

---

# Les marges de manoeuvre financières du gouvernement Chinois

---

Philippe Aguinier

# L'endettement des Gouvernements Locaux (GL): une longue histoire

- **Cadre des relations fiscales Centre/Provinces fixé par la réforme de 1994**
  - Nouvelles règles de partage des revenus et des dépenses, rendant les provinces structurellement déficitaires, les déficits étant comblés par des transferts du Centre vers les Provinces
  - Avec interdiction aux Provinces de s'endetter directement
- **Un système efficace mais trop rigide, d'où l'invention des plate-forms financières ou "Local Government Financing Vehicles" (LGFV)**
  - Les GLs ont créé des véhicules financiers (LGFV) auxquels ils ont transféré des actifs fonciers pour emprunter auprès des banques (ou plus tard émettre des obligations)
  - NB: Les actifs fonciers et les revenus qu'ils génèrent sont à la main des GLs
  - La dette est formellement portée par les LGFV et non par les GL, mais est perçue par les prêteurs/investisseurs comme garantie par les GL
- **Le succès a été massif**
  - Apparition dès les années 2000, plus de 12,000 LGFV actifs à ce jour
  - Idéal pour les GLs, sous pression pour financer leurs projets, surtout d'infrastructure,
  - Idéal aussi pour les banques qui ont vu là un des actifs quasi-souverains et peu risqués
  - Gouvernement Central conscient du contournement de ses instructions mais heureux de voir se réaliser ses objectifs de croissance avec des financements hors-budget

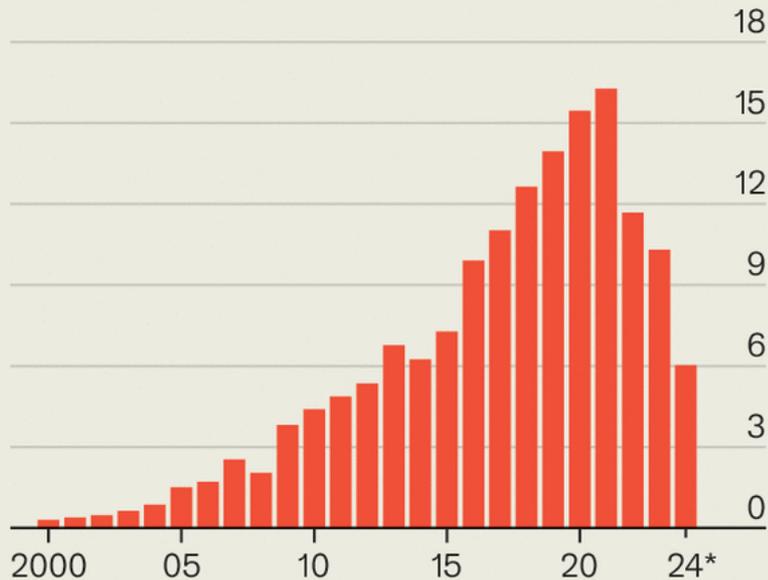
# Emballlement après 2009

- **Recours massif aux LGFV pour le plan de relance 2008-2009**
  - Une solution “prête à l’emploi”, limitant la pression sur les finances du Gouvernement Central
- **Les régulateurs s’inquiètent dès 2013 de la prolifération des dettes locales**
  - Campagnes nationales d’audit pour recenser les dettes des LGFVs en 2013 puis 2018
  - Provinces autorisées à s’endetter en émettant des obligations, certaines destinées à refinancer des prêts à des LGFV (“swap de dettes”), afin d’assainir le stock de dettes
- **La crise immobilière révèle des fragilités profondes**
  - Les GLs étaient progressivement devenus très dépendants des revenus d’origine foncière (près de 40% des revenus locaux au pic)
  - Ces revenus s’effondrent à partir de 2019, affaiblissant soit directement les LGFVs eux-mêmes, soit la capacité des GLs de les soutenir
- **Un sentiment de crise**
  - situation de la dette locale vue comme un des principaux risques menaçant l’économie
  - Un thème au centre des préoccupations de la réunion du troisième plénum du 20<sup>e</sup> congrès du Parti en juillet 2024, et de nombreux documents officiels de politique économique publiés depuis

