

## 4 L'endettement privé de la Chine est-il annonciateur d'une future crise ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Certains économistes attendent un atterrissage en catastrophe de la Chine... depuis 15 ans ! Il n'y a pas eu d'atterrissage forcé, mais le modèle d'affaires de la Chine a changé au cours de la dernière décennie. La croissance n'est pas aussi axée sur les exportations qu'auparavant, et la demande intérieure est devenue le moteur principal de la croissance. Cela donne à la croissance un caractère plus équilibré, et plus favorable pour la stabilité financière mondiale, mais cette transition (encore en cours) se traduit par un recours excessif au crédit (plus de la moitié de la hausse de la dette d'entreprises du monde émergent a eu lieu en Chine), la dette publique a fortement progressé, la compétitivité industrielle s'est érodée et les gains de productivité sont en baisse. Autrement dit, la croissance potentielle a fortement baissé (10 % il y a 15 ans, autour de 5 % actuellement), et l'endettement a progressé, une combinaison peu flatteuse.

### Un changement de modèle...

L'économie chinoise ralentit au fur et à mesure que le pays passe d'un modèle de croissance tiré par l'investissement et l'exportation à un modèle de croissance tirée par la consommation. Ces phases de transition ont toujours été délicates. Après des années de surinvestissement, viennent la surcapacité et le déficit de compétitivité des entreprises de la « vieille économie ». La tendance du gouvernement à promouvoir l'expansion du crédit auprès des entreprises publiques a conduit à une accumulation de dettes. Ces entreprises vivent avec des contraintes budgétaires souples, une faible rentabilité... bref, des situations que nous avons déjà connues dans les périodes de grande transition de l'Union soviétique et de nombre de pays de l'Europe centrale et orientale.

La question n'est donc pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel et si l'endettement excessif peut générer une crise financière. En d'autres termes, la Chine va-t-elle subir une crise économique à grande échelle ? Les indicateurs les plus récents ont permis de réduire ce risque, la croissance annualisée du PIB se stabilisant autour de 6,7 % au cours des trois derniers trimestres. Un atterrissage forcé/des craintes d'atterrissage forcé aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux :

- Vulnérabilité des systèmes bancaires,
- Vulnérabilité du système financier international,
- Vulnérabilité de la dette publique et privée de la Chine,
- Impact sur les matières premières et les pays émergents,
- Impact sur les devises des pays exportateurs de matières premières (pays avancés et pays EMG)...
- La Fed cesserait de « resserrer », tandis que la BCE poursuivrait/accélérerait son QE.

### La hausse de l'endettement : un facteur de risque important pour la stabilité financière mondiale

La Chine a changé de modèle, c'est un fait. Sa croissance est désormais davantage tirée par la demande interne. Cela ne veut pas dire qu'elle est moins vulnérable, cela veut dire que sa vulnérabilité provient désormais davantage de facteurs internes. Parmi ces facteurs, l'endettement est l'un des plus critiques. La Chine a pu traverser assez aisément la crise de 2007-2008 et la période de grande récession (2008-2010) grâce à l'expansion monétaire et le recours au crédit. Ce fut l'un des prix à payer.

Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque des règlements internationaux (BRI) ont d'ailleurs récemment (fin 2016) alerté la communauté financière au sujet de l'envolée de la dette chinoise. Le FMI s'était préoccupé

### L'essentiel

**L'économie chinoise ralentit au fur et à mesure que le pays passe d'un modèle de croissance tiré par l'investissement et l'exportation à un modèle de croissance tirée par la consommation. Ces phases de transition ont toujours été délicates. Après des années de surinvestissement, viennent la surcapacité et le déficit de compétitivité des entreprises de la « vieille économie ».**

La tendance du gouvernement à promouvoir l'expansion du crédit auprès des entreprises publiques a par ailleurs conduit à une accumulation de dettes. Ces entreprises vivent avec des contraintes budgétaires souples, une faible rentabilité... bref, des situations que nous avons déjà connues dans les périodes de grande transition de l'Union soviétique et de nombre de pays de l'Europe centrale et orientale. La question n'est donc pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel et si la montée de l'endettement peut provoquer une vraie crise financière. Il est encore trop tôt pour se prononcer, mais nul doute que cette situation doit être suivie de très près, tant la progression de l'endettement privé est spectaculaire depuis la crise financière. Cette tendance n'est nullement soutenable, ni saine...



