises ses principaux taux d'opérations de marché depuis le début de l'année afin de lutter contre les sorties de capitaux et de dégonfler les bulles d'actifs**

**Les principaux taux de marché de la banque centrale chinoise PBoC ont été relevés les 25 janvier, 3 février et 16 mars de vingt points de base en cumulé<sup>1</sup>, signalant un léger durcissement de la politique monétaire.** Dans la même optique, les autorités ont (i) requalifié la politique monétaire

<sup>1</sup> Dans le détail, les taux « reverse repo » (« reverse repurchase rate ») sur le marché interbancaire ont été portés à 2,45% pour le taux à 7 jours, 2,6% pour le taux à 14 jours et 2,75% pour le taux à 28 jours. Les taux des facilités de crédit à moyen-terme (« medium-term lending facility », MLF) pour les maturités de 6 mois et 1 an ont également été relevés à 3,05% et 3,2%. Les taux des facilités de crédit permanentes (« Standing Lending Facility », SLF) pour les maturités de 1 jour, 7 jours et 1 mois ont été relevés à respectivement 3,2%, 3,45% et 3,8%. Le taux de la « SLF » à 1 jour est le seul à avoir été relevé de 40 pbb en cumulé.

de « prudente et flexible » à « prudente et neutre » lors de la « Conférence centrale sur le travail économique » des 14-16 décembre 2016, (ii) abaissé les deux objectifs de croissance de la masse monétaire (M2) et de croissance des crédits à l'économie (TSF) de 13% en 2016 à 12% en 2017 lors de la présentation du rapport annuel de travail par le Premier ministre le 5 mars, (iii) renforcé le cadre macro-prudentiel afin notamment de mieux contrôler la croissance du « shadow banking » (cf. *infra*).

**Le signal de durcissement témoigne de la volonté des autorités chinoises de lutter contre les sorties de capitaux et de dégonfler les bulles d'actifs, en particulier sur le marché obligataire, dans un contexte inflationniste favorable.** Dans son communiqué de presse du 16 mars, la PBoC justifie (pour la première fois) sa hausse des taux de marché par un contexte caractérisé par (i) une accélération de l'inflation, (ii) une croissance importante des prix de l'immobilier et des actifs, et (iii) la hausse du taux directeur de la Fed annoncée le 15 mars. S'il est vrai que la reprise de l'inflation, en particulier sur les prix à la production, ainsi que la croissance des prix de l'immobilier peuvent inciter à une politique de hausse des taux, cela n'apparaît pas être la motivation principale des autorités chinoises. D'une part, la situation inflationniste demeurerait maîtrisée (+2,1% des prix à la consommation sur le premier trimestre 2017, prévision de +3% du gouvernement pour 2017<sup>2</sup>) et n'aurait pas nécessité de hausses rapides et à intervalle court des taux. D'autre part, les autorités chinoises disposent d'autres instruments plus efficaces et plus ciblés pour lutter contre l'envolée des prix de l'immobilier (quotas de prêts, hausse des acomptes, limitations du nombre de biens par individus...). En revanche, les autorités sont très attentives au creusement du différentiel de taux entre la Fed et la PBoC, qui encouragerait les sorties de capitaux et accentuerait les pressions à la baisse sur le taux de change<sup>3</sup>. Enfin, les autorités cherchent à favoriser un « *deleveraging* » sur le marché obligataire. Une hausse du coût de la liquidité rend en effet moins attractive l'opération consistant à lever de l'argent sur le marché interbancaire pour le placer, avec un effet de levier, sur le marché obligataire. Cela concerne essentiellement les petites et moyennes banques, les plus exposées au financement de marché selon le FMI<sup>4</sup>, ainsi que les institutions financières qui émettent des « *wealth management products* » (composante principale du « shadow banking », souvent détenus indirectement par les banques), investis à environ 40% sur le marché obligataire (soit plus de 10 000 Mds RMB)<sup>5</sup>.

**Les hausses de taux se sont répercutées sur les conditions de financement sur le marché interbancaire, alimentant une volatilité déjà importante depuis les incidents de crédit survenus fin 2016** (cf. graphique 1). En décembre et à nouveau en mars, plusieurs défauts ont entraîné une forte volatilité du marché interbancaire, obligeant les autorités à intervenir pour clarifier au cas par cas les responsabilités sur les pertes<sup>6</sup>. Suite aux hausses de taux de la PBoC sur le marché interbancaire en début d'année, les conditions de liquidité se sont resserrées : le taux de référence « repo » à 7 jours, une des principales maturités échangées sur le marché interbancaire des « repo » obligataires, a ainsi atteint 3,86% le 23 mars, un niveau record depuis 2014, contre environ 2,50% mi-2016. Le taux des bons du Trésor à 10 ans atteint plus de 3,3% début avril, contre 2,9% un an plus tôt. La forte volatilité observée sur les marchés a conduit les autorités à intervenir de plus en plus sur le marché interbancaire via ses opérations d' « open market ».

<sup>2</sup> La croissance des prix à la production s'élève quant à elle à +7,4% à fin mars en glissement annuel ; toutefois cette dynamique est en partie due à un fort effet de base, suite à 4 années de déflation qui ont pris fin en septembre 2016.

