

CONJONCTURE

Juin 2017 : n°6

Allemagne : vers une société plus juste

L'Allemagne élira un nouveau parlement le 24 septembre prochain. La chancelière sortante, Angela Merkel (CDU), et Martin Schulz, le chef du SPD, sont les deux principaux candidats en lice. Alors que la chancelière défend le bilan économique de son gouvernement, son opposant pointe les inégalités grandissantes au sein de la société allemande. Celles-ci sont liées à la réaction du marché du travail à la mondialisation. Quoi qu'il en soit, l'Allemagne soutient toujours très largement la comparaison avec les autres pays européens. L'économie étant en plein essor, il reste à voir si la justice sociale est un problème majeur pour les électeurs.

Par Raymond Van der Putten

p.2

Dangers dans la nébuleuse financière chinoise

Les fragilités du système financier chinois se sont considérablement aggravées au cours de la dernière décennie. Eu égard à l'importance et à la multiplicité des facteurs de risque de crédit et de liquidité ainsi qu'à l'opacité des activités de « shadow banking » et des liens entre les banques et les institutions non bancaires, la réduction de ces fragilités constitue un réel défi pour les autorités. Les mesures récemment adoptées pour resserrer les conditions monétaires et les efforts réalisés pour renforcer le dispositif de supervision du secteur financier vont dans le bon sens. Les actions ainsi engagées pourraient néanmoins freiner l'activité économique, et la détermination du gouvernement à limiter la progression de la dette interne ne devrait pas tarder à être de nouveau mise à l'épreuve.

Par Christine Peltier

p.10

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
CONJONCTURE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Allemagne : vers une société plus juste

Raymond Van Der Putten

L'Allemagne élira un nouveau parlement le 24 septembre prochain. La chancelière sortante, Angela Merkel (CDU), et Martin Schulz, le chef du SPD, sont les deux principaux candidats en lice. Alors que la chancelière défend le bilan économique de son gouvernement, son opposant pointe les inégalités grandissantes au sein de la société allemande. Celles-ci sont liées à la réaction du marché du travail à la mondialisation. Quoi qu'il en soit, l'Allemagne soutient toujours très largement la comparaison avec les autres pays européens. L'économie étant en plein essor, il reste à voir si la justice sociale est un problème majeur pour les électeurs.

Le 24 septembre prochain, l'Allemagne se dotera d'un nouveau parlement (voir encadré, page 3). La chancelière sortante, Angela Merkel, mettra en avant le bilan de son gouvernement, grande coalition entre les deux principales formations politiques, la CDU/CSU (chrétiens-démocrates) et le SPD (sociaux-démocrates). Le bilan économique de la coalition au pouvoir depuis décembre 2013 est plutôt bon : la croissance du PIB est bien supérieure au potentiel, estimé à 1,3 % du PIB, et le chômage a baissé à des niveaux qui n'avaient plus été atteints depuis la réunification allemande, en 1991. De plus, les finances publiques sont en excellente santé. Le solde budgétaire est positif et la dette publique avoisine les 60 % du PIB.

Pour le principal adversaire de la chancelière, Martin Schulz, ces bonnes performances ont aussi un prix. Beaucoup estiment que la société allemande est devenue plus inégalitaire et certains considèrent même que l'Allemagne est l'un des pays riches les plus inégalitaires au monde¹. La réduction de la fracture sociale est depuis toujours une priorité majeure du SPD. Ainsi, au cours du mandat de l'actuelle coalition, le parti a été le principal artisan de l'introduction du salaire minimum au niveau fédéral, intervenue en 2015. Au cours du mandat du prochain gouvernement, Martin Schulz souhaite, s'il est élu, assouplir certaines réformes du marché du travail mises en œuvre, au début des années 2000, par le chancelier Schröder (SPD).

Le parti qui obtiendra le meilleur score devant diriger le prochain gouvernement, l'attention des médias s'est principalement centrée sur la CDU/CSU et le SPD. La CDU/CSU arrive nettement en tête dans les sondages d'opinion, avec un peu moins de 40 % des intentions de vote, suivie du SPD aux environs de 25 %. Toutefois, les petits partis pourraient également jouer un rôle important en qualité de partenaires minoritaires d'une coalition emmenée par un des deux principaux blocs, offrant ainsi une alternative pour le remplacement de la grande coalition.

Die Linke, avec 8,6 % des voix aux élections fédérales de 2013, est devenu la troisième force politique du pays. Ce parti de la gauche radicale a son assise électorale dans les *Länder* de l'Est. Ces dernières années, le parti a attiré de nombreux déçus du SPD, hostiles aux réformes Hartz du marché du travail. Au début de 2017, il atteignait même les 10 % dans les sondages. Il recule néanmoins dans les intentions de vote depuis l'élection de Martin Schulz à la tête du SPD en

mars dernier. D'après les derniers sondages, il n'obtiendrait que 8 % des voix. Porteur du programme de la gauche radicale, sa participation à une alliance de gouvernement semble peu probable.

Les Verts, quant à eux, ont remporté 8,3 % des suffrages aux élections fédérales de 2013. Le parti est divisé entre, d'une part, une gauche dogmatique et, de l'autre, un courant plus pragmatique. Il est proche du SPD sur de nombreux points, en particulier sur la justice sociale. C'est ce qui explique son recul dans les sondages après l'élection de Martin Schulz à la présidence du parti social-démocrate. Les Verts pourraient facilement rejoindre le SPD dans une coalition, mais une participation à un gouvernement dirigé par la CDU n'est pas non plus exclue. Dans le Bade-Wurtemberg, les Verts forment déjà une coalition avec la CDU, conduite par un Premier ministre vert.

Lors des élections fédérales de 2013, le FDP (libéraux) n'a obtenu aucun mandat direct et aucun siège, faute d'avoir franchi la barre des 5 %. Défendant un programme axé sur la baisse des impôts et la lutte contre la bureaucratie, il fera probablement mieux à l'occasion du prochain scrutin. Son score s'établirait à 9 % des voix selon les derniers sondages. Il pourrait siéger aussi bien aux côtés de la CDU/CSU que du SPD dans le cadre d'une alliance.

Alternative pour l'Allemagne (AfD), parti de la droite populiste, n'a pas non plus remporté de siège aux élections fédérales de 2013. Il devrait néanmoins réaliser un meilleur score aux prochaines élections. En effet, après avoir vivement rejeté la politique « Bienvenue aux réfugiés » de la chancelière pendant la crise des migrants en 2015-2016, sa cote de popularité s'était envolée à 15 %. Il est néanmoins en net repli depuis, l'afflux de demandeurs d'asile ayant diminué en partie sous l'effet du durcissement des règles d'admission concernant les migrants. Mais l'AfD a également perdu du terrain dans les sondages en raison de luttes intestines pour la direction du parti. D'après les dernières enquêtes d'opinion, il pourrait obtenir environ 8 % des voix, ce qui signifierait l'entrée d'une formation d'extrême-droite au Bundestag, une première depuis la Seconde Guerre mondiale. Cependant, la CDU/CSU comme le SPD rejettent toute coopération avec ce parti.

D'après les enquêtes, une alliance entre la CDU/CSU, les Verts et le FDP, baptisée « coalition Jamaïque » d'après les couleurs des trois partis, serait la seule alternative viable à la grande coalition.

¹ Voir, par exemple, Marcel Fratzscher, 2016, «Verteilungskampf», Carl Hanser Verlag, Munich.

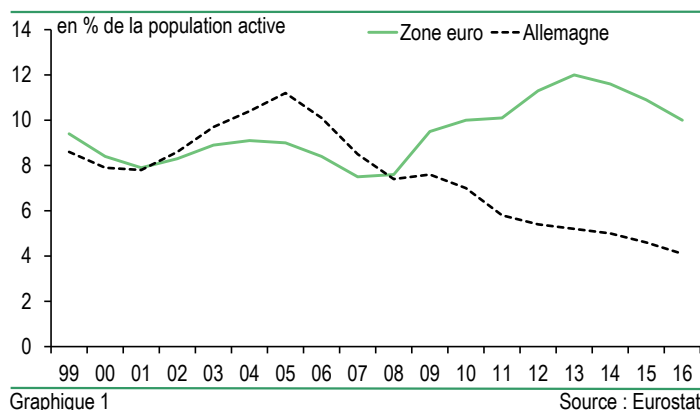


Une économie forte

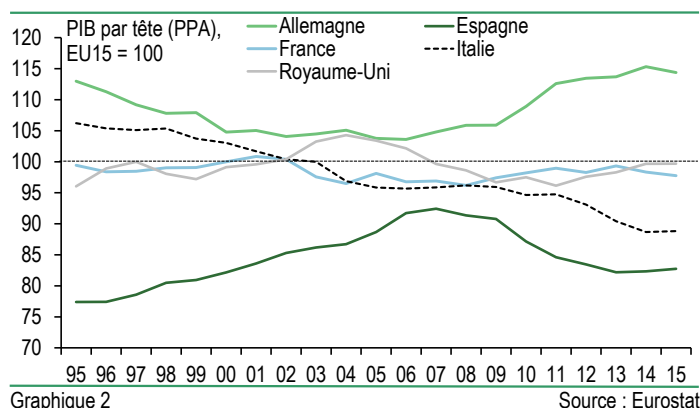
À la fin des années 1990 et au début des années 2000, l'Allemagne était appelée « l'homme malade de l'Europe ». Le coût de la réunification pesait de tout son poids sur les perspectives du pays. La croissance allemande était bien inférieure au potentiel. Ainsi, l'*output gap* négatif s'est creusé à 1,7 % du PIB potentiel en 2004, un record depuis la réunification allemande. Le taux de chômage a atteint un sommet à 11,2 % en 2005 (graphique 1). Cette même année, le PIB par habitant dépassait d'à peine 4 % la moyenne des quinze Etats membres de l'UE contre 13 % dix ans plus tôt (graphique 2).

Toutefois, au cours de la décennie suivante, l'Allemagne a fait nettement mieux que ses voisins. La situation relative du revenu s'est progressivement améliorée, en particulier après la grande crise financière de 2008-2009. En 2015, le PIB par habitant était supérieur de 14 % à la moyenne des Quinze de l'UE, et le taux de chômage était tombé à 4,6 % à peine, un niveau inférieur de plus de la moitié à la moyenne de l'UE.

La nette inflexion de la courbe du chômage allemand



L'Allemagne creuse l'écart avec le reste de l'Europe



Comment les Allemands élisent-ils leur parlement?

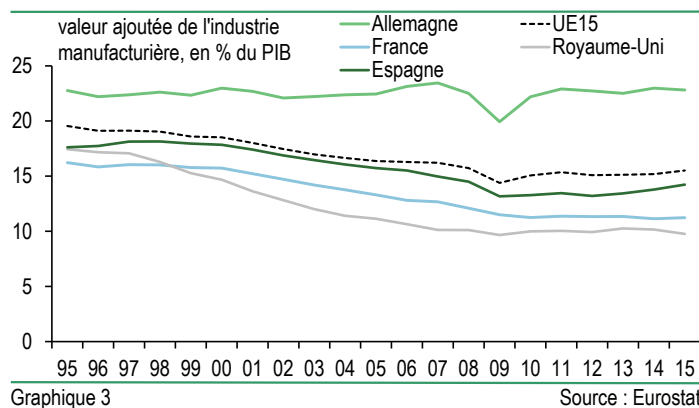
Le mode de scrutin des élections législatives mêle systèmes majoritaire (par district) et proportionnel. En principe, le Bundestag (Chambre basse du Parlement) compte 598 sièges, dont la moitié sont élus par les circonscriptions locales. Chaque électeur dispose de deux voix. Avec la première voix (*Erststimme*), il choisit le candidat local. Les candidats locaux sont élus au système majoritaire uninominal à un tour (*Mehrheitsrecht*). Avec la deuxième voix (*Zweitstimme*), les électeurs votent pour un parti et déterminent le rapport de force entre les diverses formations au Bundestag.

Dans un premier temps, les 598 sièges sont attribués aux 16 *Länder* en fonction de l'importance de la population. Les mandats locaux sont déduits des sièges revenant au *Land*. Il est possible qu'un parti obtienne dans un *Land* plus de mandats directs que de sièges lui revenant au titre de la deuxième voix (c'est ce que l'on appelle l'« *Überhangmandate* »).

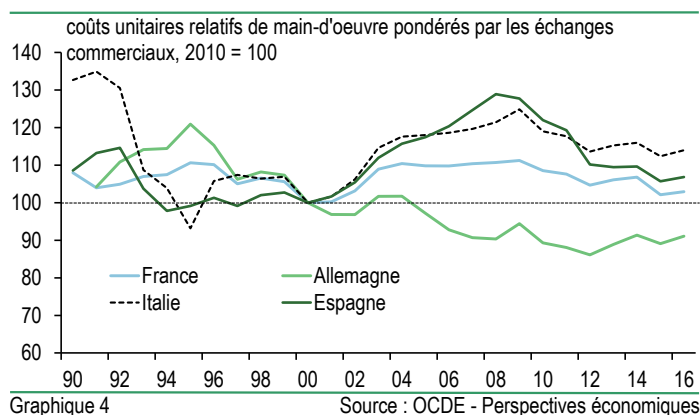
Le nombre de sièges est, dans un deuxième temps, recalculé au niveau fédéral. Les partis désavantagés par rapport à ceux bénéficiant de mandats excédentaires (*Überhangmandate*) obtiennent une compensation par un surcroît de sièges (*Ausgleichmandate*) dans le respect du principe de proportionnalité. C'est la raison pour laquelle le nombre de sièges peut être supérieur à 598 ; le Bundestag en compte actuellement 630. Pour y être représenté, un parti doit recueillir au moins 5 % des deuxièmes voix (*Zweitstimme*) au niveau fédéral. Cependant, le seuil des 5 % ne s'applique pas aux formations obtenant au moins trois mandats directs.

Cela s'explique en grande partie par le fait que l'industrie allemande a mieux résisté à la mondialisation et à la concurrence internationale que les autres industries manufacturières européennes. En 2015, la production manufacturière représentait 23 % de la valeur ajoutée, exactement le même niveau que vingt ans plus tôt (graphique 3). Sur la même période, ce pourcentage a reculé d'environ cinq points en France et en Italie. Contrairement à leurs concurrents européens, les entreprises allemandes ont pu améliorer leur compétitivité grâce à des gains de productivité et à la modération salariale (graphique 4).

L'industrie allemande maintient sa part dans la valeur ajoutée



Gains importants de compétitivité des entreprises allemandes



La gouvernance du marché du travail autorise la flexibilité

Selon Dustmann et Schönberg (2016), l'amélioration de la compétitivité est imputable à la modération salariale observée après 1995, en particulier en Allemagne de l'Ouest². Dans cette partie du pays, les salaires des salariés à temps complet se situant dans le bas de la distribution ont reculé en termes réels à partir de 1995. Au début des années 2000, les salaires moyens réels ont, à leur tour, commencé à baisser. Seuls les salaires se situant dans le haut de la distribution (85^{ème} centile) ont continué à progresser en termes réels.

On pourrait s'attendre à ce que ce schéma soit dû à l'évolution des salaires dans le secteur manufacturier exportateur. Or, dans ce secteur, les salaires se situant dans le bas de la distribution (15^{ème} centile) n'ont amorcé leur décline en termes réels que vers le milieu des années 2000, après le secteur manufacturier non exportateur et les services exportables. D'après les auteurs, le secteur manufacturier exportateur a mieux résisté grâce à des gains de productivité bien plus solides que dans les deux autres secteurs. De plus, il a bénéficié de la faiblesse des salaires dans les autres secteurs nationaux ainsi que d'importations meilleur marché. Les industriels allemands ont eu plus largement recours aux biens intermédiaires importés, en particulier en provenance de pays d'Europe centrale et orientale, que leurs concurrents.