La question n'est pas de savoir si la croissance future et potentielle sera plus faible. C'est déjà une donnée... Il s'agit plutôt de savoir si la croissance peut aller bien en deçà de son potentiel actuel et si l'endettement excessif peut générer une crise financière

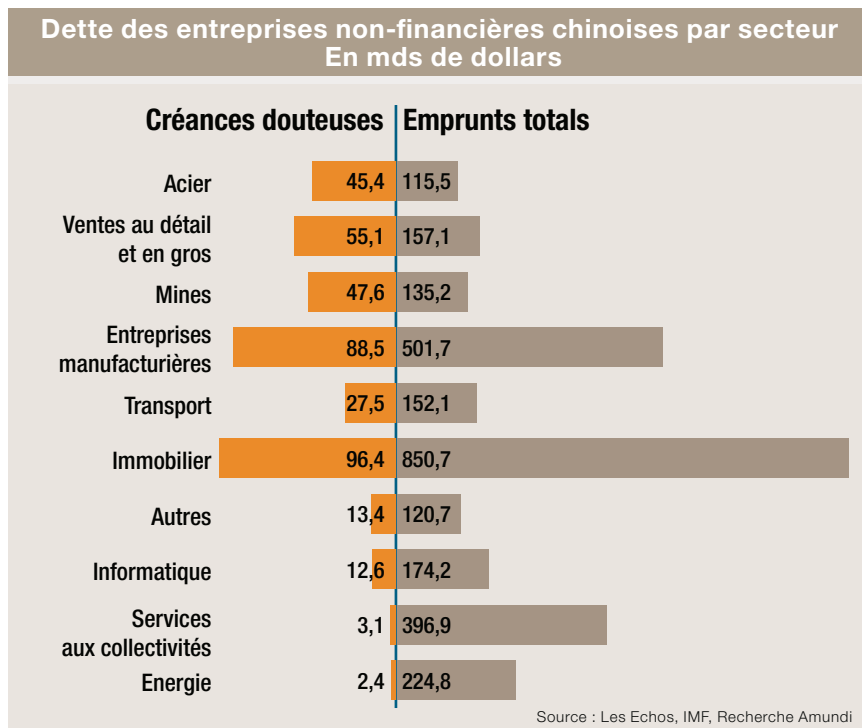


Mai 2017

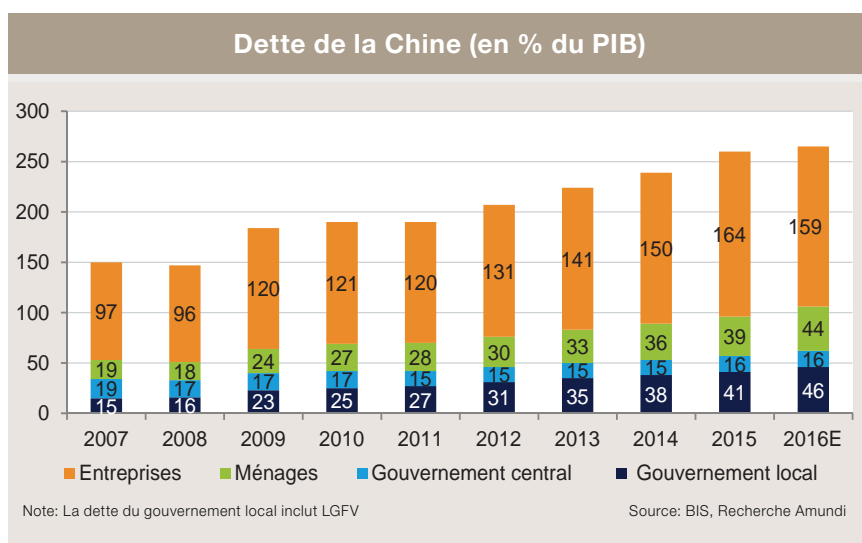
principalement de l'endettement privé, qui atteint 145 % du PIB, alimenté notamment par les entreprises des secteurs traditionnels, où, précisément, les surcapacités demeurent importantes. Selon les données du FMI, le total des créances douteuses serait, en 2016, de l'ordre de près de 400 milliards de dollars (pour un total d'emprunts de 2 800 milliards de dollars, soit environ 14 % du total). Les quatre plus grandes banques commerciales chinoises (contrôlées par l'État), ont d'ailleurs affiché une hausse conséquente des créances douteuses à leur bilan au premier semestre 2016.



