



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL DE PEKIN

A. AUBEL ET F. CHIMITS

Pékin, 1^{er} août 2017

Note

Objet : Avis de « tempête réglementaire » sur le secteur financier chinois

Depuis le début de l'année, le gouvernement chinois montre sa détermination à lutter contre les risques accumulés dans le secteur financier. La vague de nouvelles réformes et le renforcement de la supervision étaient nécessaires, au vu des vulnérabilités croissantes du système financier régulièrement mises en avant par le FMI (endettement, créances douteuses, « shadow banking »). Leur mise en œuvre est néanmoins périlleuse dans un système financier caractérisé par son opacité et son interconnectivité. Si le contexte économique est plutôt favorable aux réformes, le calendrier choisi n'était pas évident alors que la proximité du congrès du parti communiste chinois (à l'automne) aurait pu davantage inciter au statu quo. Les autorités semblent donc avoir considéré que le risque de l'inaction face à la montée généralisée de l'endettement était plus grand que le risque de mise en œuvre de réformes pouvant conduire à des corrections de marché.

1. Les vulnérabilités du système financier chinois sont bien identifiées et ont continué de s'accroître.

L'endettement total de l'économie réelle est passé de 150% du PIB fin 2007 à plus de 260% fin 2016, selon la Banque des règlements internationaux, avec un endettement des entreprises particulièrement élevé (170% du PIB). Les créances douteuses du secteur bancaire atteignent des niveaux préoccupants¹. De plus, une part importante du financement à l'économie se fait via un « shadow banking » très dynamique, qui permet aux institutions financières de contourner les obligations prudentielles relatives au crédit bancaire et d'alimenter des produits de placement (« wealth management products »², assurance-vie, sociétés fiduciaires...). Le FMI alertait ainsi dès son rapport « article IV » de juillet 2016 sur « la croissance de l'opacité et des interconnexions du secteur financier chinois ». La mission « article IV » de juin 2017 appelle à une « accélération urgente du rythme des réformes » afin notamment de « prévenir le risque d'un ajustement brutal à moyen terme ».

La proximité des échéances politiques et la priorité donnée dans ce contexte à la stabilité économique, sociale et financière paraissent peu propices à une inflexion politique ou réglementaire. Les autorités ont pourtant initié dès décembre 2016 des réformes importantes pour assainir le secteur financier, qui se sont déroulées en plusieurs temps.

2. Les autorités chinoises ont d'abord cherché à renchérir le coût de financement des institutions financières pour rendre moins attractives les opérations à fort effet de levier.

En décembre, la « conférence centrale sur le travail économique » – conférence annuelle qui détermine les orientations économiques et financières des autorités pour l'année à venir – signalait une inflexion vers une politique monétaire moins accommodante et une volonté de prévenir les bulles d'actifs, en particulier sur le marché obligataire. Entre le 25 janvier et le 16 mars, les autorités ont renchéri à trois

¹ Si le ratio de « NPL » officiel n'est que de 1,7% fin 2016, la situation réelle est vraisemblablement plus dégradée ; le FMI estime ainsi que les prêts « à risque » (i.e. prêts à des entreprises dont les excédents d'exploitation ne suffisent pas à couvrir leur seule charge d'intérêts) représenteraient plus de 15% des prêts aux entreprises.

² A titre d'exemple, en 2016, les « wealth management products » distribués par les banques (hors bilan) ont crû de 30%, à 26 000 Mds CNY (37% PIB), contre une croissance de 10% du crédit bancaire.



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

reprises le coût de refinancement sur le marché interbancaire par une hausse de vingt points de base en cumulé des principaux taux opérationnels de la banque centrale chinoise PBoC³.