<sup>3</sup> Cf. « Sorties de capitaux et dépréciation du taux de change : les autorités chinoises à la recherche d'un nouvel équilibre », J.Deslandes, A.Aubel, F.Chimits, Bulletin économique Chine n°86, mars-avril 2017

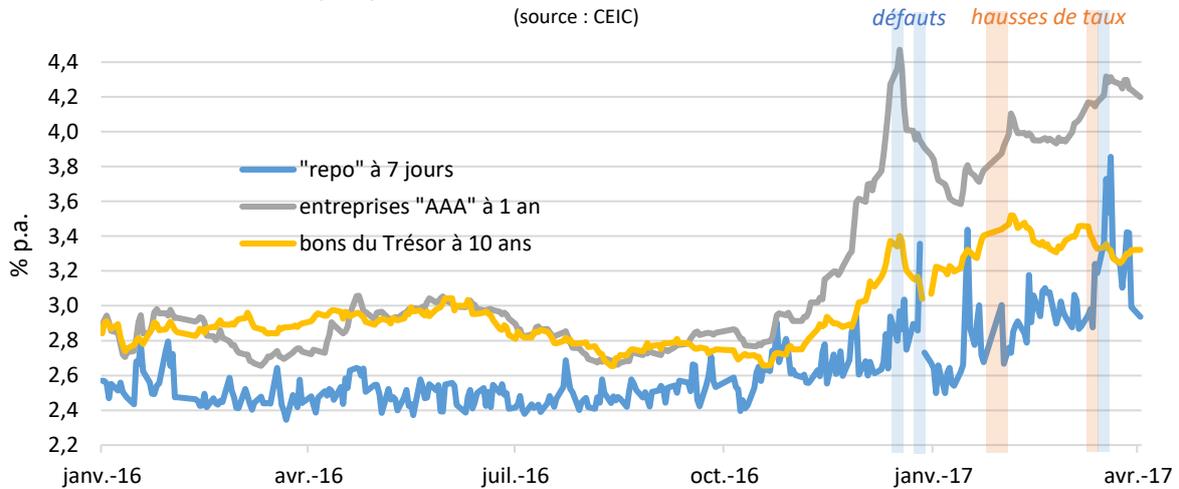
<sup>4</sup> Le « Rapport sur la stabilité financière en Chine » du FMI d'octobre 2016 du FMI souligne en particulier la « dépendance croissante des petites et moyennes banques chinoises au financement de marché ».

<sup>5</sup> Environ 40% des portefeuilles de WMP détenus par les banques étaient investis sur le marché obligataire à juin 2016, selon la BRI (« *From wealth management products to the bond market* », BIS Quarterly Review, 03/2017).

<sup>6</sup> Dans le détail : (i) défauts sur des obligations falsifiées détenues par l'entreprise Sealand Securities le 19 décembre 2016, (ii) défauts d'obligations de l'entreprise Cosun sur la plateforme en ligne Zhaocaobao le 26 décembre 2016, (iii) défaut de remboursement de banques rurales le 20 mars (cf. *infra*).

### Graphique 1 : Taux sur le marché interbancaire

(source : CEIC)

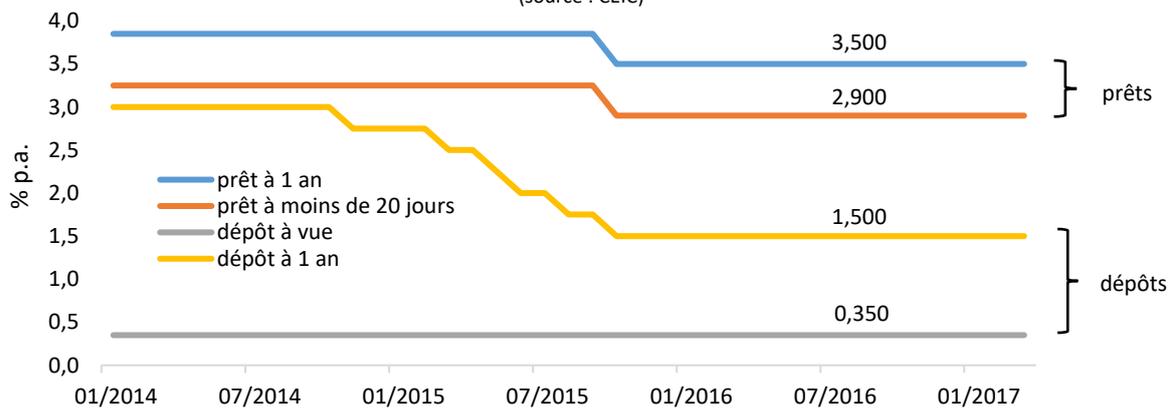


## 2. Malgré le signal de léger durcissement envoyé aux marchés, la PBoC n'a pas modifié ses taux « de référence » sur les prêts et les dépôts, qui influencent bien davantage les conditions de financement de l'économie chinoise

Bien qu'ayant avancé dans son processus de libéralisation des taux, la PBoC dispose encore de taux « de référence ». Le ratio « prêts sur dépôts » continue d'être publié mais n'a plus qu'une valeur indicative depuis août 2015. La libéralisation des taux s'est faite par étape et s'est achevée en juillet 2013 pour les taux prêteurs (plancher) et en octobre 2015 pour les taux de dépôt (plafond). Néanmoins, la PBoC publie toujours des « taux de référence » indicatifs pour les prêts et les dépôts<sup>7</sup>, afin de « guider » les banques dans le processus de libéralisation (« *window guidance* »).

### Graphique 2 : "Taux de référence" de la PBoC aux institutions financières

(source : CEIC)



Dans son communiqué de politique monétaire du 16 mars, la PBoC précise que « la hausse des taux des opérations de marché n'est pas une hausse des taux d'intérêt [de référence] à l'économie », qui demeurent inchangés depuis octobre 2015. Les banques commerciales ne s'écartent encore qu'assez peu des taux de référence pour l'octroi de crédits immobiliers et de crédits

<sup>7</sup> Quatre taux pour les prêts (moins de 20 jours, 3 mois ou moins, 6 mois ou moins, 1 an) et six taux pour les dépôts (inférieur à 1, 3, 6 mois, 1, 2, 3 ans).

aux entreprises : selon les statistiques de la PBoC, seuls 28% des prêts à l'économie étaient octroyés à des taux inférieurs aux taux de référence fin 2016<sup>8</sup>.