La Chine a pu traverser assez aisément la crise de 2007-2008 et la période de grande récession (2008-2010) grâce à l'expansion monétaire et le recours au crédit. Ce fut l'un des prix à payer



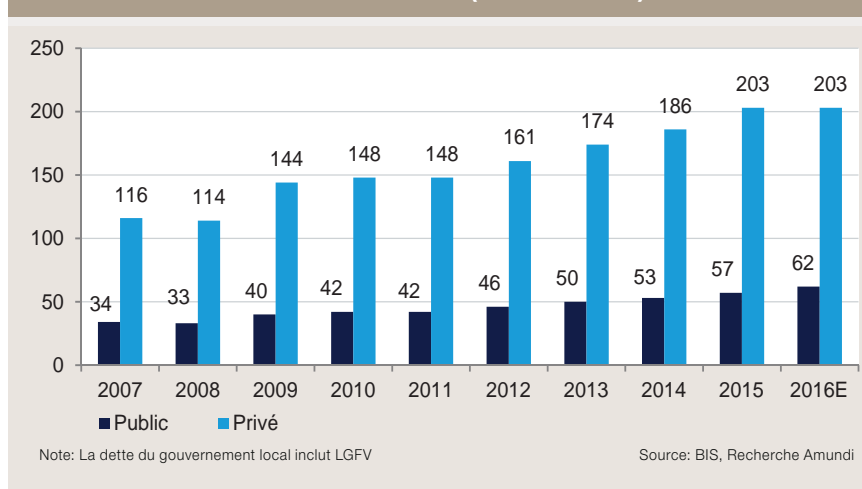
La BRI a quant à elle opté pour un spectre plus large, celui de la dette globale et prend donc en compte l'endettement du secteur privé et du secteur public. Parmi les composantes de la dette, c'est bien la dette des entreprises qui a le plus progressé depuis la crise financière.



Selon l'Académie chinoise des sciences sociales, la dette totale de la Chine atteignait près de 170 000 milliards de yuans (soit 25 000 milliards de dollars) à la fin de 2015, un équivalent de 250 % du PIB national.

Mai 2017

**Dettes de la Chine (en % du PIB)**



Trois remarques :

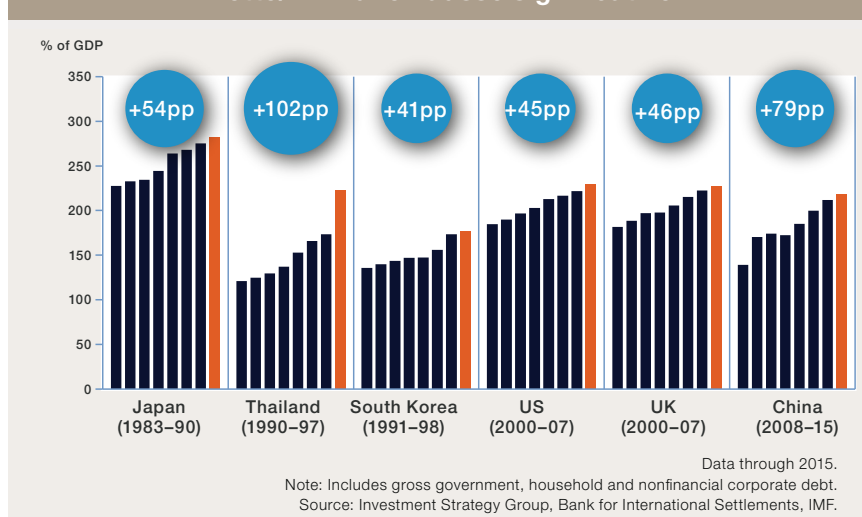
1. Le niveau d'endettement de la Chine calculé par la BRI dans son rapport est le plus élevé des 43 pays étudiés, parmi lesquels figurent les États-Unis, la Grèce, ou encore le Royaume-Uni.
2. Ce qui est encore plus inquiétant, c'est la progression de la dette : de 120 % environ il y a à peine 10 ans, le ratio dette totale/PIB a atteint la barre de 250 %, ce qui fait de cette progression l'une des plus élevées de l'histoire récente. C'est ce que montre clairement le graphique suivant, qui met en perspective les épisodes retraçant les plus fortes hausses d'endettement de ces dernières années... des épisodes qui ne se sont pas très bien terminés sur le plan économique et financier.



