



## Evergrande - Le Dossier -

### ou La Céleste Immobilière qui Volait à Crédit

Evergrande, le fameux promoteur immobilier chinois en difficulté, défraie les chroniques financières. D'aucun se demandent si l'effondrement de Evergrande ne sera pas le Lehman Brothers de la Chine. Spéculations traumatiques ou menace mondiale ?

#### Le Groupe

Evergrande est une énorme entreprise. En 1996, l'homme d'affaires chinois Hui Ka Yan a fondé le géant immobilier Evergrande, anciennement connu sous le nom de Hengda Group, à Guangzhou, dans le sud de la Chine. Actuellement, Evergrande Real Estate possède plus de 1 300 projets dans plus de 280 villes de Chine.

Mais le groupe Evergrande ne se limite pas au développement immobilier. Ses activités vont de la gestion de patrimoine à la fabrication de voitures électriques (Chengchi), en passant par la production d'aliments et de boissons (Evergrande springs). Il possède même l'une des plus grandes équipes de football du pays, le FC Guangzhou. M. Hui a été autrefois la personne la plus riche d'Asie et, bien qu'il ait vu sa fortune s'effondrer ces derniers mois, il possède toujours une fortune personnelle de plus de 10 milliards de dollars, selon Forbes.

## L'Origine des Difficultés

Les investisseurs ont commencé à s'inquiéter au sujet d'Evergrande l'année dernière, lorsqu'une lettre de la société a fuité indiquant qu'elle suppliait le gouvernement de l'aider à approuver un plan de cotation par la porte dérobée. La société affirme que cette lettre était un faux. Selon cette même lettre, les engagements de la société concernent plus de 128 banques et plus de 121 institutions non bancaires.

Le 30 juin 2021, le groupe déclare avoir des dettes à hauteur de 310 milliards de dollars. C'est le prix d'un développement agressif qui a fait de Evergrande l'un des plus grands acteurs de l'économie chinoise.

En 2018, lorsque la banque centrale chinoise a dressé une liste des entreprises qui pourraient présenter des risques systémiques pour le système financier du pays, notre immobilier se retrouvait presque en tête de cette liste.

L'année dernière, Pékin a instauré de nouvelles règles pour contrôler le montant de l'endettement des grands promoteurs immobiliers. Ces nouvelles mesures ont considérablement augmenté les besoins en fonds de roulement<sup>1</sup> de l'entreprise et ont conduit Evergrande à devoir proposer ses biens immobiliers avec des remises importantes (jusqu'à -25%) et ce afin de s'assurer des rentrées de cash pour maintenir l'entreprise à flot. Malheureusement pour notre promoteur, la chose n'est pas si simple et elle a du mal à faire face au paiement des intérêts de ses dettes. Cette incertitude quant à sa solvabilité a entraîné la chute du cours de son action qui a été divisé par 9 depuis son niveau d'octobre 2020.

Ce qui pourrait surprendre, c'est que la société n'a jamais déclaré de perte et que ses actifs courants ont été supérieurs à ses passifs courants pour chaque période comptable de son histoire. Comment cela se fait-il ? Creusons l'affaire.

Il se trouve une chose qui fait trembler les analystes et se retrouve dans l'un des postes du bilan de Evergrande: la rubrique de son bilan concernant les stocks. Voyez-vous, en Chine, un problème général est que les mauvais investissements ne sont jamais vraiment amortis<sup>2</sup>. Si une entreprise ne reconnaît jamais ses pertes, elles apparaissent au bilan comme des stocks. C'est une pratique comptable qui ne serait évidemment pas admise par les grands principes que doivent scrupuleusement suivre nos entreprises ici en Europe comme outre-atlantique. Malheureusement, Evergrande a beaucoup de stocks sur son bilan... Des stocks qui ne peuvent pas être liquidés pour payer les dettes, parce que le contenu concret de ces stocks recèle très peu de valeur encore à vendre. À ce stade, tout

---

1

<https://www.vernimmen.net/Pratiquer/Glossaire/definition/Besoin%20en%20fonds%20de%20roulement.html>

<sup>2</sup> L'amortissement est la constatation comptable de la Perte de valeur subie par un bien du fait de son utilisation ou de sa détention par l'entreprise. Il recouvre donc, de fait, deux phénomènes distincts : l'usure due à l'utilisation d'un bien (machines, agencements, carrières, véhicules, immeubles, etc.) et l'obsolescence, due au fait que les actifs de Production utilisés par l'entreprise peuvent devenir désuets compte tenu de l'évolution technologique du secteur d'activité.

Pour plus de détails, voir les paragraphes 8.8 et 18.10 du Vernimmen 2021.

ce qui peut être vendu l'a été ou a été mis en gage contre (pour garantir en tant que collatéral<sup>3</sup>) des dettes spécifiques.

Au début, lorsque l'entreprise se développait, une grande partie du manque à gagner pouvait être comblé en contractant des emprunts mais cette solution à ses limites. Leur stock comprend des terrains sous-développés, des travaux de construction en cours et des stocks expédiés. Leur bilan comprend par exemple près d'un demi-million de places de parking. Les analystes affirment que la société a peut-être capitalisé 220 milliards de dollars de pertes en tant qu'actifs courants. C'est l'équivalent du déficit budgétaire de l'Etat français qui passe d'un côté à l'autre du bilan d'une entreprise.

## Un choc en cas de faillite ?

Le fait que Evergrande essaie de vendre rapidement ses actifs tire le marché immobilier chinois vers le bas. De nombreux autres promoteurs immobiliers ayant des niveaux d'endettement similaires (et des actifs difficiles à vendre) vont ressentir la pression. La presse financière avance que cela pourrait être le "moment Lehman" de la Chine. Il s'agit peut-être d'une exagération car, bien entendu, les drames attirent les clics de la presse.

