

## Chine: Mini *credit crunch* pour maxi économie?

19 août 2013

Mahamoud Islam (Économiste)

✉ [mahamoud.islam@eulerhermes.com](mailto:mahamoud.islam@eulerhermes.com)

Clémentine Cazalets (Chargée d'Études)

✉ [clementine.cazalets@eulerhermes.com](mailto:clementine.cazalets@eulerhermes.com)

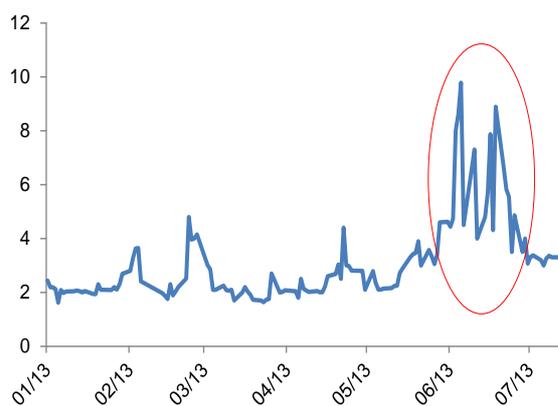
### En résumé

- Des tensions sur la liquidité bancaire sont survenues au mois de juin 2013 faisant naître des craintes quant à une possible crise financière. Les dernières données de crédit montrent un léger ralentissement mais pas un *crédit crunch*.
- Les causes de ce ralentissement sont, outre les facteurs réglementaires, un affaiblissement des débouchés, le changement de modèle de croissance induisant un meilleur dosage du crédit et le durcissement de l'action du gouvernement face à la hausse des financements non standards ou *shadow banking*.
- Le risque d'une crise financière reste pour le moment contenu en raison de la solidité financière de l'économie chinoise.
- En revanche, le risque d'une crise de liquidité est réel mais localisé sur les acteurs fragiles (PME) et les secteurs en surcapacités (le solaire, la sidérurgie et l'immobilier).

### Tensions sur la liquidité bancaire au mois de juin 2013

Fin juin 2013, la Banque Populaire de Chine (PBoC) a resserré sa politique monétaire en limitant fortement ses injections de liquidités, faisant grimper le taux repo au jour le jour (cf. graphique 1). En effet, la PBoC estimait que les liquidités étaient abondantes pour assurer la stabilité financière et l'offre de crédit, mais qu'elles étaient mal utilisées, en raison du manque de prudence en termes d'octroi de crédit, profitant d'une politique monétaire accommodante pour favoriser des produits de financements non standards (*shadow banking*). Cet avertissement intervient alors que le premier ministre LI Keqiang plaide de plus en plus pour un « un bon usage du crédit et de la liquidité existante ». Bien que la PBoC ait ensuite rassuré les marchés en s'engageant à garantir des liquidités suffisantes pour assurer la stabilité financière et un rythme soutenable d'augmentation du crédit, cet épisode a fait naître des craintes quant à la possibilité d'une crise financière en Chine. S'il est vrai qu'il existe un ralentissement du crédit, celui-ci ne justifie pas autant d'inquiétudes.

Graphique 1: Evolution du taux REPO au jour le jour



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

## Les chiffres montrent un léger ralentissement du crédit, pas une raréfaction...

Début 2013, l'encours de prêts disponibles représente 120% du PIB contre seulement 98% en 2006. En 2009-2010, les pouvoirs publics ont mené une politique monétaire expansionniste (forte augmentation de M2) afin de faciliter l'accès au crédit, et relancer l'économie. Après une forte accélération durant la reprise de 2009, la dynamique du crédit est revenue à sa moyenne de long terme (+16% a/a) début 2012, et a entamé une phase de ralentissement à partir du T4-2012 (+14% a/a en mai 2013, - cf. graphique 2). Aussi s'il est vrai que le crédit ralentit en tendance, il demeure encore relativement abondant. Les nouveaux prêts ont augmenté de 860 milliards de RMB en juin 2013 par rapport à mai (660 milliards de RMB) au-dessus des attentes (800 milliards).