### **3. Les autorités chinoises maintiennent de fait un contrôle étroit sur la distribution de crédit, notamment via leur politique « macro-prudentielle » et leurs facilités de crédit**

**La politique monétaire chinoise repose toujours essentiellement sur l'allocation quantitative de crédits.** Celle-ci se fait en grande partie de manière informelle, via des instructions verbales : les instructions prennent la forme d'appels des autorités directement aux dirigeants des banques pour leur fixer des quotas de crédit sur un rythme annuel, voire trimestriel. Les quotas seraient généralement communiqués de façon *ad hoc*. Selon un rapport de Caixin<sup>9</sup>, un quota spécifique pour les prêts immobiliers aurait été introduit en début d'année afin de lutter contre l'envolée des prix : la croissance des prêts immobiliers au premier trimestre 2017 ne doit pas excéder la croissance moyenne au dernier trimestre 2016. Les autorités ne communiquent pas sur ces quotas de crédit.

**Les autorités chinoises ont récemment mis en place un « cadre d'évaluation macro-prudentiel » (*macro-prudential assessment framework*, MPA) qui, selon des informations concordantes, pourrait également servir de fondement à la politique de distribution de quotas de crédit<sup>10</sup>.** La PBoC a progressivement mis en place à partir de janvier 2016 une revue macro-prudentielle semestrielle. Dans le cadre de cet exercice, les institutions financières obtiennent un score final fondé sur sept composantes : (i) les ratios de capitaux et de levier, (ii) la solidité du bilan, (iii) la liquidité, (iv) le comportement de fixation des prix, (v) la qualité des actifs, (vi) les financements transfrontaliers, et (vii) la mise en œuvre des orientations de la PBoC (cf. détails de la notation en annexe 2). Le cadre macro-prudentiel a en particulier été amendé en décembre 2016 pour inclure les « *wealth management products* » à partir de la prochaine revue du premier trimestre 2017. En fonction du score obtenu (sur 500), la PBoC déterminera un taux de rémunération des réserves obligatoires<sup>11</sup>. Par ailleurs, en cas de mauvais score, les banques peuvent faire l'objet de sanctions selon des modalités à la discrétion de la PBoC ; selon l'hebdomadaire Caixin, la PBoC aurait imposé en mars des sanctions nouvelles à trois banques commerciales suite au mauvais score obtenu lors de l'évaluation macro-prudentielle, en raison d'un accroissement trop important des encours de crédit. Bank of Nanjing se serait vu retirer pour trois mois l'accès aux facilités de crédit de moyen-terme fournies par la PBoC sur le marché interbancaire, tandis que Bank of Ningbo et Bank of Guiyang se seraient vues retirer leur statut de « *primary dealer* » auprès de la PBoC.

**La PBoC a également créé plusieurs programmes visant à distribuer des crédits, souvent à taux bonifiés, à des secteurs spécifiques, dont les encours sont en forte expansion et représentent plus de 50% du bilan (hors réserves) de la banque centrale.** Il existe actuellement cinq programmes visant à fournir des liquidités pour encourager l'investissement en infrastructures, la lutte contre la pauvreté, les prêts aux microentreprises et au secteur agricole, ainsi que quatre autres programmes visant à répondre à des besoins de liquidité d'acteurs spécifiques (cf. détails des programmes en annexe 1). En particulier, deux facilités de crédit créées en 2014, le « *Pledged Supplementary Lending* » (PSL) et la « *Medium-term Lending Facility* » (MLF), représentent à elles seules plus de 90% des encours de ces programmes, qui s'élevaient à environ 6200 Mds RMB fin 2016, soit 50% du bilan (hors réserves) de la banque centrale. Le PSL est un programme de taux bonifiés (non publics) visant à fournir des liquidités aux trois banques de développement chinoises (*policy banks*) pour des projets divers tels

<sup>8</sup> Cette part serait encore moins élevée si elle n'incorporait pas les prêts préférentiels octroyés aux entreprises publiques.

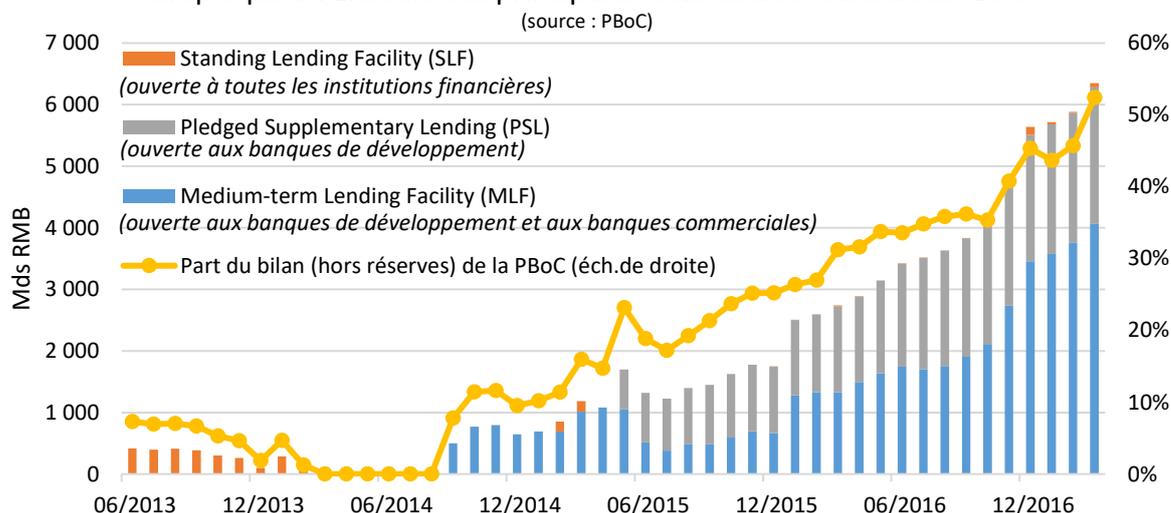
<sup>9</sup> Cité par le SCMP du 16 mars "Chinese banks halt mortgage lending after reaching 1st quarter quota on new loans: report"

<sup>10</sup> Bloomberg cite une source prenant part aux discussions sur le cadre macro-prudentiel et ne souhaitant pas être identifiée (« *China Said to Order Banks to Curb New Loans in First Quarter* », 26 janvier 2017).