Toutefois, la Chine a pour elle l'avantage de l'expérience en connaissant l'histoire de la faillite de Lehman et d'avoir vu comment le sauvetage d'AIG, mis en place à la hâte, qui a renfloué toutes les banques d'investissement américaines et vraiment mondiales, a été profondément injuste pour les contribuables. Il est donc peu probable que nous voyions les mêmes événements se dérouler deux fois. La classe moyenne chinoise est très exposée individuellement à Evergrande, ce qui la rend très différente de Lehman.

L'entreprise a admis ce mardi qu'elle subissait une "pression énorme" et qu'elle risquait de ne pas être en mesure de faire face à ses obligations en matière de dette. Pour un emprunteur de cette taille, les retards de paiement sur ces dettes pourraient déclencher des défaillances croisées car de nombreuses institutions financières sont exposées à Evergrande par le biais de prêts directs ou de participations indirectes dans différents instruments financiers. L'idée est qu'une grande institution financière pourrait bien compter sur la réception d'un paiement de Evergrande pour faire face au paiement de sa propre dette et cela pourrait bien être le premier domino d'une suite infernale.

Il n'y a pas que les banques qui pourraient avoir des problèmes. Evergrande compte beaucoup sur le fait que les clients paient les appartements avant que les projets ne soient achevés pour en financer la construction. Des centaines de milliers de Chinois ont versé des acomptes pour des logements qui ne seront peut-être jamais construits. Bloomberg rapporte que la société a versé des acomptes pour environ 1,5 million de propriétés. Evergrande devra également beaucoup d'argent à ses fournisseurs, qui pourraient faire faillite s'ils ne sont pas payés.

---

<sup>3</sup> En finance, une garantie, un collatéral ou une sûreté, est une promesse de garantie, servant à couvrir le risque de crédit lors d'opérations financières dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire ses obligations de paiement. Le terme de collatéral est un masque du mot anglais « collateral » Son emploi a donné lieu à des néologismes tels que prêt collatéralisé, qui désigne un prêt garanti.

## La branche gestion de patrimoine

Evergrande possède une société affiliée de gestion de patrimoine qui propose aux investisseurs chinois des produits financiers garantis par le crédit de l'entreprise. Ils essaient en ce moment d'offrir à ces clients des parcelles de biens immobiliers en échange de ces dettes mais ces investisseurs ne sont pas vraiment intéressés car les biens immobiliers peuvent ne pas valoir grand-chose et vous pouvez imaginer que si vous mettiez votre argent sur un compte bancaire, vous ne voudriez pas vraiment qu'on vous offre un parking dans une ville fantôme en échange. Ainsi, ces prêts sont en train d'être renégociés en ce moment même. Le caractère dramatique pour le contribuable est que certaines personnes ont placé des dépôts, qui peuvent représenter les économies de toute une vie, sur des propriétés de 1,5 million d'euros qui ne seront peut-être jamais construites.

L'encours de ces produits s'élève à environ 6 milliards de dollars. Bien que ces 6 milliards ne représentent qu'une petite fraction des 310 milliards de dollars de dettes totales qui ont secoué les marchés mondiaux, la colère des investisseurs en Chine a fait de ces dettes un point de friction.

Ce type d'investissement n'est pas du tout inhabituel en Chine. D'autres grands promoteurs chinois ont également vendu des produits de gestion de patrimoine, notamment Baoneng, Country Garden, Sunac et Kaisa. La plupart des investisseurs chinois sont très endettés par l'investissement immobilier. En raison de la répression financière, ils n'ont pas d'autre option d'investissement. Or, ces produits de gestion de patrimoine ont été présentés avec des rendements séduisants de 12 %, et les investisseurs ont reçu des cadeaux tels que des purificateurs d'air Dyson et des sacs à main Gucci comme appât promotionnels. Combiné à la garantie et au sérieux du deuxième plus grand promoteur chinois, cela signifie que près de 80000 investisseurs individuels ont placé leurs économies dans ces produits.

Dans une interview accordée aux médias locaux, un conseiller financier de Evergrande a déclaré que le produit était un type de "supply chain finance". Le conseiller financier a expliqué que, dans le passé, l'argent des investisseurs particuliers aurait été utilisé pour payer les fournisseurs de Evergrande, mais que ce n'était plus le cas aujourd'hui. "Le bénéfice des produits de gestion de patrimoine a été utilisé pour combler les différents déficits de financement auxquels la société mère est confrontée". Certains produits ont été utilisés pour payer les produits précédents, mais les ventes ont ensuite chuté, ce qui a rendu difficile la poursuite du modèle économique. C'est en gros la définition d'un schéma de Ponziani. Le rendement de 12% est même identique à celui que Bernie Madoff avait l'habitude de payer.

Les conseillers financiers de Evergrand ont largement commercialisé ces produits, y compris auprès des propriétaires de ses immeubles. Ses dirigeants ont également persuadé les employés d'investir, souvent comme condition d'emploi. Un cadre aurait déclaré que les produits étaient "trop risqués pour les investisseurs particuliers ordinaires et ne devraient pas leur être proposés". Cette déclaration a été faite lors d'une réunion avec des investisseurs en colère qui se sont rendus au siège de la société pour tenter de récupérer leur argent. L'argument de vente était qu'il s'agissait de rendements sûrs et stables garantis par Evergrande. "Nos produits n'étaient pas destinés à tout le monde, selon le dirigeant, mais nos vendeurs de terrain n'en ont pas tenu compte lors de leur argumentaire de vente et ont ciblé tout le monde afin d'atteindre leur propre objectif de vente.". Nigel Stevenson de GMT Research est cité dans le Financial Times disant que la façon dont Evergrande comptabilise les produits de gestion de patrimoine n'est pas claire. "Une fois le couvercle levé sur ses finances, il est possible que d'autres horreurs soient découvertes" déclare-t-il. Ce limon douteux semble donc encore plus sombre qu'il n'y paraît.

