

DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL DE PEKIN

F. CHIMITS

REU PAR P. BOUYOUX, J. DUMOND ET D. KARMOUNI

Pékin, le 26 mars 2018

NOTE

OBJET : Le programme d'échange de dettes contre actions (DES) semble pour le moment principalement assainir les bilans des entreprises d'Etat et des grandes banques

Dans le contexte d'une croissance inquiétante de l'endettement global de l'économie chinoise, les autorités chinoises ont fait de la lutte contre l'endettement des entreprises, en particulier publiques, la « priorité des priorités ». Parmi les principaux outils mis en place à cette fin figure un programme de dettes contre actions (ou Debt to equity swap, DES), réminiscence d'un programme de la fin des années 90 mis en œuvre avec un certain succès dans un contexte en partie similaire.

Après des débuts difficiles, le programme semble être appelé à se déployer pleinement en 2018, avec un total d'environ 1 600 Mds RMB de créances annoncées fin 2017 comme devant être échangées au titre du DES (250 Mds USD, 2% du PIB, 1% des crédits bancaires).

Les informations relativement restreintes sur les détails de ces opérations, et alors que moins de 15% des échanges prévus auraient été menées à leur terme (à fin 2017), rend difficile l'appréciation en l'état de l'effet à long terme du programme sur l'économie chinoise.

Dans un 1er scénario, à l'image du précédent programme, le DES faciliterait la restructuration des SOE peu efficaces. Ces dernières devraient se réformer pour bénéficier du DES et seraient incitées à le faire par de nouveaux actionnaires intéressés prioritairement par les bénéfices futurs.

Dans un 2ème scénario, le DES servirait en revanche uniquement à un assainissement du bilan des SOE sans aboutir à de véritables restructurations des entreprises concernées. Le risque serait alors simplement transféré aux banques, à l'Etat ou aux ménages, selon les modalités financières choisies, mais le problème ne serait que déplacé et repoussé dans le temps.

A ce stade, les échanges impliquent principalement des entreprises d'Etat (ou State owned entreprises, SOE), propriétés d'autorités publiques locales, dans des secteurs traditionnels, souvent sujettes à des problèmes de surcapacités et de rentabilité. Peu d'informations concernant des restructurations des sociétés concernées ont été communiquées. Par ailleurs, les négociations entre les banques et les entreprises semblent être difficiles et déboucher sur des montages financiers complexes qui pourraient aboutir à un transfert des risques des entreprises et des banques vers l'Etat et les ménages.

Le DES précédent s'inscrivait dans un ensemble de réformes conduites sous la direction de ZHU Rongji à la fin du siècle dernier pour traiter les problèmes de dette et d'inefficacité des entreprises publiques qui s'appuyait également sur une redistribution des risques aux ménages. Les mesures allaient néanmoins de pair avec des réformes structurelles profondes, reflétées par la mise au chômage de 30 M de travailleurs et la fermeture de 60 000 SOE. Ces réformes intervenaient par ailleurs dans un contexte particulièrement favorable du fait des marges de rattrapage technologique et de la démographie dynamique de l'époque.

Aujourd'hui, l'orientation politique, les réformes structurelles et les marges de manœuvre paraissent sujettes à un plus grand degré d'incertitude. En outre, le DES tel qu'il est conçu aujourd'hui n'apparaît pas en phase avec les recommandations formulées spécialement par le FMI : mise en place de critères d'éligibilité stricts et transparents, exposition limitée des banques aux nouvelles participations, rachat des créances à ces mêmes banques à leur juste valeur (i.e. reconnaissance des pertes des banques), distribution transparente des risques.

1 – Lancé début 2016, le programme DES est l'un des principaux outils officiels de la politique de réduction de l'endettement des entreprises

Le programme a été annoncé en mars 2016 par le Premier ministre LI Keqiang avec l'objectif de « permettre une réduction de l'endettement des entreprises » dans un contexte de hausse continue et inquiétante des créances douteuses¹. Quelques jours plus tard, le gouverneur de la banque centrale (PBoC), M. ZHOU Xiaochuan, a attribué au *debt to equity swap* (DES) l'objectif d'assainir les bilans des banques en vue de nouveaux investissements, sans mentionner les entreprises. Deux propositions de DES, prévoyant 1 000 Mds RMB de dettes à échanger et excluant les entreprises « zombies »², auraient circulé début 2016 :

- l'une de la PBoC, avec le soutien du régulateur bancaire (CBRC), favorisait l'assainissement des banques, autorisant notamment l'utilisation dans le programme des prêts reconnus non-performants³ (ou *non performing loans*, NPL) ;

- l'autre du ministère de la Réforme et du Développement (NDRC, ancien ministère du Plan), était plus préjudiciable aux banques, avec des participations aux entreprises devant être portées au bilan des banques et entraînant des provisionnements importants (cf. *infra*)⁴. Se faisant, le plan de la NDRC devait s'accompagner d'un abaissement temporaire du ratio de provision obligatoire des banques de 150% à 100% pour permettre aux banques d'encaisser le choc.

Cette même période avait en outre été marquée par la publication en mai 2016, d'un article remarqué d'une « personne d'autorité »⁵ témoignant de possibles divergences au sujet de la politique économique.

Aucune de ces deux propositions n'a finalement été adoptée et les modalités du programme et son périmètre ont évolué dans le temps (cf. *infra*).

Malgré ces incertitudes, le DES a toujours été systématiquement mis en avant par les autorités chinoises comme l'un des principaux outils pour réduire l'endettement des entreprises⁶, réduction qualifiée de « priorité des priorités » par XI Jinping en juillet 2017.

Pour mémoire, les autorités avaient mis en œuvre à la fin des années 90 un DES massif dans le cadre d'une grande politique de réformes économiques avec notamment pour objectif d'assainir le bilan des banques suite aux investissements massifs, et souvent peu rentables, des entreprises d'Etat (ou *State owned enterprise*, SOE, cf. Annexe 1). A l'époque, M. ZHOU avait fortement contribué aux débats et à la mise en œuvre du programme, précisant que ce mécanisme devait être compris, dans un environnement chinois, comme l'ultime étape avant la liquidation en vue

¹ *Situation financière des banques chinoises*, J. Deslandes, A. Aubel et J. Pan, Bulletin économique Chine 83, SER de Pékin, DG Trésor, octobre 2016

² Une entreprise zombie est conceptuellement une entreprise dont le coût de la poursuite des opérations est plus grand que le coût de la liquidation (*Resolving China's zombies*, FMI, nov. 2017). D'après la définition *de jure* établie par le Conseil des affaires d'Etat, une entreprise est zombie si elle répond aux critères suivants : 3 années de pertes, non conforme aux standards technologiques et environnementaux, hors du champ des politiques industrielles nationales, soutien d'une autorité publique ou d'une banque. D'après le FMI, les gouvernements locaux, à qui incombe la responsabilité d'identifier les entreprises zombies, se reposent sur des critères plus précis : trois années de pertes, ratio de passifs sur actifs supérieur à 85%, flux de trésorerie négatifs, arriérés de dette de plus d'un an, taux d'utilisation inférieur à 50%.

