



**HAL**  
open science

# Centralité du foncier et dynamiques immobilières en Chine au prisme de l'Etat Développeur

Natacha Aveline-Dubach

► **To cite this version:**

Natacha Aveline-Dubach. Centralité du foncier et dynamiques immobilières en Chine au prisme de l'Etat Développeur. 2016. hal-01298409

**HAL Id: hal-01298409**

**<https://hal.science/hal-01298409>**

Preprint submitted on 10 Apr 2016

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Natacha AVELINE-DUBACH

## « Centralité du foncier et dynamiques immobilières en Chine au prisme de l'Etat Développeur »

Working paper présenté à la Journée d'étude de l'Ecole de la Régulation,  
Regards croisés sur les capitalismes asiatiques et latino-américain  
Institut des Amériques, Paris, 1<sup>er</sup> Février 2016

### ABSTRACT

This paper engages in a discussion between regulationists and urban scientists with the aim of bringing awareness of the growing role of property markets as drivers of contemporaneous capitalist regimes — a dimension that has not been given proper consideration by the French Regulation School. The case of China exemplifies the centrality of land in macroeconomic dynamics. The paper explores this centrality through the prism of the Development State (DS), a framework that sets China's experience in the broader context of Northeast Asia. Three main characteristics of Johnson's DS framework are mobilized to highlight the role of property value enhancement in the regime of capital accumulation in China, i.e. the state's productivist approach, the main bank system and a nationalistic ethos in economy. It is argued that the state (at both central and local levels) has used the mechanism of property value enhancement as a major tool to ensure a smoother economic transition. By keeping the 'main bank system' and avoiding the development of financial markets, it has created a dual track financing system of urban production, evidenced by the process of 'landed urbanization' (Li, 2014) and the proliferation of grey finance. To keep the land rent under control, foreign investment had to be restricted despite the strong focus put by local governments on international design in urban (re) development.

**Keywords :** China, developmental state, urban land, real estate, property, urbanization, China, housing, residential markets, financialization, regulation

### RESUME

Cet article engage un dialogue entre les régulationnistes et des spécialistes de l'urbain afin que les dynamiques foncières et immobilières, grandes impensées de la Régulation, puissent trouver leur juste place dans l'analyse des régimes capitalistes contemporains. Le cas de la Chine apparaît particulièrement emblématique du rôle central que peut prendre la valorisation foncière dans un modèle de croissance. Cet article l'aborde au prisme du Developmental State (DS), un cadre d'analyse qui resitue l'expérience chinoise dans son contexte régional. Trois grands aspects de la théorie de Johnson (1982) sont mobilisés ici pour mettre en lumière le rôle de la valorisation foncière dans le processus d'accumulation du capital en Chine : l'approche productiviste de l'Etat, le système de la banque principale et le nationalisme économique. L'approche par le DS révèle l'usage de l'inflation foncière comme base de la politique macro-économique de l'Etat chinois à travers la promotion de l'investissement résidentiel comme véhicule privilégié de placement. Le maintien du système de banque principal et les freins au développement des marchés financiers ont généré un système de financement dual de la production urbaine ainsi qu'en témoigne le processus de 'landed urbanization' (Li, 2014) et la prolifération de la finance grise. Pour garder le contrôle de la rente foncière, l'Etat a restreint l'investissement étranger en dépit de l'internationalité affichée des nouveaux projets urbains.

**Mots-clés:** Chine, Etat développeur, foncier, immobilier, urbanisation, Chine, logement, urbanisation, financiarisation, marchés résidentiels, régulation.

### REMERCIEMENTS

L'auteure adresse ses remerciements à Robert Boyer pour ses conseils éclairés ainsi qu'à Sylvain Gauthier pour son aide dans l'organisation d'une mission à Shanghai.

Contact : Natacha Aveline-Dubach, directrice de recherches CNRS à Géographie-Cités, université Paris I Panthéon-Sorbonne. [aveline@jp.cnrs.fr](mailto:aveline@jp.cnrs.fr)

« We learn from history that we do not learn from history. »

*Georg Wilhelm Friedrich Hegel*

## INTRODUCTION

En parallèle au courant des *Varieties of Capitalism* (VoC, Hall, Soskice, 2001) et des *Variagated capitalism* (Peck, Theodore, 2007), les théoriciens de la Régulation ont recherché des convergences dans les systèmes de régulation des capitalismes issus de la mondialisation (Boyer, 2002). Au sein de leurs typologies, ils ont identifié une catégorie de capitalisme regroupant le Japon et la Corée du Sud, nommée “capitalisme asiatique” par Amable (2005) et “capitalisme méso-corporatiste” par Boyer (2015). La Chine n'y figure pas, étant perçue comme une catégorie *sui generis* (Aglietta, Landry, 2007; Aglietta, Bai, 2013).

Pourtant, la Chine partage avec ses voisins l'expérience d'épisodes de valorisation exceptionnelle des actifs fonciers et immobiliers (Aveline, Li, 2004; Aveline-Dubach, 2008). L'actuel mécanisme spéculatif en Chine n'est pas sans évoquer la «bulle foncière» ayant frappé le Japon au cours des années 1980. On y trouve un même phénomène d'accumulation du capital dans l'immobilier des cœurs métropolitains, fondé sur des anticipations de plus-values foncières par une majorité d'agents économiques. Un trait commun aux pays nord-est asiatiques semble être la *centralité du foncier dans le modèle de croissance*, qui encourage les logiques autoréférentielles et soumet les économies à des dynamiques de cycles spéculatifs. Les formes de cette centralité foncière diffèrent d'un pays à l'autre, en fonction des équilibres entre la valeur des actifs fonciers/immobiliers et des revenus des activités économiques, et selon l'ampleur des effets de richesse causés par la variation de valeur de ces actifs. Pourtant, malgré leur rôle crucial pour la compréhension des ajustements structurels des économies nationales, ces aspects ont été très peu documentés dans la littérature.