Le ratio dette totale/PIB a atteint la barre de 250 %, ce qui fait de cette progression l'une des plus élevées de l'histoire récente



**Dettes/PIB : une hausse significative**



3. Des articles académiques et empiriques mettent l'accent sur la comparaison entre le ratio crédit/PIB et sa tendance à long terme, communément appelé le « credit-to-GDP gap », et montrent qu'il s'agit du meilleur indicateur de crise financière. En substance, et au regard des expériences passées, tout niveau au-dessus de 10 signale une probable crise à venir dans l'une des trois années à venir. Le ratio chinois, à zéro en 2009, est désormais de 30 ! ce niveau est, de loin, le plus élevé au monde : il est inférieur à 2 % en France, inférieur à 5 % au Japon, en Argentine, en Corée, proche de 5 % en Suisse et en République Tchèque, inférieur à 10 % au Brésil et en Russie, autour de 15 % en Thaïlande et à Singapour, inférieur à 20 % au Chili... et proche de 25 % à Hong Kong.

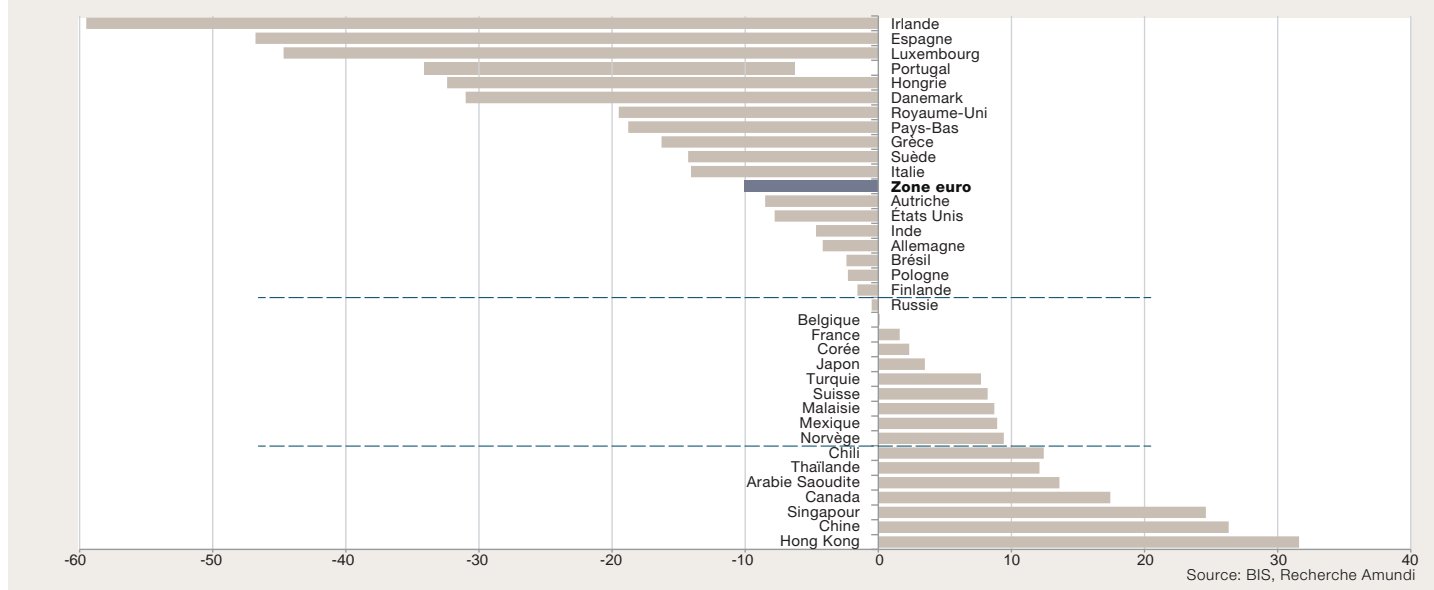


Credit-to-GDP gap : la Chine est hors normes



Mai 2017

« Credit-To-GDP Gaps » au T3 2016



Le graphique ci-dessus donne des résultats spectaculaires, et montre à quel point le cas de la Chine et de Hong Kong est atypique, notamment au regard de la situation de l'Europe. Il faut pourtant se garder de tout jugement hâtif et regarder tous ces indicateurs avec prudence, surtout dès que l'on se lance dans les comparaisons entre pays. Plusieurs raisons à cela :