## Un poids lourd même à l'échelle chinoise

Evergrande est également un employeur important en Chine. Son effondrement aurait de graves répercussions sur le marché du travail. L'entreprise compte 200 000 employés et embauche 3,8 millions de personnes chaque année pour le développement de projets.

Ces problèmes arrivent évidemment à un mauvais moment pour les investisseurs chinois, coïncidant avec la campagne de réglementation du gouvernement contre les grandes entreprises technologiques, l'industrie de l'éducation à but lucratif, l'industrie immobilière et d'autres secteurs.

Les investisseurs sont de plus en plus nerveux. Si Evergrande devait s'effondrer, il pourrait y avoir un effet domino entraînant la faillite d'autres promoteurs immobiliers, créant ainsi un risque systémique pour le système bancaire de la deuxième plus grande économie du monde. Comme vous vous en souvenez certainement, Lehman Brothers a fait faillite en 2008 en raison de son exposition à l'effondrement du marché immobilier américain. La défaillance de Evergrande pourrait non seulement nuire au secteur financier chinois, mais la liquidation de ses biens immobiliers pourrait également avoir un impact significatif sur les prix de l'immobilier dans un pays où les biens immobiliers sont exceptionnellement chers en proportion des revenus. Le prix du mètre carré dépassait les \$16000 quand le salaire mensuel moyen est autour de \$600. Encore une fois, l'effet de levier est important sur le marché immobilier chinois.

## Impact Mondial

Il y a trois semaines, le marché semblait ignorer cette histoire. Aujourd'hui, les gens commencent à y prêter attention et à réagir négativement à la nouvelle. Le S&P 500<sup>4</sup> était en baisse d'environ 5% depuis ses plus hauts de début septembre. Au contraire, le marché des matières premières était assez en avance. Le minerai de fer a vu son prix divisé par deux depuis juillet passant sous la barre des 100 dollars la tonne pour la première fois depuis plus d'un an. Les prix du cuivre ont baissé de 3 % en une journée au LME.

Le Financial Times cite un agent de change basé à Hong Kong, Louis Tse, qui a déclaré qu'"Evergrande n'est que la partie émergée de l'iceberg", "Les promoteurs chinois subissent une pression importante pour le remboursement de leurs obligations libellées en dollars, tandis que les marchés craignent que Pékin ne pousse les groupes immobiliers cotés à réduire le coût des logements en Chine continentale et à Hong Kong. Cela affecte également les banques : si les prix de l'immobilier baissent, qu'advient-il de leurs prêts hypothécaires ? "Il pourrait y avoir une réaction en chaîne". Espérons que ce n'est pas aussi grave que cette citation le laisse entendre.

Il est difficile de se faire une idée de l'ampleur du secteur de la construction en Chine et de son importance pour les exportateurs de ressources naturelles. Une statistique qui met en évidence son poids est le fait que sur une période de 3 ans, plus de béton a été coulé en Chine que ce qui a été coulé aux Etats-Unis pendant tout le XXème siècle. Il s'agit donc d'une très grande industrie mondiale. Il n'est pas surprenant que les matières premières aient réagi avant le marché boursier à un ralentissement spectaculaire du secteur de la construction en Chine.

---

<sup>4</sup> L'indice S&P 500 regroupe 500 grandes sociétés américaines cotées en bourse, l'accent étant mis sur la capitalisation boursière.

La part de la Chine dans la consommation mondiale de matières premières est estimée entre 40 et 70 %, mais bien sûr, tout n'est pas imputé à l'immobilier. On estime que le secteur de l'immobilier en Chine consomme jusqu'à 20 % de l'offre mondiale de matières premières. L'indice Hang Seng Property, qui suit une douzaine de promoteurs cotés, est en baisse et à ses points les plus bas depuis 2016. L'indice Hang Seng plus large de Hong Kong a clôturé à son plus bas niveau depuis un an.

## Too big to fail?

L'immobilier est l'un des principaux moteurs de la croissance chinoise. Il représente 29 % de la production économique et une faillite de cette ampleur aurait donc des répercussions majeures. De nombreux analystes affirment qu'il est hors de question que Pékin laisse une entreprise aussi importante sombrer, car cela compromettrait la stabilité du régime si cela entraînait une crise.

On peut également s'interroger sur l'état des autres promoteurs immobiliers en Chine. Evergrande a été déclassé par deux agences de notation la semaine dernière et ses actions cotées à Hong Kong se sont effondrées de plus de 80 % cette année. Lundi dernier, la Bourse de Shanghai a interrompu la négociation de son obligation 2023 après une chute de plus de 30 %. Que fait donc la société pour se sauver ?

Fin septembre, Evergrande avait publié une nouvelle déclaration à la bourse de Hong Kong, indiquant qu'elle avait engagé des conseillers financiers pour explorer "toutes les solutions possibles" afin de soulager sa trésorerie. Cette déclaration prévient qu'il n'y a aucune garantie que la société immobilière puisse remplir ses obligations financières. La société a reproché aux "reportages négatifs en cours dans les médias" d'avoir nui aux ventes pendant la période cruciale de septembre. Si vous ne pouvez pas blâmer les vendeurs à découvert, vous pouvez toujours blâmer les médias...

Evergrande essaie de convaincre ses clients gestionnaires de patrimoine d'accepter des propriétés avec de fortes réductions au lieu de remboursements en espèces. Quand vient le temps de rembourser ses créanciers, "cash is king". Nombre d'entre eux ont rejeté cette offre, qui les obligeait à acheter dans leur province d'origine et était soumise à l'approbation des autorités locales. Le fondateur de l'entreprise est apparu dans des posts sur les médias sociaux montrant des cadres supérieurs signant des garanties selon lesquelles ils achèveront les projets en cours.