<sup>11</sup> Le taux standard de rémunération des réserves obligatoires est de 1,62%. Pour mémoire, la PBoC dispose de taux de réserves obligatoires (RRR) très élevés, aujourd'hui de 17% du total des prêts pour les grandes banques et de 15% pour les petites et moyennes banques. Les hausses de taux RRR ont longtemps servi à « stériliser » les entrées de devises (jusqu'en 2014). Dans le contexte actuel, le maintien d'un taux élevé n'est plus vraiment justifié, mais les autorités chinoises ne souhaitent pas envoyer un signal à contretemps d'assouplissement de la politique monétaire.

que de la rénovation urbaine, de la conservation d'eau et un programme de promotion du Renminbi à l'international. L'encours du PSL début mars 2017 s'élevait à 2216 Mds RMB. La MLF permet à la PBoC de fournir de la liquidité de moyen terme aux banques de développement et aux grandes banques commerciales ; son encours début mars 2017 s'élevait à 4064 Mds RMB (cf. graphique 3).

Graphique 3 : Encours des principales facilités de crédits de la PBoC



#### 4. Afin de favoriser le développement de marchés financiers stables, la PBoC prépare depuis plusieurs années une transition progressive vers une politique monétaire par les taux

##### **La politique quantitative de crédit est un frein au développement de marchés financiers stables.**

Dans un discours au FMI du 24 juin 2016, le gouverneur de la PBoC, Zhou Xiaochuan, identifiait six objectifs de la politique monétaire chinoise<sup>12</sup> : (i) les trois objectifs « classiques » de soutien à la croissance, à l'emploi et de préservation de la stabilité des prix ; (ii) un objectif caractéristique des pays émergents, à savoir la préservation de la balance des paiements, (iii) deux objectifs « dynamiques », que sont le développement des marchés financiers et la maîtrise des risques. Si les quatre premiers objectifs peuvent être réalisés via une politique quantitative de crédit, le développement de marchés financiers stables nécessite une politique monétaire capable de fournir suffisamment de liquidités aux acteurs de marché.

##### **La forte croissance du « shadow banking » témoigne de la difficulté pour la PBoC de maîtriser les canaux de transmission de sa politique monétaire.**

Le « shadow banking », défini par le FSB comme de l'intermédiation de crédit par des institutions financières non-bancaires, s'est fortement développé en Chine ces dernières années<sup>13</sup>. En particulier, les banques chinoises ont eu fortement recours aux « wealth-management products » (WMP) – gérés par des institutions financières tierces telles que des trusts ou des fonds de gestion – pour « sortir » une partie de leurs prêts de leur bilan et ainsi circonvenir aux exigences de provisionnement en capital et aux quotas de crédits. D'après le rapport du 4<sup>ème</sup> trimestre 2016 de la PBoC, les WMP « hors-bilan » détenus par les banques se sont élevés à 26 000 Mds RMB fin 2016, en croissance de 30% par rapport à 2015 (contre une croissance de 10% des prêts au bilan). Ces produits financiers sont investis en grande partie sur le marché obligataire interbancaire (à hauteur de 40% à juin 2016). Cela rend toute hausse des taux d'opérations de marché de la PBoC très délicate, car les défauts sur les obligations qu'une telle hausse peut entraîner

<sup>12</sup> « *Managing Multi-Objective Monetary Policy : From the Perspective of Transitioning Chinese Economy* », Michel Camdessus Central Banking Lecture, 24 juin 2016

<sup>13</sup> Cf. « Situation financière des banques chinoises », J.Deslandes, A.Aubel, J.Pan, Bulletin économique Chine n°83, octobre 2016



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

se répercutent sur les WMP, source importante de financement pour les petites et moyennes banques chinoises<sup>14</sup>. Plusieurs défauts de remboursement par des banques rurales le 20 mars ont par exemple entraîné le taux « repo » à sept jours sur le marché interbancaire à un niveau record depuis fin 2014. La PBoC a dû alors intervenir fortement sur les marchés les 21 et 22 mars<sup>15</sup> (cf. graphique 1).

**La PBoC se prépare depuis plusieurs années à une transition vers une politique monétaire par les taux afin d'accompagner le développement de marchés financiers.** Le 13<sup>ème</sup> plan quinquennal pour la période 2016-2020, adopté en mars 2016, a acté la nécessité d'une transition vers un cadre de politique monétaire davantage orienté par le marché. La PBoC développe depuis quelques années des instruments de politique monétaire similaires aux autres grandes banques centrales : depuis février 2016, les opérations « open market » sont devenues quotidiennes, et la PBoC a développé plusieurs facilités de prêt.

**La transition vers une politique monétaire par les taux nécessite à court terme l'élargissement des collatéraux éligibles, ce que la PBoC a commencé à entreprendre depuis 2014.** La PBoC n'admettait jusque-là comme collatéral que les titres d'Etat, des collectivités locales, des obligations d'entreprise de haute qualité, des institutions financières, des « policy banks » et des obligations émises par la PBoC. Afin d'augmenter le gisement de collatéraux, la PBoC a lancé en 2014 un programme pilote dans les provinces de Shandong et de Guangdong afin d'accepter les créances des banques comme collatéral pour le refinancement auprès de la Banque centrale. Ce programme a été étendu à 9 provinces (Shanghai, Tianjin, Liaoning, Jiangsu, Hubei, Sichuan, Shanxi, Beijing and Chongqing) en octobre 2015 et poursuivi en 2016<sup>16</sup>. Il revient aux succursales de la PBoC de noter les entreprises; seules les créances des entreprises qui sont jugées de bonne qualité sont qualifiées au refinancement auprès de la banque centrale (cette expérimentation rejoint la pratique de nombreuses banques centrales de l'Eurosystème<sup>17</sup>).

