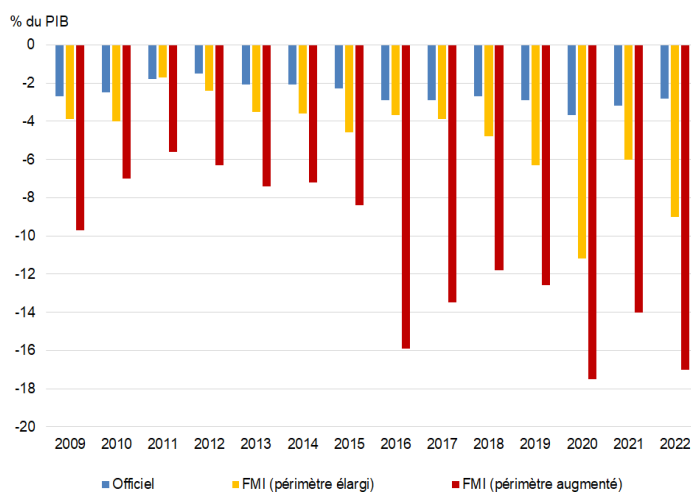


## Les finances publiques chinoises : risques conjoncturels et enjeux structurels

*Thibault ALIX, Thomas CARRE, Lennig CHALMEL*

- Les finances publiques ont beaucoup contribué à la croissance chinoise, notamment à travers l'investissement public mis en œuvre au niveau local, en particulier depuis la crise de 2008. En 2019 les dépenses publiques chinoises représentent 24 % du PIB selon les statistiques officielles, mais 36 % selon le FMI, contre 41 % pour l'OCDE.
- La lecture des finances publiques chinoises est compliquée par le fait que la Constitution et la loi ne fixent qu'à grands traits les prérogatives des différents niveaux administratifs (centre, provinces, préfectures, comtés, villes) et que bien souvent les lois nationales se contentent d'énoncer des principes, déclinés ensuite localement avec une grande marge de manœuvre. Par ailleurs, les comptes publics sont structurés selon une méthodologie opaque et complexe, le périmètre de ce qui relève ou non de l'action publique étant flou, et les distinctions entre échelons locaux et central parfois malaisées.
- Les comptes publics enregistrent structurellement un niveau important de déficit et d'endettement. Ces deux mesures se sont singulièrement aggravées ces dernières années, en particulier sous l'effet de la crise du Covid-19 (cf. Graphique). La situation au niveau local apparaît désormais comme un enjeu de stabilité financière, cet échelon concentrant officiellement 57 % de la dette publique totale, contractée dans une relative opacité.
- Si les risques financiers locaux sont élevés, une crise systémique à court terme paraît peu probable, compte tenu de la garantie de l'échelon central et de la détention d'une grande partie de la dette par les grandes banques ou des entités locales publiques.
- À long terme, les déséquilibres et les risques liés aux finances publiques constituent un frein à la croissance et à son nécessaire rééquilibrage, des investissements vers la consommation intérieure. Malgré la posture volontariste des autorités et les préconisations réitérées des observateurs internationaux, la mise en œuvre des réformes à l'agenda depuis 2013 demeure lente et fragmentaire.

**Évolution du solde public chinois selon le périmètre considéré**



Sources : MoF et FMI.

Note : Le solde public officiel ne porte que sur le premier compte public. Le périmètre élargi du FMI considère l'ensemble des comptes du budget public officiel, tandis que le périmètre augmenté inclut aussi les dépenses hors-bilan.

# 1. La capacité des finances publiques chinoises à favoriser la croissance a atteint ses limites

## 1.1 Les finances publiques ont joué un rôle déterminant dans l'essor économique chinois

L'organisation très décentralisée des finances publiques a joué un rôle clé dans la croissance économique chinoise, notamment dans les années 2010. À partir de 1978, le mandat des autorités chinoises a surtout consisté à « répondre aux besoins toujours croissants du peuple ». Dans un premier temps, ce mot d'ordre a incité à de l'efficacité, de la flexibilité et une coordination locale rapide, favorisées par un contexte où de bons résultats économiques assuraient l'ascension hiérarchique des responsables politiques locaux. Cela a permis une mise en œuvre rapide et efficace des politiques économiques de développement. L'effort de relance déployé par les autorités après 2008 et l'organisation décentralisée des finances publiques chinoises ont permis de rapidement doter le pays d'infrastructures, à travers la mobilisation de l'investissement public local. Au total, le niveau de dépenses publiques tel qu'estimé par le FMI (périmètre élargi, voir *infra*) est passée de 28 % du PIB en 2010 à 36 % du PIB<sup>1</sup> en 2022.