Pour Dustmann et Schönberg, si l'économie allemande a mieux résisté à la mondialisation c'est en raison d'une structure de gouvernance propre aux relations sur le marché du travail. En Allemagne, les relations entre les principaux partenaires sociaux, syndicats, associations patronales et comités d'entreprise³, ne sont pas régies par

la loi mais fixées par contrat ou convention. Dans la pratique, cela se traduit par une prise de décision consensuelle, toutes les parties à la négociation poursuivant l'intérêt commun.

Il existe trois régimes de base pour les négociations salariales. Dans le premier, la négociation salariale peut être menée au niveau du secteur dans son ensemble, entre associations patronales et syndicats. Ces contrats sont négociés au niveau régional plutôt qu'au niveau national, aussi existe-t-il de légères variations d'une région à l'autre. Les accords conclus s'appliquent à tous les membres de l'association patronale et à tous les salariés de ces entreprises, quelle que soit leur appartenance syndicale. Des écarts par rapport aux conventions collectives ne sont autorisés que si ces derniers offrent plus d'avantages pour les salariés (*Gunstigkeitsprinzip*) ou lorsque les conventions collectives comportent des clauses d'exemption (*Offnungsklausel*). Ces dernières autorisent la direction et les comités d'entreprise à négocier un accord, au niveau de l'usine, sur les salaires, le temps de travail et les autres conditions de travail. Dans le cadre du deuxième régime, les contrats de travail peuvent être négociés au niveau de l'entreprise concernée, entre l'employeur et les syndicats. Cette formule est la moins répandue et concerne essentiellement les grandes entreprises. Enfin, troisième régime, les contrats de travail peuvent être conclus entre l'employeur et le comité d'entreprise. Dans ce cas, la convention collective conclue à l'échelle de l'industrie concernée est souvent utilisée à titre de référence pour les négociations menées au sein de l'entreprise.

L'application des conventions collectives a perdu du terrain depuis le milieu des années 1990. En 1995, plus de 80 % des salariés allemands étaient couverts par des accords syndicaux de branche ou d'entreprise. En 2013, 60 % des salariés d'Allemagne occidentale étaient protégés par une convention collective signée, pour 52 % d'entre eux au niveau de l'industrie et pour 8 % au niveau de l'entreprise. En Allemagne orientale, seuls 47 % bénéficiaient d'une convention collective, pour 35 % au niveau sectoriel et pour 12 % au niveau de l'entreprise. De plus, l'importance des accords de branche a diminué avec le recours de plus en plus répandu aux clauses d'exemption.

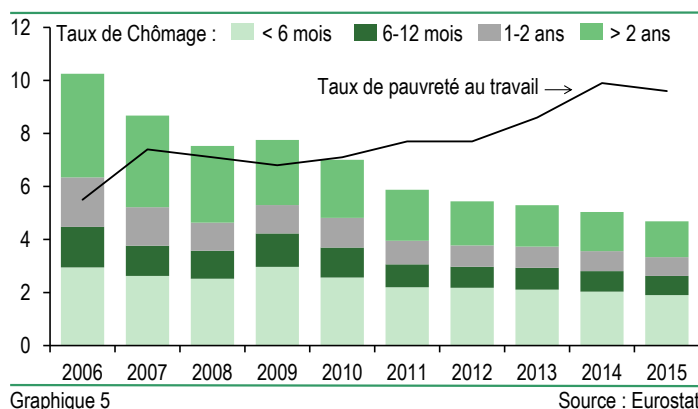
Cette évolution tient à la mondialisation. Par le passé, les conventions collectives de branche garantissaient des conditions de concurrence semblables pour toutes les entreprises de la branche concernée. Le maintien de conditions de concurrence égales au niveau national se justifie moins dans une économie mondialisée, et peut même être très préjudiciable aux entreprises nationales. Les entreprises allemandes avaient besoin de davantage de flexibilité pour se défendre face à la concurrence grandissante de l'Asie et, plus important encore, à celle de l'Europe centrale et orientale. La possibilité, pour les employeurs, de délocaliser leurs usines dans ces régions a fait basculer l'équilibre des forces entre travailleurs et patrons. Les syndicats et les comités d'entreprise se sont dès lors montrés prêts à conclure des accords très souples avec les entreprises sur les salaires et les conditions de travail en échange de la garantie de l'emploi. Par ailleurs, si on assiste à une couverture moins large par les conventions collectives, c'est aussi en raison de changements structurels : les secteurs couverts par ces accords ont cédé du terrain au profit d'autres dans lesquels de telles conventions jouent un rôle moins important, comme les services d'entreprise à entreprise (B2B).

² Dustmann et Schönberg ont surtout étudié l'évolution des salaires en Allemagne occidentale. Dans la partie orientale du pays, les salaires sont restés particulièrement marqués par les effets de rattrapage après la réunification allemande.

³ Les comités d'entreprise sont des organes consultatifs élus, représentant les salariés d'une entreprise. Un comité d'entreprise peut être créé dans toutes les entreprises du secteur privé d'au moins cinq salariés. Dans la pratique, ils sont surtout présents dans les grands groupes. Même s'il ne s'agit pas officiellement d'organisations syndicales, les délégués syndicaux y jouent un rôle clé.

Nombreux sont ceux qui attribuent le redressement de l'économie allemande aux réformes du marché du travail ou « réformes Hartz », introduites entre 2003 et 2005⁴. Mais leur rôle a probablement été limité, car la décade des salaires du bas de l'échelle des revenus s'était déjà amorcée vers 1995. Ces réformes ont néanmoins beaucoup contribué à l'amélioration du marché du travail, en réduisant le chômage de longue durée (graphique 5). Auparavant, les incitations à la recherche d'un emploi rémunéré étaient faibles, les chômeurs pouvant conserver, dans la plupart des cas, une indemnité calculée en fonction du dernier salaire perçu jusqu'à la retraite (*Arbeitslosenhilfen*). De fait, cette assistance chômage fonctionnait comme un système de départ anticipé à la retraite. Les réformes Hartz IV y ont mis un terme en 2005 en ramenant la durée des indemnités de chômage (*Arbeitslosengeld I*) de 26 à 12 mois⁵ et en remplaçant l'allocation chômage minimale (*Arbeitslosenhilfen*) par un système d'aide sociale sous condition de ressources (*Arbeitslosengeld II*).

Moins de chômage, mais plus de travailleurs pauvres



Plus d'une dizaine d'années plus tard, les réformes Hartz IV restent très contestées. Ceux qui les défendent considèrent que grâce à elles, l'Allemagne a été le seul pays européen à avoir enregistré une nette décade du chômage de longue durée depuis le début de la crise financière et économique. Alors que dans l'UE, le chômage de longue durée est passé de 28,4 % en 2009 à 39 % en 2016, il a reculé en Allemagne de 46 % à 31,8 % (graphique 5). Pour leurs détracteurs en revanche, les réformes Hartz se sont soldées par une plus grande pauvreté au travail.

La popularité du SPD a sensiblement baissé depuis l'introduction des réformes Hartz IV. Martin Schulz, chef du parti, s'efforce de reconquérir ces électeurs mécontents des réformes du marché du travail en proposant un assouplissement des mesures. Cependant, le programme du candidat n'en prévoit pas la suppression pure et simple. Il souhaite accorder à tous ceux qui sont au chômage depuis plus de trois mois le droit de recommencer une formation. Pendant cette période, la

⁴ Les réformes Hartz faisaient partie de l'Agenda 2010, lancé par le chancelier Gerhard Schröder (SPD).

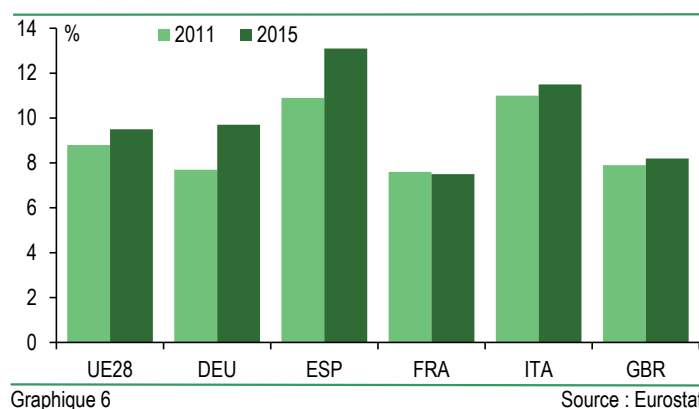
⁵ Les chômeurs seniors bénéficient d'une période d'indemnisation plus longue : 15 mois pour les 50 ans et plus, 18 mois pour les 55 ans et plus, 24 mois pour les 58 ans et plus.

personne percevra une nouvelle prestation (*Arbeitslosengeld Q*) de même niveau que son indemnité de chômage actuelle. Résultat, le chômeur pourra bénéficier plus longtemps de l'indemnité de chômage avant de relever de nouveau du système d'aide sociale sous condition de ressources.

Accroissement des inégalités

En Allemagne, la diminution du chômage s'était accompagnée d'une hausse importante du risque de pauvreté au travail (nombre de salariés percevant moins de 60 % du revenu disponible médian équivalent global). Ce chiffre est passé de 5,5 % en 2006 à 9,7 % en 2015 selon l'enquête sur les revenus et les conditions de vie (EU-SILC) (graphique 6). On observe également un accroissement du taux de pauvreté au travail dans d'autres pays européens, quoique dans une moindre proportion.

Le risque de pauvreté au travail a augmenté en Allemagne



Cette évolution est liée à la croissance des emplois à bas salaires, autrement dit avec une rémunération inférieure au seuil de bas salaire, qui est égal aux deux tiers du salaire médian. L'expansion a été particulièrement marquée en Allemagne occidentale. En Allemagne orientale, le pourcentage de personnes occupant un emploi à bas salaire est bien plus élevé (environ 40 % depuis la réunification). En 2014, 22 % des salariés allemands percevaient une rémunération inférieure au seuil de bas salaire. En Europe occidentale, seuls le Royaume-Uni et l'Irlande affichaient des pourcentages aussi élevés. En France et en Italie, en revanche, les bas salaires concernaient moins de 10 % des salariés. Ils se concentrent surtout dans l'agriculture, les emplois de maison et l'hôtellerie. Plus d'un tiers des salariés de ces trois secteurs gagnent moins que le seuil de bas salaire⁶.

⁶ Le risque de pauvreté de la population totale a aussi beaucoup augmenté au cours de la dernière décennie. En 2015, il s'établissait à 16,7 %, soit 4,5 points de plus que 10 ans plus tôt. Il se situe au même niveau qu'au Royaume-Uni, mais il est bien plus élevé qu'en France, où le taux de pauvreté est resté proche de 13 % sur l'ensemble de la décennie jusqu'en 2015.



L'accroissement de l'emploi à bas salaires n'est pas une mauvaise chose en soi. Il convient en effet de rappeler que de nombreuses personnes, préalablement au chômage, ont trouvé un emploi dans ce segment du marché du travail. De plus, les emplois à bas salaires se sont développés en réponse au changement de structure de la population active. L'emploi à temps partiel représentait moins de 20 % de l'emploi total dans les années 1990 contre 26,5 % environ en 2013-2016. Par ailleurs, le nombre de travailleurs étrangers a augmenté, passant de 8,1 % de l'emploi en 1995 à 10,6 % en 2016. Enfin, environ un étranger sur trois occupait un emploi à bas salaire en 2016, soit deux fois plus qu'en 1995.

Le plus inquiétant est le risque grandissant de rester dans un emploi à bas salaire, la mobilité salariale ayant considérablement baissé depuis la réunification allemande. Dans les années 1980, 50 % des personnes occupant un emploi à bas salaire étaient dans la même situation cinq ans plus tard. Dans les années 1990 et 2000, ce pourcentage est passé à près de 70 %, ce qui a conduit à un changement majeur de la pyramide des âges. Si, en 1984, 40 % des salariés à temps complet se situant dans le secteur des bas salaires avaient moins de 25 ans, en 2014 ce chiffre était réduit de moitié. Ainsi, l'âge moyen des employés avec des bas salaires est passé de 32 ans en 1984 à 39 ans en 2014.

Le Conseil allemand des experts économiques (Sachverständigenrat) a étudié la distribution des revenus des personnes vivant dans des ménages dont un membre au moins est en âge de travailler (entre 15 et 64 ans⁷). Les principaux changements observés dans la distribution des revenus concernent la période allant de 1991 à 2005. Le revenu médian du marché, exprimé en parité de pouvoir d'achat, est resté quasiment inchangé au cours de la période. Les revenus correspondant aux 90^{ème} et 95^{ème} centiles ont augmenté d'environ 20 %, tandis que les revenus du premier décile ont été amputés de 60 %, un repli lié à la chute brutale du nombre d'heures ouvrées. Pour cette catégorie, le nombre d'heures ouvrées en 2005 avait baissé de 55 % par rapport à 1991.

Après 2005, le coefficient de Gini de ces ménages, après impôts, est resté remarquablement constant à un peu moins de 0,3⁸. L'enquête EU-SILC précise également que les inégalités de revenus au cours de la dernière décennie n'ont guère évolué pour l'ensemble de la population allemande. En 2015, la mesure de ces inégalités de revenus se situait à 0,30, un niveau proche de celui enregistré en France (0,29) et dans la moyenne des Etats de l'UE (0,31).

On observe un creusement des inégalités de revenus dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE. Récemment plusieurs économistes se sont interrogés sur les conséquences d'un accroissement des différences de revenus au sein de la société. Une étude menée par la direction de l'emploi, du travail et des affaires sociales de l'OCDE montre que la montée des inégalités de revenus a pesé sur la croissance, en compromettant les chances d'accès à l'éducation pour les plus défavorisés et en abaissant la mobilité sociale⁹. Selon l'auteur, une hausse des inégalités de 0,03 point de Gini par rapport aux décennies précédentes aurait pénalisé la croissance économique de 0,35 point de

pourcentage par an. D'après ses estimations, l'Allemagne aurait perdu 6 % de PIB sur la période 1990-2010. En conclusion, les politiques qui contribuent à limiter ou à inverser les inégalités rendent non seulement les sociétés moins inéquitables, mais aussi plus prospères¹⁰.

S'agissant de l'Allemagne, l'effet négatif sur la production semble exagéré. Dans son analyse, l'auteur néglige les effets bénéfiques sur la croissance des politiques ayant induit un accroissement des inégalités de revenus, comme les réformes Hartz. Si la hausse des inégalités est une conséquence non intentionnelle, il est toutefois important de prêter attention à ses effets pour des raisons d'équité mais aussi pour des raisons politiques. Fermer les yeux sur ces développements ferait courir le risque d'une moindre adhésion aux réformes structurelles, d'une réaction négative à la mondialisation et d'une montée du populisme.

Dans un document d'orientation récent, le département Economie de l'OCDE reconnaît que les inégalités de revenus ont crû dans nombre de pays membres, en particulier dans la moitié inférieure de la distribution des revenus¹¹. Le progrès technologique qui crée des emplois proportionnellement plus qualifiés et mieux rémunérés est, à cet égard, l'une des raisons clairement identifiées. Il bénéficie en particulier aux ménages se situant dans la moitié supérieure de la distribution des revenus. Pour lutter contre ces effets, l'organisation recommande d'accroître l'accès à l'éducation et à la formation ainsi que la qualité des programmes en la matière.