³ *China to ease commercial banks' bad debt burden via equity swaps*, Reuters, mars 2016

⁴ 债转股重来, 4 avril 2016, Caixin

⁵ Cette tribune en 1^{ère} page du journal officiel du Parti communiste chinois (PCC) a été perçue comme le révélateur de divergences au sein des autorités publiques quant à la politique économique à suivre. La source anonyme est fréquemment associée à LIU He, déjà plus proche conseiller économique de XI Jinping, et depuis le XIX^{ème} Congrès d'octobre 2017 membre du Bureau politique du Parti communiste chinois (25 personnes) ainsi que, depuis mars 2018, vice premier ministre responsable affaires financières au gouvernement, en succession de M. MA Kai.

⁶ Zhou (10/2017) ; un des trois outils évoqués par l'administration de gestion des SOE par les autorités nationales (SASAC, 08/2017) ; un des cinq axes de travail mis en avant par le Conseil des affaires d'Etat (08/2017) ; la CBRC appelle les banques à « accélérer le DES » en mai 2017

de permettre aux créanciers de peser plus efficacement dans les restructurations des entreprises⁷.

A la suite des premières opérations au premier trimestre (T1) 2016, un nombre important d'articles de la presse chinoise ont critiqué le programme. Les articles se sont notamment largement fait l'écho des inquiétudes des institutions bancaires, dont *China Construction Bank* (CCB) et *Bank of China* (BoC)⁸. Les premiers DES étaient en effet particulièrement contraignants pour les banques en termes de besoin en capital : la pondération des risques des participations est très supérieure à celle des crédits bancaires⁹ ; aucun mécanisme de diffusion/diminution des risques attenants à une prise de participation dans des entreprises en difficulté n'était prévu. Le suivi des opérations conduites met en évidence que le programme a de fait été suspendu jusqu'à la publication de directives six mois plus tard (cf. Annexe 4).

En septembre 2016, le Conseil des affaires d'Etat¹⁰ a publié le document cadre du DES, lançant effectivement le programme. La publication de la « Directive sur l'échange de dettes contre actions », en complément de la « Directive sur la réduction du levier des entreprises », a donné lieu à une conférence de presse organisée conjointement par la NDRC, la PBoC, la CBRC et le ministère des Finances (MoF). L'objectif officiel du DES est de diminuer le ratio de dette et les coûts de financement des entreprises. Le principe de mise en œuvre, souligné avec insistance, est le « respect des forces de marché ». Ce principe se traduit par l'absence d'obligation de participation, d'objectifs chiffrés, de calendrier et de modalités d'échange (prix, garanties, rachat, type d'actions etc.).

Concrètement, les banques doivent vendre les créances à une entité « de mise en œuvre » responsable de l'échange et de la gestion des participations. Elles sont « encouragées » à créer des sociétés *ad hoc* à cette fin. L'absence de mention des actionnaires des entreprises concernées par un DES laisse à penser que leurs parts seront diluées dans une augmentation du capital à même de générer les titres échangés.

D'après ce premier plan, le DES exclut *de jure* les entreprises « sans perspectives de survie », en surcapacité ou « ne respectant pas les politiques industrielles » (sans détail ni critère) ainsi que les « prêts non-performants »¹¹. Par ailleurs, les fonds issus des produits d'actifs de gestion (ou *wealth management products*, WMP) de la banque participante ne peuvent pas être mobilisés dans le financement de l'opération. Enfin, il est indiqué que les entreprises, les banques et les investisseurs seront « incités » à participer, sans plus de détail.

Plusieurs administrations ont depuis annoncé prendre des mesures en soutien du DES. Le régulateur des assurances (CIRC) a indiqué travailler à des incitations des sociétés d'assurance

⁷ Guanyu zhai zhuan gu de ji ge wenti, Zhou Xiaochuan, Bijiao No. 6, Automne 1999

⁸ *A free lunch for zombie firms ? China's plan for debt-to-equity swaps prompts concerns for bankers*, South China Morning Post (SCMP), avril 2016 ; *Moral hazard in debt-to-equity plan needs addressing*, China Daily, avril 2016

⁹ D'après la *Commercial bank law*, la pondération du risque est de 100% pour un crédit bancaire contre 400% pour une participation au bilan, et 1250% après deux années de détention des parts (l'actif n'étant plus alors considéré comme un investissement financier)

¹⁰ Plus haute instance gouvernementale chinoise, sous la direction du Premier ministre

¹¹ Les normes chinoises ne retiennent pas la même définition de créances douteuses (ou *non performing loan*, NPL) que les référentiels internationaux qui considèrent douteuse toute créance avec un retard de paiement supérieur à 90 jours. La Chine distingue 5 catégories de créances : (i) normales (ii) mention spéciale (iii) *subprime* (iv) *doubtful* et (v) pertes. Les NPL officiels sont les *subprime* et les *doubtful*. En outre, dans le cas d'un retard de paiement si la valeur du collatéral est estimée par la banque comme permettant le remboursement du principal, la créance n'est pas classée NPL mais mention spéciale.

au financement du programme (sans plus de détail)¹². La NDRC a assigné des quotas d'émissions d'obligations pour les sociétés de mise en œuvre du DES, à hauteur de 70% de la valeur faciale des dettes échangées¹³.

Les nouvelles sociétés de gestion d'actifs créées ont reçu leurs licences en un temps record¹⁴. Les licences sont les mêmes que celles des structures de défaillance chinoises (*Asset management corporation*, AMC), notamment les *bad banks* créées pour le précédent DES (cf. Annexe 1). Au sujet de ces structures de défaillance historiques, la CBRC a annoncé en décembre 2017 que les opérations conduites par les AMC historiques dans le cadre de DES seraient exclues du calcul des exigences en fonds propres des AMC et que la pondération des risques serait abaissée. Enfin, les gouvernements provinciaux ont été autorisés en octobre 2016 à détenir une seconde AMC ce qui, sans être officiellement lié au DES, augmente significativement le nombre des investisseurs potentiels.