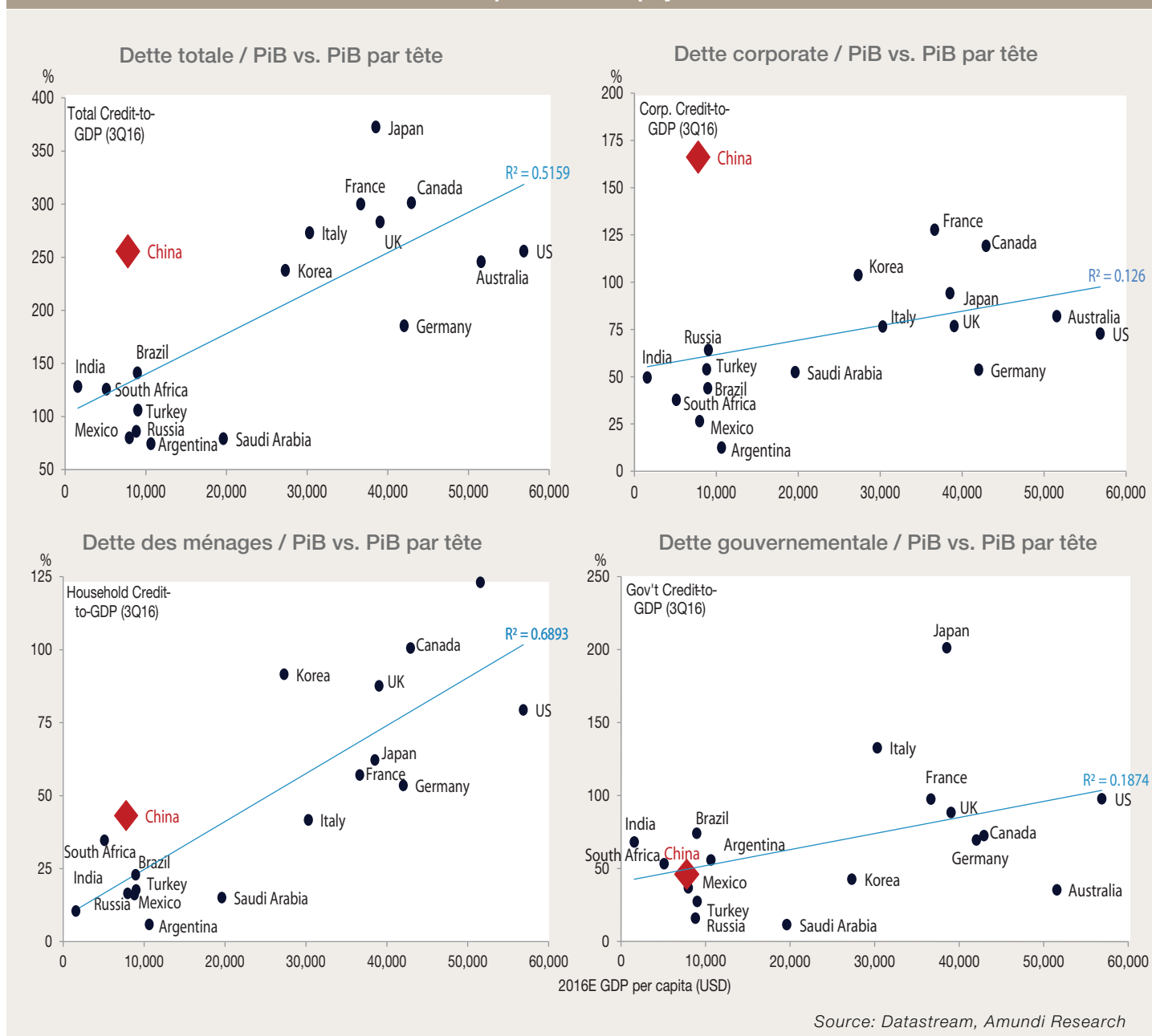
- Tout d'abord, il convient de noter que le ratio « credit-to-GDP gap » de certains pays est actuellement extrêmement faible parce que des pays viennent de sortir d'une situation d'excès d'endettement et de désendettement forcé et violent. Leur endettement actuel peut être encore élevé en volume, mais faible par rapport à la tendance. Ceci explique pourquoi l'indicateur est si faible dans des pays comme l'Irlande, l'Espagne ou encore le Portugal.
- Un ratio peut ensuite être très faible (et jugé peu inquiétant) parce que le pays en question est structurellement faiblement endetté (le cas de l'Allemagne), ou parce que le pays est durablement en excès d'endettement... deux situations bien différentes, mais un niveau similaire pour l'indicateur.
- Enfin, un ratio peut être très élevé si la tendance passée a été particulièrement faible. Le développement des marchés financiers, l'impact de la globalisation, une croissance tirée par l'investissement ou la consommation sont autant de facteurs qui peuvent être à l'origine de la progression de l'indicateur « credit-to-GDG gap » sans que cela soit pour autant particulièrement inquiétant. Pour ce type de pays, souvent les pays en émergence, c'est plutôt la dynamique de l'indicateur l'ampleur qui doit être surveillée. La Chine en est un bon exemple (cf. graphique ci-dessous).