**A terme, la PBoC cherche à établir un système de « corridor de taux » pour conduire sa politique monétaire via les taux d'intérêt de court terme.** Pour cela, elle compte s'y prendre en plusieurs étapes, selon l'économiste en chef du bureau de recherche de la PBoC, Ma Jun<sup>18</sup> : (i) établir un taux de politique monétaire principal, explicite ou implicite, autour duquel puisse s'établir un corridor de taux ; (ii) réduire le corridor pour renforcer les anticipations des banques autour du taux de court terme ; (iii) supprimer complètement les taux de référence de prêt et de dépôt et annoncer une nouvelle politique monétaire conduite autour d'un taux directeur de court terme, avec une référence de moyen-long terme à une fourchette de croissance de M2. Comme le montrent les graphiques 4 et 5 (ci-dessous), il semblerait que les autorités chinoises cherchent pour l'instant à adopter le taux « repo » à 7 jours comme principal taux directeur, et un corridor avec comme plafond le taux de la SLF et comme plancher le taux de rémunération des réserves excédentaires.

<sup>14</sup> Le dernier Rapport sur la stabilité financière d'octobre 2016 du FMI souligne en particulier la dépendance croissante des petites et moyennes banques chinoises au financement de marché.

<sup>15</sup> « PBOC Said to Inject Funds After Missed Interbank Payments », Bloomberg, 21 mars 2017

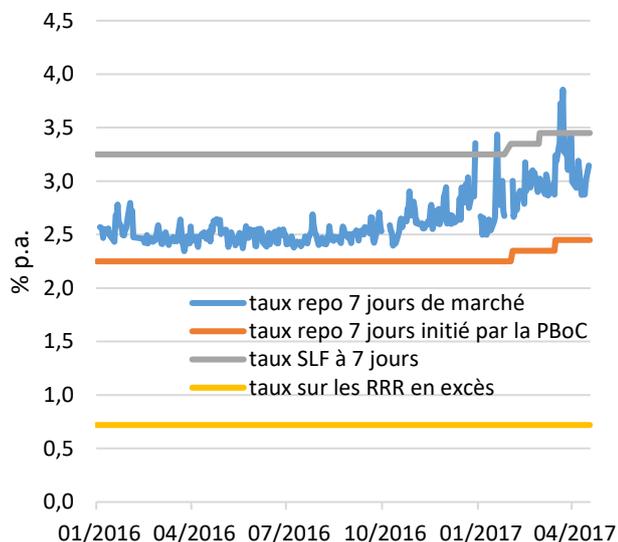
<sup>16</sup> Cf. « Rapport d'exécution de la politique monétaire chinoise pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2016 », PBoC, 17/02/2017

<sup>17</sup> Les créances privées sont éligibles – sous réserve de leur qualité – au refinancement de l'Eurosystème dans le cadre de l'External Credit Assessment Framework.

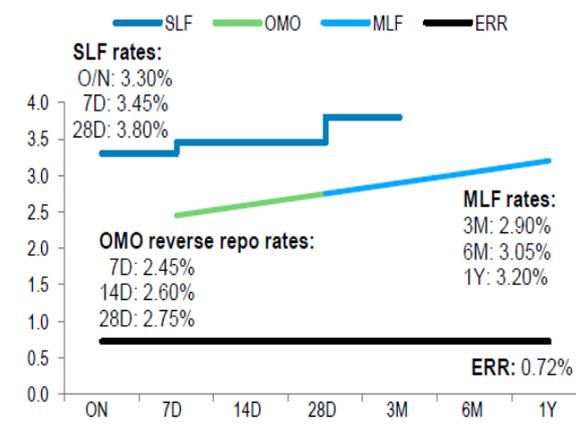
<sup>18</sup> « Interest Rate Transmission in a New Monetary Policy Framework », in *Modernizing China*, FMI, 2017

Graphique 4 : corridor de taux à 7 jours

(source : CEIC)



Graphique 5 : le futur corridor de taux chinois ?



Source: PBoC, Standard Chartered Research

## 5. La liquidité dans l'économie chinoise continue de croître à un rythme soutenu, témoignant d'une politique monétaire globalement accommodante

**La croissance des agrégats larges de crédit, bien qu'en légère décélération, se poursuit à un rythme soutenu.** La croissance de la masse monétaire mesurée par M2 – objectif intermédiaire de la politique monétaire chinoise<sup>19</sup> – s'est établie à +11,3% en 2016, contre une croissance du PIB nominal de 8,0% (+11,8% sur le premier trimestre 2017 en g.a.). L'agrégat de financement de l'économie réelle hors autorités publiques « total social financing » (TSF), calculé par la PBoC et officiellement cité par le rapport annuel du gouvernement depuis 2016, enregistre quant à lui une croissance de 12,8% en 2016 (+12,5% à la fin du premier trimestre 2017 en g.a.). La croissance de ces agrégats larges de crédit est en réalité plus élevée dès lors que l'on intègre les émissions de dette publique et une part plus importante du « shadow banking »<sup>20</sup>. Ainsi, la banque d'investissement chinoise CICC, citée par l'agence de presse officielle Xinhua<sup>21</sup>, rapporte une croissance du « TSF ajusté [des émissions de dette publique<sup>22</sup>] » de 15,6% en mars 2016 (en glissement annuel). Selon la même méthodologie, la banque UBS prévoit une croissance de 14,9% du crédit en 2017, contre 16,1% en 2016<sup>23</sup>. Au final, l'endettement de l'économie chinoise se poursuit à un rythme rapide, à 256% du PIB au troisième trimestre 2016 selon la Banque des règlements internationaux (les banques internationales font état d'estimations allant jusqu'à 275% pour la fin 2016), contre 239% au T3 2015 et 141% en 2008 (cf. graphique 6).