Smart et Lee (2003) sont parmi les rares auteurs à les avoir abordés selon une perspective régulationniste. Etudiant le cas de Hong Kong, ils ont conçu une nouvelle catégorie de régime d'accumulation du capital basé sur la propriété immobilière (*property-based accumulation regime*). Des travaux empiriques de géographes et sociologues ont par ailleurs mis en évidence des processus d'accumulation massive du capital dans l'immobilier de métropoles nord-est asiatiques, soulignant le rôle médiateur de l'industrie immobilière dans l'inscription spatiale des nouvelles dynamiques financières (Haila, 2000, 2015; Wu, 2015; Theurillat, 2015; Fujita, 2011).

L'objectif de cet article est d'engager un dialogue entre les régulationnistes et des spécialistes de l'urbain, afin que les dynamiques foncières et immobilières, grandes impensées de la Régulation, puissent trouver leur juste place dans l'analyse des régimes capitalistes contemporains.

Au cours des trois dernières décennies, les grandes crises financières ont eu le plus souvent une origine immobilière. C'est le cas notamment de l'éclatement de la bulle nipponne en 1991, de la crise asiatique de 1997 (elle-même en partie fille de la précédente) et de la débâcle des subprime mortgage de 2007-2009. Cette montée en puissance de l'immobilier est liée à l'expansion de l'investissement institutionnel et à la prolifération de véhicules de placements visant à accroître la mobilité du capital sur ces marchés d'actifs peu liquides (Corpataux, Crevoisier, 2005; Theurillat, Crevoisier, 2013). Grâce à la financiarisation de l'immobilier, les investisseurs institutionnels

peuvent réduire leur exposition au risque en diversifiant leurs portefeuilles d'actifs — conformément à la théorie moderne du portefeuille de Markowitz— et profiter dans le même temps de la valorisation foncière impulsée par la croissance urbaine. Dans ce contexte, le tropisme foncier des pays d'Asie du nord-est transforme ces derniers en foyers potentiel de crises systémiques, rendant tout particulièrement pertinente l'exploration du nexus foncier/économie.

Pour comprendre les principes organisateurs de la centralité foncière en Chine, l'analyse développée ici s'inscrit dans la perspective du « developmental state » (DS) conceptualisée par Chalmers Johnson (Johnson, 1982). Bien que l'hypothèse du DS n'ait jamais été appliquée à l'immobilier, elle nous paraît pertinente pour saisir les ressorts du mécanisme spéculatif ayant frappé la Chine, en inscrivant la démarche dans un cadre régional qui tient compte des influences réciproques de long terme entre les pays d'Asie du nord-est (Legg, McFarlane, 2008; Waley, 2012).

Le travail présenté ici s'appuie sur une soixantaine d'entretiens semi-directifs menés auprès de divers acteurs des marchés immobiliers et de représentants de gouvernements locaux dans six métropoles chinoises, complétés par une exploitation de la littérature grise produite par les cabinets de conseil immobilier. Dans la première section, nous partons de l'état de l'art du concept de DS pour identifier les principaux éléments constitutifs de la centralité foncière. Puis nous examinons dans les trois sections suivantes les points saillants des dynamiques immobilières chinoises à partir de ce prisme.

## 1. APPLICATION DU CONCEPT DE DS AUX DYNAMIQUES IMMOBILIERES

Le terme de «developmental state» a été créé par le politiste Johnson (Johnson, 1982) pour expliquer la croissance spectaculaire du Japon dans l'après-guerre, dont il faut rappeler qu'elle était du même ordre de grandeur que les performances récentes de la Chine<sup>1</sup> (Aglietta, Landry, 2007). Johnson a attribué ces performances à un état poursuivant une perspective productiviste, focalisée sur la croissance économique, reposant sur trois grandes caractéristiques :

- a) une bureaucratie méritocratique dotée d'une agence de pilotage économique capable d'opérer indépendamment des pressions politiques et des groupes d'intérêt pour atteindre l'objectif performatif qui lui est assigné ; bien qu'autonome, cet organe est connecté à la société civile et entretient des relations symbiotiques avec les milieux d'affaires, une propriété qu'Evans nommera «embedded autonomy» (Evans, 1995).
- b) Un système financier caractérisé par la prédominance de l'intermédiation bancaire. L'Etat exerce un contrôle étroit sur l'approvisionnement de l'économie en capital et canalise celui-ci vers les industries cibles par le biais du système de la banque principale.
- c) Un nationalisme économique tourné vers le rattrapage d'économies plus avancées, conférant à l'Etat une forte légitimité pour accomplir ses objectifs productivistes.

Plusieurs auteurs se sont attachés à transposer ce concept aux autres pays de la région. A la lumière de ces travaux, de nouveaux développements au cadre d'analyse du DS énoncés par Johnson ont été apportés dans deux directions.

Une première série de discussions, les plus nombreuses, a porté sur les relations entre l'Etat et l'industrie. L'existence d'organes de pilotage formés de cadres compétents et attachés à l'œuvre de développement économique national est validée empiriquement dans la plupart des pays à l'exception notable de Hong Kong<sup>2</sup> (Woo-Cumings, 1999). Baek (2005) souligne le parallèle entre

---

<sup>1</sup> Selon Aglietta et Landry (2007, p.12), le PIB japonais a cru de 460% de 1950 à 1973 (soit 8,2% par an) contre 370% en Chine de 1978 à 2004 (9%