À la fin du mois de juin, l'entreprise travaille sur 778 projets dans plus de 200 villes de Chine. Si l'entreprise fait faillite de manière désordonnée, il existe de graves risques de contagion. De ce fait, beaucoup se demandent si le gouvernement va intervenir et comment il pourrait le faire. Le gouvernement chinois ne veut pas être perçu comme renflouant l'entreprise, mais il peut vouloir intervenir simplement pour maintenir la stabilité du pays. De nombreuses institutions financières sont impliquées et la majorité d'entre elles appartiennent à l'État. Le gouvernement pourrait donc intervenir par ces canaux sans donner l'impression d'intervenir directement. On pouvait penser à un grand programme de sauvetage où la dette de l'entreprise serait échangée contre des actions via un consortium de banques contrôlées par l'État chinois. Cette piste avancée par certains financiers semblait d'autant plus probable alors que Mardi 28 septembre, une entreprise d'état chinoise a conclu un accord pour racheter la majeure partie de la participation de China Evergrande Group dans une banque commerciale pour 1,5 milliard de dollars, dernier signe en date de la volonté des autorités du pays d'aider le géant de l'immobilier à résoudre certains de ses problèmes financiers sans pour autant apurer toutes ces dettes.

La répression du Président XI contre les entreprises privées a été un frein important pour l'économie chinoise ces derniers temps. Le lecteur attentif aux nouvelles financières n'aura pas manqué les actions du gouvernement chinois sur les secteurs de la technologie et de l'éducation. Mais le secteur le plus vulnérable de la Chine reste l'immobilier résidentiel. Les investisseurs étrangers qui placent leur argent en Chine ont du mal à reconnaître bon nombre de ces risques, car ils ont vu la Chine affronter d'importantes difficultés dans le passé et toujours s'en sortir grâce à une intervention de l'État.

La Chine de Xi Jinping n'est pas nécessairement celle qu'ils connaissent. Comme beaucoup de Chinois sur le terrain vous le diront, Xi met en place une version modernisée du parti communiste de Mao. Il considère toutes les entreprises chinoises comme les instruments d'un État à parti unique. Et cela se voit très clairement dans la manière dont il a pris des participations et placé des membres dans les conseils d'administration des entreprises les plus importantes du pays. Les autorités financières chinoises se sont efforcées ces derniers temps de rassurer les investisseurs étrangers, mais l'évolution du président vers la vision de la Chine de Mao ne devrait pas vraiment rassurer les investisseurs.

D'aucuns tenteraient de vous donner des données sur les performances des marchés sous Mao, mais bien sûr, il n'y avait pas de marché boursier en Chine à l'époque de Mao.

## Echéance de ses Obligations

Une échéance cruciale de paiement des intérêts sur ses obligations offshore<sup>5</sup> tombait le jeudi suivant le début d'alerte de crise. Le groupe devait effectuer un paiement à ses obligataires de 83.5 millions de dollars d'intérêts. Il s'agit d'une obligation en dollars à 8,25% sur cinq ans. Evergrande a manqué ce paiement et cela sans grande surprise car ils étaient franchement plus susceptibles de manquer un paiement aux investisseurs offshore qu'aux banques chinoises qui sont largement contrôlées par le gouvernement chinois qu'ils aimeraient voir en sauveur. De plus, s'ils manquent un paiement à la date indiquée de l'obligation, cela ne sera pas considéré comme un défaut, car selon les clauses de l'obligation, il y a une période de 30 jours avant que le paiement manqué soit considéré comme un défaut.

Un autre paiement de 47.5 millions de dollars sera dû le 29 septembre 2021. Au total, 669 millions de dollars de coupons sont à payer d'ici la fin de l'année. Sur ce montant, 615 millions de dollars concernent des obligations libellées en dollars.

Qui est donc exposé à ces obligations ? Selon Bloomberg, Ashmore Group, un gestionnaire de fonds basé à Londres et spécialisé dans la dette des marchés émergents, détient plus de 400 millions d'obligations Evergrande. Ce chiffre peut avoir changé entre temps. Blackrock, UBS et HSBC étaient également d'importants propriétaires. Beaucoup d'obligations sont détenues par des véhicules qui se concentrent sur les marchés émergents plus risqués ou les crédits asiatiques. Bloomberg rapporte que le cabinet juridique Kirkland & Ellis et la banque d'investissement Moelis & Co. ont été engagés comme conseillers par certains de ces détenteurs d'obligations.

Le Wall Street Journal rapporte que les autorités chinoises ont demandé aux autorités locales de se préparer à la disparition de Evergrande. Les responsables locaux ont décrit les signaux des autorités chinoises comme "se préparant à une éventuelle tempête" et ont déclaré que le gouvernement leur

---

<sup>5</sup> *adjectif* Extraterritorial (*recommandation officielle*) pour un établissement financier, une banque.

avait dit qu'ils ne devraient intervenir qu'à la dernière minute pour éviter les effets de débordement. Cela implique que le gouvernement central peut encore garder l'option d'un renflouement partiel dans la manche, malgré les implications mondiales. Mais cela implique surtout qu'ils laisseront partir Evergrande et se préparent à en nettoyer les restes.

Les gouvernements locaux ont reçu l'ordre de réunir des comptables et des experts juridiques pour examiner les finances de Evergrande dans leurs régions respectives. On leur a demandé de se préparer à reprendre des projets de construction et de surveiller la colère du public et les "incidents de masse" - ce qui signifie essentiellement des manifestations. Des représentants du gouvernement ont évoqué l'importance pour les travailleurs migrants employés dans les projets de Evergrande de recevoir leurs salaires.

La société s'est résolue au paiement d'une obligation locale, contribuant ainsi à relever les marchés asiatiques fin septembre. Cette annonce - parallèlement à l'injection de 17 milliards de dollars dans le système bancaire par la banque centrale - a augmenté le prix des actions de Evergrande de 17% et a augmenté de 7% le prix des actions du plus grand promoteur immobilier de Chine, Country Garden.

Nous ne savons toujours pas ce qu'il adviendra des obligations libellées en dollars.

Bloomberg a rapporté dernièrement que les autorités de Pékin avaient dit à la société de ne pas faire défaut sur les paiements d'intérêts libellés en dollars, nous devons donc voir ce qui se passera.