<sup>19</sup> Pour MA Jun (*op.cit.*), chef économiste du bureau de recherche de la PBoC, la croissance de M2 est un « objectif intermédiaire de la politique monétaire [chinoise] », jouant « un rôle centrale dans la décisions des décideurs publics ». Il est à noter que, contrairement à 2016, le gouvernement a communiqué dans son rapport de travail annuel sur une « prévision » de M2 et non plus un « objectif ». Pour rappel, cette prévision s'établit à +12% en 2017, contre +13% en 2016.

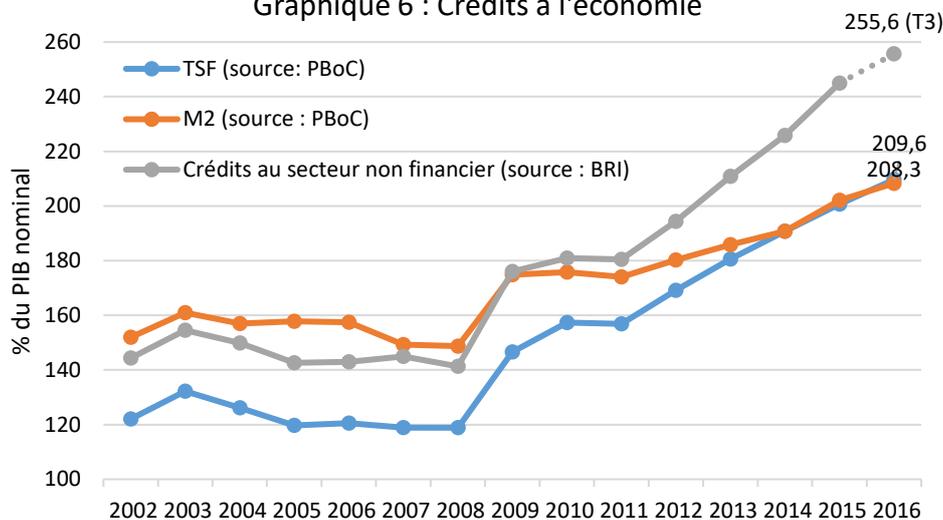
<sup>20</sup> Selon une étude de Moody's de mai 2016, le TSF n'incorporait que 42% du « shadow banking » en 2015.

<sup>21</sup> « Nation tightens financial conditions more visibly: CICC report », Xinhua, 16 avril 2017

<sup>22</sup> En particulier dans le cadre du programme d'échange de dettes contre des obligations (« debt to bond swap »), mis en place en 2015 pour restructurer une partie de la dette des collectivités locales.

<sup>23</sup> « Understanding China (III) – How serious is China debt problem ? », UBS Global research, 20/01/2017

Graphique 6 : Crédits à l'économie



NB : La différence entre le TSF et les données de la BRI s'explique par le fait que le TSF ne prend pas en compte le financement du secteur public.

**La poursuite d'une politique monétaire globalement accommodante vise à répondre à l'impératif de stabilité, invitant les autorités chinoises à la « prudence ».** La stabilité des marchés financiers et de la croissance du PIB est encore plus importante cette année, alors que se prépare le renouvellement des plus hautes instances dirigeantes chinoises en novembre. Dans ce contexte, les principaux taux « administrés » de politique monétaire (taux de référence sur les prêts et les dépôts, taux de réserves obligatoires) ne devraient pas être modifiés en 2017. La remontée des taux d'opérations de marché pourrait se poursuivre mais de manière très progressive, les autorités chinoises étant contraintes à la « prudence » afin d'éviter tout défaut de nature à mettre en danger le système financier (cf. *supra*), comme l'a souligné le gouverneur Zhou lors d'une conférence de presse de la PBoC le 10 mars. Néanmoins, compte tenu du « bon » chiffre de croissance du PIB au premier trimestre 2017, à 6,9%, les autorités pourraient avoir moins besoin d'avoir recours à l'expansion monétaire pour soutenir la croissance. La croissance réelle du PIB au T1 2017 est essentiellement portée par les investissements en infrastructures, à +21% sur le trimestre (en glissement annuel), contre +6% en 2016. Cela devrait rendre plus facilement réalisable l'objectif de croissance du gouvernement pour 2017, « autour de 6,5% », sans solliciter davantage le soutien par la politique monétaire. Le gouverneur Zhou a ainsi souligné lors d'une intervention publique au Forum de Boao (26 mars) « l'importance de ne pas trop dépendre de la politique monétaire ».

**Le caractère « neutre » de la politique monétaire, mis en avant par les autorités, prête d'avantage à débat, et risque d'accentuer le déséquilibre en faveur des grandes banques d'Etat.** En effet, le durcissement des conditions de liquidité sur le marché interbancaire affecte en priorité les petites et moyennes banques, davantage dépendantes du financement de marché (cf. *supra*). Les collatéraux éligibles au refinancement de la banque centrale introduisent également un biais en faveur des grandes banques d'Etat, dont les obligations sont éligibles, contrairement aux petites et moyennes banques. Enfin, les principales facilités de crédit sélectives auxquelles a recours la PBoC, la MLF et la PSL (cf. graphique 3 et annexe 1), s'adressent exclusivement aux grandes banques d'Etat et aux banques de développement. En conséquence, les petites et moyennes banques se tournent vers d'autres sources de liquidité non-collatéralisées, comme par exemple l'émission de certificats de dépôt négociables (dont les encours ont été multipliés par 7,8 en deux ans à mars 2017), à des taux plus élevés que les « repo » sur le marché interbancaire, ce qui pèse sur leur rentabilité. Inversement, ce sont les banques d'Etat,



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

ayant un accès privilégié à la liquidité banque centrale, qui achètent les certificats de dépôt négociables et améliorent leurs marges<sup>24</sup>.