# Chute des transactions foncières

## Floored

China, residential sales, yuan trn

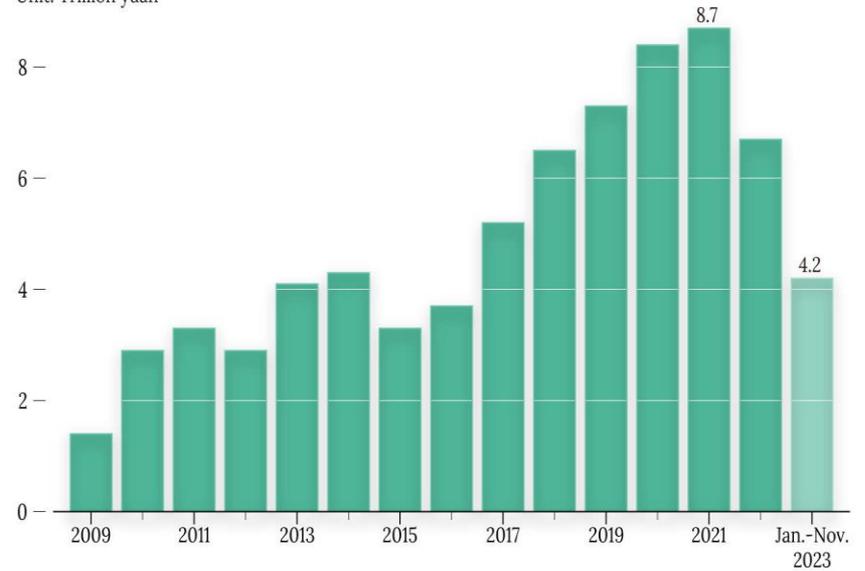


Sources: National Bureau of Statistics; Wind

\*To Sep 30th

## Chinese Local Governments' Land Sales Slump

Unit: Trillion yuan



Sources: Ministry of Finance, CEIC

Caixin

# La dette des GL pèse sur la dette nationale

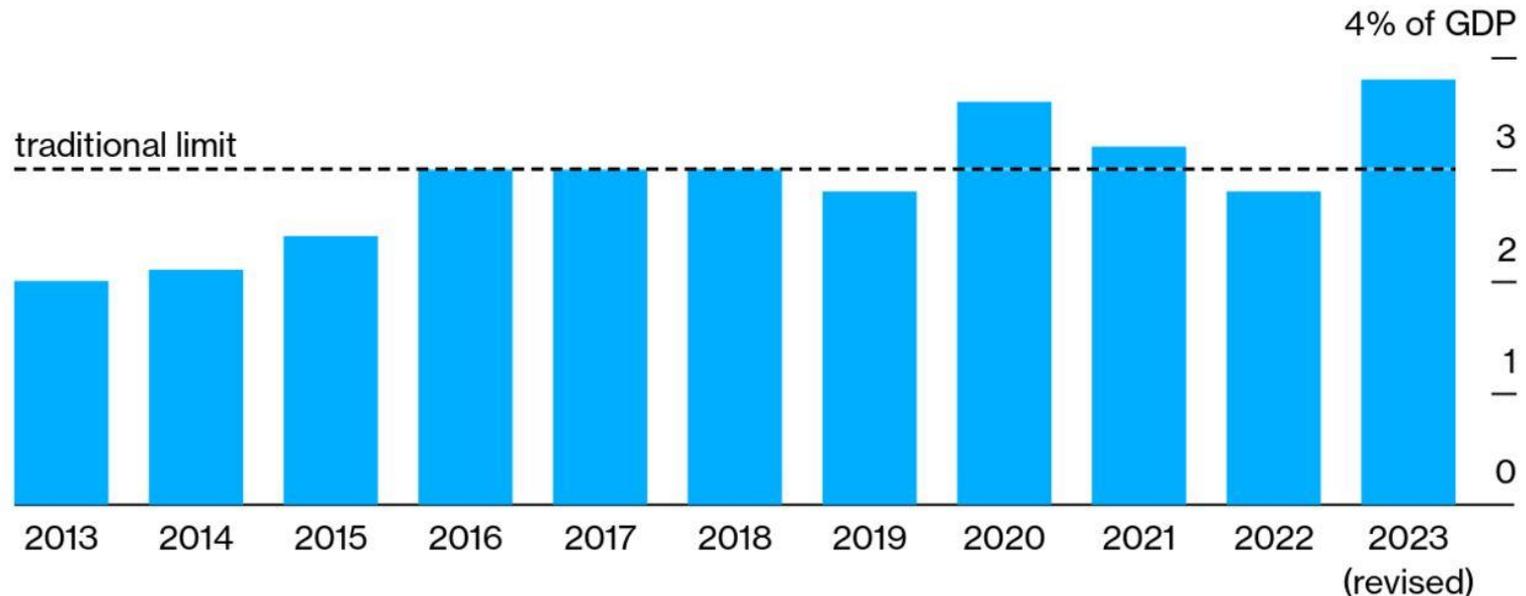
- Les chiffres officiels de la dette d'Etat classent la Chine parmi les pays les moins endettés du monde
  - 71,000 Mds RMB, soit 56% du PIB
- Les chiffres officiels sous-estiment la dette
  - la dette des LGFV n'est pas considérée comme de la dette gouvernementale par les autorités chinoises, une position difficilement soutenable
  - Il faut aussi prendre en compte une dette de 13% du PIB due par divers fonds gouvernementaux (dont le fonds des retraites)
- Les chiffres corrigés montrent une situation moins favorable
  - 60,000 milliards RMB, soit 48% du PIB, (contre 13% en 2014) pour la dette des LGFVs
  - Soit au total 117 % du PIB (chiffres 2023, source FMI)
- Ce qui vaut pour la dette vaut aussi pour le déficit
  - 3% du PIB officiellement, 7% avec l'ensemble des budgets, et 13% en tenant compte de l'ensemble de la dette des LGFV ("augmented deficit" dans les publications du FMI)