2 – Le DES semble mobiliser des financements divers au profit de SOE des vieilles industries et des grandes banques d'Etat, à hauteur environ de 1 600 Mds RMB à fin 2017

En dépit d'informations non-centralisées et souvent incomplètes, un cadre opérationnel se dessine (cf. Annexe 2). Les autorités semblent disposer d'une liste des opérations conduites dans le cadre du DES, mais celle-ci n'est pas publique. En outre, les AMC et les banques ne communiquent que ponctuellement sur les opérations, sans jamais divulguer les modalités de mise en œuvre (prix, garanties, acteurs, etc.). Un *modus operandi* semble néanmoins se dégager :

- (i) les cinq grandes banques commerciales d'Etat¹⁵ créent chacune une AMC ;
- (ii) une fois l'accord signé entre la banque créancière et la SOE, l'AMC de la banque rachète les créances à la banque, souvent à un prix proche de la valeur faciale des dettes ;
- (iii) la dette est ensuite échangée contre des nouvelles parts émises par l'entreprise dans le cadre d'un accord entre l'AMC et les actionnaires de l'entreprise débitrice ;
- (iv) pour se financer l'AMC émet des obligations, des actions et/ou des produits dérivés avec en sous-jacent les titres obtenus (titrisation).

A noter que le marché des *Asset backed securities* (ABS) a ainsi crû de +94% entre octobre 2016 et fin 2017, à 872 Mds RMB.

La montée en régime du DES révèle un programme conséquent, réservé aux SOE, principalement dans des secteurs en difficulté et aux financements divers mais largement étatiques. A fin 2017, le montant des dettes soumises au DES se monterait à environ 1 600 Mds RMB (250 Mds USD, cf. Annexe 4). A titre indicatif, ce montant représente 1,3% des

¹² « Plan pour la contribution du secteur de l'assurance à l'économie réelle », 4 mai 2017 (CIRC)

¹³ *China to permit special debt-to-equity bonds in new rules*, Reuters, décembre 2016. En Chine les émissions d'obligations sont soumises à l'approbation préalable des autorités, qui varient selon les marchés et les émetteurs. La NDRC est responsable des autorisations des émissions à plus d'un an des entreprises majoritairement non-financières (*entreprise bonds*) sur les marchés boursiers et interbancaires.

¹⁴ Environ deux semaines après le dépôt des demandes de licence, d'après le *Shanghai Securities News*

¹⁵ Appellation officielle des cinq plus grandes banques commerciales chinoises par la taille des actifs. Quatre (ICBC, CCB, ABC, BOC) ont pour principal actionnaire *Central Huijin*, propriété du fonds souverain chinois CIC, lui-même sous la direction directe du Conseil des Affaires d'Etat. BoCom a pour principaux actionnaires le ministère des Finances et le Fonds National de Sécurité Sociale.

crédits bancaires et équivalent à environ 25% du total des crédits en difficulté¹⁶ à fin 2016 (cf. Annexe 4). Le DES précédent avait représenté 7% des crédits bancaires de 1999 (5% du PIB) sur une période d'environ cinq ans (cf. Annexe 1). Côté entreprises, la quasi-totalité des dettes concernent des SOE, principalement sous la direction d'autorités publiques locales dans des industries traditionnelles (cf. Annexe 3).

Côté financier, seules les cinq grandes banques commerciales d'Etat ont créé une AMC en vue du DES¹⁷. Elles ont chacune capitalisé ces dernières à hauteur de 12 Mds RMB (1,8 Md USD). Ces AMC se financeraient aussi en actions et en obligations, largement auprès des grandes entreprises d'Etat et des fonds publics (AMC locales et nationales, sociétés d'assurance et fonds de soutien aux politiques publiques). Les actifs des départements de gestion des créances douteuses des deux AMC historiques cotées, *Huarong* et *Cinda*, ont notamment crû de +43% en 2016, à 1 087 Mds RMB ce qui semblerait indiquer que ces dernières ont participé au financement des opérations en rachetant une partie des titres émis par les nouvelles AMC. A noter que le président de *Huarong* s'est inquiété en août 2017 « d'une bulle sur les prix des titres de créances douteuses » en raison d'un afflux d'acteurs inexpérimentés, incriminant probablement les nombreuses AMC nouvellement créées par les provinces suite au feu vert des autorités (cf. *infra*).

Des tensions entre les parties prenantes (banques et autorités locales) et des incertitudes juridiques auraient accompagné la montée en régime du DES et freiné la finalisation des opérations. Seulement 14% des opérations annoncées auraient été achevées à fin 2017. La presse chinoise indique que les négociations sur les modalités d'échange des créances contre des actions (phase iii entre les banques et les actionnaires des entreprises) seraient particulièrement difficiles.

Par ailleurs, la CBRC avait publié en août 2017 une proposition de directive pour encadrer davantage le DES. Le texte bannissait les secteurs en surcapacités, interdisait les garanties et les promesses de rachat, obligeait les banques à détenir pour au moins cinq ans plus de 50% des AMC créées (avec consolidation dans leurs comptes des AMC) et instituait une approbation *ex ante* de l'Etat central à chaque opération. Aucune suite n'a été donnée à cette directive restrictive qui devait être mise en œuvre avant la fin 2017.

En revanche, **la NDRC, la PBoC, le MoF, la SASAC et les régulateurs financiers ont publié le 25 janvier 2018 des directives pour encourager le DES** selon des modalités moins contraignantes. Le financement des opérations et des AMC par des fonds de capital-risque (*private equity*) et des fonds issus de WMP est formellement encouragé (y compris les WMP distribués par la banque ayant créé l'AMC, auxquels il été précédemment interdit de recourir). Le champ des créances concernées est élargi aux NPL et à l'ensemble des passifs de l'entreprise (crédits auprès des sociétés fiduciaires, prêts confiés (*entrusted loan*), crédits-baux et créances d'exploitation). Les autorités soutiendront les entreprises participant au DES, notamment via des avantages fiscaux et des financements à faible coût (sans plus de précision actuellement).