## 1.2 Ce rôle moteur semble avoir atteint ses limites

Le solde budgétaire des administrations locales est structurellement déséquilibré : elles ne disposent en propre que de 55 % des recettes générales<sup>2</sup>, pour réaliser 85 % des dépenses – ces dépenses étant souvent décidées au niveau central et devant être mises en œuvre au niveau local, sans nécessairement l'affectation de moyens dédiés pour ce faire (par exemple lors du plan de relance en 2008). Elles dépendent donc en grande partie des transferts du gouvernement central (*cf. infra*). Ce déséquilibre structurel a aussi favorisé leur endettement massif, y compris hors-bilan.

Par ailleurs, le modèle de développement tiré par les investissements publics s'essouffle, ceux-ci étant de moins en moins générateurs de croissance à long terme. Un indicateur agrégé de leur rendement, le ratio *Incremental credit-to-output ratio* (ICOR)<sup>3</sup>, s'est ainsi fortement dégradé depuis le début des années 2010. La mise en concurrence des dirigeants provinciaux suivant le mot d'ordre du « tout pour la croissance » a accentué les phénomènes de surinvestissement et de mauvaise allocation du capital, sans parler des conséquences négatives en termes d'environnement ou d'inégalités interprovinciales.

# 2. Les finances publiques chinoises ont un fonctionnement complexe et opaque<sup>4</sup>

## 2.1 Une comptabilité en quatre comptes publics<sup>5</sup>

Les données des finances publiques chinoises se structurent autour de quatre comptes aux périmètres définis de manière peu précise, en particulier parce qu'ils ne correspondent pas aux niveaux administratifs de responsabilité et de gestion des dépenses et des recettes. De plus, des transferts et ajustements entre ces comptes contribuent à la complexification de l'ensemble.

### • Premier compte public : recettes et dépenses dites « courantes »

Le système administratif chinois est principalement organisé selon deux niveaux : le niveau central (gouvernement central) et le niveau local (gouvernements provinciaux et échelons inférieurs). Les mandats des différents niveaux ne sont pas précisément définis, mais il existe *de facto* une répartition des rôles.

(1) Le PIB nominal chinois pour 2022 est de 121 021 Mds RMB (17 289 Mds €). Le taux de change utilisé dans ce document est de 1 € pour 7 RMB.

(2) Du premier compte public, voir *infra*.

(3) Ce ratio mesure le rapport entre le niveau d'investissement réalisé dans une économie et l'accroissement du PIB en résultant. Plus précisément, il mesure le nombre d'unités additionnelles d'investissement ou de capital nécessaire à la réalisation d'une unité additionnelle de production. Plus il est élevé, moins le capital employé est productif. L'ICOR chinois est aujourd'hui évalué à 8, un ICOR entre 4 et 5 étant déjà jugé comme problématique.

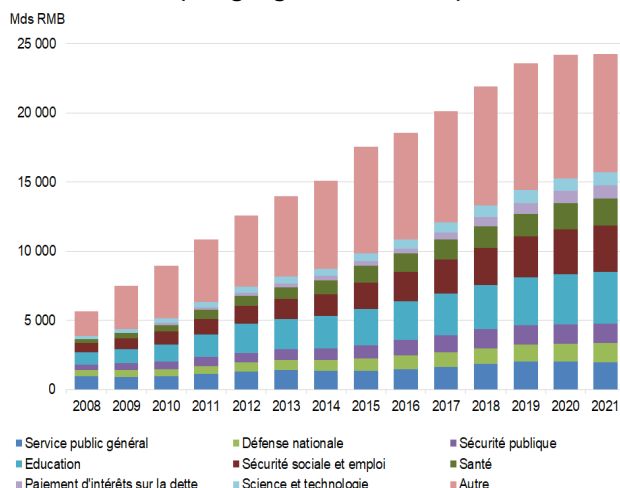
(4) Ces termes, « complexe et opaque », sont notamment employés par le FMI. Voir Wingender P. (2018), "Intergovernmental Fiscal Reform in China", FMI, *Document de travail* n° 2018/088.

(5) Voir notamment le *Rapport annuel du Ministère des Finances*, publié à l'occasion de la 5<sup>e</sup> session du 14<sup>e</sup> Congrès National du Peuple le 5 mars 2023.