# Un déficit budgétaire en apparence sous contrôle

## China Has Rarely Exceeded 3% Deficit Limit

Headline deficit sets the tone for government spending

■ Annual general budget deficit target



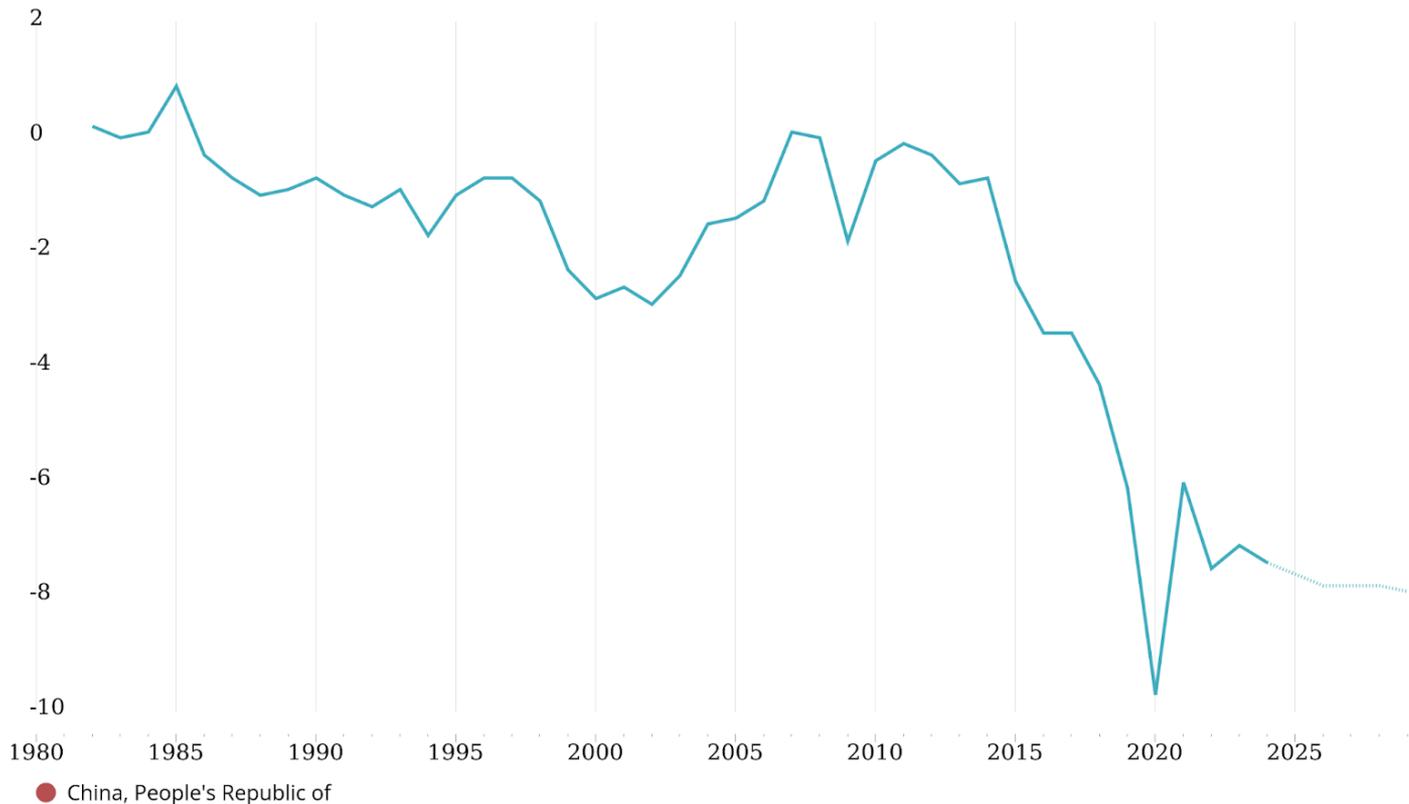
Source: China government budget reports

Bloomberg

# Le FMI a une vision différente

IMF DataMapper

General government net lending/borrowing (Percent of GDP)



©IMF, 2024, Source: World Economic Outlook (April 2024)

# Est-ce vraiment un problème?

## Une situation gérable à court terme

- Le taux corrigé de 117% ne met pas encore la Chine dans une zone de danger immédiat
  - Plus élevé que celui de l'Inde (85 %), proche de celui des États-Unis (121 %), mais inférieur à celui de l'Italie (144 %) ou du Japon (267 %) (NB: chiffres fin 2022)
- Un système encore très fermé
  - La dette est principalement domestique, et la pression ne peut venir de l'extérieur
  - Contrôles des flux de capitaux encore en place (arrêt des réformes après 2015)
- L'Etat Chinois peut emprunter sans difficulté, et à bas coût
  - Épargne abondante sur le marché domestique
  - Le coût de la dette souveraine chinoise n'a jamais été aussi bas sur marchés domestiques et internationaux (voir le succès massif d'une émission récente de 2 Mds USD)
- La dette locale pourrait en théorie être "nationalisée" sans provoquer une crise majeure
  - Pas d'impact immédiat sur le credit souverain chinois , car la réalité de la situation est déjà connue par les agences de rating

# L'Etat a beaucoup de cartes en main

- L'Etat contrôle le secteur bancaire
  - La plupart des banques sont contrôlées par l'Etat, central (pour les plus grandes) ou local
  - Les autorités peuvent adapter l'application des règles prudentielles pour faciliter le "lissage" des provisions