¹⁶ Créances douteuses officielles, *Non performing loan* (NPL), et créances « special mention » ; Cf. Note de page n°11

¹⁷ Autorisation attribuée par le régulateur bancaire ; *ICBC Financial Assets Invest. Limited* (opérationnelle en oct. 2017), *BOC Financial Asset Invest. Co.* (nov. 2017), *CCB Capital Invest. Co.* (août 2017), *ABC Investment Co.* (août 2017), *BoCom Financial Asset Invest Co.* (déc. 2017)

3 – Au regard de ces éléments, le DES semble avant tout permettre une réduction comptable des ratios d'endettement et des créances à risque, et conduire *in fine* à un renforcement de la présomption de garantie par l'Etat et un transfert aux ménages des risques à moyen terme

Face à l'éventualité d'un refinancement de SOE peu performantes, sans réformes structurelles, le FMI évoque un risque de « restructuration financière superficielle visant des objectifs quantitatifs sans traiter les problèmes de fond »¹⁸. En l'état, le DES ne semble pas conforme aux recommandations spécialement formulées par le FMI¹⁹ en août 2016 : critères d'éligibilité stricts et transparents (interdisant la participation au DES des entreprises zombies), exposition limitée des banques aux nouvelles participations, rachat des créances à leur juste valeur (*i.e.* une reconnaissance des pertes des banques), distribution transparente des risques.

En effet, environ 70% des entreprises prenant part au DES opéreraient dans des secteurs en surcapacité (charbon, acier, construction, transport)²⁰. Les opérations de rachat des créances, souvent à risque (« *special mention* »), se feraient à valeur faciale²¹. Des sources (*Reuters, Caixin, Fitch*) font état, en dépit de l'interdiction initiale, de la mobilisation dès les premières opérations de fonds levés au travers de produits de gestion d'actifs (WMP) de la banque impliquée dans l'opération²². Enfin, les opérations concerneraient presque uniquement des acteurs publics, avec une implication souvent très directe des autorités locales²³.

L'importance des parties prenantes publiques peut apparaître en contradiction avec le principe affiché du « respect des forces de marché ». Les déclarations du responsable des opérations du DES de la CCB (banque responsable d'environ de près de la moitié des opérations annoncées) en octobre 2016 selon lesquelles il « était de la responsabilité de la CCB, en tant que banque d'Etat, de soutenir *Yunnan Tin* » (plus important producteur mondial d'aluminium) pourraient illustrer ces tensions entre le « respect des forces de marché » et l'implication d'acteurs publics.

Selon l'économiste ZHU Ning²⁴, le libre fonctionnement des marchés dans un environnement de garantie implicite conduirait à des prises de risques excessives et une mauvaise allocation du capital. Le « respect des forces de marché », souligné avec insistance par les autorités, doit être compris dans un environnement chinois : l'Etat central ne détermine directement ni les participants, ni les montants, ni les prix, ni le calendrier et ni les structures des échanges. A ce titre, les entités publiques, motivées par la seule poursuite des objectifs assignés *ex-ante* par leur(s) propriétaire(s), sont assimilées à des forces de marché à part entière.

Dans le cas du DES, la liberté donnée aux acteurs de marché serait donc utilisée par les banques et les autorités publiques locales pour traiter les dettes de SOE peu productives et très endettées dans des secteurs en surcapacité. Or, aucune information n'a pour le moment été communiquée sur des restructurations en lien avec le DES. En outre, la liberté des « forces de marché » telle que conçue par les autorités chinoises (modalités de mise en œuvre du DES) risque de conduire

¹⁸ *Resolving China's Zombies: tackling debt and raising productivity*, W. Lam, A. Schipke, Y. Tan (PBoC), Z. Tan, FMI, nov. 2017

¹⁹ *Debt-equity conversions and NPL securitizations in China*, Technical guidance note, IMF, août 2016

²⁰ *China Bank Monitor 2017*, Natixis, décembre 2017 (annexe 5)

²¹ *Debt-for-Equity swaps lead to more questions than answers*, FitchRatings, novembre 2016 ; *Can the new debt-to-equity swap effectively tackle China's moral hazard?*, South China Morning Post, août 2017 ; *China's debt-equity swaps – a wake-up call for structural reforms*, Bnp Paribas, août 2017

²² *Debt-for-Equity swaps lead to more questions than answers*, FitchRatings, novembre 2016

²³ Notamment sous la forme d'accord-cadre entre une banque et une autorité locale, tel qu'entre ICBC et la province du Jiangsu, ou le plan de mise en œuvre du DES de la municipalité de Wuxi (*Opinion of the Wuxi Municipal People's Government on Doing a Good Job in Actively and Steadily Reducing the Leverage Ratio of the Enterprises in Wuxi*, janvier 2018).

²⁴ *China's guaranteed bubble*, ZHU Ning, Graw Hill, 2016 ; l'analyse ne porte pas spécifiquement sur le DES mais sur l'ensemble de l'économie chinoise

à des phénomènes de « participation en droit mais dette en essence »²⁵ (avec entre autres des obligations de rachat des actions à échéance et prix fixes, des engagements de versements de dividendes fixes, des garanties des autorités locales etc...) et donc à des traitements en surface des problèmes d'endettement dans le but d'atteindre des objectifs quantitatifs de réduction des ratios d'endettement.

Dans un environnement où la garantie implicite de l'Etat est renforcée par un programme officiel, le risque est que la liberté donnée aux acteurs de marché aboutisse à une diffusion des risques aux agents disposant du plus faible pouvoir de négociation, à savoir les ménages. Ce transfert des risques se ferait notamment via les fonds collectés via les WMP.

L'assainissement des bilans des SOE et des grandes banques pourrait donc être supporté *in fine* par les ménages, ce qui pourrait d'une part porter atteinte au processus de rééquilibrage vers la consommation et, d'autre part, pérenniser la garantie implicite des SOE et leur accès préférentiel au crédit²⁶. La mise en œuvre du DES contribue mécaniquement à réduire la dette des entreprises (« priorité des priorités » des autorités), en l'occurrence des SOE, tout en assainissant le bilan des grandes banques (cf. Annexe 4). L'assainissement des bilans²⁷ se ferait néanmoins à la charge de fonds publics (fonds de sécurité sociale, nouveaux AMC provinciaux, assurances) ainsi que des épargnants, souvent indirectement via des produits de gestion d'actifs (WMP) investis dans des titres émis par les AMC²⁸ (cf. Annexe 2).

Même si une part des risques devait rester au bilan des banques, en cas de matérialisation de ces risques, les banques pourraient le répercuter aux ménages dans un environnement financier fortement contraint, conformément à ce qui a été fait après les réformes de 1998²⁹.