Au premier trimestre de l'année prochaine, des remboursements de capital d'environ 3,5 milliards de dollars arriveront à échéance. (Cette histoire n'est donc pas encore terminée.) Les investisseurs étrangers ne devraient pas être trop surpris si des batailles entre classes de détenteurs de dette éclatent en Chine. Il y aura simplement plus de volonté politique de payer les petits investisseurs liés à la division gestion de patrimoine en Chine que les détenteurs de dette étrangère, quelle que soit l'ancienneté dans la structure du capital.

Si les investisseurs internationaux sont poussés derrière les investisseurs chinois nationaux dans les files d'attente de paiement, ils escomptent rapidement toutes les dettes des entreprises chinoises en conséquence.

À l'heure actuelle, le prix de la dette de Evergrande implique que les investisseurs étrangers seront traités équitablement en cas de défaut - la dette se négocie au niveau de la reprise attendue. La majeure partie de la dette de Evergrande est nationale, avec seulement environ 20 milliards de dollars émis à l'étranger.

La dette libellée en dollars américains émise par d'autres développeurs chinois est beaucoup plus importante et se négocie actuellement à environ 85 cents pour un dollar. Dans le cas où les investisseurs étrangers seraient moins bien traités envers les investisseurs chinois nationaux, vous pouvez vous attendre à ce que la valeur des autres obligations chinoises baisse.

Le 21 octobre, Evergrande a annoncé avoir viré les fonds à Citibank, le fiduciaire de ces obligations. Les investisseurs devraient donc recevoir leur argent ce samedi 30. Les actions d'Evergrande sont en hausse de près de 8% en ce moment et l'indice des propriétés du continent Hang Seng est en hausse de 3,4% suite à cette nouvelle. Le délai de grâce avant défaut aurait expiré à minuit, heure de New York ce samedi, et son absence aurait entraîné un défaut de paiement – préparant le terrain pour que les investisseurs obligataires engagent une action en justice. Ce paiement fera gagner du temps à

Evergrande et évitera des poursuites pour le moment. Cela envoie également un bon signal aux investisseurs internationaux, dont beaucoup craignent que la société ne donne la priorité aux créanciers locaux au détriment des investisseurs obligataires étrangers. Evergrande n'est cependant pas sorti de l'auberge. Le paiement leur achète seulement une semaine de plus...

## Gestion de la Crise

Evergrande essaiera de gagner autant de temps que possible pour négocier et ne fera les paiements que si cela est absolument nécessaire. Il peut être supposé, en outre, qu'on laissera Evergrande s'effondrer et que des entreprises concurrentes, tout aussi surendettées, rachèteront les parts, très probablement avec l'aide d'un consortium de banques chinoises qui le feront avec une injection de liquidités de la Banque populaire de Chine comme elle a déjà commencé à le faire.<sup>6</sup> La reprise de Evergrande ne devrait cependant pas résoudre tous les problèmes. Selon la Banque des règlements internationaux, les dettes des entreprises chinoises par rapport à son économie sont deux fois plus importantes que celles des entreprises américaines. Les entreprises américaines ne sont pas non plus connues pour leur crainte de l'effet de levier, ce qui pourrait constituer un problème à long terme pour la Chine.

Les problèmes de Evergrande ne font que mettre en lumière ce problème d'endettement excessif qui se développe depuis des décennies. Il est cependant peu probable qu'une défaillance de Evergrande entraîne une crise du crédit en Chine. Le principal risque pour le système financier chinois serait que d'autres promoteurs immobiliers fortement endettés fassent défaut en même temps. Il s'agit bien entendu d'un risque réel.

Les autorités chinoises ont pris des mesures restrictives à l'égard de l'industrie immobilière, notamment parce qu'elles ne veulent pas d'une économie reposant entièrement sur les bénéfices des maisons sur plan. C'est un peu le même problème partout dans le monde, où les gouvernements prétendent être contrariés si le logement est inabordable, mais paniquent dès qu'il y a une baisse des prix de l'immobilier. Ce ralentissement pourrait tuer la croissance. Ce problème se pose avec acuité en Chine, où l'immobilier est le secteur le plus important de l'économie. Le gouvernement ne veut pas de bulle, mais il ne veut pas non plus de ralentissement économique.

Enfin, dans quelle mesure cela affecte-t-il les marchés occidentaux ? Comme nous le savons, la crise financière mondiale s'est rapidement propagée des États-Unis à l'Europe. La Chine étant la deuxième économie mondiale, on pourrait craindre qu'un ralentissement dans ce pays ait de graves répercussions sur le reste du monde. Il convient toutefois de noter que les marchés chinois sont nettement moins interconnectés avec les marchés mondiaux que les marchés américains ne le sont avec les marchés européens. Christine Lagarde, comme son compère Jérôme Powell (président de la FED) pour les US, a d'ailleurs réagi à ce propos et avance la faible exposition de l'économie européenne. Bien sûr, pour certains secteurs comme les matières premières, l'impact de la Chine pourrait être énorme.

---

<sup>6</sup> Cela pourrait être comme lorsque JP Morgan a été encouragé à acheter Bear Stearns.

Le groupe Evergrande a vendu une participation de 1,5 milliard de dollars (1,3 milliard d'euros) dans une banque régionale afin de lever les capitaux dont elle a tant besoin.

## Evergrande et l'économie chinoise

Examinons comment l'ascension et la chute de Evergrande sont liées à certains choix économiques faits par les décideurs politiques au cours des trois dernières décennies.

