



Chine : éclairage sur les engagements hors bilan des gouvernements locaux

La publication d'un article par l'agence de notation S&P sur la dette cachée des gouvernements locaux en Chine, faisant référence à leurs engagements hors bilan, a fait ressurgir dans la presse les craintes relatives au niveau d'endettement élevé des agents économiques chinois et les risques de défaut qui en découlent. Ces éléments de risques financiers nous sont connus et ont justifié en partie notre extrême vigilance vis-à-vis de l'économie chinoise depuis plusieurs années et l'absence d'exposition aux actions de la Chine continentale dans nos portefeuilles.

En effet, les données publiées par le gouvernement chinois sur l'état des finances publiques ne sont pas représentatives car elles ne prennent pas en compte les engagements hors bilan des gouvernements locaux. Jusqu'en 2011, l'état global des comptes publics n'incluait d'ailleurs pas les finances de ces derniers. Depuis, des audits des comptes publics ont seulement permis de ponctuellement chiffrer le niveau d'endettement de l'Etat chinois. Cette difficulté d'estimation est une conséquence de la répartition des dépenses au sein des organes étatiques chinois.

Depuis la réforme fiscale de 1994, le poids des revenus des gouvernements locaux dans l'ensemble des revenus publics a baissé, tandis que le poids des revenus de l'Etat central a sensiblement progressé. Pour autant, la répartition des dépenses n'a pas été redéfinie lors de cette réforme : les gouvernements locaux ont été chargés de la plupart des investissements en infrastructures, des dépenses sociales et des services publics chinois, qui représentent au total 85% des dépenses officielles du gouvernement.

Or, jusqu'en 2015, les gouvernements locaux ne pouvaient pas s'endetter. Ils devaient avoir des comptes équilibrés, alors même que les transferts accordés par le gouvernement central et les impôts qu'ils étaient autorisés à récolter ne permettaient pas de financer leurs investissements.

Les gouvernements locaux ont trouvé des moyens détournés de lever des fonds : ils ont créé des entreprises, qui elles-mêmes ont emprunté auprès de sociétés fiduciaires, ou auprès du marché obligataire. Ces entreprises constituent les véhicules de financement des gouvernements locaux, ou LGFV (Local Government Financing Vehicles). Ils ont été créés dans le but explicite de financer des dépenses d'infrastructures des gouvernements locaux et ont souvent compté sur la vente de terrains pour rembourser leur dette, dans la mesure où les grands projets d'infrastructures dans lesquels ils ont investi ne sont pas immédiatement rentables. Les terrains, ou les droits d'usage des terrains, ont en général servi de collatéral pour lever des fonds. Les LGFV ont souvent bénéficié de garantie implicite voire explicite de leur dette par les gouvernements locaux, ce qui explique la nécessité d'intégrer les comptes des LGFV quand il s'agit de chiffrer la dette de l'Etat chinois.

Pour ce faire, en janvier 2014, deux économistes du FMI, Yuanyan Sophia Zhang et Steven Barnett ont publié une méthodologie permettant de calculer la dette publique en prenant en compte les engagements hors bilan des gouvernements locaux chinois* incluant ceux donnés aux émissions obligataires des LGFV et aux crédits accordés par les sociétés fiduciaires aux LGFV. Il s'agit de la dette publique chinoise dite « augmentée », et depuis cette date, le FMI la met à jour à chaque publication de ses revues pays annuelles (Article IV).

En 2017, selon ces estimations, la dette des gouvernements locaux s'est élevée à 51% du PIB chinois, soit un chiffre relativement proche des 45% estimés par S&P (dont la méthodologie de calcul n'est pas disponible), et bien plus élevé que celui affiché par les données officielles chinoises (20% du PIB) qui ne comprennent pas les engagements hors bilan. Elle vient s'ajouter à la dette de l'état central, environ 17% du PIB chinois, soit une dette publique chinoise représentant 68% du PIB (environ 6 900 milliards d'euros).

Au-delà des querelles de chiffres, ce poids des engagements hors bilan traduit la grande vulnérabilité de l'économie chinoise et la dépendance de sa croissance au levier de l'endettement comme souligné dans nos Perspectives Economiques et Financières depuis plusieurs années.

Recherche Economique et Gestion Actions,
Achévé de rédiger le 22/10/2018

* "Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China", FMI, Working Paper No. 14/4

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Il contient des opinions et analyses conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.