En matière de dépenses courantes, les « gouvernements locaux », et plus largement l'ensemble des échelons territoriaux de l'État<sup>6</sup>, sont responsables de la fourniture de services publics généraux (90 % des dépenses nationales totales en la matière) et du financement de l'éducation et de la sécurité sociale (plus de 90 % des dépenses consacrées à l'éducation, la santé, la protection de l'environnement ou les prestations sociales nationales totales, cf. Graphique 1).

Le gouvernement central réalise quant à lui des dépenses dans des secteurs stratégiques, où les économies d'échelle sont importantes et avec un fort besoin de coordination, comme la défense et la sécurité nationale, la diplomatie, les dépenses d'infrastructures majeures et les sciences et technologies. En particulier, la défense nationale représente 40,7 % des dépenses du gouvernement central en 2022, hors transferts aux échelons locaux.

**Graphique 1 : Structure des dépenses (budget général national)**



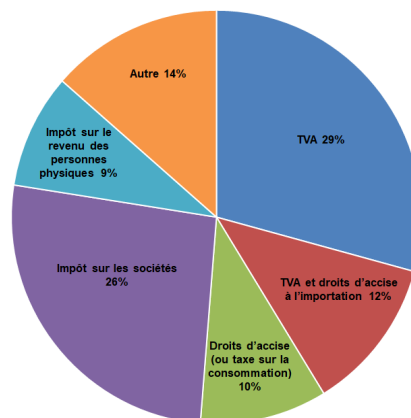
Source : MoF.

Note: Il s'agit ici des dépenses du premier compte public, qui ne prennent, par exemple, pas en compte les investissements en infrastructures. La catégorie « autre » inclut des dépenses pour l'agriculture, les affaires urbaines et rurales, les transports, la protection de l'environnement, la diplomatie, etc.

Ces opérations sont retracées dans le premier compte public, qui amalgame les niveaux local et central (cf. Graphique 1). Les recettes directes de ce compte, qui s'élèvent à 16,8 % du PIB, proviennent à 82 % des revenus fiscaux en 2022 (cf. Graphique 2). L'année 2022 a été une année exceptionnelle en termes de revenus non fiscaux (qui ont progressé de 24 %), provenant de la vente d'actifs publics, de revenus du

capital ou d'amendes. En complément, les transferts vers le premier compte public (en provenance de fonds de stabilisation budgétaires, des fonds gouvernementaux du second compte public ainsi que des opérations des capitaux d'État, soit le troisième compte, voir *infra*) atteignent en 2022 près de 9 % des recettes totales du premier compte.

**Graphique 2 : Composition des recettes fiscales nationales (premier compte public) en 2022**



Source : MoF.

NB : Il s'agit ici des recettes du premier compte public. Son périmètre restreint ne permet pas de comparaison internationale avec les recettes fiscales totales d'autres pays.

Le solde officiel du budget général est le solde du premier compte public. Il ne reflète donc pas le solde consolidé de l'ensemble des comptes publics, que ne détaille pas le ministère des Finances (MoF), et il inclut les transferts en provenance d'autres comptes – le jeu sur les transferts permettant d'ailleurs de systématiquement atteindre la cible de déficit fixée annuellement. En 2022, le déficit public officiel était de 2,8 % du PIB. Le gouvernement central et les collectivités locales couvrent leurs besoins de financements officiels (après transferts et ajustements) sur les marchés obligataires nationaux, grâce à l'émission d'« obligations générales » qui financent le budget général à hauteur du déficit général officiel prévu en début d'année.

### • Deuxième compte public : les fonds gouvernementaux

Le deuxième compte public recouvre les fonds gouvernementaux, gérés hors du budget public général (premier compte). Plus de 80 % du deuxième compte public est constitué par des fonds locaux (principalement abondés par les recettes issues de la cession des droits d'usage des terrains), qui sont

(6) C'est-à-dire niveau provincial et échelons inférieurs, les préfetures et comtés étant responsables de deux tiers des dépenses des gouvernements locaux.

mobilisés pour financer des investissements, en particulier dans les projets d'infrastructures (le total des investissements publics en infrastructures ne fait pas l'objet d'une publication consolidée). Il existe aussi des fonds sectoriels nationaux tels que les fonds nationaux pour la construction ferroviaire ou le développement de l'aviation civile.