<sup>2</sup> Hong Kong n'a pas pu bénéficier d'une politique industrielle menée par un exécutif exerçant une souveraineté sur le territoire, en raison de la

les politiques industrielles de la Chine et de Taïwan dans les années 1970-1980, dont résulte une structure duale (séparation entre secteurs public et privé) et un développement particulièrement faible de la finance, rendant ces deux pays moins vulnérables aux risques systémiques. Selon Huchet (2014), une structure duale gouverne également le secteur public en Chine. L'Etat s'est inspiré de l'exemple des *keiretsu* et *chaebols* pour constituer des champions nationaux apte à rejoindre le club des «Fortune 500». Ses organes de pilotage industriel (Commission d'État au plan et la Commission pour la Gestion des Actifs publics) ont alors porté l'effort sur une centaine de grandes SOEs, laissant la gestion de plus d'une centaine de milliers de PME d'Etat aux gouvernements locaux. Cette décentralisation des pouvoirs, jointe à la recentralisation fiscale par la réforme de 1994, a profondément modifié le système d'incitation des cadres locaux. Des coalitions de croissance nouées localement (Zhu, 1999) ont reconfiguré les équilibres de pouvoir entre les diverses composantes de l'Etat Développeur, amenant de nouvelles conceptualisations telles que le « local developmental state » (Zhu, 2004) et le «local state corporatism» (Oi, 1992).

Un second champ de recherche a concerné les politiques de protection sociale. Dans ce domaine, l'orientation productiviste mâtinée de tradition confucéenne des DS d'Asie orientale a façonné des approches qui, selon Holliday (2000), cadrent mal avec la typologie occidentalocentrée d'Esping-Andersen. Haggard et Kaufman (2008) identifient trois principaux traits communs les caractérisant : une subordination des politiques sociales à l'impératif de croissance; un faible niveau de dépenses sociales, voire résiduel dans certains pays, conduisant à une provision insuffisante de couverture chômage et de pensions de retraite ; un rôle central conféré à la famille et à l'entreprise. Parmi les domaines couverts par la protection sociale, le logement joue un rôle pivot dans les dynamiques des marchés immobiliers. Selon Doling (1999), les politiques de logement des DS d'Asie ne sont pas conçues dans une perspective d'équité sociale mais de consommation par les ménages. L'allocation des ressources vers le secteur résidentiel vise prioritairement la capacité des ménages à consommer plutôt que la satisfaction d'un besoin (Doling, 1999: 247). Il en résulte des arrangements entre l'Etat et les grands groupes industriels visant à organiser la production et la consommation du logement selon les logiques du marché, attribuant au secteur résidentiel un rôle de pilier de la croissance.

Dans le cadre d'une protection sociale limitée ou résiduelle, c'est à l'unité familiale qu'incombe la prise en charge de sociétés vieillissantes. Le logement occupe là également une place centrale, non seulement en tant que lieu d'habitat, mais comme réserve de richesse pour les ménages. Ronald et Doling (2012) relèvent l'importance du rôle économique du logement en Asie orientale, à la fois en tant qu'instrument d'épargne et support de flux d'échanges intergénérationnels via l'héritage et la cohabitation.

Ces deux champs de littérature apportent des compléments très utiles à l'application du concept de Johnson aux dynamiques foncières/immobilières. D'une part, ils déconstruisent la figure d'un état monolithique en insistant sur les divergences d'intérêt des niveaux centraux et locaux du DS; d'autre part ils permettent d'articuler les dimensions physique et financière des actifs immobiliers, en tant que fournisseurs de surfaces et instruments de placement, dans un contexte de protection sociale résiduelle rendant indispensable l'accumulation d'épargne.

## 1.1 FONCIER/IMMOBILIER ET REGIME D'ACCUMULATION DU CAPITAL DANS LES DS

Nous retiendrons de la littérature sur les DS trois points saillants permettant de bâtir un cadre d'analyse adapté à l'immobilier.

a) En premier lieu, la démarche productiviste mobilise les ressources et des énergies de l'appareil d'Etat en faveur d'une sélection de secteurs industriels. Parmi ceux-ci, la construction et l'immobilier sont des piliers de l'économie. Des politiques d'encouragement à l'investissement immobilier sont menées envers les groupes cibles de la politique industrielle, et orientées vers les espaces urbains comme arènes privilégiées d'accumulation du capital. La valorisation foncière qui en résulte permet au secteur industriel de « négocier » des situations transitoires au cours desquelles le modèle de croissance doit être redéfini. C'était le cas du Japon des années 1980, confronté à la crise d'un modèle basé sur les exportations arrivé en bout de course et générateur de frictions commerciales. La Chine est également soumise à des chocs qui la contraignent à réajuster régulièrement son modèle de croissance. Les SOEs font face à une profonde recomposition du tissu industriel, avec de lourdes conséquences sur l'emploi et la fourniture de prestations sociales. Dans une telle situation, l'Etat peut être tenté de faire de *la valorisation foncière un instrument de politique macro-économique* pour faciliter les ajustements structurels.

b) Deuxièmement, le choix du système de banque principale et son corolaire, le sous-développement de la finance, permettent à l'Etat de maintenir l'épargne à coût faible pour la canaliser vers les secteurs industriels privilégiés. La réserve d'épargne est d'autant plus abondante que les politiques de protection sociale des Etats développeurs sont déficientes, en particulier dans le cas de populations vieillissantes. Si l'épargne des ménages et des entreprises est prisonnière des dépôts bancaires, une partie se fixe néanmoins sur les actifs immobiliers, qui figurent parmi les rares placements alternatifs, renforçant ainsi la prise d'intérêt d'un grand nombre d'agents économiques dans les phases ascendantes des cycles. Autre conséquence du système de banque principale, le cloisonnement du crédit et la faible culture d'évaluation du risque freine l'accès au financement des petits acteurs (PME notamment) et suscite le développement de canaux de financement informels dont la prolifération constitue une menace pour le système financier. Qu'ils soient ou non d'origine bancaire, ces emprunts tendent à être sécurisés par des collaterals immobiliers. Enfin, la priorité accordée à l'industrie restreint les capitaux disponibles pour la production urbaine mais encourage d'autant l'innovation pour le financement d'infrastructures à forte intensité capitaliste. Des modèles économiques basés sur le principe de création, puis de récupération des plus-values foncières (*land value capture*) sont alors mobilisés pour construire des infrastructures de transport ou aménager des projets urbains de grande envergure (Aveline-Dubach, 2013 ; Gelézeau, 2003). Prises ensemble, toutes ces formules de financement s'appuient sur *le foncier comme sécurité ultime de la dette (formelle ou informelle) et moteur de la croissance économique*.