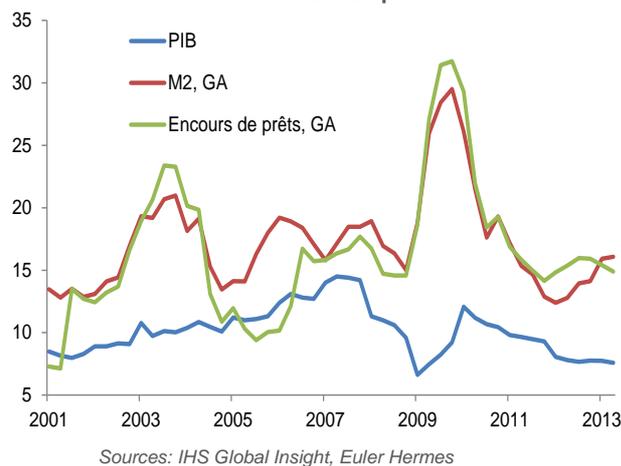
### ... Les principales causes: faiblesse des débouchés, changement de modèle et hausse du *shadow banking*

Outre les facteurs réglementaires (paiements des réserves obligatoires, évaluations des ratios bancaires), ce ralentissement s'explique par 3 raisons.

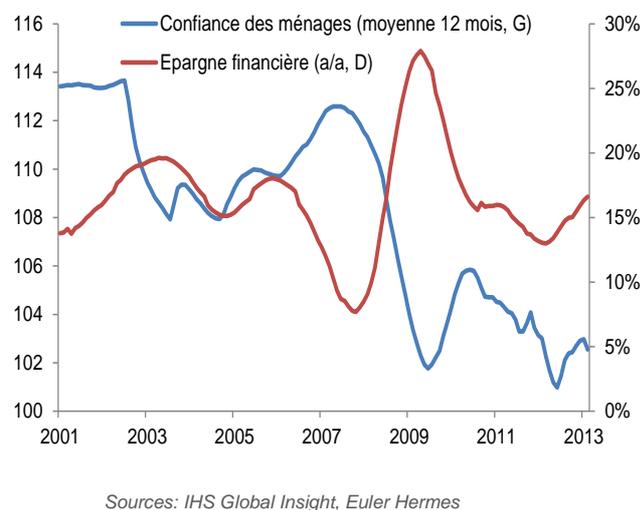
(i) **Tout d'abord, des pressions baissières sur la demande de crédit liées à la faiblesse des débouchés.** Sur la dernière décennie, la croissance chinoise a été tirée par une hausse des exportations et de l'investissement. Une politique de crédit favorable a permis une accélération de l'investissement à destination des activités exportatrices, plus compétitives et plus rentables grâce à la faiblesse du RMB. Aussi l'une des premières causes du ralentissement du crédit provient de la baisse des débouchés. Sur le plan externe, la baisse de la demande en zone euro (-0,6% en 2013) ainsi qu'une croissance en deçà des rythmes connus auparavant aux Etats Unis (+1,8% contre +2,2% en moyenne de longue période), et les tensions politiques avec son principal concurrent régional (Japon) limitent les besoins d'investissement. Sur le plan domestique, la dégradation continue de la confiance des ménages ainsi que la remontée de l'épargne financière (cf. graphique 3) présagent d'un affaiblissement de la consommation privée. Ces perspectives négatives, renforcées par la détérioration des carnets de commandes depuis 2010 (cf. graphique 4), exercent des pressions baissières sur la demande de crédit.