Il ressort également de cette étude qu'un durcissement du dispositif d'indemnisation du chômage, comme ce fut le cas en Allemagne, accroît les inégalités de revenus. Un tel durcissement contribue en effet à augmenter le PIB par habitant et le revenu moyen des ménages, mais aussi à réduire le revenu disponible dans le bas de la distribution. Le durcissement des conditions d'accès aux allocations de chômage devrait s'accompagner d'autres formes de protection sociale ou de mesures de reconversion ciblées. L'indemnisation du chômage et les politiques actives du marché du travail devraient être principalement axées sur un raccourcissement de la durée du chômage.

L'abaissement des barrières réglementaires à l'entrée et la concurrence pourraient être des facteurs importants de réduction des inégalités de revenus en créant plus d'emplois pour les moins qualifiés. Concernant l'Allemagne, l'OCDE indique que dans 41 métiers d'artisanat, dont le secteur du bâtiment, l'exercice d'une activité non salariée est réservé aux titulaires de diplômes professionnels de niveau supérieur¹². Par ailleurs, les professionnels de ce secteur doivent, pour créer leur entreprise, justifier d'une expérience d'au moins six ans, dont quatre ans à des postes de direction, outre un diplôme d'enseignement professionnel du deuxième cycle du secondaire, obligatoire pour exercer la profession. De telles exigences créent de fait des barrières à l'entrée pour les travailleurs indépendants. De la même manière, la réglementation émanant des chambres de commerce propres à un secteur spécifique, notamment les professions libérales et les métiers de l'artisanat, risque aussi d'être plus favorable aux acteurs en place.

⁷ Sachverständigenrat (2016).

⁸ Le coefficient de Gini est une mesure de l'inégalité de la distribution de revenus. Il va de 0 (égalité parfaite) à 1 (une seule personne perçoit la totalité du revenu).

⁹ Cingano (2014).

¹⁰ Les chercheurs du DIW (Institut allemand de recherche économique) ont abouti à une conclusion similaire. Voir Albig et al (2017).

¹¹ OCDE (2015).

¹² OCDE (2016).



Les défis à relever pour le prochain gouvernement

Malgré les progrès considérables accomplis au cours des dernières années (baisse du taux du chômage et réduction de la durée du chômage), l'amélioration du fonctionnement du marché du travail reste l'un des principaux défis auxquels sera confronté le prochain gouvernement allemand. Tout d'abord, une priorité plus grande doit être donnée à la réduction du chômage de longue durée, quels que soient les progrès réalisés depuis la réforme Hartz IV. A la fin de 2016, environ 1 % de la population active était au chômage depuis plus de deux ans.

Une attention toute particulière doit également être accordée à la situation des ressortissants de pays hors l'UE. Le chômage au sein de ce groupe est nettement plus élevé que pour les ressortissants allemands. A la fin de 2016, le taux de chômage de cette catégorie s'élevait à 11,4 %, contre 3,9 % pour la population dans son ensemble. Par ailleurs, les employeurs se plaignent de ne pas trouver de main-d'œuvre suffisamment qualifiée, signe qu'il existe d'importantes inadéquations des compétences sur le marché du travail. Des dispositifs de reconversion plus ciblés et des politiques actives du marché du travail sont donc nécessaires.

Dans les années à venir, le chômage parmi les ressortissants de pays non membres de l'UE risque de croître encore car bon nombre des demandeurs d'asile ayant obtenu leurs papiers vont entrer sur le marché du travail. Beaucoup d'entre eux n'ont pas de qualifications reconnues par les autorités allemandes. De plus, une mauvaise connaissance de l'allemand rend leur intégration difficile. En 2015 et 2016, le nombre de demandeurs d'asile s'est élevé à 477 000 et 746 000, respectivement. En 2016, la plupart d'entre eux venaient de Syrie (36,9 %), d'Afghanistan (17,6 %) et d'Iraq (13,3 %). Cette même année, 700 000 demandes d'asile ont été acceptées, soit un taux d'acceptation de près de 50 %, un record historique. Cette catégorie de travailleurs figure à présent dans les statistiques du marché du travail. En mai 2017, l'Agence fédérale pour l'emploi annonçait qu'un peu plus de 7 % des chômeurs ou 200 000 demandeurs d'emploi étaient des demandeurs d'asile reconnus. Vers la fin de 2017, ce groupe pourrait représenter près de 10 % des chômeurs en Allemagne.

La réintégration des chômeurs de longue durée au marché du travail implique l'adoption d'une série de mesures destinées en grande partie à améliorer les qualifications. Les politiques actives du marché du travail doivent viser à empêcher les chômeurs de rester plus d'un an sans emploi. S'agissant des ressortissants étrangers, la priorité doit être donnée à l'amélioration de leur connaissance de la langue. Toutefois, les politiques actives du marché du travail ne peuvent jouer qu'un rôle secondaire dans la réduction du chômage de longue durée. Seule une offre d'emplois à bas salaires suffisante permettra une meilleure intégration des chômeurs de longue durée et de la main-d'œuvre faiblement qualifiée dans les prochaines années. A cet égard, l'introduction du

salairé minimum au niveau national a compliqué l'accès au marché du travail des travailleurs faiblement productifs (voir Sachverständigenrat 2016).

Pour promouvoir son réinsertion professionnelle, le chômeur de longue durée bénéficie déjà d'une levée temporaire de la législation sur le salaire minimum. Cette mesure pourrait être étendue aux réfugiés sans emploi. De plus, les « mini-jobs » limités à 15 heures par semaine, qui sont le plus souvent mal rémunérés, peuvent permettre aux chômeurs de conserver une proximité avec le marché du travail jusqu'à ce qu'ils trouvent un emploi offrant davantage d'heures de travail.¹³ C'est surtout dans la distribution et l'hôtellerie que se concentrent ces emplois temporaires. Il convient de souligner, néanmoins, que ces « jobs » sont souvent des emplois sans avenir. De plus, des mesures visant à encourager l'emploi non salarié pourraient être favorables aux chômeurs de longue durée et aux réfugiés. La levée des barrières à l'entrée, comme la suppression du certificat de maître artisan pour les professions non dangereuses, pourrait jouer à cet égard un rôle important.

Beaucoup craignent que l'accroissement des flux migratoires exerce de plus grandes pressions concurrentielles sur les chômeurs et les travailleurs peu qualifiés, aggravant les disparités de revenus. Cependant, il n'existe aucune preuve concluante d'un remplacement à long terme des travailleurs nationaux par les migrants. Un choc exogène sur l'offre, dû aux flux migratoires, peut aussi avoir des effets de déplacement positifs pour la main-d'œuvre locale occupant des emplois peu qualifiés. Ainsi, une étude menée au Danemark a montré que sous l'effet de l'immigration, les travailleurs manuels danois évoluaient vers des emplois plus complexes et pouvaient ainsi prétendre à des salaires plus élevés¹⁴.

Il ressort, par ailleurs, d'une autre étude réalisée sur les conséquences de l'immigration lors des conflits de l'ex-Yougoslavie, que les effets de remplacement étaient bien plus importants dans les pays de l'UE se caractérisant par une rigidité des institutions du marché du travail que dans les autres¹⁵. L'étude confirme que la réduction des barrières à l'initiative privée et l'amélioration de la flexibilité du marché du travail pourraient permettre l'absorption des migrants. L'Allemagne a encore beaucoup à faire dans ces deux domaines. En dépit de réformes draconiennes, le marché du travail allemand reste, en effet, l'un des plus réglementés au monde selon l'indicateur du marché du travail de l'OCDE (graphique 7). Cependant, cet indicateur ne couvre que les coûts et les formalités liés au licenciement. Il ne comprend pas d'autres aspects du marché du travail, comme les négociations collectives.

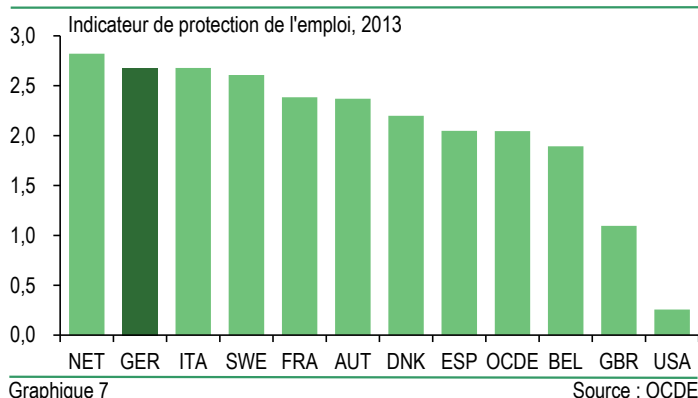
¹³ Selon la définition nationale, une personne travaillant moins de 15 heures par semaine et voulant travailler davantage est comptée comme chômeur, si elle est enregistrée à l'agence fédérale de l'emploi. Par contre, selon la définition harmonisée de l'OIT, le temps de travail ne devrait pas dépasser une heure par semaine et l'enregistrement n'est pas exigé pour être compté comme chômeur.

¹⁴ Fogel et Peri (2016)

¹⁵ Angrist et Kugler (2003)



Une des législations les plus contraignantes en matière de protection de l'emploi



Récemment, la CDU a remporté trois élections régionales dans la Sarre, le Schleswig-Holstein et la Rhénanie-du-Nord-Westphalie. Les thématiques locales ont sans aucun doute joué un rôle important. Quoi qu'il en soit, ces victoires ont donné un important coup d'accélérateur à la campagne d'Angela Merkel. La chancelière bénéficie en outre des succès économiques et d'une solide envergure sur la scène internationale. Martin Schulz, quant à lui, est peu connu de l'électorat allemand, après avoir passé la majeure partie de sa vie politique au Parlement européen qu'il a présidé de janvier 2012 à janvier 2017. Il espère améliorer ses chances de gagner les élections en faisant de la justice sociale une thématique électorale. L'économie étant en plein essor, il reste à voir si la justice sociale est de fait un problème majeur pour les électeurs.

Achevé de rédiger le 21 juin 2017
raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Conclusion

A l'issue des élections fédérales de septembre prochain en Allemagne, les députés élus désigneront le prochain chancelier pour un mandat de quatre ans. Les deux principaux candidats en lice sont la chancelière sortante, Angela Merkel (CDU), et Martin Schulz, le chef du SPD. Le vainqueur des urnes deviendra probablement le prochain chancelier, à condition qu'il/elle trouve des partenaires de coalition appropriés.

Les deux partis ayant gouverné le pays dans le cadre de la grande coalition de ces quatre dernières années, il leur est difficile de se différencier l'un de l'autre. Dans de nombreux domaines comme la politique européenne, la politique budgétaire, la transition énergétique, la sécurité et l'immigration, leurs positions sont presque similaires. Martin Schulz a choisi d'axer sa campagne sur la justice sociale. Il affirme ainsi sa volonté de répondre à un sentiment très répandu selon lequel l'essor économique actuel n'a pas profité équitablement à tous. En particulier, les travailleurs non qualifiés ont vu leur salaire réel baisser et leur exposition au risque de pauvreté augmenter au cours de la dernière décennie. Néanmoins, les résultats sur le marché du travail en Allemagne, en termes de revenu et d'emploi, soutiennent toujours favorablement la comparaison avec ceux de bon nombre de pays européens.

Dans le débat sur les inégalités, on oublie souvent de prendre en compte, au-delà de la disparité des revenus, la question de l'accès aux soins, à l'éducation et à l'emploi. Concernant l'accès à l'emploi, il est important de rappeler que la détérioration de la répartition des revenus tient en grande partie à la bonne intégration des travailleurs peu qualifiés à l'économie. Dans de nombreux pays, les travailleurs peu qualifiés sont simplement exclus du marché du travail pour des raisons de coûts salariaux trop élevés. La création d'emplois peu qualifiés est donc importante dans la mesure où ils peuvent servir de tremplin vers de meilleurs emplois. Malheureusement, ces emplois mal rémunérés sont pour beaucoup sans perspectives.



Références

- H. Albig, M. Clemens, F. Fichtner, S. Gebauer, S. Junker et K. Kholodilin (2017), *How rising income inequality influenced economic growth in Germany*, Bulletin économique, Novembre 2017, DIW
- J.D. Angrist et A.D. Kugler (2003), *Protective or counter productive? Labour market institutions and the effect of immigration on EU natives*, The Economic Journal, 113(488), pp. F302-F331.
- F. Cingano (2014), *"Trends in Income Inequality and Its Impact on Economic Growth"*, Document de travail n°163, OCDE SEM.
- C. Dustmann, B. Fitzenberger, U. Schönberg et A. Spitz-Oener (2014), *From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy*, The Journal of Economic Perspectives, 28(1), pp.167-188.
- M. Foged et G. Peri (2016), *Immigrants' Effect on Native Workers: New Analysis on Longitudinal data*, American Economic Journal: Applied Economics 8, 1-34.
- M. Fratzcher (2016), *Verteilungskampf*, Carl Hanser Verlag, Munich.
- OCDE (2015), *Growth and Income Inequality: Trends and Policy Implications*, Policy Note no. 26.
- OCDE (2016), *Etudes économiques de l'OCDE : Allemagne 2016*, Editions de l'OCDE, Paris.
- Sachverständigenrat (2016), *Annual Report 2016/17*, Wiesbaden



Dangers dans la nébuleuse financière chinoise

Christine Peltier

Les fragilités du système financier chinois se sont considérablement aggravées au cours de la dernière décennie. Eu égard à l'importance des facteurs de risque de crédit et de liquidité ainsi qu'à l'opacité des activités de « shadow banking » et des liens entre les banques et les institutions non bancaires, la réduction de ces fragilités constitue un réel défi pour les autorités. Les mesures récemment adoptées pour resserrer les conditions monétaires et les efforts réalisés pour renforcer le dispositif de supervision du secteur financier vont dans le bon sens. Les actions ainsi engagées pourraient néanmoins freiner l'activité économique, et la détermination du gouvernement à limiter la progression de la dette interne ne devrait pas tarder à être de nouveau mise à l'épreuve.

La performance financière des entreprises et des collectivités locales chinoises a eu tendance à s'améliorer l'an dernier, sur fond de stabilisation de la croissance économique, de redressement industriel et de rebond du marché immobilier. Le ratio d'endettement total du secteur des entreprises a cessé d'augmenter. Cependant, l'excès de dette de la Chine persiste alors que sa croissance économique poursuit son ralentissement. Des risques de crédit élevés continuent d'émaner de la situation de surendettement dans laquelle se trouvent les entreprises et les collectivités locales, même si la croissance récente de la dette interne a été davantage tirée par les prêts immobiliers consentis aux ménages. La hausse des risques de crédit et l'expansion rapide des activités du *shadow banking*, qui restent insuffisamment supervisées, ont conduit à la détérioration progressive de la santé du secteur financier, et les épisodes de turbulence se sont multipliés. Pour remédier aux risques d'instabilité financière, les autorités ont peu à peu renforcé le cadre réglementaire des institutions bancaires et non bancaires, tandis que leurs efforts pour contenir l'expansion du crédit se sont heurtés à leur autre objectif de soutien à la croissance économique. Elles semblent, depuis peu, avoir adopté une stratégie plus globale pour améliorer la supervision du secteur financier, et ont par ailleurs mis en œuvre des mesures de durcissement des conditions monétaires.

L'excès de dette continue de s'aggraver

Notre estimation de l'endettement total de l'économie chinoise s'élevait à 300% du PIB à la fin de 2016. Sur ce total, la dette intérieure du secteur non financier (SNF, qui englobe les ménages, les entreprises, les collectivités locales et leurs « véhicules de financement ») représente de loin la composante la plus importante et la principale source de vulnérabilité. La dette chinoise comprend également la dette extérieure du SNF et la dette de l'administration centrale, mais celles-ci sont dans les deux cas faibles et leur dynamique récente n'est pas particulièrement inquiétante. La dette de l'administration centrale (qui est presque exclusivement interne) a légèrement augmenté au cours des deux dernières années pour s'inscrire à 16% à peine du PIB à la fin de 2016. La dette extérieure (libellée en devises ou en renminbi) a reculé à seulement 12 % du PIB.