Ces hausses visaient à désinciter l'opération consistant, essentiellement pour les petites et moyennes banques (ayant un accès moins privilégié au crédit⁴), à se financer sur le marché interbancaire pour ensuite investir, avec un fort effet de levier, sur le marché obligataire. Toutefois, la hausse du coût de la liquidité sur le marché interbancaire a également eu pour conséquence d'alimenter les sources alternatives de liquidité au travers du « shadow banking », en forte expansion⁵.

De fait, le sous-gouverneur de la PBoC, M. Yin, indiquait dès janvier que la PBoC entendait s'appuyer sur la réglementation comme instrument privilégié de « *deleveraging* », et non pas sur les hausses de taux.

3. Face à la poursuite de l'expansion du « shadow banking », le gouvernement a remplacé les principaux dirigeants des régulateurs financiers afin de mettre en œuvre une vague de nouvelles réglementations.

La PBoC a considérablement renforcé son cadre d'évaluation macro-prudentiel, en décidant d'y inclure à partir de sa revue du premier trimestre les « wealth-management products ». En conséquence, trois banques chinoises se sont vues infliger des sanctions allant jusqu'au retrait de l'accès aux facilités de crédit de la PBoC⁶.

Les dirigeants des trois commissions de régulation financière ont été remplacés : en février 2016 pour l'autorité des marchés (China securities regulatory commission), en février 2017 pour le régulateur bancaire (China banking regulatory commission) et en avril 2017 pour le régulateur des assurances (China insurance regulatory commission). Une « tempête réglementaire »⁷ s'en est suivie, avec des mesures fortes : (i) la CSRC a demandé un audit complet des activités de gestion d'actifs conduites par les sociétés de courtage ; (ii) la CBRC a publié pas moins de huit nouvelles réglementations en deux mois visant à clarifier les chaînes de financements entre différentes institutions financières et demandant aux banques de se mettre en conformité avec un plafond d'un tiers de leur financement en provenance d'autres banques d'ici le 15 juillet ; (iii) la CIRC a interdit la vente de produits d'assurance-vie universelle (la version assurantielle des « wealth-management products ») à neuf des plus gros assureurs. Une réglementation commune serait également en cours de rédaction pour limiter le recours à l'effet de levier et les possibilités d'arbitrage entre différents régulateurs⁸.

La pression réglementaire ne s'est pour l'instant pas relâchée et provient du sommet de l'Etat. Le président Xi Jinping a convoqué en avril une réunion du bureau politique du Parti consacrée aux risques financiers, qu'il a qualifiés de « problème de sécurité nationale ».

4. Dans le même temps, les autorités ont considérablement renforcé les contrôles sur les entreprises ayant le plus recouru à l'effet de levier.

Plusieurs institutions financières chinoises ont acquis en quelques années, grâce aux fonds levés par les « wealth-management products », une puissance financière leur permettant de se lancer dans une

³ Voir la note : « La politique monétaire chinoise : des hausses de taux qui ne changent pas encore l'orientation globalement accommodante », A.Aubel, F.Chimits, J.Deslandes, J.Yang, Bulletin économique Chine n°86, mars-avril 2017

⁴ 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 ».

⁵ La composante « shadow banking » de l'agrégat large de crédit « total social financing » est en hausse de 74% en moyenne sur la période janvier-avril en glissement annuel.

⁶ Selon l'hebdomadaire économique Caixin, trois banques régionales de taille moyenne se seraient vues sanctionnées par des restrictions sur leur accès aux facilités de crédit de la PBOC.

⁷ Selon l'expression utilisée notamment par Barry Naughton, chercheur à la Hoover Institution (« The Regulatory Storm : A Surprising Turn in Financial Policy », mai 2017), et Chen Long analyste à Gavekal Dragonomics (« The Regulatory Storm », juin 2017).

⁸ Selon Caixin, cette réglementation associerait la PBoC et les trois régulateurs et prévoirait notamment la mise en place de plafonds sur les ratios de levier : 140% pour les fonds cotés (i.e. les actifs totaux du fonds ne peuvent dépasser 140% de ses actifs nets), 200% pour les fonds privés et pour les produits investis sur l'obligataire.