“ Pour les pays en émergence, la dynamique de l'endettement doit être surveillée. La Chine en est un bon exemple ”

« Credit-to-GDP gap » depuis 1995



**Endettement de la Chine.  
Une comparaison des pays du G20**



**Conclusion**

L'observation de l'ensemble des graphiques montre de façon évidente le caractère exceptionnel de la progression de l'endettement privé chinois. Il est bien évidemment difficile de prévoir le moment exact d'une crise financière, mais l'analyse d'autres indicateurs de vulnérabilité met en évidence la fragilité de la Chine sur ce point :

- Le service de la dette dans le secteur privé non financier est passé de 14 % en 2009 à plus de 20 % à la fin de 2015. À titre de comparaison, ce ratio est plus élevé que celui des États-Unis — et similaire à celui du Royaume-Uni — au moment de la crise des « subprimes » de 2007-2008.
- Les crises bancaires ont également tendance à se produire lorsque l'exposition à la chute des prix des actifs est élevée, notamment immobiliers.



Il est bien évidemment difficile de prévoir le moment exact d'une crise financière, mais l'analyse de nombreux indicateurs de vulnérabilité met en évidence la fragilité de la Chine





# Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
**Fixed Income**



**Foreign Exchange**  
Money Markets **Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Monetary Policies**  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate **High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**  
THIERRY RONCALLI — *Recherche Quantitative*
- **Portfolio optimisation in an uncertain world**  
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**  
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* – DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement**  
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**  
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**  
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*

### Éditions spéciales\_ Élection présidentielle française 2017

- #8 — **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 — **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 — **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 — **Dette publique française: liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 — **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 — **Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 — **Économie française: un état des lieux**  
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 — **Élections françaises\_ État des lieux et décryptage**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

## Correspondants

### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,  
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - Essentials