En 2022 les recettes consolidées de ce compte représentaient 11 % du PIB (soit 1 900 Mds €), se décomposant comme suit :

- les recettes des cessions des droits d'usage des terrains qui représentent approximativement la moitié des recettes totales (en incluant transferts et émissions obligataires) ;
- des ressources propres aux collectivités, telles que des taxes diverses (sur les moyens de transport et la loterie notamment), pour environ 8,5 % des recettes ;
- des transferts des profits des entreprises d'État, représentant 14 % du total. Cette composante est inhabituellement élevée en 2022, pour faire face à l'attrition des recettes liées aux cessions de droits d'usage des terrains, qui ont diminué de 23 % cette année-là ;
- des émissions d'« obligations spéciales » (*Special purpose bonds*, SPB), réalisées par les collectivités

locales et encadrées par le quota annuel fixé par les autorités, représentant 25 % du total des recettes du deuxième compte.

- **Troisième compte public (opérations des capitaux d'État)**

Le troisième compte public recense les opérations des capitaux d'État. Il est financé principalement par le versement d'une partie des bénéfices des entreprises d'État, centrales et locales. Ce troisième compte ne représente qu'un montant faible du budget consolidé des quatre comptes, 1,5 % du total en 2022.

- **Quatrième compte public (fonds de sécurité sociale)**

Le dernier compte couvre l'ensemble des opérations liées au système de protection sociale (assurance retraite, assurance santé, assurance chômage notamment). En 2022 ses recettes représentaient 8,4 % du PIB, essentiellement composées des primes d'assurances (72 % du total) et de subventions gouvernementales (23 %). Ses dépenses ont été de 7,6 % du PIB, réalisées à près de 100 % par les gouvernements locaux. Le quatrième compte public est donc excédentaire. Le manque de précisions des données ne permet pas d'exclure des recoupements avec les dépenses de protection sociale recensées dans le premier compte.

### Encadré 1 : Transferts et organisation du fédéralisme budgétaire

Un certain nombre de transferts sont opérés entre le gouvernement central et les collectivités locales. En 2022, ces transferts atteignent au total 8 % du PIB et représentent 45 % de l'ensemble des ressources des gouvernements locaux. En l'espace de 20 ans, le montant total de ces transferts a été multiplié par plus de 10. Le système de transferts, inhérent au déséquilibre structurel de répartition des recettes et des dépenses, amplifie la dépendance des gouvernements locaux au niveau central et l'incertitude sur les montants qui leur sont alloués. Il contribue en outre fortement à la complexification de la lecture des comptes publics chinois.

Du point de vue technique, le ministère des Finances distingue :

- Les transferts généraux (6,7 % du PIB), effectués au titre de la péréquation des ressources, du financement de certaines obligations (sécurité sociale, salaire des agents publics, éducation) et de la compensation des manques à gagner des réformes fiscales de 1994 et 2001<sup>a</sup>.
- Les transferts spéciaux (1,3 % du PIB), dont les fonds sont fléchés vers un usage défini (infrastructure, transport, logement, emploi, etc.).

a. Ces réformes ont largement remanié l'organisation fiscale chinoise et favorisé l'échelon central par une augmentation de la part des recettes qui lui est allouée.

## 2.2 Cette présentation en quatre comptes omet les engagements hors bilan, sources de risque pour la stabilité financière

L'endettement des collectivités locales est encadré au niveau national par l'interdiction d'un recours trop important à la dette. Avant 2014, les autorités publiques locales avaient l'interdiction formelle de s'endetter. Depuis, la loi budgétaire a été amendée pour ouvrir la possibilité d'un endettement obligataire (par des obligations dites « générales », à distinguer des « *special purpose bonds* » qui financent les infrastructures et sont comptabilisés différemment), dans un cadre strict, sous le contrôle du ministère des Finances.

Toutefois, au-delà de ces budgets officiels, le déséquilibre récurrent entre les dépenses et les ressources des gouvernements locaux et le rôle qui leurs est dévolu les ont depuis longtemps conduits à mettre en œuvre de nouveaux modes de financement

de leurs missions, en les déléguant à des entités publiques de natures diverses. Il s'agit notamment de fonds tels que les « véhicules de financement des administrations publiques locales » (ou *Local government financing vehicles*, LGFV), les « fonds guidés par le gouvernement » (*government guided funds*, GGF, qui investissent dans des entreprises, notamment dans les secteurs stratégiques) ou les « fonds spéciaux de construction » (*special construction funds*, SCF). Ces fonds peuvent s'endetter sans faire apparaître les montants concernés dans les comptes officiels. Ainsi, un calcul complet du déficit ou de la dette publics exige d'ajouter au solde budgétaire officiel un solde extrabudgétaire correspondant essentiellement aux besoins de financement des LGFV. La loi de 2014 n'a pas mis fin à cette pratique, car le plafond d'émission obligataire désormais fixé par le ministère des Finances demeure insuffisant au regard du niveau de la dépense publique locale.