De surcroît, le DES peut être interprété comme entérinant de fait la garantie des SOE. A ce titre, il renforcerait leur subventionnement implicite (accès préférentiel au crédit) et pourrait ainsi contrevenir à une meilleure allocation du capital³⁰.

Quinze ans après la fin du programme précédent, le risque est de voir la Chine utiliser de nouveau les mêmes recettes : alléger la dette des entreprises publiques dans le cadre d'un programme DES mobilisant l'épargne des ménages. Cette stratégie interviendrait néanmoins dans un environnement macroéconomique moins porteur qu'à la fin des années 90. La mise en œuvre de véritables restructurations est donc à la fois moins aisée – notamment socialement – et d'autant plus nécessaire pour préserver le potentiel de croissance.

²⁵ Rapport FMI au nom de l'Article IV, juillet 2017

²⁶ *Resolving China's Corporate debt problem*, W.R. Lam, J. Caparuso, J. Garrido, T.D. Law etc., Document de travail du FMI, octobre 2016

²⁷ « Debt-to-equity look like a state sponsored bail-out », Zhu Ning (Doyen de l'institut international de finance de Shanghai) ; *Tackling moral hazard in China's financial system*, Paulson institute, févr. 2017

²⁸ *China's DES program leads to more questions than answers*, Global Times, 11/2016 ; les AMC de 1998 ont augmenté leur capital depuis fin 2015, ou prévoient de le faire, au travers des émissions d'obligations (16 Mds USD en 2017 selon *Bloomberg*) et d'actions à Hong Kong : *Huarong* cotée fin 2015 (2,3 Mds USD), *Cinda A.M.* va émettre 5 Mds USD en 2018, *China Great Wall* doit se coter en 2018 (2 Mds USD)

²⁹ *Financial repression in China*, N. Lardy, Peterson Institute, sept. 2008

³⁰ *State owned enterprises reform*, A. Schipke, W.R. Lam, FMI (Modernising China), novembre 2016

Annexe 1 : Le programme d'assainissement du système bancaire de 1998³¹

En 1999, dans le cadre d'une politique de réforme, notamment des entreprises d'Etat, les autorités décident de restructurer les banques d'Etat en transférant une large part des créances douteuses d'entreprises d'Etat vers des structures de défaisance *ad hoc* (*Asset Management Companies, AMC*). **Environ 29% des créances transférées ont été échangées contre des actions, soit 7% des crédits bancaires et 5% du PIB de 1999, et environ 580 SOE ont été restructurées**³². L'opération s'est faite sur un mode décentralisé, le MoF assignant une AMC à chacune des grandes banques commerciales (ABC, BoC, CCB et ICBC). Celles d'ICBC et CCB (Cinda et Huarong ; deux seules présentement cotées à Hong Kong), seront les principales opératrices des échanges de dettes contre actions.

Un total d'environ 2 889 Mds RMB (325 Mds USD³³) de créances douteuses, à 90% d'entreprises d'Etat, aurait été transféré de 1999 à 2006 des banques vers celui les structures de défaisance. La somme représentait 85% des 3 400 Mds RMB (410 Mds USD) de créances douteuses et 30 % de leur encours total de prêts à fin 1999.

Les banques ont donc vu une partie de leur portefeuille de créances douteuses transformées *in fine* en obligations garanties par l'Etat. Le remboursement est *de facto* subordonné à celui des obligations des AMC détenues par les banques, ce qui transfère *in fine* le risque de défaut des banques vers la PBoC. L'acquisition par les AMC a été initialement financée par³⁴ : une contribution de 40 Mds RMB (3 % du total) du MoF ; un prêt de la PBoC d'au moins 192 Mds RMB (14 %) ; 1 168 Mds RMB des obligations à 10 ans par les AMC achetées par les banques. A l'issue de l'opération, la PBoC détient une créance de 192 Mds RMB sur les AMC. Les transferts ont marqué une pause jusqu'à 2003 puis, entre 2004 et 2006, dans la perspective de l'introduction en bourse de BoC, CCB puis ICBC, une deuxième tranche de 1 245 Mds RMB (150 Mds USD) a été vendue aux AMC. La PBoC a contribué au financement des transferts en achetant les créances à une fraction de leur valeur nominale pour les revendre avec un fort rabais aux AMC.

Les AMC avaient initialement trois fonctions : (I) reprendre 1 400 Mds RMB de créances douteuses à valeur faciale contre des obligations à 10 ans ; (II) retraiter ces créances en intervenant dans la restructuration des 600 entreprises d'Etat concernées ; (III) recouvrir ces créances. Leurs activités sont placées sous la tutelle conjointe de la PBoC, du MoF et de la CSRC³⁵.

Le traitement de créances douteuses du premier transfert (1 400 Mds CNY) a été rendu particulièrement difficile par les résistances politiques locales contre les reconnaissances des pertes, les privatisations et les faillites des entreprises d'Etat. Alors que les meilleures pratiques recommandent la vente des NPL aux investisseurs ou la liquidation par la mise en faillite, les autorités n'ont pas mis en place le cadre juridique adéquat. Les 30 M de travailleurs licenciés et les 60 000 SOE fermées ont donc dû l'être au cas par cas³⁶.

Les AMC ont converti une partie des dettes en actions. Selon la BRI, 405 Mds RMB de créances (29 % de l'ensemble du 1^{er} transfert) auraient été converties entre 1998 et 2001. Cela concerne notamment 580 sociétés d'Etat sélectionnées par le gouvernement. Le manque de ressources, notamment humaines, a entravé les AMC dans leur rôle d'actionnaire. A fin 2001, les AMC n'avaient traité (titrisation, liquidation, vente) que 125 Mds RMB de créances, avec un taux de récupération de 21 % sur ces créances. Arthur Kroeber évoque un taux de récupération final du programme de seulement 18% par rapports aux créances initiales³⁷.

En 2001, pour accélérer le traitement par les AMC, le MoF a mis en place des indicateurs de performance, fondés sur les récupérations et un mécanisme d'intéressement très avantageux³⁸. Les AMC accélèrent le rythme des cessions, des restructurations de dettes, des saisies, des contentieux et des liquidations, améliorant la rentabilité des AMC. Les créances ont alors été acquises avec des rabais, relativement proches des conditions du marché. A noter que les ventes aux investisseurs étrangers jusqu'à fin 2006 ont été d'au moins 139 Mds RMB. Par ailleurs, les AMC ont également cédé une partie plus restreinte des créances aux gouvernements des municipalités et des provinces. En septembre 2006, le gouvernement du Liaoning, dirigé par Li Keqiang a, par exemple, acquis 33 Mds RMB (4 Mds USD) de créances de Great Wall.