  - NB: Les banques sont de loin le premier canal de financement de l'économie et sont les principaux détenteurs d'obligations
- Les gouvernements possèdent une masse importante d'actifs, certains monétisables
  - Portefeuilles de participations économiques et financières détenues par le GC ou les GL
  - Patrimoine net de l'Etat positif selon les chiffres officiels
  - Mais de nouvelles privatisations ne semblent pas à l'ordre du jour...
- En cas de crise, les régulateurs ont accumulé beaucoup d'expérience pour les gérer
  - De la crise bancaire des années 90 à la crise immobilière actuelle

# MAIS... Des enjeux économiques, politiques et sociaux très lourds

- Les investissements des gouvernements locaux sont un moteur de croissance, et les GLs fournissent les services sociaux fondamentaux
  - Éducation, santé, retraite: un affaiblissement durable de la situation financière des GLs peut causer une remise en cause de ces fonctions essentielles
  - déjà des localités où les salaires des fonctionnaires sont payés en retard ou partiellement
  - Un risque jugé suffisamment concret pour justifier une instruction officielle du Premier Ministre de privilégier les services essentiels et d'annuler les projets d'investissement si besoin est
  
- Un nombre important et croissant de LGFVs sont en difficultés
  - Cash-flow global inférieur à la seule charge d'intérêts
  - Multiplication des incidents de paiement sur des prêts (pas encore des obligations, instruments considérés plus sensibles)
  
- Risque de propagation et de contagion
  - Les LGFVs sont perçues comme bénéficiant d'une garantie implicite de l'Etat (comme la plupart des banques)
  - La remise en cause de ces garanties implicites dans l'esprit des investisseurs et du public en général pourrait générer des épisodes d'instabilité financière

