
Les marges de manoeuvre financières du gouvernement Chinois

Philippe Aguiñier

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

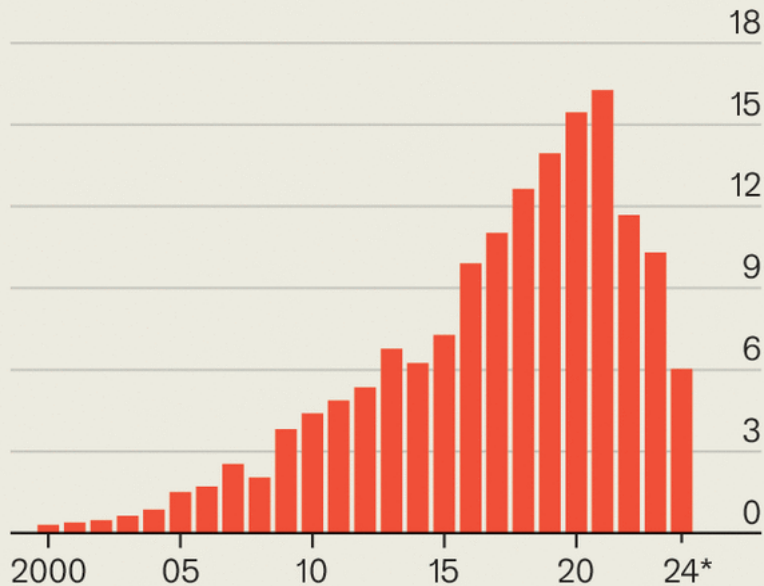
Emballlement après 2009

- **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^e 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

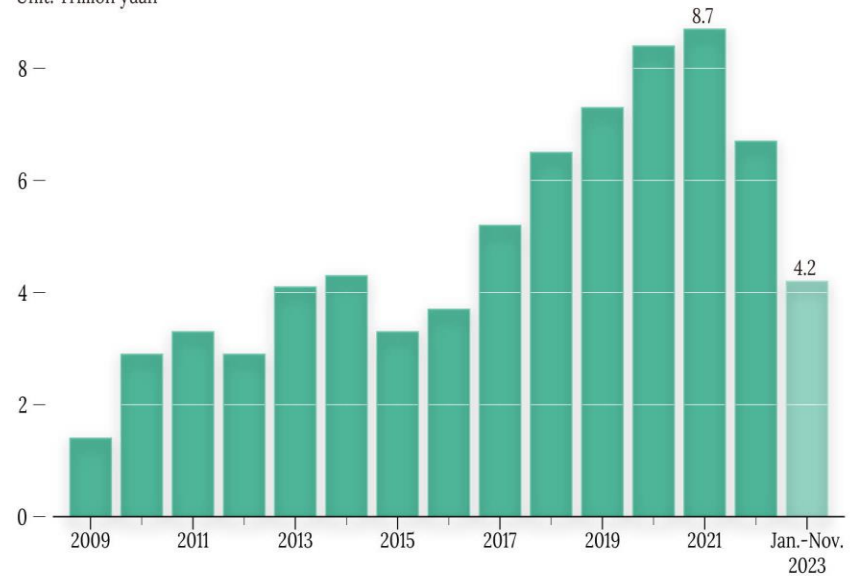


Sources: National Bureau of Statistics; Wind

*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

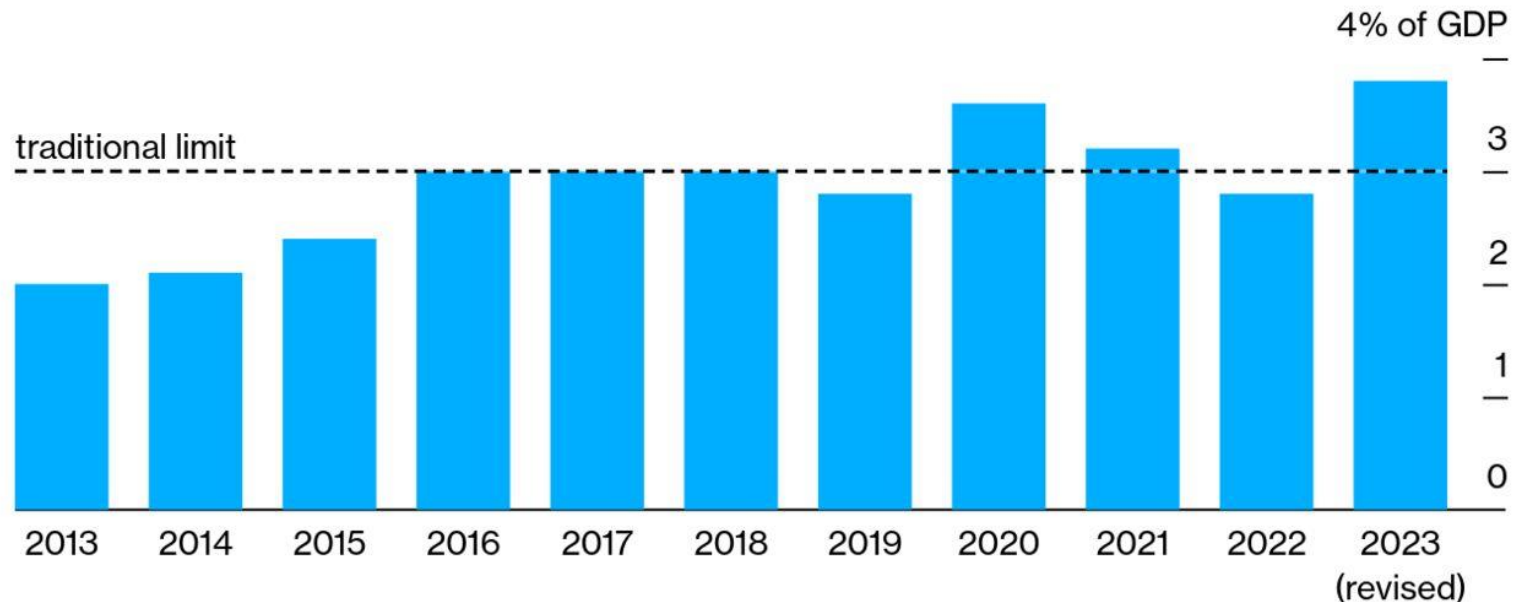
- Les chiffres officiels de la dette d'Etat classent la Chine parmi les pays les moins endettés du monde
 - 71,000 Mds RMB, soit 56% du PIB
- Les chiffres officiels sous-estiment la dette
 - la dette des LGFV n'est pas considérée comme de la dette gouvernementale par les autorités chinoises, une position 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