c) En troisième lieu, les Etats développeurs partagent une culture de nationalisme économique. Le Japon s'est singularisé par un développement industriel sans recours significatif aux IDE, ainsi que l'avait noté Johnson. Les autres pays ont fondé les phases initiales de leur croissance sur l'apport de capital étranger dans le secteur manufacturier, mais ils ont utilisé divers leviers, comme les échanges de type « marché contre technologie » pour freiner l'investissement étranger et monter en gamme dans la chaîne de valeur (Wade, 2005 ; Huchet, 2014, 2015). Sur ce plan, la Chine ne fait pas exception en dépit de sa position « d'atelier du monde » comme en atteste la montée en puissance de son industrie électronique (Zhao, 2015). L'immobilier occupe cependant une place à part au sein de l'industrie, en raison de la rente urbaine générée par les transformations radicales de l'espace dans les métropoles. Dans un régime productiviste centré sur le foncier, il est impératif d'empêcher une extraction massive de valeur par les opérateurs étrangers en gardant un contrôle étroit de la propriété —publique ou privée— des sols. En Chine s'ajoute le rôle critique

du foncier dans la corruption et la nécessité politique impérieuse pour l'Etat de réguler les prix des logements. Pour toutes ces raisons, *les Etats développeurs nord-est asiatiques présentent en général une faible exposition au capital étranger dans le secteur immobilier*. A l'inverse, ils peuvent montrer une intense activité internationale dans ce même secteur, prenant appui sur la rente urbaine domestique.

Les sections qui suivent présentent le cas de la Chine au prisme de ces trois éléments. A la suite des travaux de Wu (2015) et Theurillat (2015), elles interrogent les relations entre l'Etat, les marchés immobiliers et le capital, mais les replacent dans le contexte du *welfare developmental state* nord-est asiatique tout en éclairant certains aspects idiosyncrasiques de la stratégie de l'Etat développeur chinois.

## 2. LA CAPTURE DE VALEUR FONCIERE COMME FONDEMENT DE LA POLITIQUE MACROECONOMIQUE

Sous le maoïsme, l'Etat avait délibérément réprimé l'urbanisation car la consommation de services était considérée comme oiseuse dans un système productiviste fondé sur le développement du secteur manufacturier (Wu, 2012). La Chine connaissait donc un phénomène de sous-urbanisation avec un taux de la population urbaine de 18% en 1978 (Lin, Zhang, 2014). Après les réformes, les mouvements migratoires interurbains contenus jusque là par le *hukou* ont été libérés, impulsant une dynamique couplée d'industrialisation et d'urbanisation. En l'espace de trois décennies seulement, la part de la population urbaine chinoise est passée à 53% de la population nationale et l'on dénombre 9 000 agglomérations de plus de 10 000 habitants (Swerts, 2013). Cette intense transition urbaine a généré un formidable gisement de valeur dont l'Etat a organisé ou facilité l'extraction principalement par les ménages, les entreprises d'Etat et les gouvernements locaux.

### 2.1. STIMULER LA CROISSANCE INTERIEURE PAR L'INVESTISSEMENT PRIVE DES CLASSES MOYENNES

La centralité du foncier s'est construite par la convergence d'intérêts des deux niveaux du DS (central et local<sup>3</sup>) suite à une série de tâtonnements à mesure que progressaient l'urbanisation et la marchandisation de l'immobilier. Elle s'est surtout appuyée sur le secteur résidentiel, qui occupe une part prépondérante de la promotion immobilière en Chine et se présente comme le marché le plus lucratif. Suite à la décentralisation, les gouvernements locaux sont devenus les principaux bénéficiaires des recettes des droits d'usage fonciers (Land Use Rights, LUR). Cependant, leurs stratégies d'allocation foncière ont varié dans le temps, en fonction des équilibres de pouvoir avec l'Etat et de l'évolution de la structure des finances locales (Li et al., 2011).

Au cours d'une première phase d'expérimentation, de 1985 à 1991, l'Etat a organisé des expériences pilotes de vente de logements aux occupants des *danwei* (Ho, Kwong, 2002). La privatisation de ces logements vétustes est devenue plus conséquente en 1988, mais l'Etat a restreint par des mesures financières et réglementaires le développement des marchés résidentiels pour contenir les tensions inflationnistes.

La seconde phase, qui couvre la période 1992-1997, voit le développement d'un marché résidentiel aux côtés des logements des *danwei*, grâce à la constitution d'un Housing Provident Fund en 1992. Cette période est marquée par deux événements majeurs. En premier lieu intervient