La dette interne reste sur une trajectoire défavorable

La dette interne du SNF constitue un problème autant en termes de niveau que de dynamique et de qualité. Concernant tout d'abord son niveau, nous avons estimé la dette interne totale du SNF aux environs de 270% du PIB à la fin de 2016, en prenant en compte : i) la dette découlant des statistiques officielles sur le « financement social total » (FST)¹, qui comprend les prêts bancaires, la dette obligataire et une partie des crédits du *shadow banking* détenus par les ménages, les entreprises et les « véhicules de financement » des collectivités locales (CL)². Le financement social total ressortait à 200% du PIB à la fin 2016. ii) La dette des collectivités locales actuellement exclue des données FST (y compris le financement du déficit « ordinaire », qui est très limité, et la dette obligataire émise par les collectivités locales depuis mai 2015 dans le cadre du « programme de swap de dette »³) ; cette part de la dette est estimée à 13 % du PIB. iii) Un ensemble de composantes de *shadow banking* qui n'apparaissent pas dans les données FST⁴. D'après les estimations de Moody's, ces financements « supplémentaires » du *shadow banking* représentaient 55 % du PIB, un chiffre considérable, à la fin de 2016⁵.

¹ Le financement social, ou « social financing », recouvre la majeure partie (et non la totalité) des sources de financement interne bancaires et non bancaires des agents chinois. Il comprend : les prêts bancaires, les émissions d'obligations et d'actions et une partie des crédits du « shadow banking » : fonds fiduciaires, acceptations bancaires non escomptées et « entrusted loans » (qui sont, en réalité, des prêts interentreprises intermédiés par les banques). Les émissions d'actions sont exclues de nos estimations de dette interne. Les chiffres de FST constituent la seule série disponible de données historiques de crédits à l'économie.

² Les « véhicules de financement » des collectivités locales sont des entités ad hoc entièrement détenues par les collectivités locales et constituées en vue d'emprunter des fonds pour financer des activités quasi-budgétaires telles que les projets d'infrastructure.

³ Le FST comprend les crédits aux « véhicules de financement » des collectivités locales, mais il n'englobe pas les émissions obligataires des collectivités locales. Voir page 13 pour des détails sur les programmes de swap d'obligations.

⁴ Les crédits du *shadow banking* inclus dans le FST sont qualifiés de « principaux ». D'autres activités de *shadow banking* se sont développées ces dernières années et sont actuellement exclues du FST. Ces crédits « supplémentaires » du *shadow banking* comprennent les actifs financés par les produits de gestion de fortune (Wealth Management Products ou WMP), les prêts par les sociétés de financement et de crédit à la consommation, le microcrédit, les prêts entre particuliers en ligne, etc. Ils ne sont pas inclus dans les ratios de dette qui apparaissent dans les graphiques.

⁵ Source : Moody's Investors Service, « Quarterly China Shadow Banking Monitors ».



Le ratio de la dette intérieure sur PIB du SNF, qui est colossal à tous égards, excède de 100 points son niveau d'il y a cinq ans. En effet, le « boom de crédit » de la Chine (situation dans laquelle le crédit dépasse d'une certaine marge sa tendance à long terme) s'est aggravé de façon continue depuis 2009. Même sur la période récente, alors que la progression de l'encours total du crédit intérieur a ralenti, elle est restée néanmoins robuste et plus rapide que la croissance du PIB nominal (voir graphique 1, page 12). Les nouveaux flux de FST représentaient toujours 24 points de pourcentage du PIB en 2016 (contre 35 en moyenne en 2009-2010). Les ratios de dette sur PIB ont poursuivi leur progression régulière, s'écartant de plus en plus des niveaux considérés comme « normaux » pour la Chine compte tenu de son revenu par habitant (voir graphique 2, page 12). Par ailleurs, l'écart entre le ratio crédit/PIB et sa tendance historique (*credit-to-GDP gap*) a aussi continué à se creuser jusqu'à l'année dernière. D'après les calculs de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'écart du ratio crédit/PIB était supérieur à 25% en 2016, un niveau très élevé et qui, en théorie, peut être considéré comme un indicateur avancé de crise potentielle⁶.

L'expansion du crédit aggrave mécaniquement les risques de crédit car le coût du service de la dette augmente progressivement tandis que les nouveaux prêts financent des investissements dont la rentabilité se dégrade peu à peu (sélection moins rigoureuse des projets d'investissement, capacités de production excédentaires dans l'industrie, tendance à alimenter des bulles sur les marchés d'actifs). La meilleure illustration de cette tendance en Chine n'est autre que la baisse significative de l'efficacité des nouveaux crédits/nouveaux investissements depuis 2009. Des problèmes de gouvernance majeurs sont venus aggraver la montée des risques de crédit. De manière générale, la souplesse des contraintes budgétaires des collectivités locales, l'indulgence des autorités, la gouvernance déficiente des entreprises (en particulier, des entreprises publiques) et, surtout, « l'aléa moral » (c'est-à-dire l'idée selon laquelle la garantie implicite et illimitée de l'Etat incite le prêteur à sous-évaluer le risque de défaut de paiement de l'emprunteur) ont largement contribué à la dégradation de la qualité de l'allocation du capital au cours de la dernière décennie.

L'augmentation de la dette et la montée des risques de crédit ont été principalement le fait des entreprises et des collectivités locales. Toutefois, depuis l'année dernière, la croissance de l'endettement domestique a été davantage le fait de l'augmentation de la dette des ménages alors que les ratios de dette des entreprises se sont stabilisés (voir graphique 3, page 12).

Les risques de crédit sont concentrés dans le secteur des entreprises...

La dette des entreprises a atteint 124% du PIB en 2016 contre 97% en 2011 et 80% en 2008 (hors crédits « supplémentaires » du *shadow banking*), et le ratio moyen d'endettement des entreprises est passé

d'environ 60% en 2009 à près de 80% en 2014 et 2015 (estimations du FMI). L'accroissement de l'endettement des entreprises a été largement lié aux entreprises publiques.

Les entreprises ont vu leur capacité de remboursement se dégrader considérablement entre 2010 et 2015. D'une part, le coût du service de la dette a augmenté. D'autre part, les résultats des entreprises, en particulier ceux des entreprises publiques, ont pâti de faiblesses structurelles (problèmes de gouvernance et d'inefficacité, surcapacités de production, etc.) ; ils ont également été très sensibles au ralentissement de la croissance du PIB, à la crise industrielle et aux divers épisodes de correction du marché immobilier de ces dernières années (voir graphiques 4, 5 et 6, page 12). L'augmentation de l'endettement des entreprises est donc allée de pair avec la chute de leur rentabilité jusqu'en 2015. D'après les calculs effectués par le FMI sur un échantillon de sociétés cotées, le ratio médian dette/EBITDA (bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) a plus que doublé entre 2010 et 2015. L'immobilier, l'exploitation minière et la sidérurgie semblaient être les secteurs les plus fragiles en 2015, affichant à la fois les ratios dette/EBITDA médians les plus élevés et la plus forte proportion de dette détenue par des entreprises déficitaires⁷.

Dans ces conditions, les entreprises ont eu de plus en plus de mal à payer leurs fournisseurs – le délai de règlement des créances s'est régulièrement allongé depuis 2011, entraînant des tensions dans l'ensemble de l'économie – et à assurer le service de leur dette : les créances douteuses des banques et les risques de défaut dans le secteur du *shadow banking* et sur les marchés obligataires ont augmenté.

En 2016, les résultats des entreprises se sont améliorés. La stabilisation de la croissance économique/industrielle, le redressement des prix à la production et le rebond dans le secteur immobilier ont dopé les bénéfices des entreprises industrielles, tandis que la baisse des taux d'intérêt a également contribué à alléger la charge du service de la dette. Tous ces facteurs ont offert un répit aux entreprises en diminuant les contraintes de liquidité à court terme et les ratios de dette/PIB des entreprises ont cessé d'augmenter l'année dernière (voir graphique 7, page 13). Les problèmes de dette excessive et de solvabilité n'en continuent pas moins de persister. Les entreprises seront probablement vulnérables au nouvel épisode de hausse des taux d'intérêt, qui a commencé depuis la fin de 2016, à la correction du marché immobilier, qui représente un risque à court terme dans certaines provinces, et au ralentissement de la croissance économique/industrielle attendu dans les prochains trimestres.

... et des collectivités locales

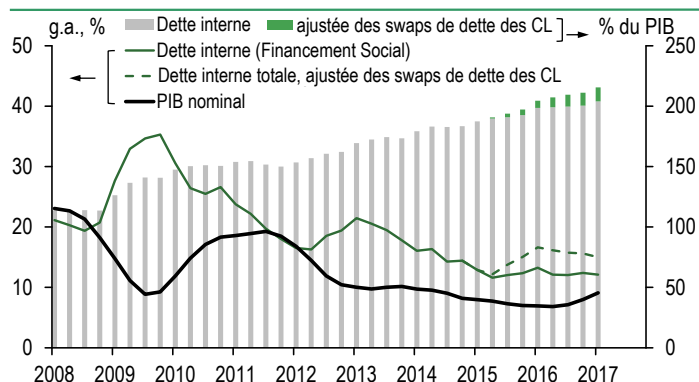
En 2009, le gouvernement central avait demandé aux collectivités locales de financer les projets d'infrastructure s'inscrivant dans le vaste programme de relance mis en œuvre en réponse à l'effondrement du commerce mondial. Ce fut le point de départ d'une augmentation continue de la dette des collectivités locales, principalement par le biais de leurs « véhicules de financement ». La dette s'est également

⁶ Source: Statistiques de la BRI (Banque des règlements internationaux). Voir également BRI, *Quarterly Review* : « The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers », par M. Drehmann & K. Tsatsaronis, mars 2014.

⁷ Voir FMI, *Working Paper* : « Resolving China's corporate debt problem », octobre 2016, et *Global Financial Stability reports*, avril 2016 et avril 2017.

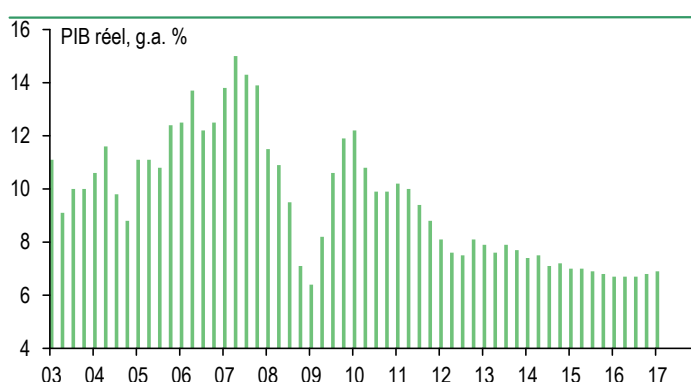


Dettes internes du secteur non financier : le crédit progresse toujours plus vite que le PIB



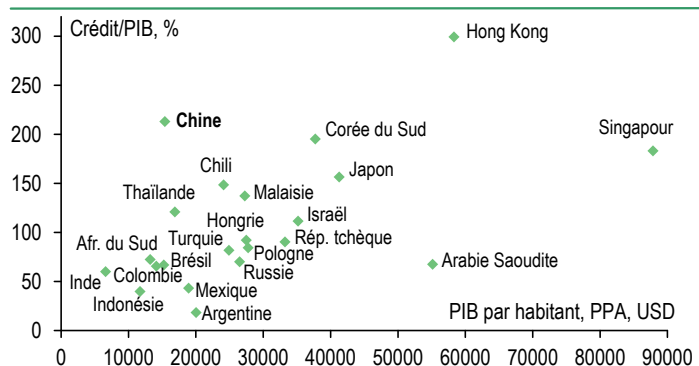
Graphique 1 Sources : Banque centrale, Bureau Stat. National, Moody's, BNP Paribas

Croissance économique : ralentissement structurel



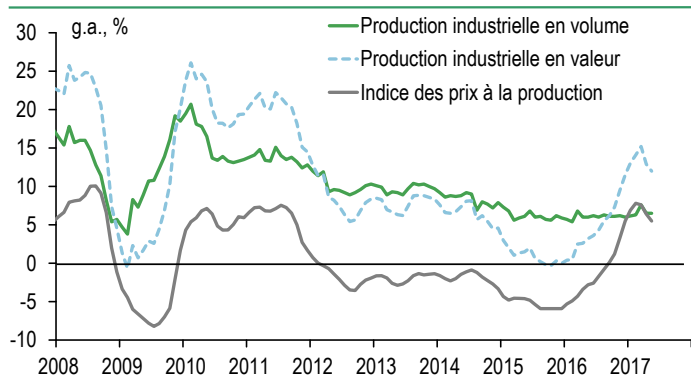
Graphique 4 Source : Bureau Statistique National

Ratios d'endettement dans les pays émergents : la Chine se démarque



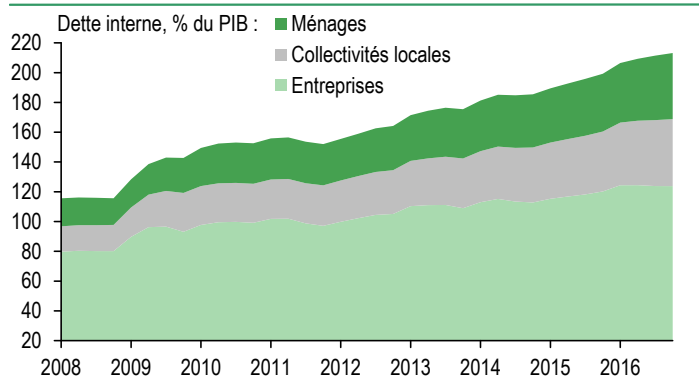
Graphique 2 Sources : BRI, FMI, BNP Paribas (données 2016)

Redressement dans l'industrie en 2016



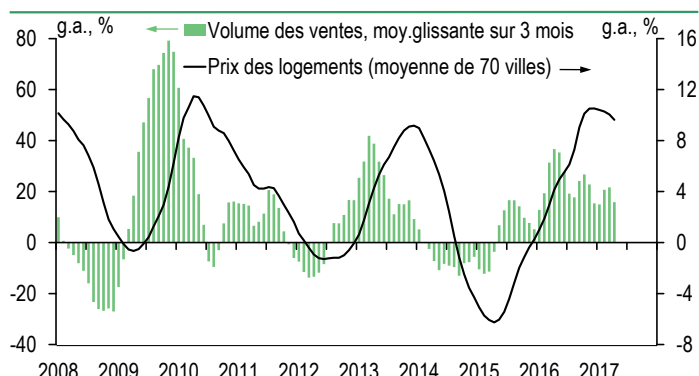
Graphique 5 Sources : Bureau Statistique National, BNP Paribas

Excès de dette des entreprises et des collectivités locales, et progression rapide de l'endettement des ménages



Graphique 3 Sources : Banque centrale, FMI, BRI, BNP Paribas

Hauts et bas sur le marché immobilier



Graphique 6 Sources : Bureau Statistique National, BNP Paribas

aggravée du fait de l'absence de discipline budgétaire et de la conviction que la garantie implicite de l'Etat permettrait d'éviter tout défaut. Sur la base des données du FMI, la dette totale des collectivités locales (et de leurs véhicules de financement) a grimpé à 40% du PIB en 2015 contre 27% en 2011 et 18% en 2008. Elle devait avoir atteint 45% du PIB à la fin de 2016 (voir graphique 8).