(ii) **La volonté de changement de modèle de croissance implique une offre de crédit plus mesurée.** Dans le cadre de son 12<sup>ème</sup> plan quinquennal, le gouvernement chinois s'est engagé à œuvrer pour un rééquilibrage de la croissance en faveur de la consommation des ménages, dont la part dans le PIB est en baisse depuis plus d'une décennie, afin de poser les fondations d'une croissance durable, moins élevée (7%) que sur la précédente décennie (+10%), moins dépendante de la demande extérieure. L'objectif serait de ralentir l'investissement, aujourd'hui considéré comme à un niveau relativement « excessif » (45% du PIB, cf. graphique 5) en limitant son volet spéculatif notamment dans l'immobilier, en le réorientant vers

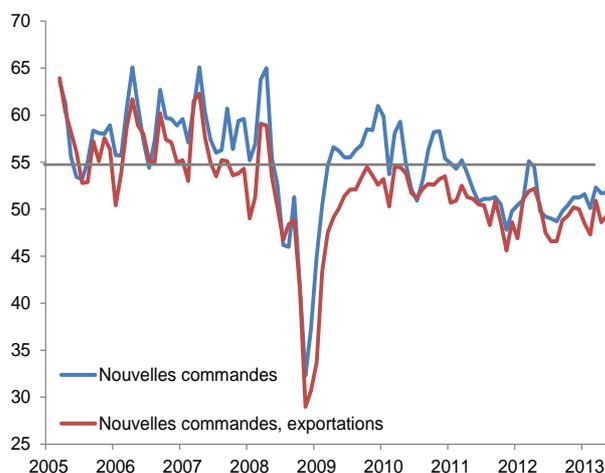
Graphique 2 : Evolution du PIB, de la masse monétaire et de l'encours de prêts



Graphique 3: Confiance des ménages (moyenne 12 mois) et épargne financière (a/a)



Graphique 4 : Evolution des carnets de commandes (indice PMI)



des activités domestiques (développement de pôles technologiques, des énergies renouvelables) plus porteuses, plus génératrices de croissance durable. A cet effet, les autorités se sont prononcées pour un encadrement plus strict du crédit (durcissement des conditions et de la réglementation).

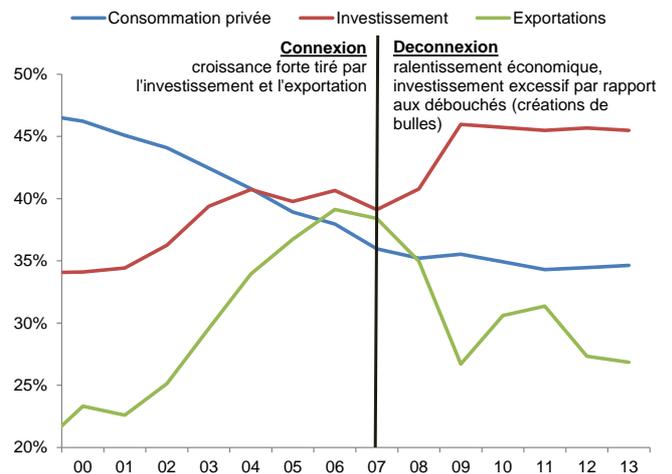
**(iii) Enfin, la troisième raison se trouve dans la hausse des financements non standards.** Le *shadow banking* comprend toutes les sources de financement intermédiés autres que le crédit bancaire. Il comprend une partie mesurable publiée par la PBoC, dans laquelle on retrouve les escomptes et les prêts fiduciaires notamment, mais aussi une autre moins visible, à savoir les prêts sur gages, et d'autres financements privés relevant de l'économie souterraine. Aussi, son estimation est très variable. D'après les données de la PBoC, cette forme de financement a connu une explosion au détriment du crédit bancaire depuis 2010 (cf. graphique 6). Les flux de financements provenant du *shadow banking* représentaient 7,6% du PIB en 2012, 34% du financement total en 2013 (cf. graphique 7). Au mois de mai 2013, ils avaient augmenté de +136% 12m/12m. Cette substitution s'explique, côté demande, notamment par la difficulté de certains acteurs à accéder au crédit classique. C'est notamment le cas des PME (qui n'ont pas de suretés suffisantes et ne bénéficient pas de la garantie de l'Etat) et des secteurs encadrés par l'Etat (sidérurgie, énergie solaire et immobilier) dont l'accès au crédit est restreint pour limiter leur développement. Côté offre, le *shadow banking* permet aux banques de contourner les (nombreuses) réglementations propres à leur activité et d'obtenir des rendements plus élevés. Cette activité étant vectrice d'instabilité du fait d'un manque de diversification des portefeuilles client (très risqués) et de son manque d'encadrement, les autorités publiques ont décidé de réagir en resserrant les conditions de financement. En effet, elles mènent depuis plus de deux ans des politiques volontaristes de régulation du *shadow banking*, la plus récente visant à encadrer l'utilisation des produits de gestion de fortunes (des produits d'épargne plus rentables mais plus risqués), que les sociétés fiduciaires utilisent pour attirer l'épargne publique. Ainsi, l'encadrement plus strict de l'activité bancaire est une autre cause de la diminution de l'offre de crédit.