### Encadré 2 : Le passif des LGFV

Tolérés à partir de la fin des années 1990, puis encouragés lors du plan de relance de 2009, les LGFV seraient plus de 10 000 en Chine<sup>a</sup>. Ils recouvrent des réalités concrètes très diverses selon leur degré de proximité avec le gouvernement local et selon leurs activités. Certains se sont engagés dans la réalisation de missions de service public incombant au gouvernement local, d'autres dans des stratégies de diversification au-delà de leurs missions d'origine. Leur statut juridique demeure flou : à titre d'exemple une directive de 2017<sup>b</sup>, du MoF, de la Banque centrale (PBoC) et des régulateurs rend obligatoire l'enregistrement des LGFV sous le titre équivoque d'« entreprises d'État indépendantes et à part entière », sans pour autant mettre en place une supervision centralisée des LGFV à l'échelle nationale.

Les LGFV se sont dans un premier temps largement financés auprès des banques, en particulier la China Development Bank (CDB) et les banques locales, avant de peu à peu basculer vers un financement à la fois par le système bancaire parallèle<sup>c</sup> (*shadow banking*) et par les marchés obligataires<sup>d</sup>. Les émissions des LGFV sur le marché obligataire ont été particulièrement souscrites par des fonds issus des produits de gestion de fortune (*wealth management products*).

Le schéma traditionnel de financement des LGFV reste l'adossement aux terrains cédés par les gouvernements locaux et utilisés comme garanties pour obtenir des prêts. Ce facteur, ajouté à la proximité affichée des LGFV avec les gouvernements locaux qui les fait bénéficier d'une garantie implicite, leur a permis d'obtenir des financements à très bas coûts. Si la garantie reste souvent non explicitée<sup>e</sup>, les faibles écarts de taux entre les obligations émises par des LGFV<sup>f</sup> et les obligations souveraines chinoises témoignent de l'importance du phénomène.

- a. Huang Y., Bosler C. (2014), "China's Debt Dilemma: Deleveraging While Generating Growth", *Carnegie Endowment for International Peace*.
- b. « Règlementation supplémentaires des activités de financement et d'emprunt des autorités locales », avril 2017.
- c. Zhuo C., Zhinguo H., Chun L. (2017), "The financing of local government in China: stimulus loan wanes and shadow banking waxes", *NBER* n° 23598 ; Chong-En B., Chang-Tai H. et Zheng M. S. (2016), "The Long Shadow of a Fiscal Expansion", *NBER* n° 22801.
- d. Notamment avec l'assouplissement des contraintes sur les émissions obligataires de LGFV sur le marché interbancaire chinois en 2014 (*Guiding principle for the healthy development of capital markets*, Conseil des affaires d'État, mai 2014).
- e. Ang A., Bai J., Zhou H. (2016), "The Great Wall of Debt: Real Estate, Political Risk, and Chinese Local Government Credit Spreads" ; Clarke D., Lu F. (2016), "The Law of China's Local Government Debt Crisis: Local Government Financing Vehicles and Their Bonds", *Georges Washington University Law School, GWU Legal Studies Research Paper* No. 2016-31.
- f. Law D., Roache S. K. (2015), "Assessing default risk for Chinese firms, a lost cause?", *FMI, Document de travail* n° 2015/140.

Le total actuel des passifs des LGFV n'est pas connu, la dernière estimation publiée officiellement par le Bureau National d'Audit datant de décembre 2013. À l'époque, la dette hors bilan des gouvernements locaux était estimée à 12 % du PIB. En 2022, le FMI estime que la dette des LGFV et autres fonds pouvant être reconnue par les gouvernements locaux s'élevait à 58 % du PIB, ce qui représente le double de leur dette officielle (29 % du PIB). Le FMI estime, à trajectoire inchangée, que la dette hors bilan s'élèverait à 81 % du PIB en 2027.