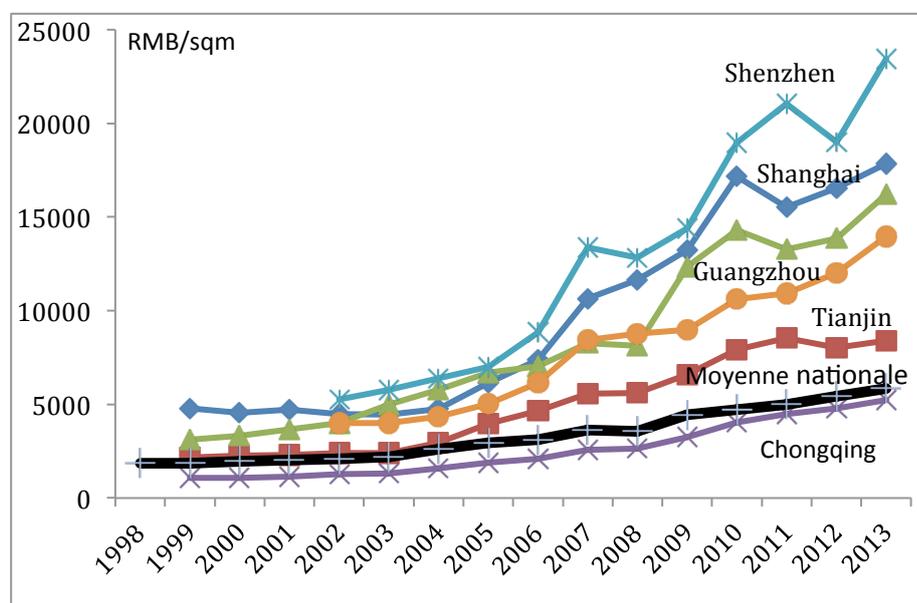
---

<sup>3</sup> Le gouvernement local est entendu ici au sens large, incluant toutes les entités locales, du district à la province.

la réforme fiscale de 1994, qui recentralise les revenus fiscaux en ignorant le coût croissant de l'urbanisation et de la protection sociale assumé par les gouvernements locaux. Entre 1992 et 1998, ceux-ci voient leurs recettes décroître de 78% à 50%, quand leur dépenses grimpent de 66 à 71% (80% en 2009, Wong, 2013). Pour boucler leur budget, ils auront alors massivement recours aux recettes des LUR. Le second événement est la crise asiatique de 1997, au cours de laquelle la Chine subit une appréciation de sa devise qui menace sa compétitivité à l'export (Wu, 2012). Tout comme le Japon treize ans plus tôt (Aveline-Dubach 2014), l'Etat organise un repli de l'économie vers le marché intérieur, faisant de l'immobilier un pilier majeur de la croissance (de 1997 à 2014, ce secteur accroît sa part du PIB de 4% à 15%<sup>4</sup>). Pour inciter les ménages à investir dans leur logement, il supprime en 1998 le dispositif d'attribution des logements par les unités de travail et institue un système de crédit hypothécaire.

Au départ, la production résidentielle est supposée privilégier l'accès social (*jingji shiyong fang* « logements économiques »), mais très vite le segment plus luxueux du «commodity housing» (*shang ping fang*) prend le dessus<sup>5</sup> (Wu, 2012). La plupart des acteurs y ont intérêt : les gouvernements locaux qui accroissent les recettes de LUR tout en élevant le niveau moyen du confort résidentiel sur leur territoire; les promoteurs qui abaissent leur coût de construction en réduisant le nombre d'unités produites ; quant aux classes moyennes des grandes villes, elles exhibent leur opulence et engrangent de substantielles plus-values immobilières (Tian, Ma, 2009; RICS, 2007). En 1998, un amendement à la Land Management Law introduit le partage des recettes des LUR avec le gouvernement central à hauteur de 30% (Tian, Ma, 2009). Cette mesure rapproche les deux niveaux de l'Etat développeur, mais n'empêche pas le gouvernement central de mobiliser à plusieurs reprises ses nombreux leviers (politique de taux, fiscalité, restriction du crédit, directives aux gouvernements locaux...) pour freiner les manifestations les plus excessives des cycles immobiliers résidentiels.

**Graphique 1. Evolution du prix des logements dans les plus grandes villes chinoises**



Source : Aveline-Dubach, données du National Bureau of Statistics

<sup>4</sup> Chivakul et al. 2015 : 3.

<sup>5</sup> La frontière entre ces deux catégories de logements diffère d'une ville à l'autre. Dans certains cas le critère discriminant est la surface des logements (90, 120 mètres carrés), dans d'autres c'est le prix.

De 2000 à 2013, les conditions ont été très favorables à l'investissement résidentiel, notamment en direction du «commodity housing». L'activité dans ce secteur a été tout particulièrement stimulée par l'abondance du crédit hypothécaire, la forte demande d'épargne, le retour en force du statut de propriétaire comme socle des relations et des valeurs centrées sur la famille (Hu, 2013), ainsi que l'accès au *hukou* urbain pour les ménages ruraux via l'acquisition immobilière (Theurillat, 2015).

Cette situation fait de la Chine un peuple de petits propriétaires. Le taux de propriétaires occupants atteint 87% en moyenne nationale, et beaucoup de ménages possèdent plusieurs logements. Le coût quasi nul de la détention des biens immobiliers (taxe foncière inexistante, taxe d'habitation et taxe sur les plus-values foncières non prélevées) a conforté ces derniers comme produits de placement dont la liquidité était assurée par l'inoccupation ou la location précaire des locaux.

Ce stockage de l'épargne dans l'immobilier a rendu la capacité de consommation des ménages très dépendante des dynamiques de cycles dans ce secteur. Il a conduit à une déconnexion entre valeurs immobilières et «fondamentaux», le prix des logements au mètre carré ayant quadruplé en valeur courante de 2002 à 2013 dans les grandes villes (graphique 1). En l'absence d'un marché locatif privé et du fait de la solvabilisation des primo-accédants par les réseaux familiaux (prise en charge de la mise de fonds initiale équivalente à 40% du montant de l'acquisition), les forces de rappel du marché tels que le rendement des biens et la solvabilité des acquéreurs ont été grippées. En satisfaisant avant tout une demande de placement, la production résidentielle a généré un gonflement massif du stock de logements vacants. Selon une estimation du CHFS<sup>6</sup>, la vacance touchait 48,98 millions de logements détenus par des ménages en 2013 (soit 22,2% des surfaces) ainsi que 3,5 millions d'unités invendues<sup>7</sup>. Ce phénomène concerne la plupart des villes, et tout particulièrement Chongqing, épargnant relativement Pékin et Shanghai.