Le manque de transparence du programme et du fonctionnement des AMC rend extrêmement compliqué de déterminer le montant des créances effectivement traitées et les sommes finalement récupérées. Les statistiques officielles disponibles ne portent que sur les 1 400 Mds CNY de la première vague de transfert. Selon la CBRC, à fin 2006, 1 210 Mds RMB (environ 85 % des créances transférées) ont été traitées par les AMC. Elles

³¹ Cette annexe est très largement tirée des travaux non-publics de A. Guillemin, J-P. Yanitch et Y. Marin (*Que sont devenues les créances douteuses chinoises ?*, Note d'étude de la Mission économique de Pékin, sept. 2008)

³² China's asset management corporations, Guonan Ma et Ben S C Fung, Banque des règlements internationaux, août 2002

³³ Cette estimation est très proche de celle réalisée par Fitch (315 Mds USD)

³⁴ China's asset management corporations, Guonan Ma et Ben S C Fung, Banque des règlements internationaux, août 2002

³⁵ « *Regulations on Financial Asset Management Companies of the People's Republic of China* ».

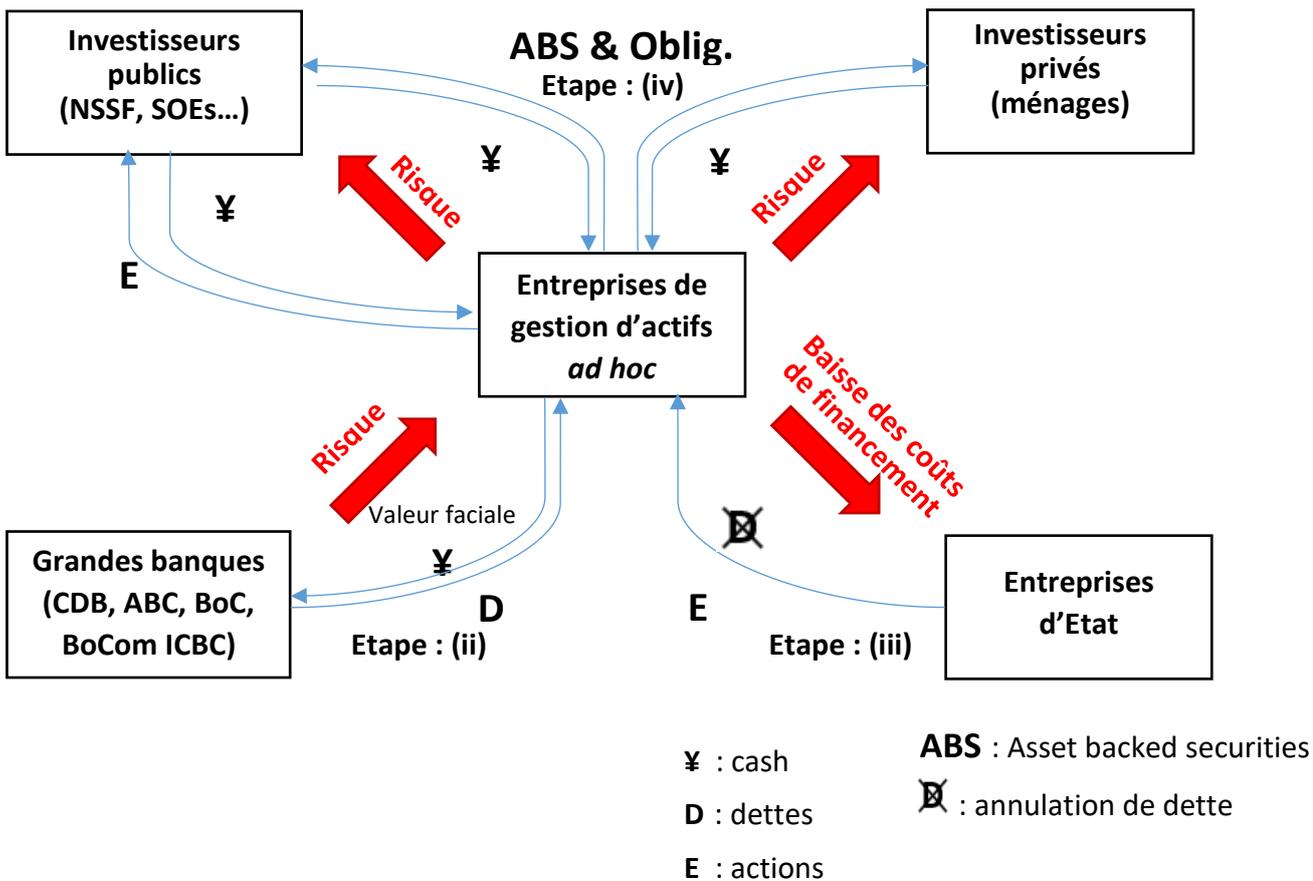
³⁶ The Role of SOEs in the Chinese Growth Miracle: A "Pancake Theory", Peng ZHOU, International Journal of Economics & Management Sciences, 2016

³⁷ Chap. 7; *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, A. R. Kroeber, 2016

³⁸ Les gestionnaires de Cinda et Huarong obtiennent ainsi 1 % des sommes récupérées et ceux de Orient et Greet Wall 1,2 %. Cela peut se traduire par des bonus de 10 000 CNY par salarié.

ont rapporté 222 Mds RMB soit un taux de recouvrement de 17 %. L'inventaire des ventes de créances et des conversions en actions ne permet pas de parvenir à une estimation convenable des créances effectivement traitées. Il apparaît cependant que les conversions de créances en actions (*debt-for-equity swaps*) sont probablement sous-estimées dans les données officielles et pourraient atteindre 500 Mds CNY en réalité. Selon les analystes et la plupart des commentateurs, un taux de traitement de 60 % serait proche de la réalité, laissant 1 055 Mds CNY, soit **141 Mds USD de créances douteuses aux bilans des AMC**.