Peu après l'audit officiel de 2013, qui a reconnu qu'une fraction de la dette portée par des entités parapubliques relevait effectivement de la responsabilité de gouvernements locaux, une partie de ce passif a été réintégré dans les comptes publics. Un programme d'échanges (*swaps*) a été conduit de 2015 à 2018, durant lequel des prêts de LGFV ont été remboursés par l'émission de nouvelles obligations des gouvernements locaux. Le renflouement aurait porté sur un total de 14 000 Mds RMB<sup>9</sup>, soit environ 20 % du PIB de 2015.

g. Hoyle H. et Jeasakul P., Rapport Article IV 2021 sur la Chine, Selected Issues, *Local Government Financing Vehicles Revisited*, FMI.

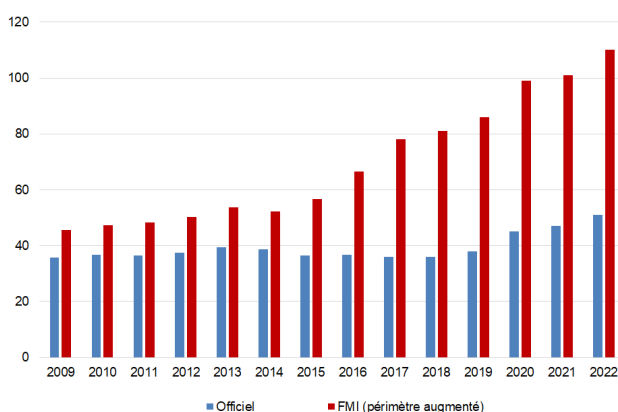
### 2.3 Une vision plus agrégée des finances publiques chinoises est proposée par le FMI<sup>7</sup>

À travers un « périmètre élargi » des finances publiques, le FMI propose une vision agrégée de l'ensemble des administrations publiques officielles, grâce à une consolidation des quatre comptes. Allant bien au-delà d'une simple addition, cette opération nécessite des retraitements détaillés et complexes, reposant sur des choix méthodologiques et n'éliminant pas totalement le risque de double comptage, mais elle fournit l'une des seules estimations disponibles du déficit permettant des comparaisons internationales. Le déficit « élargi » (dit *Fund definition*) est ainsi estimé pour 2022 à 9 % du PIB.

administratif. Par ailleurs, elle ignore les engagements hors bilan et en particulier les LGFV.

Pour intégrer le financement hors bilan, le FMI estime également un déficit et une dette dits « augmentés », pour lesquels le calcul est complété par une estimation des opérations réalisées par les LGFV, les fonds guidés par le gouvernement, et les fonds spéciaux de construction. Le déficit public chinois ainsi calculé atteindrait alors 17 % du PIB (dont 7 % du PIB pour ces seuls engagements hors bilan). La dette publique passe quant à elle de 51 % (périmètre officiel) à 110 % du PIB en 2022 sur le périmètre augmenté.

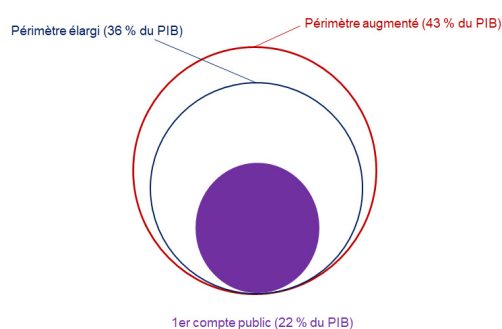
**Graphique 3 : Évolution de la dette publique chinoise selon le périmètre considéré (% du PIB)**



Source : MoF.

Cette approche, qui ne calcule que des agrégats, ne permet cependant d'obtenir une vision claire ni des dépenses par poste ni des comptes par échelon

**Graphique 4 : Niveau de la dépense publique en 2022 selon le périmètre considéré**



Sources : MoF, FMI, calculs DG Trésor.

Le FMI souligne deux limites principales à son estimation : certaines activités non gouvernementales (purement commerciales) sont probablement incluses dans le périmètre du fait de la comptabilisation des dettes des LGFV ; et certaines activités budgétaires

(7) Zhang Y. S. et Barnett S. (2014), "Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China", FMI, *Document de travail* n° 2014/004 ; FMI, Rapport Article IV 2022 sur la Chine, Annexe III, *Sovereign Risk and Debt Sustainability Analysis*.

gouvernementales, telles que les partenariats public-privé (PPP), demeurent non comptabilisées. Malgré ces limites, il s'agit là d'estimations précieuses pour

comprendre la réalité des finances publiques chinoises (cf. Graphiques 3 et 4).