## 2.2. SOUTENIR LES SOE DANS LEUR MUTATION PAR LA VALORISATION FONCIERE

Parallèlement aux ménages, les SOEs ont été de grandes bénéficiaires de la valorisation du foncier. En tant que propriétaires des *danwei*, elles sont parvenues à céder des terrains à des promoteurs en contournant la réglementation qui interdisait ces pratiques (Tian, Ma, 2009). Les vastes sites industriels dont elles disposaient dans les centres urbains ont été vendus pour financer le coût de leur délocalisation en périphérie urbaine (Dowall, 1993; Zhang, 1997). Mais les SOEs ont surtout développé une intense activité de promotion immobilière. Elles ont abondamment profité des attributions administratives de LUR à bas coût jusqu'à l'abolition du « système dual » en 2002 (Xu et al., 2009). Malgré la généralisation des dispositifs d'enchères publiques, elles demeurent les principales bénéficiaires des adjudications (Li, Li, 2011). Ces arrangements s'expliquent par des liens symbiotiques qu'entretiennent les SOEs avec les collectivités territoriales (Tao et al., 2010). Nombre de dirigeants de SOEs sont d'anciens cadres territoriaux qui retournent

---

<sup>6</sup> Selon la China Household Finance Survey conduite en 2013 la Southwestern University of Finance and Economics (SWUFE) auprès d'un échantillon de ménages dans 262 comtés et 29 provinces. Le rapport n'est pas accessible sur le site de la CHFS mais ces résultats ont été cités dans la presse, notamment le *Wall Street Journal* du 11 juin 2014 (<http://www.wsj.com/articles/more-than-1-in-5-homes-in-chinese-cities-are-empty-survey-says-1402484499>).

<sup>7</sup> La faible part des logements construits invendus au sein de la vacance est confirmée par une autre source, China Confidential, qui estime qu'elle s'élève à 10% (<http://www.ft.com/cms/s/0/0255d35c-fb14-11e4-9fe6-00144feab7de.html#ixzz3nlAGiYO9>). Selon cette source, les invendus construits ne représentaient en fin 2013 que 5 mois de ventes dans les grandes villes (contre 3,2 en moyenne depuis 1999) et 3,5 mois dans les autres. Cependant, elles minimisent les invendus inconnus pour lesquels les promoteurs se sont engagés dans des acquisitions foncières.

ensuite dans leur corps d'origine en gravissant les échelons dans la hiérarchie.

La plupart des SOEs sont impliquées à des degrés divers dans la promotion immobilière. En engrangeant les profits de la rente urbaine, elles parviennent à mieux s'adapter à la profonde restructuration de l'appareil productif. Leur présence sur le marché immobilier est devenue massive surtout à partir des années 2009-2010. Leurs équipements industriels étant alors en surcapacité, elles ont profité d'un crédit facile pour se lancer dans la réalisation de projets immobiliers. Un grand nombre de SOEs s'efforcent de construire au moins un immeuble de bureaux à Beijing. Plusieurs raisons les y incitent : la proximité du pouvoir central, le contrôle étatique assurant une certaine stabilité du marché immobilier, la qualité des infrastructures soutenant les revenus locatifs. Mais la rationalité économique n'est pas toujours le principe premier guidant la conduite de ces entreprises. Certains de leurs projets accusent des rendements médiocres par manque de suivi ou de compétence dans la gestion de surfaces de bureaux. D'autres répondent à des visées purement politiques, comme la construction de gratte-ciels dans des villes moyennes où la demande de bureaux de prestige est faible.

Le gouvernement central s'est inquiété de cette frénésie d'investissement immobilier par les SOEs en raison des risques qu'elle faisait encourir au secteur bancaire et de ses effets inflationnistes sur le foncier (figure 2). Il a oeuvré à une spécialisation sectorielle en suscitant l'émergence d'une vingtaine de SOEs immobilières de grande envergure. Cela n'empêche pas nombre de SOEs de plus petite taille de mener des activités de promotion immobilière, sous l'œil peu vigilant d'un Etat soucieux de préserver l'emploi pour maintenir la stabilité sociale.

### 3. LES ACTIFS FONCIERS, SECURITE ULTIME ET LEVIER FINANCIER DE LA PRODUCTION URBAINE

Si l'Etat s'est soucié de la ruée immobilière des SOEs, il n'a pas transformé pour autant les conditions de financement de la production urbaine. Les SOEs et ménages demeurent les principales bénéficiaires du crédit et l'investissement indirect dans l'immobilier, assimilé à une activité financière, reste par ailleurs fortement contenu. Ces restrictions procurent un levier au gouvernement central pour réguler les marchés immobiliers. Face à la pénurie de crédit, les autres opérateurs urbains, promoteurs privés et gouvernements locaux ont lancé des nouvelles formules de financement qui alimentent la prolifération de crédit informel.