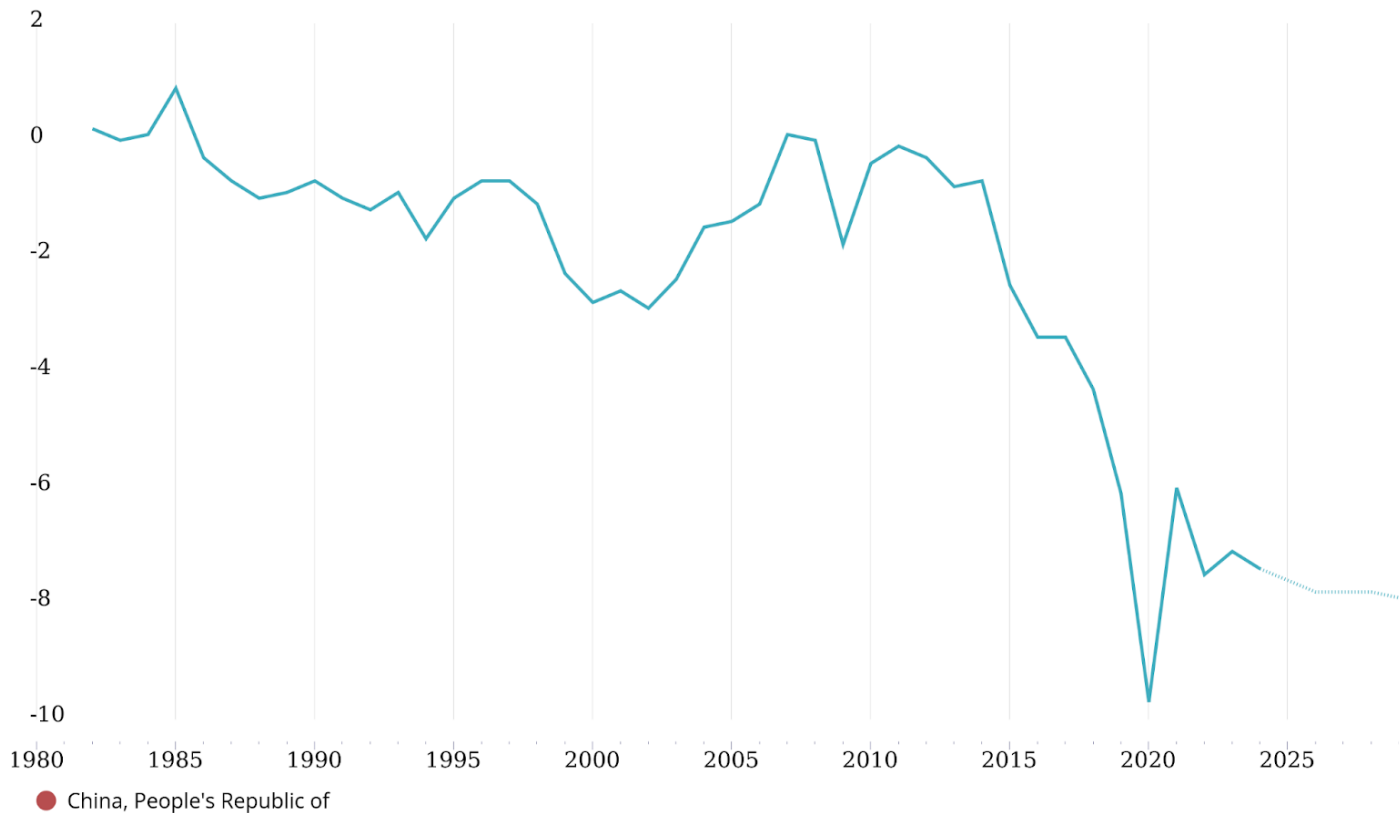
Source: China government budget reports

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!