### 3. Les tensions financières s'accroissent alors que la réforme des finances publiques peine à voir le jour

#### 3.1 Des finances locales en situation de très forte tension

Les comptes publics chinois enregistrent des niveaux de déficit et d'endettement élevés. Structurellement, la dépense publique est en augmentation en soutien à l'activité (voir *supra*). Côté recettes, le ratio recettes fiscales et sociales/PIB de la Chine s'élevait en 2019 à 22,1 % et l'impôt sur le revenu représentait 5 % des recettes fiscales, contre 33,8 % et 24 %, respectivement, en moyenne pour l'OCDE. L'impôt sur les revenus, les droits de douanes, les cotisations sociales pour les entreprises, etc. font l'objet de nombreuses dépenses fiscales ou difficultés de perception, et d'un évitement de l'impôt difficilement quantifiables.

Avec la double crise du Covid et du secteur immobilier, les gouvernements locaux ont fait face à une augmentation des dépenses à une diminution des recettes, celles-ci dépendant de l'immobilier à hauteur de 40 %<sup>8</sup> en moyenne. La dette publique officielle a ainsi augmenté de 12 points entre 2019 et 2022 (pour atteindre 50,4 % du PIB), une hausse que le FMI estime quant à lui de 24 points pour le périmètre augmenté (pour atteindre 110 % du PIB fin 2022). Cette situation a contribué à la forte augmentation des transferts (dont la part dans les recettes du premier compte public a crû de 6 points, à 45 % en 2022) de l'échelon central ou des entreprises d'État, et a conduit certains gouvernements locaux à réduire les salaires des fonctionnaires ou augmenter les délais de paiements commerciaux.

En tout état de cause, le risque financier local est aujourd'hui élevé. Le cadre légal mis en place en 2017 pour gérer les défauts des gouvernements locaux n'a jamais été utilisé. D'après Gavekal<sup>9</sup>, les provinces les plus pauvres, largement situées à l'intérieur des terres, concentrent les risques, et en particulier le Guizhou, le Gansu, le Guangxi et le Hubei, alors que Tianjin (municipalité de rang provincial) est aussi concernée. S'agissant des LGFV, si aucun défaut obligataire n'a pour le moment été enregistré, 166 défauts de LGFV sur des créanciers privés auraient eu lieu en 2022<sup>10</sup>. Un défaut obligataire éventuel constituerait un facteur d'instabilité, alors que le stock d'obligations de LGFV représenterait la moitié de l'encours d'obligations d'entreprises. L'incitation pour un gouvernement local à intervenir serait alors forte, ce qui renforcerait l'aléa moral, réduirait d'autant l'assainissement du secteur, et risquerait d'augmenter le risque de correction brutale à terme<sup>11</sup>.

Cependant, le risque souverain chinois demeure contenu, avec une notation A+ par S&P ou A1 par Moody's depuis 2017 et une dette publique largement en monnaie locale et dont seulement 10 % des obligations souveraines sont détenues par des étrangers<sup>12</sup>. Le gouvernement dispose aussi d'actifs financiers estimés par le FMI à 69 % du PIB ou 12 500 Mds USD, soit le premier stock au monde<sup>13</sup>. La dette des gouvernements locaux est détenue en premier lieu par des acteurs chinois publics. De plus, le gouvernement central dispose de marges pour aider les provinces en difficulté, même s'il annonce régulièrement, pour limiter l'aléa moral, qu'il ne le fera pas. Un risque systémique semble donc à court terme

(8) Huang T. (2022), "China's looming property crisis threatens economic stability", *Peterson Institute for International Economics*.

(9) Gavekal Dragonomics, *The Next LGFV Bailouts* (Février 2023).

(10) D'après le fournisseur de données financières Wind cité par Gavekal. D'après ces données, le nombre de défauts de ce type (notamment sur des prêts bancaires) dans les 8 années précédentes est au total de 212, témoignant de la très forte accélération l'an dernier.

(11) Dans le Guizhou, la situation de l'un des quatre plus grand LGFV, détenu à 100 % par la SASAC (*the State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council*) de la ville de Zunyi (2,3 millions d'habitants), s'est dégradée depuis 2019 avec la baisse des revenus liés au secteur immobilier. Le fonds a bénéficié en 2021 d'une injection de capital de la part du gouvernement, illustrant la garantie implicite fournie, mais, à la fin 2022 la société est devenue le premier LGFV annonçant une restructuration globale de ses prêts, dont seuls les intérêts seront payés durant les 10 premières années et le principal remboursé durant les 10 années suivantes. Le report de remboursement de prêts bancaires par les LGFV de certaines régions relativement pauvres n'est pas nouveau, mais un report de 20 ans pour l'ensemble des prêts d'un LGFV est sans précédent.