Annexe 2 : Structure du programme d'échange de dettes contre actions



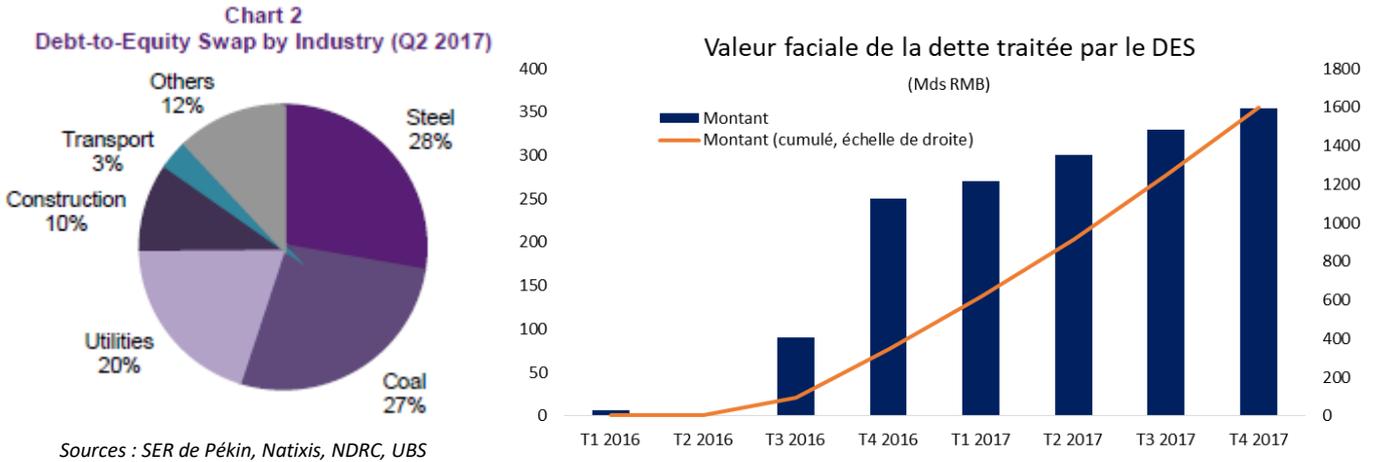
Source : SER de Pékin

Annexe 3 : Liste des opérations du DES annoncées (non-exhaustive, à fin janvier 2018)