#### 3.1. DUALITE DU SYSTEME DE CREDIT

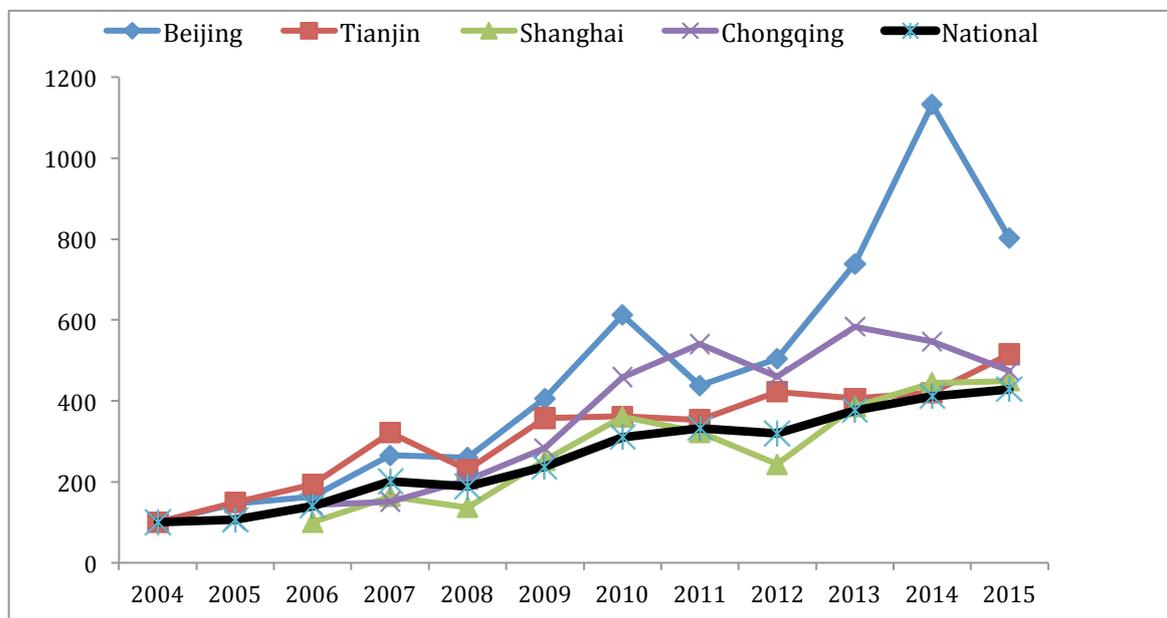
Comme au Japon et en Corée, le système de banque principale a entraîné la constitution d'une structure duale du système de crédit favorisant les grands groupes au détriment des PME. Cependant, le système chinois présente un paysage plus complexe marqué par une fragmentation extrême des conditions d'accès au crédit des entreprises de promotion immobilière, selon leur nature (publique vs privée) et leur taille (grand groupe vs PME).

Les SOEs bénéficient de privilèges sans équivalent. Elles entretiennent des liens étroits avec les quatre grandes banques commerciales d'Etat qui, pour des raisons de maintien de l'emploi et de stabilité politique, leur consentent des montants pratiquement illimités et des taux très inférieurs à ceux du marché (Bergère, 2007; Meyer, 2014). Celles de plus petite taille profitent en prime d'une supervision limitée car elles relèvent de banques sous contrôle de potentats locaux, n'ayant pu développer des compétences en matière de gestion des risques (Aglietta, Landry, 2007).

A la différence des SOEs, les promoteurs privés ne peuvent obtenir un crédit bancaire couvrant la totalité de l'opération. Ils doivent fournir le terrain, dont l'hypothèque sécurise le crédit. Cela les oblige à mobiliser d'autres sources de capitaux qui enchérissent le coût des projets. Parmi ces opérateurs, il faut cependant établir une distinction entre les grands groupes immobiliers figurant dans le «Top 50», et les innombrables PME. Les premiers ont accès à de généreuses lignes de crédit bancaire à des taux avantageux, tout comme d'ailleurs des facilités foncières. A l'instar des SOEs d'envergure nationale, ils sont cotés en bourse à Shenzhen ou Shanghai, mais surtout à Hong Kong où ils peuvent lever du capital financier, notamment sur les marchés obligataires, en domiciliant leur holding dans des paradis fiscaux (Sharman, 2012). Ils gèrent également des fonds d'investissement internes leur permettant de boucler le financement de leurs opérations (Theurillat, 2014). Au sein du groupe des «Top 50» ils sont une trentaine et figurent côte à côte avec des SOEs aux dix premiers rangs. Au sommet de la hiérarchie avec 160 000 employés et un chiffre d'affaires de 138 milliards de RMB en 2015, l'entreprise privée Vanke fondée en 1984 à Shenzhen se classe en toute discrétion parmi les plus grands groupes de promotion immobilière du monde.

A côté de ces champions nationaux, les nombreux promoteurs privés de petite et moyenne taille ont un accès limité au crédit bancaire. Ils sont contraints de se tourner vers la finance informelle, beaucoup plus coûteuse, dont une partie repose également sur des collatéraux immobiliers (propriété d'un atelier ou petit commerce, bien immobilier). Les prêteurs y sont d'origines très diverses : tontines locales, organismes de microcrédit, particuliers, réseaux familiaux, officines de prêt sur gages. Ils prennent d'importantes primes de risque, d'où le niveau usuraire des taux qui sont généralement quatre fois supérieurs au taux préférentiel (soit actuellement de 24% contre 6%), mais peuvent excéder ce ratio. L'essor du crédit informel est facilité par la confiance qui cimenter les liens au sein des réseaux familiaux, amicaux, de voisinage ou professionnels (Bergère, 2007).

**Graphique 2. Evolution de l'indice des prix fonciers en Chine (2004 =100 ; Shanghai : 2006=100)**



Source : Aveline-Dubach, données du CRLPI

### 3.2. TITRISATION INFORMELLE DES OPERATIONS IMMOBILIERES

Ce crédit informel vers les petits opérateurs ne constitue que l'une des catégories du *shadow banking* (Lu, Guo, Kao, Fung, 2015). Les lacunes du système de crédit ont fait émerger des filières de titrisation du financement immobilier purement domestiques, dont la croissance s'est accélérée à mesure des restrictions sur le financement bancaire. Ce ne sont donc pas des REITs qui ont été développés en Chine (pour l'heure seuls quelques maigres portefeuilles sont détenus par des fonds cotés à Hong Kong et Singapour), mais des plateformes d'investissement de durée très courte (2 ans) dont la supervision par les autorités de régulation est très inégale. Ces structures servent surtout à financer les acquisitions foncières des promoteurs privés ; en contrepartie, elles offrent aux investisseurs institutionnels et dans une moindre mesure aux particuliers une voie d'accès à des produits de placement plus rémunérateurs que l'épargne bancaire, avec un coût d'entrée moins élevé que l'investissement direct dans l'immobilier. Une grande partie du *shadow banking* sert aux banques commerciales à développer des activités financières hors bilan (OECD, 2015). Deux grandes catégories de structures de ce type interviennent dans le financement de l'immobilier : les Trust et les fonds d'investissements privés.