A l'instar des entreprises, la capacité de remboursement des CL s'est détériorée sur la période 2010-2015 (avec d'importants écarts d'une province à l'autre) : les dépenses d'investissement sont restées élevées pour soutenir l'activité, la progression des revenus s'est détériorée sur fond de ralentissement économique et de baisse des recettes provenant de la vente de terrains, tandis qu'un certain nombre de projets financés par l'emprunt n'ont pas été assez rapidement ou suffisamment rentables. La correction du marché immobilier en 2013-2015 a eu un effet particulièrement sévère sur les recettes des collectivités locales : les revenus bruts issus des ventes de terrains (qui ont représenté 15% à 25% des recettes totales des provinces depuis 2008) ont augmenté d'à peine 3% en 2014 et ont chuté d'environ 20 % en 2015.

En réponse à l'aggravation des difficultés financières des collectivités locales et de leurs véhicules de financement, une partie de la dette arrivant à échéance a été soit reconduite, soit remboursée à l'aide de nouveaux emprunts. Le risque de liquidité à court terme a ainsi été réduit, mais la solvabilité des CL s'est encore dégradée. Par ailleurs, les autorités ont entrepris de réformer les finances publiques.

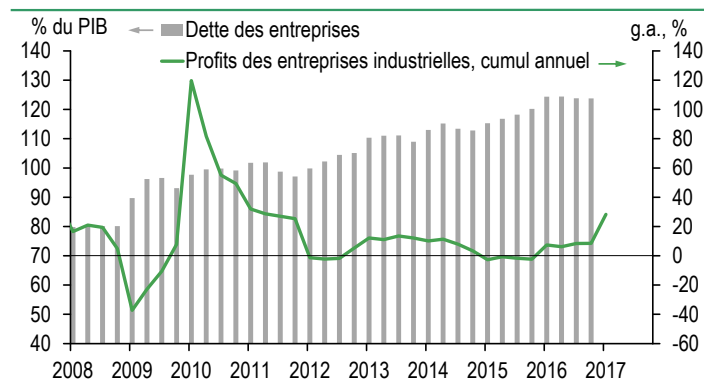
La nouvelle loi budgétaire adoptée en octobre 2014 prévoyait notamment de rationaliser les dépenses des collectivités locales grâce à une planification budgétaire pluriannuelle et régulariser les emprunts « extrabudgétaires » contractés par les véhicules de financement, et accroître le recours des CL à la dette obligataire. Toutefois, avec le ralentissement de la croissance économique en 2015 et au début de 2016, la réforme a tardé à être mise en œuvre et les nouveaux contrôles relatifs aux emprunts des véhicules de financement ont été assouplis. Les véhicules de financement sont de fait restés la principale source d'investissement dans les infrastructures.

Les collectivités locales ont, par ailleurs, été autorisées à emprunter sur les marchés obligataires locaux dans les limites fixées par les autorités. Elles peuvent ainsi émettre des titres obligataires pour financer leur déficit mais aussi pour remplacer la dette bancaire arrivant à échéance. Le « programme de swap de dette » vise en effet à substituer la dette obligataire, moins coûteuse et à plus longue échéance, aux prêts bancaires auparavant contractés par les CL ou leurs véhicules de financement pour couvrir le coût des projets d'infrastructure. Le programme a bien fonctionné depuis son introduction en mai 2015 : la dette obligataire totale émise dans ce cadre représentait environ un quart de la dette des CL à la fin de 2016 (voir graphique 1, page 12).

En 2016, les programmes de swap de dette, le refinancement de certains crédits par les banques, le rebond du marché immobilier (les revenus issus des ventes de terrains se sont redressés de 14% en janvier-septembre 2016 par rapport à la même période en 2015), la stabilisation de la croissance économique et la baisse des taux d'intérêt réels sont autant de facteurs qui ont contribué à alléger les contraintes

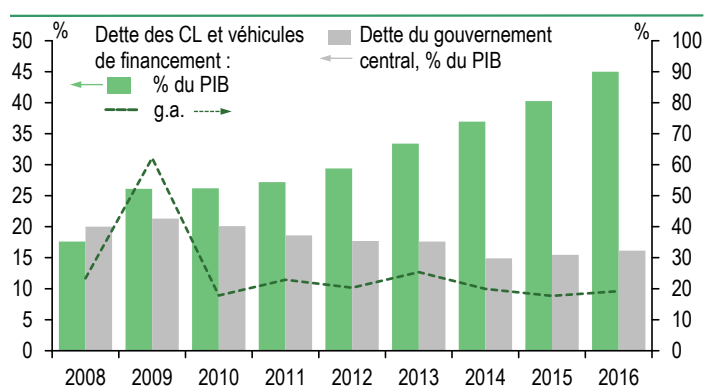
de liquidité des collectivités locales. Leurs ratios d'endettement, y compris ceux de leurs véhicules de financement, n'en poursuivent pas moins leur ascension.

Dette des entreprises : stabilisation de l'endettement et amélioration des profits en 2016



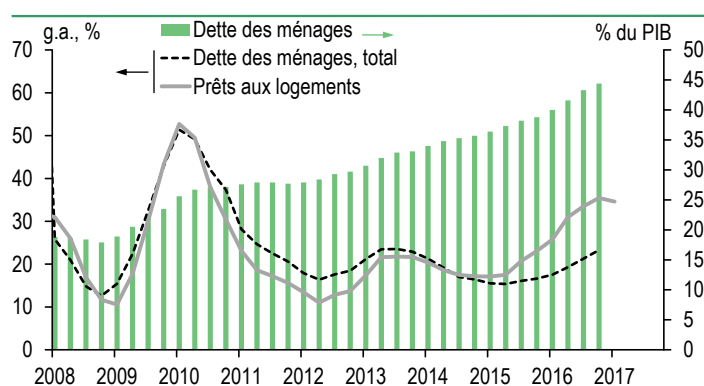
Graphique 7 Sources : Banque centrale, Bureau Stat. National, FMI, BNP Paribas

Dette des collectivités locales : une forte progression depuis dix ans



Graphique 8 Sources : Ministère des Finances, FMI, BNP Paribas

Dette des ménages : la hausse récente est tirée par les prêts aux logements



Graphique 9 Sources : Banque centrale, Bureau Statistique National



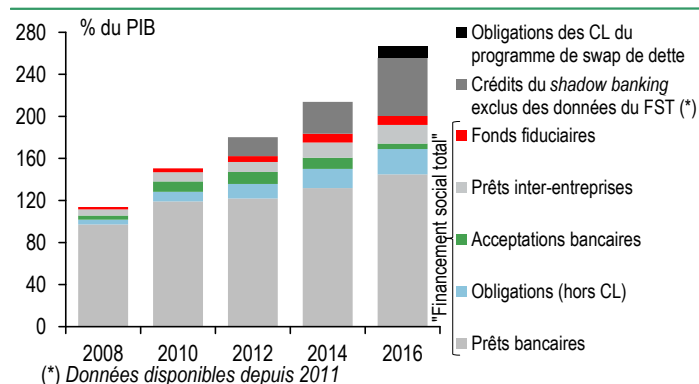
La dette des ménages augmente rapidement

La dette des ménages, dont le niveau était faible en 2008 (18% du PIB), a régulièrement progressé au cours de la dernière décennie. Après une période de ralentissement, sa croissance s'est de nouveau accélérée depuis le milieu de 2015 suite à l'assouplissement de la politique monétaire et des règles prudentielles appliquées aux transactions et aux prêts dans le secteur immobilier. La dette des ménages s'inscrivait à 44% du PIB à la fin de 2016, contre 38 % en 2015 (voir graphique 9, page 13).

La dette des ménages, qui était jusqu'à maintenant en phase de rattrapage, est considérée globalement conforme au niveau de développement de la Chine. Cependant, son expansion récente est en grande partie imputable à l'accroissement des prêts au logement, qui a contribué à la montée des prix de l'immobilier depuis l'année dernière. Eu égard à la surchauffe récente du marché immobilier dans les grandes villes et, de manière plus générale, à la tendance du secteur immobilier à connaître des phases de hausses et de baisses soudaines, la qualité du crédit au logement des ménages pourrait sérieusement pâtir d'une chute des prix de l'immobilier et devenir un facteur de plus en plus important de risque de crédit à l'avenir (les prêts aux promoteurs immobiliers et les prêts au logement représentaient 25% à 30% de l'ensemble des prêts des banques commerciales en 2016). Pour autant, cela ne constitue pas une source de préoccupation à très court terme, dans la mesure où les ratios LTV (*loan-to-value*, soit le montant du crédit rapporté à la valeur d'achat du logement) sont actuellement inférieurs à 50% en moyenne et que les prêts aux logements sont pour l'instant de bonne qualité (le ratio officiel des créances douteuses du portefeuille de prêts immobiliers des banques commerciales était estimé à un niveau très bas de 0,4% en 2015).

L'excès de dette et l'aggravation des risques de crédit sont également la conséquence de profonds changements dans la composition et la taille du secteur financier. Les crédits du *shadow banking* ont fortement augmenté et représentent une part grandissante de la dette interne totale. Les émissions obligataires sur le marché domestique ont aussi gagné en importance tandis que la part des prêts bancaires « traditionnels » a diminué. A la fin de 2016, ces prêts bancaires représentaient 145% du PIB, soit 72% de l'encours total du financement social et 53% de la dette totale du SNF. A la fin de 2011, ils représentaient 117% du PIB, mais 78% de l'encours total du financement social et 69% de la dette totale du SNF (voir graphique 10). Sur la même période, la part de la dette obligataire a augmenté de 11% du PIB à 24% (hors titres émis par les CL dans le cadre des programmes de *swap* de dette). Parallèlement, la part de tous les crédits du *shadow banking* a plus que doublé, passant de 40% du PIB en 2011 (23% de la dette totale du SNF) à 87% du PIB en 2016 (32% de la dette du SNF). La réglementation du *shadow banking*, même si elle a été durcie au cours des cinq dernières années, n'est toujours pas assez stricte et l'accumulation de la dette continue d'être en partie le fait d'opérations de crédit montées par des institutions parmi les plus mal supervisées du secteur financier. Une situation en grande partie à l'origine du problème de qualité des crédits.

Composition du crédit interne : la part du *shadow banking* et des obligations s'est accrue



Graphique 10

Sources : Banque centrale, FMI, Moody's, BNP Paribas

Fragilités croissantes dans le secteur financier

Le secteur financier s'est fortement développé au cours des dernières années, aux dépens de sa performance moyenne et de sa solidité. Les banques ont été confrontées à une détérioration de la qualité des actifs tandis que leurs ratios de provisionnement et de fonds propres se sont dégradés. En outre, l'expansion du *shadow banking* a aussi entraîné un accroissement des risques de crédit, est allée de pair avec l'augmentation de l'endettement des institutions financières, et a contribué à une plus grande interconnexion entre les établissements financiers bancaires et non bancaires. Enfin, les risques de défaut ont également commencé à affecter le marché obligataire local.

Les lacunes de la réglementation ont encouragé les institutions financières à prendre des risques

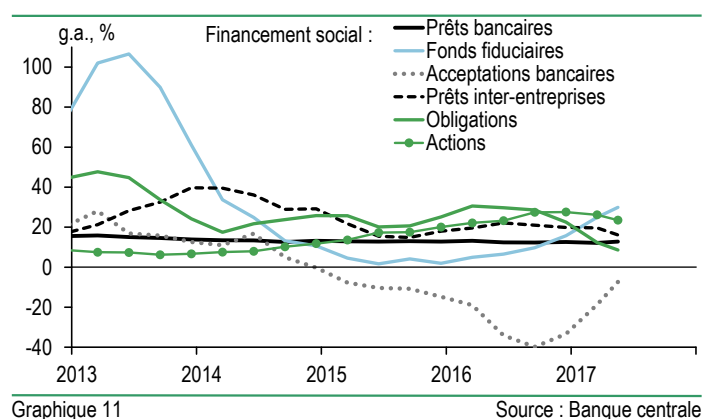
Les lacunes du cadre prudentiel et de supervision du secteur financier, ajoutées à l'abondance de la liquidité domestique, ont encouragé les créanciers chinois à prendre des risques via : i) des prêts aux secteurs à risque (véhicules de financement des collectivités locales, prêts immobiliers, prêts pour financer des achats d'actions ou d'obligations, etc.) et ii) l'innovation et la prolifération de nouveaux produits d'investissement et de nouveaux types de crédit (*shadow banking*⁸) dans un contexte de libéralisation financière, de recherche du profit et de stratégies des institutions financières pour contourner les réglementations existantes (concernant l'information financière, les quotas de prêt, le calcul des actifs pondérés des risques, les ratios minimums de fonds propres, etc.).

⁸ Les produits du *shadow banking* comprennent tous les instruments de placement structurés par des sociétés fiduciaires, des maisons de titres ou des sociétés de gestion d'actifs, mis en place par des banques (en hors-bilan) ou des institutions non bancaires, le crédit étant en général l'actif sous-jacent.

Tout cela a conduit à l'émergence permanente de nouvelles sources de vulnérabilité dans le secteur financier. Les crédits du *shadow banking*, dont le rendement et le risque sont en général plus élevés que ceux des prêts bancaires, ont connu une croissance très rapide, et leur composition a changé au fur et à mesure de l'adoption de nouvelles dispositions réglementaires. En fin de compte, les activités les plus mal régulées et les plus opaques et, partant, assorties du risque le plus élevé, ont souvent été celles affichant la progression la plus rapide. Dans le même temps, la complexité et l'opacité des liens entre les différents produits et institutions sont allées en augmentant.

Les *trust loans*, les *entrusted loans* et les acceptations bancaires (c'est-à-dire les crédits du *shadow banking* inclus dans les données de FST) ont commencé à se développer en 2010 en réponse au resserrement de la politique monétaire destiné à freiner la progression des prêts bancaires après la frénésie de l'année précédente. Leur développement est allé de pair avec celui de pratiques à risque en l'absence de mécanismes de supervision appropriés. Dans les années qui ont suivi, ces activités du *shadow banking* ont évolué en fonction des changements réglementaires (voir graphique 11). A partir de 2013 et jusqu'à la mi-2016, le durcissement des règles prudentielles a contribué à leur ralentissement, en partie parce que les banques ont réinscrit certains crédits à leur bilan, mais aussi parce que les emprunteurs ont également pu bénéficier d'un accès plus large au marché obligataire grâce aux mesures de libéralisation. En outre, les crédits « supplémentaires » du *shadow banking* (comme les produits de gestion de fortune ou l'e-finance) se sont également développés rapidement. Ains, le ralentissement de certaines formes de crédit a été compensé par l'expansion de « substituts » tels que les financements obligataires et de nouveaux types de crédits du *shadow banking*, pour lesquels les règles prudentielles et de supervision sont restées plus floues.