\*

*La politique monétaire menée par les autorités chinoises est à « mi-chemin » entre une politique quantitative de crédit et une politique de taux. Plusieurs conditions seront nécessaires pour achever la transition, nécessaire pour améliorer les conditions de financement de l'économie chinoise : (i) mettre un terme aux limitations informelles sur la quantité de crédit (faute de quoi la transmission de la politique monétaire par les taux devient largement inefficace), (ii) élargir les sources de collatéraux éligibles au refinancement banque centrale, notamment les créances privées des petites et moyennes banques, (iii) réduire l'opacité du financement de certains segments de l'économie chinoise, qui rendent risquée toute modification des conditions de liquidité sur le marché interbancaire. Pour ce faire, les autorités monétaires pourraient par exemple, dans la lignée de la mise en place de la politique macro-prudentielle, imposer une consolidation au bilan des « wealth management products » garantis implicitement par les banques. Cette « opération transparence » ne serait envisageable, en l'état du système bancaire chinois, qu'à la condition d'importantes opérations de recapitalisation, qui nécessiteront du temps.*

---

<sup>24</sup> Voir notamment « *Liquidity arbitrage in China's banking sector : another bias towards large state-owned banks* », Alicia Garcia-Herrero, Natixis, 13 avril 2017

## Annexe 1 : Les instruments d'opérations de marché de la PBoC

### 1. Les opérations d' « open-market » (OMO)

Chaque jour, la PBoC intervient sur le marché interbancaire afin d'injecter ou de retirer de la liquidité<sup>25</sup>, sous la forme de cessions temporaires (prêts garantis par la prise en pension d'actifs, « repo ») de différentes maturité auprès des institutions homologuées sur le marché interbancaire<sup>26</sup>.

Pour *injecter* de la liquidité, la banque centrale peut effectuer des opérations de « reverse repo<sup>27</sup> » à différentes maturités : à 7, 14, 21, 28, 84, 91, 182 jours, ce sont des opérations classiques ; à 1, 2, 3, 4, 5 ou 6 jours ce sont des « Short-term Lending Operations » (SLO), disponibles depuis fin 2013<sup>28</sup>. Les bons de la banque centrale arrivés à maturité (donc récupérés par la banque centrale) entraînent, « mécaniquement », une injection de liquidité.

Depuis fin 2016, la PBoC semble se concentrer sur trois couples de maturité-taux : 7 jours, 14 jours et 28 jours, dont les taux sont de respectivement 2,35%, 2,5%, 2,65% (augmentation de 10pdb le 3/02/17).

Pour *retirer* de la liquidité, la banque centrale peut émettre des bons/effets sur des maturités de 3, 6 mois, 1, 3 ans, à des taux variables soumis à enchère, ou effectuer des opérations de « repo ». Les actifs détenus arrivés à maturité (donc rendus) retirent également, « mécaniquement », de la liquidité.

### 2. Les programmes de prêts sélectifs

Les facilités de crédit permettent de fournir ou de retirer des liquidités de manière sélective à certains établissements / secteurs d'activité :

- La **Standing Lending Facility** (SLF) : établie en juillet 2013, elle permet de fournir de la liquidité de manière sélective à toutes les institutions financières, en particulier les banques, contre mise en pension d'actifs. La SLF s'apparente à la facilité de prêt marginal de la BCE. Elle comprend trois taux en fonction de la maturité des prêts : au 1<sup>er</sup> janvier 2017, 2,75%, 3,25%, 3,6% pour les maturités respectives de 1 jour, 7 jours et 1 mois.
- La **Temporary Liquidity Facility** (TLF) : établie en janvier 2017, elle permet de fournir de la liquidité temporaire à 28 jours aux grandes banques commerciales. Elle pourrait ne pas nécessiter de collatéral afin d'être utilisée pour les fins de trimestre ou avant les vacances. Son taux est similaire aux opérations de marché de 28 jours.
- La **Medium-Term Lending Facility** (MLF) : créée en 2014, elle permet à la PBoC de fournir de la liquidité de moyen terme (3, 6 mois ou 1 an) aux banques de développement et aux grandes banques commerciales. Cette facilité a été utilisée 40 fois en 2016, et peut théoriquement être actionnée quotidiennement. Elle comprend trois taux prêteurs en fonction de la maturité : au 7 février 2017, 2,75%, 2,95% et 3,1% pour les maturités respectives de 3 mois, 6 mois et 1 an.
- La **Pledged Supplementary Lending** (PSL) : créée en avril 2014, elle permet de fournir des liquidités aux banques de développement chinoises, i.e. Agricultural Development Bank, China Development Bank et Exim Bank (ex. prêt de 800 Mds RMB sur 3 ans à la China Development Bank pour la rénovation urbaine). Les taux pratiqués ne sont pas publics.
- Le **Micro Supporting Loan** (MSL) est un prêt à taux préférentiel (non public) accordé aux institutions financières locales et aux banques privées afin de favoriser le crédit aux micro-entreprises. Les maturités sont de 3 mois, 6 mois et 1 an, et peuvent être renouvelées deux fois.

<sup>25</sup> En 2016, la PBoC est intervenu 342 fois par le moyen d'opérations « open-market » (OMO), pour un montant net d'injections de 1100 Mds RMB à un taux moyen de 2,38%. Avant février 2016, la fréquence des OMO était bi-hebdomadaire.

<sup>26</sup> A novembre 2016, 14685 établissements étaient autorisées à participer au marché interbancaire.

<sup>27</sup> La banque qui fournit des titres en échange de cash est dans une transaction « repo » (*seller side*) ; inversement, la banque qui fournit du cash et prend en pension des titres est dans une transaction de « reverse repo » (*buyer side*).