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE

série d'importants achats en Chine et à l'étranger, malgré un modèle économique très fragile. L'assureur Foresea Life Insurance en est une illustration : créé en 2011 par YAO Zhenhua, l'entreprise affichait des revenus tirés de la vente d'assurance-vie atteignant 78 Mds CNY en 2015 et s'est lancée dans une OPA hostile sur le plus gros développeur immobilier chinois, China Vanke Real Estate. L'OPA a attiré l'attention des autorités, le Premier ministre Li Keqiang qualifiant même ces comportements de « barbares ». Foresea s'est alors vu infliger une sanction lui interdisant la vente de tout produit d'assurance-vie universelle et interdisant à son président d'exercer dans le secteur des assurances pendant dix ans.

Le 22 juin, la CBRC a annoncé lancer des inspections sur les prêts octroyés aux entreprises ayant effectué d'importantes acquisitions à l'étranger, en citant notamment l'assureur Anbang (dont l'actif à l'international représenterait plus de 60% de l'actif total), HNA, Fosun et Dalian Wanda⁹.

5. L'assainissement du secteur financier chinois passe également par la mise à l'écart de nombreux dirigeants, au motif principal de lutte contre la corruption

Alors que la campagne de lutte anti-corruption menée par le gouvernement chinois depuis 2012 avait jusque-là relativement épargné le milieu financier, nombre de dirigeants d'institutions financières et de régulateurs sont récemment tombés pour « crimes économiques ». Parmi les cas emblématiques figurent le président de la commission de régulation des assurances, Xiang Junbo (ancien président d'Agricultural Bank of China), le numéro 2 du régulateur du secteur bancaire, M. YANG Jiakai, le numéro 2 du régulateur des valeurs mobilières, M. Zhan Yujin, et le président du 3^{ème} assureur chinois Anbang, Wu Xiaohui. Le milliardaire chinois Xiao Jianhua, détenteur de nombreuses participations dans le secteur financier chinois (notamment l'assureur Tian'an Life Insurance), a disparu à Hong Kong en janvier afin de, selon les autorités chinoises, « coopérer » avec les autorités (il n'a pas fait de réapparition publique depuis)

*

Dans ses dernières recommandations publiques publiées le 15 août dans le rapport au titre de l'Article IV, le FMI endosse le resserrement réglementaire, et recommande « la poursuite de la politique récente et cruciale de réduction des risques dans le secteur financier ». Le contexte économique y est favorable, l'objectif de croissance de 6,5% ou plus en 2017 paraissant à portée.

S'il ne fait pas de doute que l'assainissement du secteur financier est essentiel pour réduire les risques à moyen terme, il semble contribuer dans le même temps à rendre les marchés chinois extrêmement fébriles à court terme. Pour apaiser les tensions, la PBoC intervient fortement par l'injection de liquidités record sur le marché interbancaire. Toutefois, certaines grandes institutions financières, telles qu'Anbang ou Foresea Life Insurance – qui détiennent d'importantes participations en chaîne dans d'autres institutions financières telles que Minsheng Bank ou China Merchants Bank –, ont déjà alerté les autorités sur le risque de dégradation rapide de leur situation financière. Les autorités financières ont à ce stade résisté aux demandes d'assouplissement des nouvelles contraintes réglementaires et la presse officielle s'est souvent fait l'écho de la détermination des autorités à poursuivre dans la durée le resserrement de la supervision du secteur financier.

A. AUBEL, F.CHIMITS

⁹ Ces entreprises sont notamment présentes en France : HNA détient une part minoritaire dans l'aéroport de Toulouse (via une filiale) et est premier actionnaire dans Aigle Azur et Pierre&Vacances, Fosun est propriétaire du Club Med et Dalian Wanda est co-investisseur dans le grand projet de centre de loisir EuropaCity à proximité de Paris.