Composantes du financement social : des dynamiques divergentes



En particulier, les institutions financières, notamment les petites et moyennes banques et les institutions non bancaires, ont été très actives en matière d'émission de produits de gestion de fortune (*Wealth Management Products* ou WMP)⁹. En conséquence, les crédits financés par des WMP ont plus que triplé entre la fin 2013 et la fin 2016 pour atteindre 40% du PIB selon les estimations de Moody's. Les WMP sont structurés et distribués par les banques en hors-bilan ou émis par des institutions financières non bancaires (maisons de titres, compagnies d'assurance, etc.). Ils attirent les épargnants par les rendements élevés qu'ils proposent et sont investis dans des actifs à haut risque et haut rendement, dont certains ont été progressivement diversifiés sous forme de produits financiers de plus en plus innovants et complexes. Puis, devant l'introduction progressive de règles visant à contrôler les activités des WMP, les institutions financières ont en partie réduit leurs investissements en actifs risqués et accru les placements en obligations et instruments du marché monétaire. Mais elles ont également mis en place des stratégies leur permettant de contourner les nouvelles réglementations et de conserver des actifs à haut rendement (elles ont par exemple restructuré des crédits risqués sous forme de produits plus classiques en apparence)¹⁰. Cette évolution, conjuguée aux changements d'orientation de la politique monétaire, s'est soldée par un léger repli du taux de rendement des WMP des banques au cours des trois dernières années (il a culminé à 5,6% au début de 2014) pour se maintenir néanmoins à un niveau bien supérieur aux taux sur les dépôts bancaires (il est resté proche de 4% depuis la fin 2016 contre 1,5% pour les taux de rémunération des dépôts à un an). La réglementation relative aux activités WMP des banques a été de nouveau renforcée à la mi-2016 et au début de 2017 (amélioration de la transparence financière, nouvelles restrictions relatives aux investissements, exigences en matière de fonds propres identiques pour les activités figurant au bilan des banques et celles en hors-bilan, etc.). En conséquence, la progression des actifs des WMP a ralenti depuis l'an dernier, mais celle des *trust loans* est repartie à la hausse.

Détérioration de la qualité des actifs

Les créances douteuses déclarées par les banques commerciales ont commencé à augmenter au T4 2011 après plusieurs années de repli. Leur croissance s'est ensuite accélérée jusqu'en 2015, atteignant +30% par an en moyenne, pour ralentir depuis l'année dernière. Le ratio moyen officiel des créances douteuses est passé de 1,13% en 2010 à 1,76% en septembre 2016 et il est resté quasiment inchangé depuis (1,74% en mars 2017). Ce ratio ne reflète que très partiellement la qualité des actifs bancaires. Tout d'abord, il sous-estime le niveau de la dette à risque des banques du fait de méthodes comptables non conformes à la pratique internationale. Lorsqu'on inclut les prêts « sous surveillance » (*special mention loans*), le ratio moyen des créances douteuses est bien plus élevé, atteignant 5,9% en septembre 2016

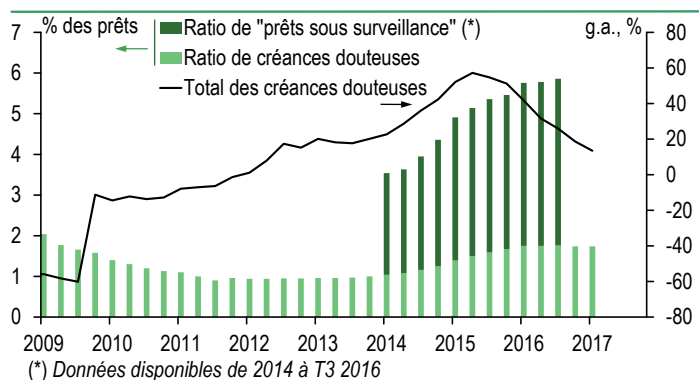
⁹ Les actifs des WMP sous gestion représentaient environ 10% du total de l'actif au bilan des grandes banques commerciales publiques (20% pour Bocom) et jusqu'à 40% de certaines banques de taille petite et moyenne.

¹⁰ En 2016, les WMP des banques étaient principalement investis en obligations et en instruments du marché monétaire (56% de leurs actifs WMP), en trésorerie et dépôts bancaires (18%), actions (8%), crédits « non-standard » (18%) et autres.



(voir graphique 12). De plus, selon les calculs du FMI, les « prêts potentiellement à risque » auraient plutôt atteint 15,6% du portefeuille total de prêts aux entreprises des banques commerciales en 2015, contre 4% en 2010¹¹.

Créances douteuses des banques commerciales : les ratios sous-estiment l'ampleur de la détérioration



Graphique 12

Source : Commission de Réglementation Bancaire

En outre, les créances douteuses, les prêts sous surveillance et même les prêts potentiellement à risque estimés par le FMI sont limités au périmètre des prêts traditionnels des banques commerciales. Ils excluent les autres actifs des banques, en particulier les crédits du *shadow banking*, qui ont les faveurs des emprunteurs moins solvables et présentent un risque de perte plus élevé que les prêts bancaires traditionnels. En témoignent les taux sur les crédits du *shadow banking* (estimés entre 11% et 14% en 2015) bien supérieurs à ceux des prêts bancaires (5%-6%) et des obligations d'entreprises (3%-4% à fin 2015 et 4%-5% en juin 2017). Les banques ne fournissent pas de données sur la qualité des crédits du *shadow banking*. Selon des estimations du FMI, environ la moitié des *shadow credits* étaient assortis d'un risque élevé de défaut à la fin de 2015.

Enfin, les banques ont multiplié les actions pour enrayer l'augmentation nette des créances douteuses affichées dans leurs bilans. Elles ont eu recours au refinancement des prêts en difficulté et adopté des mesures pour traiter le problème de leurs actifs non-performants. Tout d'abord, les passages en pertes des prêts irrécouvrables et les ventes d'actifs à des structures de défaillance (*Asset Management Companies* ou AMC) ont régulièrement augmenté depuis 2012 (elles représentaient 62% des créances douteuses de l'année précédente à fin 2015 pour les douze banques notées par Moody's, contre 17% en 2013). Les structures de défaillance comprennent les quatre AMC nationales détenues par l'Etat (constituées en 1999-2000) et un nombre de plus en plus grand de petites structures locales (autorisées depuis 2013). Les AMC locales ne représentent pour le moment qu'une faible part du marché mais leur croissance pourrait s'accroître suite à l'assouplissement de

la réglementation en octobre 2016 (deux AMC par province à présent autorisées contre une seule auparavant, assouplissement des règles relatives aux modalités de cession des prêts irrécouvrables).

De plus, les autorités ont lancé depuis l'année dernière des programmes de titrisation des créances douteuses et d'échange de créances contre actions (*debt-to-equity swaps* ou DES). De nouvelles directives applicables aux DES ont été annoncées en octobre 2016 pour aider à la mise en œuvre d'une nouvelle série de swaps, les entreprises ciblées étant surtout de grandes entreprises publiques surendettées mais viables. Ces programmes, qui sont pour l'instant de taille modeste, pourraient permettre aux banques d'afficher de meilleurs ratios de créances douteuses et aux entreprises de réduire leurs ratios d'endettement, mais la qualité d'ensemble des actifs du secteur bancaire pourrait ne pas s'améliorer pour autant. Par exemple, des structures titrisées de prêts de mauvaise qualité pourraient se retrouver au bilan des banques, qui, partant, n'auront plus besoin de déclarer les créances douteuses sous-jacentes ; les WMP bancaires et les fonds fiduciaires peuvent, par ailleurs, être investis dans des DES. Autrement dit, les banques conservent leur exposition aux mêmes risques de crédit sous-jacents, mais au travers de structures plus complexes.

Ces mesures, ajoutées à l'amélioration de la performance financière des entreprises, expliquent le tassement de la progression des créances douteuses depuis l'année dernière. Dans le même temps, cependant, le système financier reste en proie à des risques de crédit élevés et soumis à des structures de plus en plus opaques, tandis que la qualité des nouveaux flux de crédit est toujours aussi médiocre.

Ratios de solvabilité sous pression

Les banques chinoises restent rentables mais la progression de leurs profits s'est essouffée depuis cinq ans. Les ratios de rentabilité se sont dégradés, principalement sous l'effet de la hausse du coût du crédit (provisionnement, gestion des prêts non performants) et de l'érosion des marges d'intérêt nettes. Celles-ci ont chuté à 2% en moyenne pour les banques commerciales à fin 2016 contre 2,7% à fin 2014, principalement en raison de la baisse des taux sur les prêts (en 2014-2016) et de la concurrence de plus en plus forte sur les sources de financement. En particulier, une partie des dépôts des banques petites et moyennes a été transférée aux WMP, qui attirent les épargnants en quête de rendements supérieurs. La collecte des WMP est passée de RMB 7 000 milliards à fin 2012, ou 8% des dépôts des banques commerciales, à RMB 29 000 milliards à fin 2016, équivalant à 19% des dépôts.

Les niveaux moyens de provision et de capitalisation publiés par les banques semblent bons. Ils ont néanmoins été sous pression au cours des dernières années sous l'effet de l'expansion rapide des actifs bancaires et de la détérioration de la qualité de leur portefeuille de prêts. De plus, ils sont surestimés dans la mesure où ils ne tiennent pas compte des risques liés aux activités hors-bilan (WMP en particulier). Les ratios de provisionnement pour pertes sur prêts ont sensiblement baissé depuis 2013. Par ailleurs, les banques ont dû lever du capital pour répondre à la hausse du total des actifs pondérés des risques, au durcissement des exigences réglementaires en matière de ratios de solvabilité et à une moindre capacité à générer des fonds propres grâce

¹¹ Le FMI a adopté une approche « bottom-up » concernant l'utilisation des données des entreprises. Les prêts « à risque » sont détenus par des sociétés qui n'ont pas les ressources suffisantes pour honorer le paiement des intérêts de la dette, c'est-à-dire celles ayant un ratio d'EBITDA sur frais financiers inférieur à 1.

à leurs profits. Ceci a permis d'éviter une détérioration des ratios d'adéquation des fonds propres moyens des banques commerciales (ils étaient en faible hausse en 2014-2015 et en léger repli en 2016). Cependant, à terme, les banques pourraient avoir de plus en plus de mal à lever des capitaux frais compte tenu de la baisse de leur rentabilité et de conditions plus volatiles sur le marché domestique. Voir tableau.

Indicateurs clés des banques commerciales

	2010	2012	2014	2016
Ratio d'adéquation des fonds propres (%)	12,2	13,3	13,2	13,3
Ratio de créances douteuses (% des prêts)	1,13	0,95	1,25	1,74
Ratio de provisionnement (% des créances douteuses)	218	296	232	176
Ratio prêts sur dépôts (%)	64,5	65,3	65,1	67,6
Profits, variation annuelle (%)	n.a.	19,0	9,6	3,5
Rentabilité économique, ROA (%)	1,1	1,3	1,2	1,0
Rentabilité financière, ROE (%)	19,2	19,9	17,6	13,4

Tableau

Sources : CBRC, CEIC, BNP Paribas

La détérioration de la qualité des actifs, des ratios de rentabilité, de provisionnement et de capitalisation des banques signifie qu'il y a érosion des coussins de protection du secteur financier alors que son risque de pertes potentielles a augmenté. Mais il existe des différences notables entre les plus grandes banques (Tier 1) et les petites et moyennes institutions (Tier 2 et Tier 3). Les banques du Tier 1 sont les cinq grandes banques commerciales publiques (« Big Five »), qui affichent une meilleure qualité d'actifs, des niveaux de liquidité plus confortables (grâce à des réseaux d'agences établis de longue date et un niveau de confiance plus élevé des déposants) et des ratios de solvabilité plus solides que les petits établissements. Au contraire, les banques des Tier 2 et Tier 3 (notamment les institutions non cotées) sont bien plus exposées à la détérioration de la qualité de leurs portefeuilles de prêts, à l'érosion de leur solvabilité et à des tensions sur la liquidité.

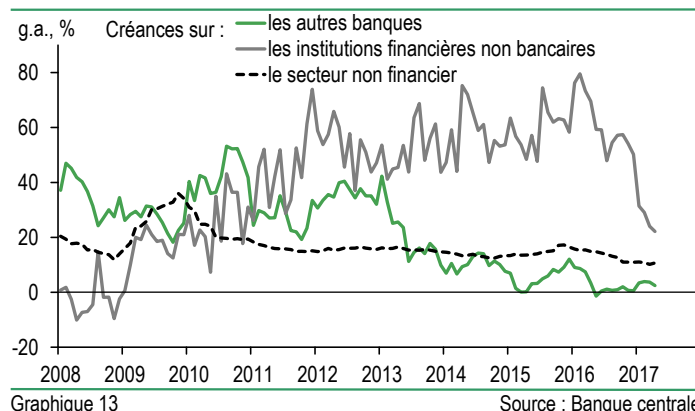
Vulnérabilité accrue aux tensions sur la liquidité

Les niveaux de liquidité du secteur bancaire et plus généralement du système financier restent confortables dans l'ensemble. Les banques commerciales, en particulier les *Big Five*, bénéficient d'une large base de dépôts, de bons ratios de prêts sur dépôts et ont un recours limité aux financements étrangers. Cependant, ces sources de confort ne sont plus aussi solides qu'il y a quelques années. Tout d'abord, des pressions sur la liquidité systémique ont émergé avec la forte expansion des actifs financiers et les épisodes de fuites de capitaux. Ensuite, à l'instar des ratios de capitalisation, les indicateurs de liquidité globale des banques sont désormais surévalués car ils ne tiennent pas compte de leurs activités hors-bilan/*shadow banking*.

Enfin, les banques de petite et moyenne taille ainsi que les institutions financières non bancaires ont eu de plus en plus recours aux financements de gros pour compenser l'insuffisance de leurs

dépôts et financer l'expansion de leur portefeuille de prêts et d'investissement. Résultat : leur endettement a augmenté et leurs ratios de liquidité se sont détériorés. Les financements de gros (qui sont essentiellement interbancaires) représentaient près de 35% de l'ensemble des sources de financement des petites et moyennes banques à la fin de 2016 (contre 15% environ en 2013) et environ 10% pour les *Big Five*. Ces dernières sont des créanciers nets de fonds sur le marché interbancaire, tandis que les petites et moyennes banques et les institutions financières non bancaires sont des emprunteurs nets (voir graphique 13). De plus, l'endettement des institutions financières a aussi parfois été obtenu par le biais de structures opaques, impliquant plusieurs couches d'intermédiaires (banques, WMP, etc.). Autant de facteurs qui ont contribué à l'expansion des actifs du système financier et à une complexité accrue des liens entre institutions.

Financements interbancaires : correction à la baisse après une période de forte croissance



Le recours plus large aux financements de gros accroît la vulnérabilité des institutions financières aux tensions sur la liquidité. Les financements de marché sont en effet moins stables que les dépôts de la clientèle et accentuent les risques de transformation (des financements à court terme étant utilisés pour des investissements à plus long terme). Cela a également contribué à une plus grande interconnexion dans le secteur financier et à l'aggravation des risques de contagion d'une institution à l'autre. Ceci a été mis en évidence à la fin de l'année 2016 : le stress sur la liquidité, provoqué par des mesures de resserrement monétaire, a rapidement touché certaines institutions financières fortement *leveragées*. Il a également affecté le marché obligataire.

Les marchés de capitaux : une autre source potentielle d'instabilité

Au cours des dernières années, la propension des marchés d'actifs à développer des bulles et à subir des corrections brutales s'est étendue aux marchés d'actions et d'obligations, qui sont devenus une nouvelle source potentielle d'instabilité dans le secteur financier.