# Le système bancaire est fragilisé

- Le secteur bancaire est très exposé aux dettes des GLs et des LGFVs
  - De 15 à 20 % des actifs, plus que l'exposition directe au secteur immobilier
- Les revenus et bilans des banques seront sous pression sur une longue période
  - Baisse continue et rapide des marges du fait de la baisse des taux
  - Efforts de provisionnement des créances immobilières étalés dans le temps
  - Montée probable du coût du risque sur les crédits hors de l'immobilier
  - Des recapitalisations seront nécessaires (NB: le plan de 2024 prévoit un fonds de 1,000 milliards RMB pour renforcer les grandes banques nationales)
- Pas de risque systémique à court terme mais des faiblesses chroniques parmi les “petites banques”
  - Une partie significative du système bancaire (10 à 15% du marché selon les définitions) est fait d'établissements locaux de petite taille dont certains sont très mal gérés
  - Particulièrement fragilisées par les crises de l'immobilier et des gouvernements locaux, dont elles sont souvent (trop) proches
  - 70 banques fermées ou restructurées depuis 2018, surtout dans le NE et le Henan
  - Les autorités sont conscientes du problème et accélèrent le traitement des banques considérées “à haut risque”, après une vague de défauts en 2021

# Un traitement de fond de la dette locale est nécessaire

- Le Gouvernement Central est fermement opposé à une "nationalisation" de la dette locale
  - Solution temporaire à des problèmes qui sont structurels et donc récurrents
  - Ne pas établir un précédent encourageant les provinces à l'irresponsabilité fiscale
  - Fort désir de maintenir la perception d'un pays vertueux et peu endetté pour des raisons de communication externe et interne
- Une dérive préoccupante des ratios
  - Ratio dette/PIB de 34% en 2010 à 117% en 2024: une dérive de presque 6 points par an
  - Le FMI projette 185% en 2029 en l'absence de réformes structurelles
  - Un déficit de 8% ou plus par an n'est pas soutenable à terme
- Impossible de prédire où est la limite, mais il y en a une
  - Pas de règle simple indiquant à quel niveau d'endettement les problèmes apparaissent, cela dépend des circonstances propres de chaque pays
  - La limite est là où les risques d'instabilité financière se matérialisent

# Les efforts de restructuration et le plan d'octobre 2024 traitent les symptômes et pas les causes

- Principe de base: minimiser les remous, gérer dans la durée
  - ni vague massive de défauts, ni sauvetage généralisé
  - Les objectifs: éviter "l'aléa moral", limiter les provisions à passer par les banques dans l'immédiat, éviter des mouvements de panique (pas de défaut jusqu'à présent sur des obligations)
  - Préparer une réforme de fond des relations fiscales GC/GL (pas plus de détail à ce stade)
- Le swap de dettes est l'instrument privilégié dans la phase actuelle:
  - Nouvelles enveloppes de swaps 10,000 mds RMBs annoncées en octobre 2024 (8% du PIB), en plus des montants déjà faits les années précédentes
  - Atténuation des pressions à court terme: les obligations nouvelles ont un coût inférieur (effet estimé à 600 milliards RMB sur 5 ans par le MoF) et des maturités plus longues
  - Les banques perdent des revenus, mais évitent les provisions et bénéficient d'une réduction du capital réglementaire requis
  - In fine équivalent à une nationalisation partielle de la dette des LGs, mais le MoF a indiqué que le même traitement ne serait pas étendu au reste de la dette (environ 50,000 Mds RMB)
  - Mais pas un traitement de fond: du refinancement, pas des ressources nouvelles

# Des défis structurels multiples

- **Le système fiscal à reconstruire**
  - Problème de partage entre Centre et Localités: tout est à revoir
  - Dans un contexte où le principal moteur du passé (les revenus fonciers) est grippé et ne retrouvera pas sa puissance
- **Les pressions sur les finances publiques sont multiples**
  - Augmentation régulière des budgets de défense et de sécurité,
  - montée progressive des coûts de santé et de retraite liés au vieillissement, etc...
- **Il faut répartir les coûts du nettoyage des excès passés, un processus nécessairement long, douloureux et éminemment politique**
  - Il y a une limite à ce que les banques ou autres intermédiaires financiers peuvent absorber
  - Les ménages porteront l'essentiel des coûts du nettoyage (sous forme d'une diminution de la valeur leurs actifs immobiliers ou de prestations sociales dégradées)
- **Tôt ou tard il faudra des arbitrages**
  - Et cette fois, le temps ne joue pas en faveur des autorités, le temps de la croissance à deux chiffres est bien révolu

---

MERCI pour votre attention!