(12) D'après China Central Depository & Clearing Co.

(13) Lam R. W. et Moreno Badia M. (2023), "Fiscal policy and the government balance sheet in China", FMI, *Document de travail* à paraître.

écarté, même si les effets d'un éventuel défaut d'une province sont difficilement prévisibles.

### 3.2 Des réformes qui peinent à porter leurs fruits

Conscientes de ces difficultés qui s'accroissent, les autorités annoncent depuis plusieurs années la mise en œuvre de réformes structurelles. La répétition de ces annonces suggère un succès modéré. Ainsi, une loi de 2013, portant notamment sur la recentralisation des finances publiques, la modernisation du système fiscal et la gestion des dettes implicites, affichait déjà comme objectifs l'amélioration du système budgétaire national, avec une recentralisation partielle de certaines dépenses (éducation, santé, assurances sociales et R&D), la clarification des responsabilités entre les différents échelons, et l'amélioration du système de transferts du niveau central aux niveaux locaux (en particulier de leur transparence et de la péréquation qu'ils opèrent), sans que soit aujourd'hui clair lesquels de ces objectifs peuvent être considérés comme atteints.

S'agissant des garanties implicites des gouvernements locaux aux LGFV, elles ont été plusieurs fois formellement interdites par les autorités centrales en 2010, 2012, en septembre 2014<sup>14</sup> et en février 2017. La dette cachée hors bilan a aussi fait l'objet de plusieurs

interdictions successives. Autre exemple, jusqu'à 2021, les autorités ont régulièrement proposé l'instauration d'une taxe foncière, reportée *sine die* depuis. Cette dernière aurait pourtant permis aux gouvernements locaux d'obtenir une base plus stable de revenus.

Les mesures prises jusqu'à présent ont tout de même conduit à une plus grande transparence des comptes publics, avec de nombreux engagements pris dans ce domaine par les gouvernements locaux, et elles ont permis plus généralement d'améliorer la gestion de la dette des collectivités locales. En 2021, à la suite de la publication du 14<sup>e</sup> Plan quinquennal qui prévoit de nouveau un fort encadrement des LGFV, le Guangdong a annoncé avoir nettoyé son bilan de la dette « cachée ». D'autres provinces annoncent la mise en place de « swaps » entre la dette cachée et des obligations gouvernementales en bonne et due forme, afin d'améliorer la transparence des comptes publics. Mais au-delà de succès ponctuels, les autorités semblent surseoir à la concrétisation d'une réforme en profondeur telle qu'annoncée en 2013, notamment sur les volets de la recentralisation des dépenses, de la clarification des mécanismes de transferts, ou encore la modernisation du système fiscal, et ce même si de nouveau cette année la dette des gouvernements locaux figure dans l'agenda gouvernemental comme l'un des axes majeurs de la politique économique<sup>15</sup>.

(14) *Opinions of the State Council on Strengthening the administration of local government debts*, Doc. 43, septembre 2014.

(15) En témoigne le rapport sur le travail du gouvernement délivré par le Premier ministre Li Keqiang lors de la réunion annuelle des deux assemblées parlementaires (Lianghui) de 2023 (p.36) qui mentionne pour la première fois : "To prevent and defuse local government debt risks, we should improve the mix of debt maturities, reduce the burden of interest payments, and prevent a build-up of new debts while working to reduce existing ones."

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie,  
des Finances  
et de la Souveraineté  
industrielle et numérique  
Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directrice de la Publication :

Muriel Lacoue-Labarthe

#### Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

#### Derniers numéros parus

#### Avril 2023

N° 326 Quels moteurs de croissance pour le Japon ?

Guillaume Blin-Vialart, Vincent Davoine, Jean Gaudelus, Raphaël Keller, Christel Périodon, Karim Triki, Lilian Varinois-Dehez

#### Mars 2023

N° 325 Perspectives mondiales au printemps 2023 : l'économie au creux de la vague

Bastien Alvarez, Raphaël Beaujeu, Sixtine Bigot, Louis Bertrand, Adama Hawa Diallo, Paul Mainguet  
Cyprien Ronze-Spilliaert, Eloïse Villani

N° 324 À quoi servent les plans de relance mis en place après la crise du Covid-19 ?

Morgane Bastardie, Hannah Fatton, Simon Ganem, Corentin Ponton

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à Trésor-Éco : [bit.ly/Trésor-Eco](https://bit.ly/Trésor-Eco)

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.