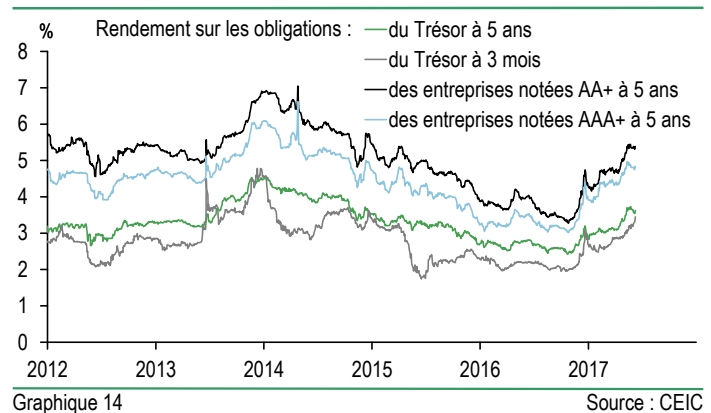


Le marché des obligations d'entreprises et des collectivités locales s'est développé rapidement, à la faveur de la faiblesse des taux d'intérêt et des mesures de libéralisation (suppression des quotas, accès élargi aux investisseurs locaux et étrangers, programmes d'émission obligataire des collectivités locales, etc.). Cela représente en théorie une étape dans l'approfondissement financier et l'amélioration de l'allocation du capital en Chine. Cependant, l'expansion des émissions obligataires (17% des nouveaux flux de FST en 2016, contre 15% en 2014 et 8% en 2010) a eu lieu à une période de détérioration de la santé financière des entreprises tandis que la valorisation des titres a, là encore, été faussée par la croyance d'une garantie implicite de l'Etat. Il en résulte des risques élevés de difficultés de paiement des emprunteurs ainsi que de correction brutale dans la valorisation des obligations des entreprises. En réalité, ces deux risques se sont déjà matérialisés. Premièrement, depuis le tout premier événement de défaut sur le marché obligataire en mars 2014, le nombre d'entreprises n'ayant pu honorer leurs paiements d'intérêt ou du principal s'est accru (plus de vingt jusqu'à la fin de 2016 et sept pour le seul premier trimestre 2017). Les défaillances ont concerné aussi bien des entreprises publiques que des sociétés privées, opérant essentiellement dans les industries lourdes, des secteurs liés à la construction et/ou souffrant de surcapacités (acier, charbon, ciment et énergie notamment). L'aide apportée par l'Etat aux entreprises publiques en difficulté a été déterminée au cas par cas, allant de l'intervention administrative au soutien financier de banques publiques.

Deuxièmement, le sentiment du marché s'est brutalement détérioré à la fin de 2016. Dans un contexte de montée des risques de défaut, d'un soutien de l'Etat un peu plus incertain et de changements réglementaires, on a assisté à un mouvement de réévaluation des primes de risque suite aux mesures adoptées par la banque centrale pour resserrer les conditions de liquidité sur le marché monétaire. La hausse des taux repo s'est soldée par des pertes pour les institutions leveragées investissant sur le marché obligataire, des ventes de titres et une chute des cours des obligations d'Etat et des obligations d'entreprises. Les autorités ont réagi en introduisant des restrictions temporaires sur les transactions et en demandant aux banques publiques d'accorder des prêts d'urgence aux institutions en difficulté. En janvier 2017, la situation était stabilisée. D'autres épisodes de turbulence ne sont néanmoins pas exclus à terme. Par ailleurs, les émissions obligataires par les entreprises ont considérablement reculé depuis le début de cette année du fait de la hausse des taux d'intérêt et de la perception de risques de contrepartie plus élevés (voir graphique 11 page 15, et graphique 14).

Le marché actions, qui a connu une phase de forte expansion suivie d'une correction brutale en 2014-2015, constitue également une source potentielle d'instabilité financière. Même s'il reste modeste, le rôle des marchés d'actions dans le financement de l'économie s'accroît progressivement (les actions représentaient 7% des nouveaux flux de FST en 2016, contre 3% en 2014 et 4% en 2010). De plus, si l'exposition directe des banques au marché actions reste limitée, les liens entre les performances boursières et la qualité des actifs des institutions financières se sont renforcés du fait de l'existence du *margin lending* et des prêts garantis par des actions (qui, ensemble, représentaient environ 3% du PIB à la fin de 2015, selon les estimations du FMI) et plus généralement de l'utilisation de plus en plus répandue des produits du *shadow banking* pour investir en actions.

Correction sur le marché obligataire depuis fin 2016



Les risques de contagion augmentent, les risques de crise systémique restent néanmoins contenus

Les fragilités du secteur financier se sont nettement aggravées depuis 2008 sous l'effet de l'excès de dette interne, de la montée des risques de crédit, de l'érosion de la performance financière des banques, de l'accroissement de la taille du secteur financier, de la hausse de l'endettement des institutions bancaires et non bancaires et de leur interconnexion de plus en plus étroite. En conséquence, le système financier a déjà connu plusieurs épisodes d'instabilité, et ceux-ci devraient se répéter à l'avenir. Ils peuvent être déclenchés par des défauts d'entreprises, des pertes enregistrées par certains produits de placement/WMP, des difficultés temporaires de financement de certaines institutions, d'un resserrement de la liquidité sur le marché interbancaire, de corrections brutales des prix des actifs, etc. En cas de choc frappant un type d'actifs ou une institution, le risque de contagion à des actifs/institutions similaires et à des banques est considérablement plus élevé aujourd'hui qu'il y a cinq ans.

L'interdépendance entre les institutions financières s'est renforcée avec l'expansion des activités de *shadow banking*, le développement du financement interbancaire et donc la multiplication des liens (de financement et de propriété) entre banques, non-banques et produits financiers. Les institutions du *shadow banking* et les banques sont de fait étroitement imbriquées : les banques émettent et/ou distribuent les produits du *shadow banking*, leur fournissent ou en obtiennent des financements, et supportent souvent le risque de crédit/investissement sous-jacent (on s'attend par exemple à ce que la banque émettrice d'un produit de placement accorde sa garantie et ne répercute pas les pertes éventuelles de ce produit sur les investisseurs, même si aucune disposition légale ne l'y oblige). Cette forte interconnexion entre institutions financières accroît les risques de contagion en cas de défaut et de tension sur la liquidité, comme cela a déjà été le cas. Par exemple, une crise de liquidité affectant certaines institutions peut rapidement s'étendre à d'autres établissements ayant recours aux financements de marché ; un choc de confiance touchant une institution peut déclencher des retraits d'épargnants d'autres institutions/produits de placement



similaires ; en cas de défaut, le créancier pourrait avoir du mal à rembourser sa propre dette et entraîner d'autres défauts, etc. En fin de compte, aucune institution ne peut être considérée comme véritablement à l'abri des risques de crédit et d'instabilité auxquels le système financier est exposé ; en outre, la majeure partie des actifs douteux du *shadow banking* pourrait bien finir en pertes pour les banques.

Dans l'ensemble, le risque de crise financière « systémique » est plus élevé aujourd'hui qu'au début de cette décennie. Néanmoins, plusieurs facteurs clés continuent à contenir ce risque : i) le crédit interne est financé par une épargne interne abondante et le secteur financier ne dépend pas de financements extérieurs. ii) La liquidité du système demeure confortable et la Banque centrale de Chine (*People's Bank of China* ou PBOC) est largement en mesure d'injecter des liquidités en cas de besoin (via des facilités de financement à court terme, la réduction des réserves obligatoires, etc.). iii) Les cinq grandes banques publiques restent robustes ; elles continuent de constituer l'épine dorsale du système, même si leur part dans le secteur financier a reculé ces dernières années (de 42% du total des actifs du secteur financier en 2010 à 28% en 2016, et de 49% du total des actifs bancaires en 2010 à 40% en 2016). Elles affichent de meilleurs indicateurs de solidité financière que les petites et moyennes institutions et peuvent compter sur le soutien sans faille de l'Etat en cas de besoin. iv) Enfin, l'administration centrale dispose toujours de moyens étendus et d'une solide capacité financière pour contenir le risque systémique et d'éventuelles turbulences (soutien direct, injection de liquidités, intervention administrative, durcissement de la réglementation, pressions sur les banques, etc.). Certes, l'aide potentielle de l'Etat aux plus petites institutions est aujourd'hui moins prévisible que par le passé, mais elle devrait rester importante aussi longtemps que les autorités privilégieront la stabilité. Par conséquent, malgré un risque élevé de contagion en cas de choc, cette contagion devrait rester « circonscrite » (à un certain segment du secteur financier, à une région, à quelques institutions, etc.) grâce à l'intervention de l'Etat.

Les ressources de l'Etat central devront à un moment ou à un autre être mises à contribution pour remédier au problème de l'excès de dette et des créances douteuses (au moins par le biais d'une recapitalisation des banques publiques et des AMC ou peut-être via une injection massive de fonds dans le système pour annuler une part de la dette). D'après les estimations du FMI, les pertes potentielles des banques sur leur portefeuille de prêts aux entreprises s'inscrivaient à 6,9% du PIB en 2015 (en appliquant un taux de récupération de 60% sur les « prêts potentiellement à risque » - voir page 16). Cela donne une idée des capitaux frais qui seraient nécessaires pour absorber les pertes du secteur bancaire dans l'hypothèse d'une résolution en une seule fois du problème de la dette. La réalisation de telles pertes potentielles serait progressive, ce qui semble rendre la situation gérable compte tenu des coussins de provisions et de fonds propres dont dispose encore le système bancaire dans son ensemble et de la marge de manœuvre financière de l'Etat central. Cependant, l'estimation des pertes potentielles est limitée au portefeuille de prêts des banques commerciales aux entreprises. Elle exclut notamment les prêts des banques publiques de développement, les prêts aux véhicules de financement des collectivités locales et l'exposition des banques au *shadow banking* (la prise en compte de ces trois composantes aboutirait à des pertes additionnelles égales à 3,6% du PIB en 2015 selon les estimations du FMI).

Enfin, eu égard à l'opacité de certaines activités du *shadow banking* et des flux de financement entre les institutions, les autorités de supervision peinent à identifier les vulnérabilités et donc à les contenir. De nouvelles mesures sont plus que jamais nécessaires pour remédier aux problèmes de transparence et à la montée des fragilités au sein du système financier.

Une approche systémique des superviseurs et un resserrement monétaire s'imposent

Dans l'ensemble, les mesures prises ces dernières années par les autorités pour durcir la réglementation l'ont très souvent été en réponse à une nouvelle évolution dans le secteur financier et ont conduit au ralentissement de la progression (tout au moins, temporairement) de la composante du crédit ciblée par les nouvelles règles. Dans le même temps, les institutions financières ont profité des lacunes toujours présentes de la réglementation pour innover, proposer de nouveaux produits de placement et de crédit, et prendre de nouveaux types de risques visant à améliorer leurs profits. Une telle évolution a été facilitée par le caractère relativement souple et surtout ciblé des mesures de resserrement réglementaire, qui font que certaines activités financières continuent d'échapper à la supervision, par la persistance d'une liquidité abondante dans le système financier, et par le maintien d'une politique monétaire accommodante de 2014 au T3 2016. Les mesures adoptées par les autorités depuis la fin 2016 pourraient permettre de commencer à traiter certains de ces problèmes. Les autorités ont ainsi accompagné les récents changements de réglementation d'un resserrement prudent de la politique monétaire ; elles ont également commencé à mieux coordonner les politiques des diverses autorités de contrôle dans le secteur financier.

Dans le même temps, les efforts des autorités pour limiter les risques de crédit se heurtent à leur volonté de continuer à soutenir l'activité et à éviter un ralentissement trop prononcé de la croissance économique. A en juger par les mesures et les annonces récentes, les autorités considèrent que les risques financiers sont désormais devenus une priorité, mais combien de temps cela durera-t-il ?

Les nouvelles règles prudentielles pourraient devenir plus efficaces...

La Chine a toujours eu un système financier fragmenté et des autorités de régulation séparées (PBOC, *China Banking Regulatory Commission*, *China Securities Regulatory Commission*, *China Insurance Regulatory Commission*). Avec le développement du *shadow banking*, les frontières entre les divers segments du système financier sont devenues de plus en plus floues alors que les régulateurs ont continué à contrôler séparément leurs secteurs respectifs. Une meilleure coordination entre autorités de régulation s'impose pour remédier aux lacunes de la réglementation et réduire la possibilité pour les institutions financières de procéder à des arbitrages réglementaires et à des



montages complexes et opaques de produits financiers. Pour juguler les risques systémiques, les autorités doivent également avoir une vision à l'échelle de l'ensemble du système, couvrant tous les liens existants entre institutions financières.

Depuis le début de l'année 2017, les autorités ont pris des mesures dans ce sens. En février, la banque centrale et les diverses autorités de régulation ont défini les principes d'un renforcement de la supervision de l'ensemble des produits de placement du secteur financier et d'une approche réglementaire coordonnée de l'ensemble du secteur de la gestion d'actifs (amélioration de la transparence, limites relatives aux participations croisées, etc.). Chaque régulateur a également adopté une série de mesures visant à réduire les activités de *shadow banking* les plus risquées dans son secteur (banques, compagnies d'assurance, maisons de titres). De plus, les responsables de la CSRC, la CBRC et la CIRC ont été remplacés depuis le début de 2016 ; leur nomination a relevé du Président Xi, qui a aussi présidé en avril un séminaire du Bureau politique du parti sur les risques financiers, signe probable qu'il souhaite renforcer son contrôle sur le secteur financier et modifier le processus de coordination des décisions en matière réglementaire.

Par ailleurs, la banque centrale a accru son contrôle des activités de *shadow banking*. En particulier, les activités WMP de hors-bilan des banques ont été incluses dans le dispositif d'évaluation macroprudentielle (*Macro-Prudential Assessment* ou MPA) depuis le T1 2017. Conformément à ce dispositif, mis en place en 2016, les banques sont notées en fonction d'une série de ratios de solidité financière (qualité du crédit, adéquation des fonds propres, *leverage*, etc.). Cette notation détermine la rémunération des réserves obligatoires versée aux banques (assortie de primes ou de pénalités selon les ratios de solidité financière) et les conditions d'accès des banques aux facilités de trésorerie de la PBOC. Le cadre MPA permet également aux régulateurs de contrôler de près la progression d'un large éventail d'actifs ainsi que les financements accordés à d'autres institutions financières. L'intégration des activités WMP dans le dispositif MPA signifie que ces dernières doivent être entièrement prises en compte dans le système de gestion des risques des banques (et, partant, qu'elles doivent répondre aux mêmes exigences en termes de fonds propres que les activités inscrites au bilan, satisfaire aux mêmes règles de reporting, etc.).

... une fois complétées par le durcissement des conditions monétaires

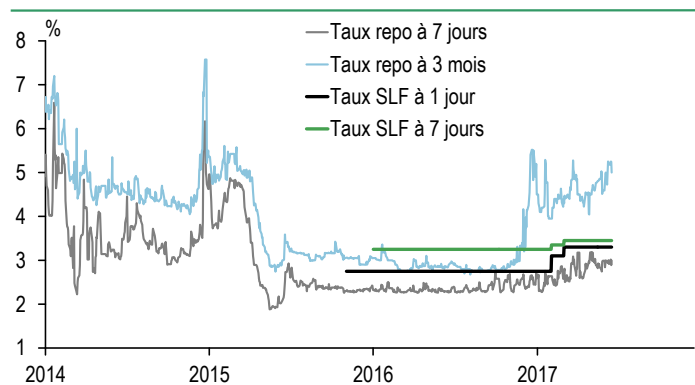
Les autorités monétaires se sont récemment fixé deux objectifs majeurs : soutenir l'activité économique et contenir les risques d'instabilité financière. Entre 2014 et le T3 2016, la PBOC a suivi une politique monétaire plutôt accommodante en réponse au ralentissement de la croissance industrielle et afin d'alléger le service de la dette des entreprises et des collectivités locales. Depuis le T4 2016, avec la stabilisation de la croissance économique, l'amélioration de la performance industrielle, l'accélération de l'inflation, l'émergence de bulles sur les marchés d'actifs et la résurgence des sorties de capitaux, la politique monétaire a changé de cap. Après avoir donné la priorité au soutien à la croissance, elle semble désormais viser à contenir les risques de crédit et d'instabilité financière.