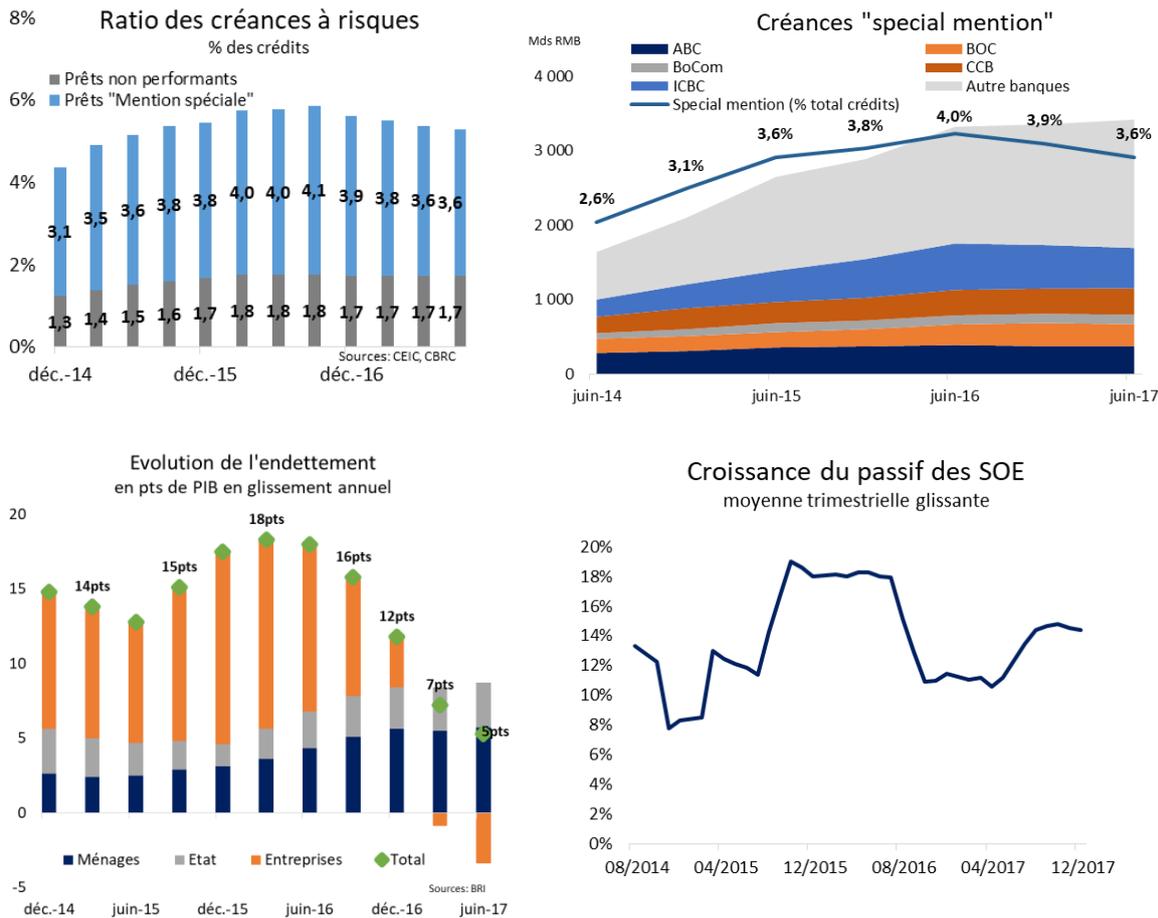
	Nom de l'entreprise débitrice	Type	Créditeur	Dettes échangées (Mds USD)	Secteur	Date de l'opération	Province
1	Angang Group		ICBC	1,5	Acier	avr-17	
2	Ansteel Steel Group	Publique (centrale)		5	Acier		Liaoning
3	AnYang Steel Group	Publique (locale)		1,5	Acier		Henan
4	BBMG Group		ICBC				
5	Chalco	Publique (centrale)	ICBC	1,9	Aluminium	déc-17	
6	China Guodian Corp.	Publique (centrale)		0,75	Infrastructures		Pékin
7	China National Building Material Corp.	Publique (centrale)		6	Matériaux		Pékin
8	China Nuclear E&C Group		ICBC			sept-17	
9	China Pingmei Shenma Energy&Chemical Group	Publique (locale)		2,2	Charbon		Henan
10	China Railway Materials Company	Publique (centrale)	Great Wall A	5,2	Transport	févr-17	
11	China State Shipping Corporation	Publique (centrale)	CCB	3,6	Transport	déc-17	Pékin
12	Chinalco			1,9	Aluminium	déc-17	
13	Chongqing Construction Engineering Group	Publique (locale)	CCB	1,5	Construction	nov-16	Chongqing
14	Chongqing Iron and Steel	Publique (locale)		6	Acier	déc-17	Chongqing
15	Datong Coal Mine Group Co.	Publique (locale)	ICBC	1,5	Charbon	déc-17	Shanxi
16	Fasten Group		ICBC			sept-17	
17	Fujian Construction Engineering Group	Publique (locale)		0,75	Construction		Fujian
18	Fujian Electronics & Information Group	Publique (locale)		0,4	Electronique		Fujian
19	Fujian Energy Group Co.	Publique (locale)		1	Charbon		Fujian
20	Fujian Provincial Communication & Transportation Group	Publique (locale)		1	Transport		Fujian
21	Gansu Construction Investment Holding	Publique (locale)		0,75	Construction		Gansu
22	Gansu Highway Aviation Tourism Investment	Publique (locale)	BoC	11,5	Transport	déc-16	Gansu
23	Guangdong GW Holding Group Co.	Publique (locale)			Négociant		Guangdong
24	Guangdong Hydropower Group Co.	Publique (locale)			Infrastructures		Guangdong
25	Guangdong Rising asset management	Publique (locale)	CCB	2,2	Finance	nov-16	Guangdong
26	Guangxi Communications Investment	Publique (locale)	ICBC	1,5	Transport	sept-17	Guangxi
27	Guangzhou Traffic Investment	Publique (locale)	CCB	1,5	Transport	nov-16	Guangdong
28	Guangzhou Yuexi Holding Ltd.	Publique (locale)	ICBC		Immobilier	déc-16	Guangdong
29	Henan Energy and Chemical Industry Group	Publique (locale)		7	Charbon		Henan
30	Henan Transport Investment Group	Publique (locale)		4,5	Transport		Henan
31	Hesteel Group Co. Ltd.	Publique (locale)		3	Acier		Hebei
32	Huafa Group		ICBC			sept-17	
33	HuaiBei Mining Group	Publique (locale)	CCB	1,5	Charbon		Anhui
34	Huainan Mining Industry Co.	Publique (locale)		1,5	Charbon		Anhui
35	Huarong Energy	Privé	BOC	2,7	Energie ; Construction navale	mars-16	
36	Jiangsu Communications Holding		ICBC			sept-17	
37	Jindong Development Group	Publique (locale)	ICBC	0,75	Ciment	déc-16	Hebei
38	Jinchuan Group	Publique (locale)		1,5	Métaux		Gansu
39	Jinneng Group Co.	Publique (locale)		3	Charbon		Shanxi
40	Jiuquan Iron & Steel (Group) Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Acier		Gansu
41	Jizhong Energy Group Co. Ltd.	Publique (locale)			Charbon		Hebei
42	Liuzhi Industrial Mining (Group) Co.	Publique (locale)		0,75	Charbon		Guizhou
43	Masteel Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Acier		Anhui
44	Nanjing High-Speed Group	Privé	CCB	0,55	Acier	févr-17	Jiangsu
45	Nanjing Yangzi State Owned Investment	Publique (locale)	ICBC			sept-17	Jiangsu
46	Pingdingshan Tianan Coal Mining Company	Publique (locale)		0,5	Charbon		Henan
47	Qinghai Salt Lake Industry Co. Ltd.	Publique (locale)		3	Chimie		Qinghai
48	Shaanxi Coal and Chemical Industry Group	Publique (locale)	China Life	16	Charbon	mars-17	Shaanxi
49	Shaanxi Energy Group	Publique (locale)	ICBC	3	Charbon	déc-16	Shaanxi
50	Shaanxi Non-ferrous Metals Holding	Publique (locale)		3	Métaux		Shaanxi
51	Shandong Energy Group	Publique (locale)	CCB	3,1	Charbon	nov-16	Shandong
52	Shandong Gold Group	Publique (locale)	ICBC	1,5	Métaux	déc-16	Shandong
53	Shandong High Speed Group	Publique (locale)	ABC	5,5	Transport	févr-17	Shandong
54	Shandong Iron & Steel Co. Ltd.	Publique (locale)	ICBC	4	Acier	mars-17	Shandong
55	Shandong Zhaojin Group Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Métaux		Shandong
56	Shanxi Coal Group Co. Ltd.	Publique (locale)		1,5	Charbon		Shanxi
57	Shanxi Coking Coal Group	Publique (locale)	CCB	3,2	Charbon	déc-16	Shanxi
58	Shanxi Jincheng Anthracite Mining	Publique (locale)	CCB	1,5	Charbon	mars-17	Shanxi
59	Shanxi Lu'an Mining Industry Group	Publique (locale)	CCB	1,5	Charbon	mars-17	Shanxi
60	Shenyang Machine Tool Group	Publique (locale)		1,5	Machine outil		Liaoning
61	Sichuan Lutianhua Co.	Publique (locale)					Sichuan
62	Sinosteel	Publique (centrale)	Toutes	5,5	Acier	sept-16	
63	State Power Investment Corp.	Publique (centrale)		10	Infrastructures		Pékin
64	Taiyuan Iron & Steel	Publique (locale)	ICBC	1,5	Acier	déc-16	Shanxi
65	Tewoo Group Co.	Publique (locale)		1,5	Négociant		Tianjin
66	Western Mining Group Co. Ltd.	Publique (locale)		2,2	Charbon		Qinghai
67	Wuhan Iron & Steel	Publique (centrale)	CCB	4	Acier	oct-16	Hubei
68	Xiamen CCRE Group	Publique (locale)	CCB	0,75	Machine outil	nov-16	Fujian
69	Yangquan Coal Industry Group	Publique (locale)		3	Charbon		Shanxi
70	Yankuang Group Co.	Publique (locale)	ICBC	1,5	Charbon	déc-16	Shandong
71	Yingkou Port Group	Publique (locale)		3	Transport		Liaoning
72	Yunnan Metropolitan Construction	Publique (locale)		1,5	Construction		Yunnan
73	Yunnan Tin	Publique (locale)	CCB	1,5	Métaux	oct-16	Yunnan
74	Zhejiang Construction Investment	Publique (locale)		3	Construction		Zhejiang

Source : SER de Pékin

Annexe 4 : Distribution temporelle et sectorielle des opérations du DES



Annexe 5 : Une rupture dans les dynamiques de créances douteuses (tirées par les grandes banques d'Etat) et de la dette des entreprises d'Etat à partir du T3 2016



Sources : CEIC, Banque des règlements internationaux, Bureau national des statistiques chinoises