

La Chine et le shadow financing

Janvier 31, 2017

Ce mois, pour la toute première fois, le Président chinois a participé à la réunion annuelle du Forum économique mondial à Davos. Xi Jinping a rejoint une assemblée de présidents, de Premiers ministres, de banquiers centraux, de dirigeants et d'autres responsables du monde entier lors de cet événement prestigieux, dont le thème était cette année « leadership réactif et responsable ». Avec la Chine sur le devant de la scène, j'ai pensé qu'il conviendrait d'aborder l'un des aspects de l'économie chinoise que j'estime mal compris : le « shadow financing » ou « système bancaire parallèle », qui selon certains contribue fortement au taux de croissance de la Chine. Pour faire simple, le *shadow financing* fait référence à des activités en dehors du système bancaire formel, mais aux fonctions comparables. Les « banques de l'ombre » peuvent proposer des services financiers (à savoir des prêts) plus facilement accessibles au grand public, mais puisqu'ils ne sont pas soumis aux mêmes réglementations, certains s'inquiètent des risques qu'ils posent pour le système financier. La croissance du *shadow financing* reflète le boom des produits et des services de consommation en Chine. D'une manière générale, c'est un secteur qui nous passionne.

Certains estiment que le *shadow financing* en Chine est une réforme bancaire qui aurait mal tourné, et un signe que les banques contournent la réglementation pour accroître ou même préserver leurs marges bénéficiaires. Selon certains détracteurs, il a entraîné une très forte hausse des niveaux de créances douteuses dans les livres des banques. Puisque les autorités chinoises considèrent la banque comme un secteur stratégique, cette question est essentielle.

Le *shadow banking* est associé à la Chine mais il est pratiqué dans de nombreuses régions du monde. Il n'y a guère d'« ombre » autour de cette pratique qui est en fait assez transparente. Et ce n'est pas de la « banque » à proprement parler, car ce système met en jeu des produits d'investissement variés, notamment des fonds communs de placement et du capital-investissement. On associe souvent le *shadow financing* à des « prêts bancaires déguisés », car une banque est souvent au cœur de la transaction, par exemple, en offrant une garantie implicite pour les différents produits de gestion de patrimoine qu'elle vend aux établissements non bancaires avec qui elle collabore. On peut comparer cela aux grandes banques américaines qui s'associent à des sociétés de courtage de fonds pour vendre des produits de gestion de patrimoine.

Le *shadow banking* s'est fortement développé en Chine. Selon certaines estimations, il représente actuellement près de 58 000 milliards RMB (en 2015), soit 80 % du Produit intérieur brut (PIB) de la Chine.^[1] Il a vu le jour en 2007, quand les banques étaient autorisées à investir dans des plans d'investissement en fiducie (*trust plan*), puis en 2010, les produits de gestion de patrimoine ont eu le vent en poupe. En 2012, les sociétés de courtage, les compagnies d'assurance et les sociétés de gestion collective sont entrées sur le marché.

Les craintes liées aux banques sont-elles fondées ?

Les craintes relatives à l'activité de *shadow financing* sont comparables à d'autres craintes ou fausses idées qui existent au sujet de la Chine, notamment celle que l'endettement total du pays est nettement supérieur aux chiffres officiels. Certains estiment que les investisseurs particuliers ne sont pas suffisamment informés des risques qu'ils prennent et qu'ils sont induits en erreur. Bien évidemment, les craintes relatives à la dette et au système financier ne sont pas propres à la Chine. Ainsi, en Italie, de nombreuses banques ont croulé sous les créances douteuses et des établissements bancaires modestes ont dû faire face à des restructurations. Conformément aux nouvelles règles de l'Union européenne, les porteurs d'actions et d'obligations doivent absorber les pertes avant qu'un sauvetage ne soit mis en place par les autorités. Le sort de la troisième plus grande banque italienne est toujours en suspens à l'heure actuelle.