La PBOC a annoncé une politique monétaire « prudente et neutre » pour 2017, et fixé un objectif pour la croissance du financement social total (+12%), qui est à peine inférieur à celui de 2016 (+12,8%). En fait, les autorités ont déjà resserré les conditions monétaires au T4 2016.

Premièrement, la banque centrale utilise un large éventail d'instruments de gestion de la liquidité. Sur la période récente, elle a eu moins recours aux coefficients de réserves obligatoires (*Reserve Requirement Ratios* ou RRR) et fait de plus en plus appel aux opérations d'*open-market* (OMO), qui lui permettent d'orienter les taux du marché monétaire, ainsi qu'à des « facilités de financement » (SLF, MLF, PSL¹²) qui permettent de fournir des liquidités à certaines institutions bien ciblées. Les taux d'intérêt sur ces facilités et les taux repo sont devenus les principaux déterminants des taux du marché interbancaire ; ils fournissent également des informations sur l'orientation de politique monétaire souhaitée par la PBOC (qui accorde moins d'importance aux cibles officielles de croissance de M2).

Les ratios RRR ont été abaissés à cinq reprises entre février 2015 et février 2016 (de 20% à 17% pour les grandes institutions financières) et sont restés inchangés depuis. Par ailleurs, les volumes de « facilités de financement » et de OMO ont fortement progressé depuis le début de 2016, la PBOC ayant dû assurer l'expansion continue de la masse monétaire et compenser les effets des sorties de capitaux (la croissance de M2 a néanmoins marqué le pas, passant de 13,3% en glissement annuel à fin 2015 à 11,3% à fin 2016). Du T1 au T3 2016, la PBOC a ajusté ses opérations d'*open market* afin de stabiliser les taux du marché monétaire, après leur baisse rapide en 2015. Depuis le T4 2016, les taux repo ont été progressivement augmentés, et les taux sur les facilités de financement ont été relevés depuis le début de 2017, signes d'un début de durcissement de la politique monétaire (voir graphique 15).

Début de resserrement monétaire



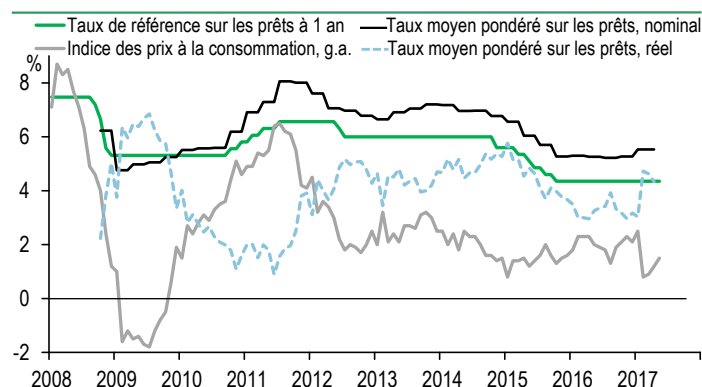
¹² La SLF (*Standing Lending Facility*) offre des liquidités à court terme aux institutions financières locales ; la MLF (*Medium-term Lending Facility*) fournit essentiellement des liquidités aux grandes banques ; la PSL (*Pledged Supplemental Lending facility*) accorde des fonds à échéance d'un an aux banques de développement pour financer notamment des projets d'infrastructure/de rénovation urbaine.

Deuxièmement, bien que les taux d'intérêt aient été entièrement libéralisés depuis octobre 2015, la PBOC continue d'« indiquer » les taux de référence sur les prêts et dépôts, des taux que les banques commerciales continuent de suivre de près pour déterminer ceux qu'elles proposent à leurs clients. Ces taux d'intérêt de référence ont fait l'objet de six baisses consécutives entre novembre 2014 et octobre 2015 et sont restés inchangés depuis (le taux de référence des prêts à un an a été abaissé de 165 points de base en tout puis maintenu à 4,35% depuis fin 2015).

Ces mesures illustrent la prudence des autorités. Celles-ci augmentent les taux monétaires pour décourager le recours aux financements interbancaires et réduire l'endettement des institutions financières mais, dans le même temps, elles s'efforcent de ne pas accroître les taux sur les prêts aux ménages et aux entreprises pour ne pas trop alourdir la charge du service de la dette et pénaliser les flux de crédit vers l'économie réelle.

Quoi qu'il en soit, le resserrement des conditions de liquidité sur le marché interbancaire depuis le T4 2016 a commencé à se traduire par une hausse des coûts d'emprunt pour les entreprises. Les taux du marché obligataire ont augmenté, et le taux moyen pondéré sur les prêts, qui avait suivi la même tendance que les taux de référence entre la fin 2014 et la fin 2016, est en hausse depuis le début de 2017 (voir graphique 14 page 18, et graphique 16).

Les taux sur les prêts bancaires commencent à monter



Graphique 16 Sources : Bureau Statistique National, Banque centrale, BNP Paribas

Léger ralentissement du crédit attendu à court terme

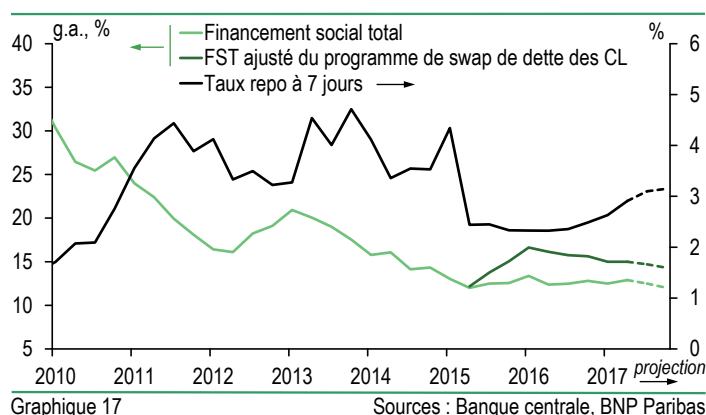
Le resserrement de la politique monétaire, la réduction des financements interbancaires et la poursuite du resserrement réglementaire devraient se traduire à court terme par une réduction des niveaux de *leverage* des institutions financières et un ralentissement de la progression de la dette interne totale, y compris de sa composante de *shadow banking*.

Les effets des mesures gouvernementales récentes sur la dynamique du crédit intérieur ont commencé à être visibles : i) les financements interbancaires et les émissions sur le marché obligataire ont été les plus affectés ; ii) le ralentissement de la progression du financement social total a été très modéré.

Les financements interbancaires se sont en effet essouffés depuis le T4 2016, affectant particulièrement les institutions financières non bancaires (voir graphique 13, page 17). Et les émissions obligataires ont cessé d'augmenter depuis décembre 2016, mettant un terme à plusieurs années de solide expansion (voir graphique 11, page 15). La légère décélération de la progression du crédit bancaire s'est quant à elle poursuivie au T1 2017, mais a ré-accélééré en avril et mai (+12,8% en glissement annuel). Et la progression de l'activité des WMP a fléchi. En revanche, les créanciers et les emprunteurs ont davantage recouru aux *trust loans* (qui représentaient 4% du FST à la fin de 2016). Dans l'ensemble, la progression du financement social total (dont les deux tiers sont constitués de prêts bancaires) a à peine ralenti fin 2016 et début 2017 (passant de 13,3% en glissement annuel en novembre 2016 à 12,5% en mars 2017) puis elle s'est légèrement redressée (à 12,9% glissement annuel en mai 2017). Voir graphique 1, page 12.

A court terme, nous tablons sur la poursuite du ralentissement des financements interbancaires et sur une légère décélération de la progression du financement social total (voir graphique 17) et de la dette interne. Alors que les conditions monétaires plus restrictives affecteront certainement la dynamique du crédit, les autorités continueront de s'attacher également à assurer un équilibre entre le contrôle des risques d'instabilité financière et le maintien de conditions de liquidité stables pour limiter le ralentissement de la croissance économique. Dans ces conditions, les grandes banques, qui peuvent s'appuyer sur d'importants dépôts, pourraient par exemple être invitées à accroître leur offre de prêts pour compenser le ralentissement du crédit des institutions subissant les effets du resserrement de leurs conditions de financement. Certaines institutions financières bancaires et non bancaires pourraient en effet être à la peine dans les prochains mois.

La progression du crédit devrait fléchir à court terme



Graphique 17

Sources : Banque centrale, BNP Paribas



Les institutions financières face à de nouvelles difficultés

À court terme, les entreprises chinoises devraient faire face à un léger resserrement des conditions de crédit tandis que la croissance économique et industrielle devrait marquer le pas après une période de stabilisation depuis le T2 2016. Le marché immobilier pourrait être également moins porteur avec le durcissement par plusieurs provinces de la politique de crédit au secteur immobilier. Par conséquent, après la période de répit enregistrée l'année dernière, les entreprises pourraient de nouveau voir leur capacité à servir leur dette se dégrader. Les banques pourraient enregistrer un nouveau rebond de leurs créances douteuses et la qualité des actifs du *shadow banking* devrait également se détériorer. Par ailleurs, les risques de défaut sur le marché obligataire devraient continuer à croître.

En conséquence, les institutions financières pourraient souffrir d'une moindre progression de leurs revenus étant donné le ralentissement de l'expansion de leurs actifs, de la détérioration de la qualité de leur portefeuille de prêts et de la hausse des coûts de leurs financements. En outre, compte tenu de perspectives de croissance des bénéfices à la baisse, les valeurs bancaires, qui reculent depuis décembre 2016, pourraient continuer à se replier à court terme (l'indice des valeurs financières de la Bourse de Shenzhen a cédé 19% sur les six derniers mois alors que l'indice composite a perdu 11%). La levée de capitaux et le maintien de ratios de fonds propres solides pourraient devenir plus difficiles pour les banques.

Dans ce contexte (*deleveraging* des institutions financières, poursuite de la montée des risques de crédit, fléchissement des revenus des banques, tassement de la croissance du crédit, marchés actions et obligations en baisse), le risque de déstabilisation du secteur financier devrait augmenter alors que la dynamique du crédit sera moins favorable à la croissance économique. Aussi la période qui vient aura-t-elle rapidement valeur de test pour les autorités chinoises.

La détermination du gouvernement à juguler les risques financiers à nouveau mise à l'épreuve

Le durcissement de la politique monétaire et du cadre réglementaire pourrait être remis en question en cas de freinage excessif de la croissance économique, sous l'effet des mesures de resserrement, ou d'aggravation des difficultés financières des entreprises (publiques notamment) et d'instabilité dans le secteur financier. Pékin devrait en effet continuer à accorder la priorité à la stabilité de la croissance économique au moins jusqu'au 19^{ème} Congrès du parti communiste à l'automne 2017. De manière plus générale, pour atteindre leur objectif de limiter l'expansion du crédit et de lutter contre les risques financiers, l'administration centrale et les collectivités locales devront accepter une croissance économique moins dynamique et les incertitudes qui vont de pair avec le processus de désendettement des institutions financières et des entreprises.

L'orientation de la politique monétaire va probablement rester particulièrement prudente ne serait-ce qu'en raison d'une marge de manœuvre très étroite (l'excès de dette, l'accélération de l'inflation, la surchauffe du marché immobilier dans certaines régions et le risque de nouveaux épisodes de sorties de capitaux sont autant de facteurs qui devraient interdire tout assouplissement significatif de la politique monétaire). Mais la détermination (et la capacité) des autorités à garder le cap en matière de resserrement du crédit pourraient être mises à l'épreuve notamment dans la manière dont les nouvelles règles de supervision seront effectivement appliquées. Ainsi ont-ils récemment souligné la nécessité de laisser du temps aux institutions financières pour engager un désendettement progressif, alors que les limites fixées à la croissance du portefeuille de crédits dans le cadre du dispositif MPA ne sont pas des plus exigeantes et ne vont probablement concerner, dans un premier temps, que les institutions à la plus forte croissance.

Or, la solution à la montée continue des risques de crédit ne saurait consister à faire machine arrière sur le plan réglementaire. Les autorités devront plutôt accompagner les mesures de politique monétaire et les actions réglementaires par de nouvelles mesures pour traiter le problème des actifs non-performants des banques et des institutions financières non bancaires ainsi que par des avancées sur le front des réformes structurelles. Celles-ci doivent notamment permettre de renforcer la gouvernance des entreprises, des collectivités locales et des institutions financières, et de restructurer les entreprises publiques afin d'encourager leur désendettement (via l'amélioration de leur gestion et leur efficacité, des fusions-acquisitions, la réduction des capacités de production excédentaires dans l'industrie, etc.). Autant de réformes de nature à améliorer la qualité de l'allocation du capital en Chine et, partant, à réduire les risques de crédit sur le long terme.

Conclusion

Les fragilités du système financier chinois se sont considérablement aggravées au cours de la dernière décennie. En résumé, l'augmentation des risques de crédit a découlé de l'excès de dette des entreprises et des collectivités locales ainsi que des insuffisances du dispositif de supervision qui ont favorisé l'essor des activités de *shadow banking* sans exiger des créanciers d'adopter de bonnes pratiques de gestion du risque. L'accroissement des risques de liquidité tient, pour sa part, au recours de plus en plus large des petites et moyennes banques et des institutions financières non bancaires aux financements interbancaires pour compenser l'insuffisance des dépôts et financer l'expansion excessivement rapide de leurs actifs. Quant aux risques de contagion en cas de défaut ou de crise de la liquidité, ils ont également augmenté sous l'effet de la multiplication des liens (souvent opaques) entre institutions bancaires et non bancaires. Le secteur financier est désormais pareil à une énorme boîte noire dont les régulateurs peinent toujours à identifier et réduire les vulnérabilités. Le resserrement monétaire récent et les efforts visant à adopter une approche plus systémique et mieux coordonnée pour renforcer le dispositif de supervision dans le secteur financier vont dans le bon sens.



Cependant, le resserrement des conditions de liquidité et de crédit aura probablement pour effet de freiner l'activité économique ; il pourrait aussi entraîner une augmentation des risques de défaut pour les entreprises et affecter la performance des institutions financières à court terme. Autant dire que cela aura rapidement valeur de test pour les autorités. Parviendront-elles à maintenir leur élan et à poursuivre l'adoption des mesures nécessaires au désendettement des secteurs financier et non financier et à la réduction des risques d'instabilité financière, au prix d'éventuels épisodes de volatilité et du ralentissement de la croissance économique à court terme ? Rien n'est moins sûr à quelques mois du 19^{ème} Congrès du parti communiste. Au-delà de cette échéance, ce n'est qu'en conjuguant le durcissement monétaire et réglementaire avec une accélération significative de la réforme des finances publiques et la restructuration des entreprises publiques qu'il sera possible de réduire les risques financiers, d'améliorer l'allocation du capital et, par conséquent, d'accompagner la transition de la Chine vers un modèle de croissance économique plus équilibré.

Achévé de rédiger le 20 juin 2017
christine.peltier@bnpparibas.com

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Manuel NUNEZ**
Japon, Irlande - Projets

+33(0)1.42.98.27.62

manuel.a.nunez@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies

+33(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Afrique du Sud, Argentine - Méthodologie

+33(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord - Méthodologie

+33(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale et du Sud - Méthodologie

+33(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans, Nigeria, Angola - Scoring

+33(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Anna DORBEC**
CEI, Europe centrale

+33(0)1.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Asie, Russie

+33(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Alexandra WENTZINGER**
Chili, Uruguay, Paraguay

+33(0)1.42.98.74.26

alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent), au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les termes des restrictions ci-dessus. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les Informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder
Achevé de rédiger : Juin 2017



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change