**Pour le moment, le risque de *credit crunch* reste contenu : il est faible et localisé**

**Deux facteurs peuvent causer un *credit crunch* : une crise de solvabilité et/ou une crise de confiance.**

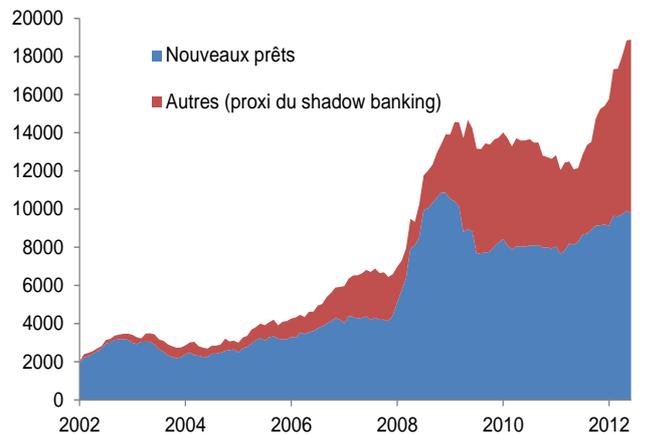
**(i) Le risque d'une crise de liquidité est peu probable, car la situation financière de la Chine est solide.** Les finances du gouvernement sont saines (cf. graphique 8), les réserves de changes sont les plus importantes du monde (3442 milliards USD), le pays continue d'attirer des investissements étrangers (cf. graphique 9). En raison des liens entre la Banque Centrale (non indépendante) et le gouvernement, les pouvoirs publics peuvent facilement et rapidement intervenir dès les premiers signes d'assèchement des liquidités. Ainsi, la

**Graphique 5 : Relation entre investissement et exportation**



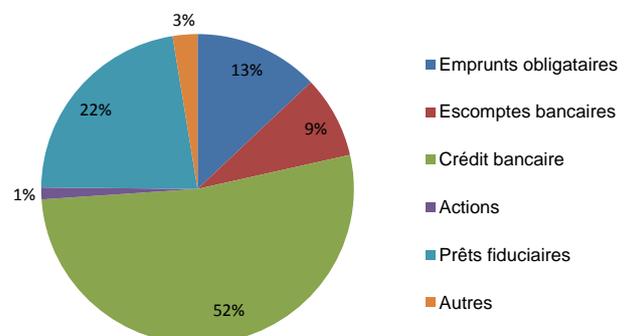
Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

**Graphique 6 : Sources de financement (somme 12m, milliards de yuan)**



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

**Graphique 7 : Structure du financement (flux de janvier à mai 2013)**



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

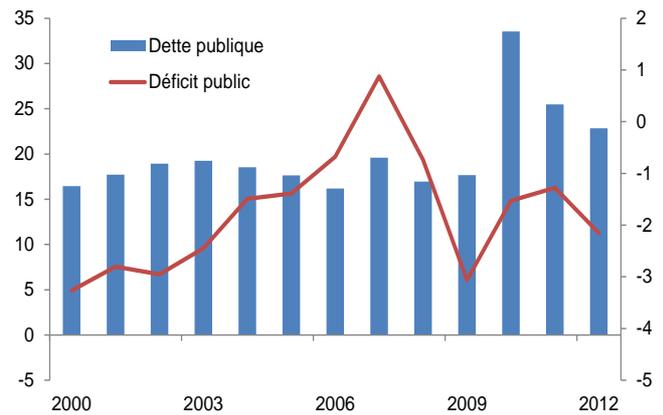
persistance des tensions en juin résultait de la volonté du gouvernement d'inciter les banques à plus de discipline.