Evergrande est le promoteur immobilier le plus endetté au monde et ses engagements au bilan s'élèvent à près de 2 % du PIB annuel de la Chine. Ses obligations hors bilan<sup>7</sup> pourraient représenter jusqu'à 1 % de plus. Cela en soi est énorme - certains des chiffres sont importants, mais d'ordinaire, ce ne serait pas si grave s'il n'y avait pas eu l'énorme effet de levier de l'économie chinoise dans son ensemble. L'économie chinoise est en proie à des problèmes d'endettement et à ce que nous appelons l'aléa moral<sup>8</sup> depuis un certain temps. Les décideurs politiques ont tenté (par intermittence) de réduire cela, et ces tentatives ont, dans une certaine mesure, contribué à l'effondrement de Evergrande. C'est une situation assez délicate pour eux en ce moment.

En effet, il y a depuis un certain temps un problème d'endettement excessif au Royaume de Danemark, et ce n'est pas une surprise pour les régulateurs chinois qui ont essayé ces dernières années de réduire la dépendance excessive de l'économie à l'égard de la dette.

Dans le cadre de ces tentatives, ils ont mis en place les «trois lignes rouges» pour les promoteurs immobiliers en août 2020. Les trois lignes rouges<sup>9</sup> étaient des limites strictes sur le ratio d'endettement d'une société de promotion immobilière, son ratio d'endettement et ses ratio trésorerie/dette à court terme. Cette politique a un effet instantané sur les sociétés de promotion immobilière. Non seulement ils ne pouvaient plus emprunter, mais ils étaient fondamentalement contraints de rembourser rapidement leurs dettes. Cela signifiait vendre des actifs souvent à des valeurs de vente au rabais, licencier du personnel et subir des pertes immédiatement. Cela a provoqué une certaine spirale, car les pertes n'ont fait qu'aggraver leurs ratios, mettant davantage de pression sur ces entreprises pour qu'elles se désendettent davantage.

À l'heure actuelle, Evergrande est l'entreprise qui lutte le plus, mais la douleur infligée par les trois lignes rouges aux promoteurs immobiliers chinois est beaucoup plus répandue. Alors, était-ce un geste insensé de la part des décideurs chinois ? Difficile à dire. Il est logique pour eux de s'inquiéter des niveaux élevés d'endettement immobilier et d'endettement en général. Le ratio dette publique/PIB de la Chine (dont beaucoup prétendent qu'il est sous-estimé) a grimpé en flèche au cours des cinq dernières années pour atteindre l'un des ratios d'endettement les plus élevés de tous les pays en

---

<sup>7</sup> Les principaux engagements Hors bilan peuvent concerner les opérations de Crédit-bail, les instruments de Gestion des risques de taux et de change et les garanties d'actif et de Passif lors d'une cession d'entreprise. Pour plus de détails, voir le paragraphe 8.37 du Vernimmen 2021.

<sup>8</sup> En économie, ils utilisent le terme d'aléa moral pour décrire une telle situation, où il n'y a aucune incitation à se prémunir contre le risque dans des situations où vous êtes protégé de ses conséquences. L'idée étant que vous êtes plus susceptible de verrouiller la porte d'entrée de votre maison lorsque le contenu de votre maison n'est pas assuré.

<sup>9</sup> Les trois lignes rouges

Ratio passif/actif (hors recettes anticipées) inférieur à 70%.

Ratio d'[endettement net](#) inférieur à 100

Ratio [trésorerie/dette à court terme](#) supérieur à 1.

Si les promoteurs ne parviennent pas à respecter une, deux ou toutes les "trois lignes rouges", les autorités de réglementation limiteront alors l'accroissement de leur endettement.

développement de l'histoire. Les biens immobiliers et les évaluations immobilières se trouvent généralement à l'origine de toutes les dettes.

La plupart des prêts sont consentis avec comme collatéral des biens durables comme des biens immobiliers qui peuvent être repris. Comme les prêts sont consenti avec des biens immobiliers en collatéral, les prix de l'immobilier augmentent, et à mesure que les prix de l'immobilier augmentent, des prêts plus importants peuvent être consentis avec des biens immobiliers en collatéral, etc. Il s'agit donc d'un cycle d'auto-renforcement à la fois à la hausse et à la baisse.

En Chine, les promoteurs immobiliers vendaient généralement des appartements sur plan, des mois ou des années avant le début de la construction. Cela peut nous surprendre, mais cela a un certain sens dans un pays en développement rapide comme la Chine, où l'exode rural s'est fait rapidement et à grande échelle à mesure que l'économie se développait.

Dans d'autres parties du monde, il y a généralement suffisamment d'appartements urbains disponibles si vous déménagez dans une nouvelle ville, ce qui rend cela inutile, mais c'est exactement la façon dont les choses fonctionnent dans un pays en développement rapide.

Il y a eu beaucoup de problèmes avec ce modèle, où souvent les promoteurs immobiliers ont arrondi les bords dans la construction parce que les bâtiments ont été prévendus. Cela a conduit à ce que les Chinois appellent la construction de la « lie de tofu », où le constructeur aurait pu lésiner sur les barres d'armature ou rembourrer le béton avec de vieilles bouteilles pour économiser de l'argent. Si vous recherchez le terme construction de lie de tofu sur YouTube, vous verrez de quoi il en retourne.

Ainsi, les promoteurs immobiliers chinois obtiennent généralement des dépôts substantiels bien avant le début de la construction. Ils paient les sous-traitants et les fournisseurs avec du papier commercial et des créances au lieu d'espèces. De plus, ils ont fréquemment des succursales financières (des unités de gestion de patrimoine) qui vendent de la dette aux investisseurs particuliers et aux employés tel que susmentionné.

À ce stade, vous pouvez probablement avoir une bonne idée de l'effet de levier<sup>10</sup> du secteur immobilier en Chine, et tout cet effet de levier lui a permis de devenir une composante majeure de l'activité économique. On estime que ce secteur représente plus d'un quart du PIB du pays. L'énorme effet de levier a également gonflé une bulle immobilière. Les prix moyens des maisons ont augmenté de 50 % en valeur depuis 2015. Les prix de l'immobilier sont très élevés en Chine par rapport au revenu des ménages, ce qui signifie que les familles chinoises empruntent beaucoup plus d'argent que les Belges pour acheter une maison, souvent plusieurs générations d'une famille mettent en commun leurs économies pour acheter une maison.