Beaucoup estiment qu'en Chine, le *shadow financing* opère hors du système bancaire réglementé, mais la Banque populaire de Chine, qui établit la politique monétaire et régule les établissements financiers de Chine continentale, n'ignore pas ces activités. Les régulateurs des marchés de valeurs mobilières en sont également informés. En Chine, il y a en quelque sorte un décalage en matière de réforme financière en raison du conflit d'intérêt posé par la volonté d'instaurer une économie de marché moderne et celle d'en garder le contrôle. C'est un défi pour la Chine dans de nombreux domaines de l'économie, et pas seulement pour le secteur bancaire.

Les banques chinoises sont désormais parmi les plus rentables au monde et, sans nul doute, les autorités veulent que cette situation perdure, car elles constituent la base de la structure financière du pays. Si nous examinons en détail le *shadow financing* nous voyons qu'il inclut différents produits de gestion de patrimoine comme les *trusts*, les fonds communs de placement et d'autres instruments. Selon certains détracteurs, ce sont en fait des prêts bancaires déguisés où les banques prennent l'essentiel des risques implicites, mais ont recours à des compagnies d'assurance, des courtiers et des sociétés de fiducie comme intermédiaires. Donc, dans les faits, les banques assument un rôle d'intermédiation des produits du *shadow banking*. Ainsi, un produit de gestion de patrimoine peut reposer sur un ensemble d'actifs sous-jacents tels qu'un groupe de prêts, notamment dans les secteurs risqués comme les mines, l'immobilier et même les projets d'infrastructure des autorités locales. Le problème éventuel c'est qu'ils ne sont pas conformes aux actifs pouvant être négociés sur les marchés interbancaires ou boursiers. Ils peuvent inclure les lettres de change, les lettres de crédit et les créances clients.

Il est important de noter que le rapport 2015 *Global Shadow Banking Monitor* du Conseil de stabilité économique du G20 a estimé que le *shadow financing* chinois représentait environ 26 % du PIB en 2014, soit nettement moins que les 59 % en moyenne des 26 autres grands pays.^[2] Par conséquent, la Chine est en quelque sorte à la traîne des autres pays en termes de développement d'un système financier non bancaire. Bien évidemment, sa définition de *shadow financing* est peut-être différente pour la Chine, mais dans tous les cas, il ne juge pas cette activité anormale en Chine.

L'une des évolutions financières les plus intéressantes et les plus notables en Chine est probablement la croissance des *trusts*. Les produits de gestion de patrimoine des banques ont été autorisés à investir dans des plans fiduciaires, et ces *trusts* ont financé des projets publics d'infrastructure et immobiliers. Même s'il n'existe aucune garantie juridique pour les investissements dans des *trusts*, certains pensent que la banque les garantit. Ce sentiment est renforcé par le fait que la plupart de ces sociétés de fiducie sont non seulement détenues par des banques mais aussi par de grandes entreprises publiques et les autorités locales. Ces *trusts* sont devenus l'une des principales méthodes des banques pour investir dans les actions, les actifs cotés comme les prêts et le marché monétaire. Par conséquent, les banques peuvent proposer de financer des secteurs plus risqués, ce que les régulateurs empêcheraient d'une façon ou d'une autre dans des conditions normales.

En fin de compte, les risques du secteur financier chinois sont en fait relativement semblables à ceux d'autres régions du monde. Sans nul doute, beaucoup de ces produits de gestion de patrimoine ont remporté un franc succès et fourni aux investisseurs d'excellents retours sur investissement. Dans ce genre de situation, le marché a tendance à ignorer les risques, et les investisseurs se ruent encore plus massivement sur ces produits. Les organisations internationales comme le Fonds monétaire international a mis en garde contre le risque de la dette d'entreprise en Chine et sa croissance rapide. Toutefois, même si le niveau d'endettement des entreprises est élevé, celui du gouvernement et des ménages est encore relativement faible par rapport à d'autres pays développés. En effet, le ratio dette/PIB des ménages chinois était légèrement supérieur à 40 % l'année dernière, tandis qu'aux États-Unis il était d'environ 80 %, contre presque 100 % en 2008. ^[3]