**(ii) Le risque d'une crise de confiance semble faible, car les pouvoirs publics chinois ont beaucoup gagné en crédibilité** en raison de leur réactivité durant la crise et face aux déséquilibres liés au *shadow banking*, mais aussi du fait de l'amélioration de la transparence (communication accrue sur le changement de modèle de croissance, de son rôle de stabilisateur financier par exemple).

**Le risque de manque de liquidité existe mais il est localisé sur les PME et des secteurs spécifiques.** Les secteurs particulièrement exposés à une raréfaction du crédit sont ceux rencontrant déjà des difficultés d'accès au crédit. Il s'agit des entreprises non étatiques (notamment les PME) qui ne disposent pas de suretés suffisantes et de certains secteurs très réglementés (sidérurgie, énergie solaire et immobilier).

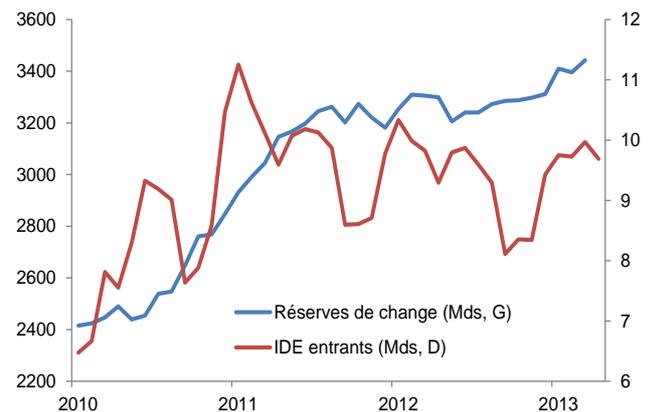
**A moyen terme, ce risque pourrait prendre plus d'ampleur.** Il s'agit ici du « dosage » des politiques publiques. Un resserrement sans concession des politiques monétaires ne se fait pas sans heurt : pression à la hausse sur le change dans le cas présent, défavorable à l'exportation. Or, sans signe d'accélération de la consommation, en tant que substitut du commerce extérieur, l'économie chinoise risque d'être confrontée à un effritement plus conséquent de sa croissance sous le coup d'une baisse des exportations en l'absence de relai domestique soutenable.

Graphique 8 : Dette et déficit public, % du PIB



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

Graphique 9 : Réserves de changes et IDE



Sources: IHS Global Insight, Euler Hermes

DISCLAIMER

These assessments are, as always, subject to the disclaimer provided below.

This material is published by Euler Hermes SA, a Company of Allianz, for information purposes only and should not be regarded as providing any specific advice. Recipients should make their own independent evaluation of this information and no action should be taken, solely relying on it. This material should not be reproduced or disclosed without our consent. It is not intended for distribution in any jurisdiction in which this would be prohibited. Whilst this information is believed to be reliable, it has not been independently verified by Euler Hermes and Euler Hermes makes no representation or warranty (express or implied) of any kind, as regards the accuracy or completeness of this information, nor does it accept any responsibility or liability for any loss or damage arising in any way from any use made of or reliance placed on, this information. Unless otherwise stated, any views, forecasts, or estimates are solely those of the Euler Hermes Economics Department, as of this date and are subject to change without notice. Euler Hermes SA is authorised and regulated by the Financial Markets Authority of France.

© Copyright 2013 Euler Hermes. All rights reserved