Le pire dans tout cela est que les énormes rendements historiques sur l'immobilier ont conduit à une sur-construction spéculative. Jusqu'à un quart du parc immobilier total, en particulier dans les villes les plus prisées, appartient à des spéculateurs immobiliers.<sup>11</sup>

---

10

[https://www.vernimmen.net/Vernimmen/Resumes/Partie\\_1\\_Le\\_diagnostic\\_financier/Chapitre\\_14\\_La\\_analyse\\_de\\_la\\_rentabilite\\_comptable.html](https://www.vernimmen.net/Vernimmen/Resumes/Partie_1_Le_diagnostic_financier/Chapitre_14_La_analyse_de_la_rentabilite_comptable.html)

<sup>11</sup> Une spéculation immobilière est une opération économique sur un bien immobilier, motivée par l'augmentation attendue de sa valeur.

Vu que la valeur des appartements augmente sans faiblir, ils ne louent même pas ces logements, ils les gardent vides et en parfait état pour une éventuelle revente. Les logements vides entraînent des coûts économiques importants tout en ne créant aucune valeur économique.

Le gouvernement chinois reconnaît ce problème et essaie de réduire l'effet de levier et de stabiliser le marché du logement. Jusqu'en août dernier et avec "les trois lignes rouges", emprunter pour les grandes entreprises chinoises n'avait pas été un problème. On supposait que les entreprises politiquement connectées comme Evergrande ne seraient jamais autorisées à faire faillite, et il y avait donc très peu de différenciation du crédit sur les marchés du crédit. L'idée étant que vous êtes plus susceptible de verrouiller la porte d'entrée de votre maison lorsque le contenu de votre maison n'est pas assuré.

Dans le cas des marchés de crédit chinois, l'aléa moral était à la base de tout. Les régulateurs chinois ont délibérément décidé de ne pas renflouer Evergrande dans le but de transformer (et d'améliorer) le système financier. Il y a un véritable objectif en Chine de s'éloigner de la croissance improductive et de se concentrer sur une croissance réelle. Cela peut même être vu dans la récente répression contre les entreprises technologiques chinoises.

La Chine n'a jamais sévi contre les secteurs technologiques "hard tech". Cela inclut des industries comme les télécommunications, les semi-conducteurs et l'intelligence artificielle. Au lieu de cela, c'est la technologie orientée vers le consommateur - comme les médias sociaux, le commerce électronique et les jeux - qui est intentionnellement détruite par le gouvernement chinois.

Il est clair que le gouvernement chinois pense que ces entreprises de "soft tech" sont inutiles. En fait, elles pourraient même être un élément négatif net pour la société. Xi Jinping l'a affirmé dans un discours l'année dernière lorsqu'il a déclaré : "Nous devons reconnaître l'importance fondamentale de l'économie réelle... et ne jamais nous désindustrialiser."

Xi Jinping et le gouvernement chinois ont soif de puissance géopolitique et militaire. Et il faut une base industrielle solide pour que cela devienne une réalité. Cela inclut de solides industries de télécommunications, de semi-conducteurs et d'intelligence artificielle.

Il n'est donc pas surprenant que les actions des plus grandes entreprises chinoises de semi-conducteurs aient bondi à mesure que la répression des technologies douces s'intensifiait. Si vous voulez gagner un conflit avec les États-Unis et le Japon, ces industries - par opposition aux médias sociaux, au commerce électronique et aux jeux - vous aideront à atteindre ces objectifs.

Il est donc judicieux que les régulateurs se préoccupent de l'aléa moral, mais il n'y a pas de solution facile aux problèmes auxquels ils sont confrontés en Chine. L'élimination de l'aléa moral des marchés du crédit chinois transformerait entièrement la tarification du risque et modifierait considérablement la valeur des prêts que les prêteurs détiennent actuellement dans leurs livres. C'est un objectif noble, mais le chemin pour y parvenir est extrêmement difficile.

En effet, chaque prêt consenti au cours des trente dernières années est davantage basé sur la probabilité que l'emprunteur soit soutenu par le gouvernement que sur sa capacité à faire face aux flux de trésorerie liés au remboursement de la dette.

## Une faillite peu classique

Evergrande a une dette, estimée à 310 milliards de dollars, supérieure à celle de nombreux gouvernements souverains, mais la plupart de cette dette a été émise en Chine, qui est une très grande économie. Environ 20 milliards de dollars ont été émis à l'étranger, et cela se négocie à environ 30 cents par dollar. Ce qui n'est pas pris en compte, c'est que les détenteurs d'obligations étrangers peuvent bénéficier d'un traitement différent des prêteurs locaux.

La dette libellée en dollars américains émise par d'autres développeurs chinois est beaucoup plus importante et se négocie actuellement à environ 85 cents pour un dollar. A l'avenir, les marchés pourraient éventuellement décider que le prix de cette dette est celui reflétant l'image la plus fidèle, la plus conforme aux obligations de Evergrande.

D'autres sources de contagion sont internes à la Chine. Les acheteurs potentiels en Chine, inquiets de la nouvelle, se retiennent d'acheter de nouveaux logements, ils craignent de déposer des acomptes sur des appartements inachevés et s'inquiètent des produits de gestion de patrimoine. Tout cela presse les développeurs. Les entrepreneurs exigent qu'ils soient payés d'avance et sont réticents à accepter le papier commercial<sup>12</sup>. Le résultat, comme Evergrande l'a déjà annoncé, est que les projets de construction prennent beaucoup de retard. Ce genre de contagion interne pourrait être un frein à l'économie chinoise. C'est pourquoi le gouvernement chinois devra probablement agir rapidement.