Compte tenu de la popularité des véhicules de prêts non conventionnels auprès du public, il semble très improbable que les autorités chinoises permettent des défauts massifs. Notez que même si la Chine continue d'ouvrir son économie, cette dernière est toujours très contrôlée. L'on pourrait dire que le fardeau du risque repose sur les autorités, qui en sont pleinement conscientes. Cela étant dit, le *shadow financing* se démarque d'un système qui repose en grande partie sur des prêts bancaires financés par des dépôts réguliers ; d'une manière générale, il implique une intermédiation et une structure de financement plus complexes, et nécessite que les autorités mettent plus de moyens en œuvre pour surveiller la situation. En cas de problème de liquidité dans le système, les autorités peuvent davantage peiner à stabiliser les conditions de financement pour empêcher une évolution en crise systémique. Des signes montrent que les régulateurs examinent attentivement les cas les plus flagrants de ventes abusives de produits financiers. Fin 2016, la Commission chinoise de réglementation de l'assurance a annoncé des mesures contre les pratiques de marché agressives et inadaptées des compagnies d'assurance-vie, qui se sont retrouvées dans l'incapacité d'enregistrer de nouveaux produits et de commercialiser des produits d'assurance universelle pendant trois mois. De nombreux assureurs ont été mis en garde concernant leurs ventes de produits universels dits *high-cash-value*, tandis que d'autres ont dû mettre un terme à la vente de services d'assurance en ligne en raison d'un argumentaire de vente trompeur.

Boom de la consommation chinoise

Je n'affirmerais pas nécessairement que la réglementation et les comportements bancaires sont exemplaires dans d'autres parties du monde. Dans le fond, où que l'on investisse, la *due diligence* est de rigueur. Même si l'année à venir apportera sans aucun doute son lot de difficultés, nous restons optimistes quant aux perspectives d'investissement en Chine et aux nombreuses opportunités que nous identifions dans divers secteurs de l'économie. La croissance des services financiers est un autre domaine qui témoigne du boom des produits et services tournés vers la consommation qui, nous l'espérons, va se poursuivre en Chine. Ainsi, nous sommes optimistes à l'égard du marché automobile, car le taux de pénétration reste relativement faible par rapport aux pays développés. De plus, l'industrie est confrontée à un grand nombre de mutations technologiques avec pour objectif l'efficacité, la baisse des émissions et le passage aux véhicules électriques. Nous nous intéressons également aux loisirs. Nous pensons que l'industrie du jeu présente un bon potentiel. En effet, les casinos de Macao attirent les touristes chinois. De même, nous constatons une croissance rapide des multiplexes et des cinémas en Chine et sur les marchés émergents en général, ainsi que d'autres types de lieux de divertissement.

Les commentaires, opinions et analyses de Mark Mobius sont présentés uniquement à des fins d'information et ne doivent pas être interprétés comme des conseils d'investissement individuels ou une recommandation visant un titre ou une stratégie d'investissement particulière. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

Mentions légales importantes

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, comme les fluctuations de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Investir dans les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence d'un cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés boursiers. Les risques liés à l'investissement dans les marchés frontières sont encore supérieurs à ceux associés aux marchés émergents en raison du développement moins avancé des structures précitées, ainsi que du potentiel de forte volatilité des prix, de la liquidité insuffisante, des barrières commerciales et des contrôles sur les taux de change. Les prix des actions peuvent fluctuer, parfois rapidement et de manière marquée, en raison de facteurs propres aux entreprises, aux secteurs ou concernant les conditions de marché.

[1] Source : Moody's Investors Service, Global Credit Research, octobre 2016.

[2] Source : Conseil de stabilité financière, *Global Shadow Banking Monitor Report 2015*.

[3] Sources : Bloomberg, Réserve fédérale de Saint-Louis.