<sup>28</sup> Les SLO permettent de réduire la volatilité du marché à court terme et de compenser le manque temporaire de liquidités sur le marché. Ce mécanisme a été utilisé à deux reprises en 2016 afin d'injecter 205 Mds RMB (à 3 et 6 jours). Il était utile lorsque la PBoC ne conduisait que des opérations « open-maket » bi-hebdomadaire, mais il semble désormais être tombé en désuétude.

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

- Le **Rural Supporting Loan (RSL)** : prêt à taux préférentiel (non public) accordé aux institutions financières locales pour favoriser les prêts au secteur agricole. Même fonctionnement que le MSL.
- Le **Poverty Relief Loan (PRL)** : prêt à taux préférentiel (non public) accordé aux institutions financières locales pour favoriser les prêts agricoles aux régions pauvres. Même fonctionnement que le MSL et le RSL, mais peut être renouvelé quatre fois.

Tableau récapitulatif :

	Open market operations				Standing facilities	Non-standard tools
	Reverse repo/repo	SLO	MLF	TLF	SLF	PSL
	- 逆回购/回购	(Short-term Liquidity Operation) 短期流动性调节	(Medium-term Lending Facility) 中期借贷便利	(Temporary Liquidity Facility) 临时流动性便利	(Standing Lending Facility) 常备借贷便利	(Pledged Supplemental Lending) 抵押补充贷款
Initiation	1999	Jan 2013	Sep 2014	Jan 2017	Jan 2013	Apr 2014
Frequency	Daily	Irregular	Monthly	Before Chinese New Year	Upon request	Monthly
Tenor	Usually 7D, 14D and 28D	Less than 7 days	3M, 6M, 1Y	28D	O/N, 7D, 1M	Long term (reportedly 3Y and above)
Placement	Auction	Auction	Bilateral operation or auction	Auction	Bilateral operation	Bilateral operation
Participant	Primary dealers (48)	Qualified primary dealers (19)	Select banks	Big banks with high cash withdrawal ratios during holidays	Banks, local financial institutions	Policy banks
Collateral	CGBs, PBoC bills, PFBs, GSE bonds, commercial bank bonds	CGBs, PBoC bills, PFBs, GSE bonds, commercial bank bonds	CGBs, LGBs, PBoC bills, PFBs, high-rating corp bonds, NCDs	Unknown (reportedly not required)	CGBs, LGBs, PBoC bills, PFBs, NCDs, high-rating bonds and credit assets* (*for qualified banks)	LGBs, high-rating bonds and credit assets
Similar to	ECB MRO	ECB MRO	ECB LTRO	-	Fed Discount Window and ECB marginal lending facility	ECB TLTRO

\* CGB=China Government Bond, LGB=Local Government Bond, PFB=Policy Financial Bond (issued by policy banks), GSE=Government Sponsored Enterprise (for example, Central Huijin), NCD= Negotiable Certificate Of Deposit, ECB = European Central Bank, MRO = Marginal Refinancing Operation, LTRO = Long-term Refinancing Operation, TLTRO = Target LTRO. Source: PBoC, MoF, SG Cross Asset Research/Economics

Source : Société générale Cross Asset Research

**Annexe 2 : Critères d'évaluation de la politique macro-prudentielle (MPA) de la PBoC**

Eléments		Critères d'évaluation		
		N-SIFIs	R-SIFIs	CFIs
Liquidité (100 points)	Ratio de liquidité à court terme (LCR) (40 points)	- Conforme aux indicateurs de contrôle pendant la période (40 points) - Non conforme (0 point)	- Conforme aux indicateurs de contrôle pendant la période (40 points) - Non conforme (0 point)	- Conforme aux indicateurs de contrôle pendant la période (40 points) - Non conforme (0 point)
	Ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) (40 points)	≥100% : 40 points <100%: 0 point	≥100% : 40 points <100%: 0 point point	≥100% : 40 points <100%: 0 point
	Conformité avec le régime de réserves obligatoires (20 points)	1. Conforme : 20 points 2. Non conforme : 0 point	1. Conforme : 20 points 2. Non conforme : 0 point	1. Conforme : 20 points 2. Non conforme : 0 point
Comportement de fixation des prix	Fixation des taux d'intérêt (100 points)	Le comportement de fixation des taux d'intérêt satisfait aux exigences de l'ordre concurrentiel du marché : 0-100 points		
Qualité des actifs	Ratio de créances douteuses (NPL) (50 points)	1. Pas plus élevé que celui des institutions de même type : 50 points 2. Identique aux institutions de même type jusqu'à 5% (inclus) : 30-50 points 3. Supérieur à 5% : 0 point	1. Pas plus élevé que celui des institutions de même type de la même région : 50 points 2. Pas deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région : 30-50 points 3. Deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région et/ou supérieur à 5% : 0 point	1. Pas plus élevé que celui des institutions de même type de la même région : 50 points 2. Pas deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région : 30-50 points 3. Deux points de pourcentage plus élevés que celui des institutions de même type de la même région et/ou supérieur à 5% : 0 point
	Couverture des provisions (50 points)	≥150% : 50 points 100-150% : 30-50 points <100% : 0 point	≥150% : 50 points 100-150% : 30-50 points <100% : 0 point	≥150% : 50 points 100-150% : 30-50 points <100% : 0 point
Risques liés au financement transfrontalier	Solde du financement transfrontalier avec pondération des risques (100 points)	Evaluation d'ensemble en fonction de plusieurs critères : dépassement du solde du financement transfrontalier avec pondération des risques, composition des devises et répartition des échéances du financement transfrontalier : 0-100 points		
Mise en œuvre de la politique de crédit	Exécution des crédits (70 points)	Evaluation d'ensemble en fonction de l'exécution des orientations politiques de crédit : 0-70 points		
	Utilisation des fonds de la banque centrale (30 points)	Points de départ : 20 points Evaluation d'ensemble en fonction des destinataires, des taux d'intérêt et du remboursement sur les fonds de la banque centrale : 0-30 points		