Le plus gros problème est que les décideurs chinois ne peuvent pas éliminer l'aléa moral et s'éloigner de la croissance improductive pour se concentrer sur la croissance réelle tout en poursuivant leurs objectifs de croissance du PIB politiquement déterminés.<sup>13</sup> En effet, la « croissance réelle » ne générera tout simplement pas suffisamment d'activité économique pour permettre à la Chine d'atteindre ses objectifs de croissance. La Chine atteint ses objectifs de croissance par le biais de mauvais investissements du secteur immobilier et des gouvernements locaux qui construisent des infrastructures inutiles. Chaque fois que la croissance de haute qualité diminue, comme il l'a fait l'année dernière à cause de Covid, le gouvernement intensifie les mauvais investissements pour combler la différence, puis lorsque la croissance de haute qualité reprend, il essaie de réduire la croissance de faible qualité comme il semble le faire.

---

<sup>12</sup> Le papier commercial adossé à des actifs non bancaires (PCAA ou « papier commercial ») représente l'achat de titres regroupant un nombre important de petits actifs homogènes provenant généralement de prêteurs dans les secteurs tels que les hypothèques, les prêts automobiles et les cartes de crédit. Le vendeur de ces titres peut ainsi bénéficier d'une autre source de financement. Pour les entreprises bien notées, les coûts liés à cette source de financement peuvent être plus avantageux que pour les sources traditionnelles. Les investisseurs institutionnels achètent habituellement ces instruments pour fins de diversification et afin d'obtenir un rendement sur leurs liquidités à court terme.

<sup>13</sup> La « planification impérative de l'économie » est dirigée, généralement à l'échelle d'un État, au moyen d'un plan fixant les objectifs de production sur une période annuelle ou pluriannuelle. Autrement dit, elle désigne un mode d'organisation fondé sur la propriété collective ou étatique des entreprises qui se voient imposer des objectifs de production par un plan centralisé. Elle peut être démocratique ou non, selon les différents pays qui l'ont appliquée. Sa version bureaucratique et étatique caractérise les régimes communistes.

La dette chinoise a augmenté rapidement depuis les années 1990 et jusqu'au milieu des années 2000, cette dette a financé des investissements nécessaires et productifs, ce qui signifie que le retour sur ces investissements a augmenté plus rapidement que la dette. Au milieu des années 2000, la dette a commencé à augmenter plus vite que le PIB, cela signifie que le coût de cette dette supplémentaire était supérieur au rendement obtenu en l'investissant.

Si le gouvernement chinois fixe des objectifs de croissance du PIB au-dessus du taux de croissance de haute qualité du pays, le "mal-investissement" se poursuivra afin de combler l'écart et la dette augmentera plus rapidement que la capacité de l'économie à assurer l'entretien de cette dette. Si le plan est d'augmenter la dette plus rapidement que votre capacité à la rembourser, vous avez besoin que les créanciers prêtent sur la base d'une garantie implicite, celle que le gouvernement comblera la différence. Vous avez besoin de la situation d'aléa moral, sinon personne ne prêterait pour ces projets.

Les retombées de toute cette situation seront vraiment intéressantes pour diverses raisons. Cela nous donnera de réelles informations sur la voie probable de la Chine à l'avenir. Evergrande est essentiellement une entreprise qui a emprunté d'énormes sommes d'argent, et ils l'ont emprunté à tout le monde - banques, investisseurs, fournisseurs, clients, employés - et il semble peu probable que ces prêteurs savaient dans quoi ils s'embarquent. Comme dit plus haut, l'unité de gestion de patrimoine ressemble à une pyramide de Ponzi.

Lorsqu'une grande entreprise fait faillite, vous examinez généralement la structure du capital de l'entreprise et ceux qui ont les créances les plus anciennes sont remboursés en premier. Les créanciers les plus juniors pourraient ne rien obtenir, et ceux du milieu pourraient obtenir des centimes par euro. Souvent, l'objectif est de maintenir l'activité principale, afin que les clients et les fournisseurs puissent être mieux traités que ce qui est légalement requis, les créanciers travaillent avec la direction pour élaborer un plan qui offre la meilleure récupération globale pour tout le monde.

Dans cette situation, on peut s'attendre à ce que les représentants du gouvernement interviennent et décident de qui sera payé et de qui ne le sera pas, et il s'agira d'une situation politique.

En Chine, à cause de cette question d'aléa moral, il est difficile de connaître le risque d'un emprunt. La situation de Evergrande ne fait donc que souligner ce problème donnant mouvement au carrousel d'endettement, et il faudra des années avant de voir comment la situation globale se dénoue.

## Sources & Références:

<https://mobilesite.evergrande.com/en/about.aspx?tags=2>

<https://www.bolero.be/nl/analyse-en-inzicht/blog/evergrande-kan-rente-niet-terugbetalen>

<https://www.killik.com/the-edit/killik-cos-market-update-24th-sep/>

 Markets Update [with subtitles in Eng, Fr, Chi] - September 14th, 2021 - Pr. Olivier Bossard

<https://www.wsj.com/articles/evergrande-china-crisis-11632330764>

<https://www.nytimes.com/article/evergrande-debt-crisis.html>

<https://www.bbc.com/news/business-58579833>

<https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>

<http://www.ilo.org/global/lang--fr/index.htm>

<https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/house-prices-growth>

<https://www.politico.eu/article/top-ecb-regulator-european-banks-have-no-significant-exposure-to-chinas-evergrande/>

<https://www.reuters.com/business/how-china-evergrandes-debt-troubles-pose-systemic-risk-2021-09-16/>

<https://www.bloomberg.com/news/terminal/QZRMSLT1UM14> - Bloomberg Intelligence

<https://www.vernimmenenligne.net/>

Dossier d'images/illustrations:





How supply chain finance works



Source: FT research © FT



"The name of the company, Evergrande Group. It is a cutting edge high-tech building manufacturer out of the growing Asian markets and is currently trading at a deep discount"



Evergrande debt holders about to take one for the clients



Total credit to non-financial corporations, as a percentage of GDP