Les Trusts interviennent dans divers secteurs industriels où ils proposent plusieurs services financiers aux investisseurs: gestion d'actifs, gestion de patrimoine et activités bancaires, placement privé en action (private equity). La majeure partie des capitaux levés par ces structures au cours de la dernière décennie a été destinée au financement de projets immobiliers et à la construction d'infrastructures publiques par des gouvernements municipaux. Les plateformes d'investissement sont surtout destinées aux investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, banques notamment), mais les particuliers y ont également accès avec une mise minimale de l'ordre de 50 000 RMB, les moins aisés mutualisant les ressources au sein des réseaux familiaux. Les investisseurs profitent ainsi d'une rémunération très supérieure à celle de l'épargne bancaire, de 10,09% en moyenne en 2011 (Li et al., 2013) ce qui enchérit d'autant le coût du capital pour le promoteur.

**Tableau 1. Evolution de la structure de financement de l'immobilier  
(en milliards de RMB)**

	1997		2002		2007		2012		2014	
	Valeur	%								
Domestic loans	91	24%	222	23%	702	19%	1477	15%	2124	23%
Foreign investment	46	12%	16	2%	64	2%	40	0%	64	1%
Self rising	97	26%	274	28%	1177	31%	3908	41%	5042	54%
Others	145	38%	462	47%	1805	48%	4227	44%	2098	22%

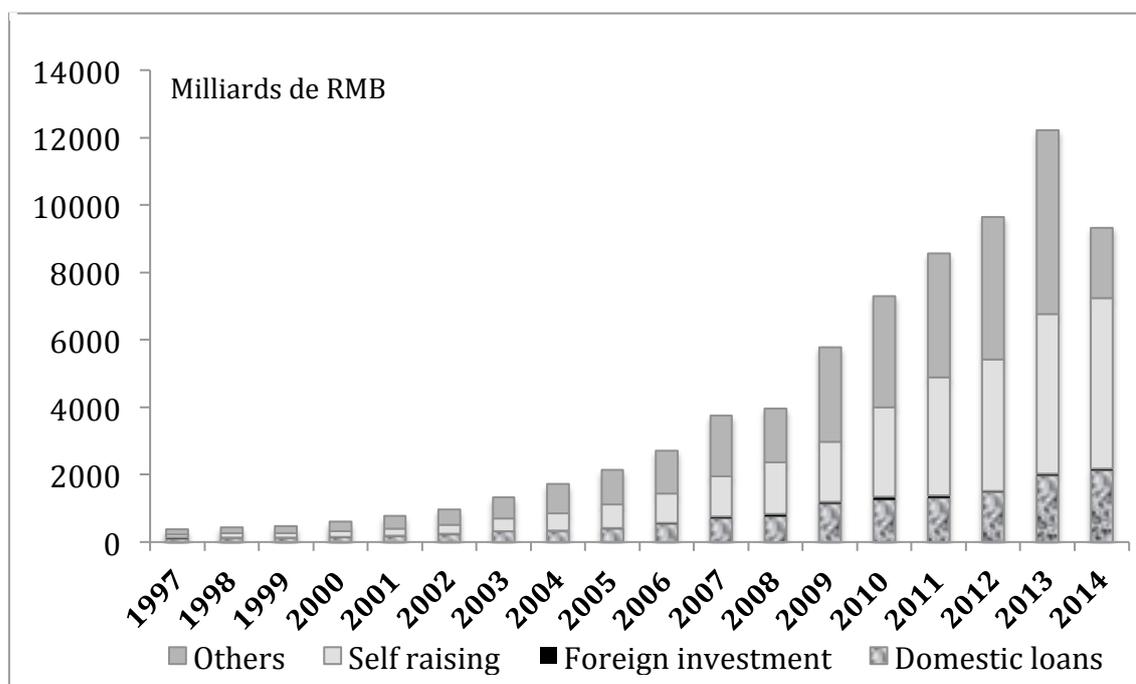
Source : National Bureau of Statistics

Des faillites retentissantes de Trusts ont poussé l'Etat à les restructurer à partir de 2007, suite à quoi le nombre d'établissements est tombé d'un millier à une soixantaine (KPGM, 2012). Ce secteur désormais la seconde force financière du pays, après les banques mais devant les assurances (Pingan Trust, McKinsey&Company, 2013). Depuis leur restructuration, les Trust sont supervisés

par la China Banking Regulatory Association (CBRA), mais ils n'en proposent pas moins des produits de placement très risqués. Ainsi, le phénomène très médiatisé de «ville fantôme» à Ordos a été en partie causé par la faillite d'un Trust de 445 millions de RMB qui avait levé des fonds auprès d'investisseurs de tout le pays<sup>8</sup>. Malgré la prise de risque sur le capital, l'implication des banques commerciales et la perception d'une garantie implicite de l'Etat confèrent aux investisseurs un sentiment de confiance. En 2013, les banques se sont vues interdire la constitution de Trusts pour financer les acquisitions foncières, mais elles contournent la règle en créant des structures interbancaires (OECD, 2015).

En parallèle aux Trust que l'Etat s'efforce d'assainir, prolifèrent toute un kyrielle de fonds d'investissement privés (asset management funds) offrant des rendements supérieurs aux véhicules précédents, mais avec un risque beaucoup plus important. Les promoteurs de petite et moyenne envergure, qui n'ont pas accès aux Trusts et sont peu considérés par le secteur bancaire, n'ont pas d'autre choix que d'utiliser ces plateformes très spéculatives pour s'approvisionner en capital. L'année 2014 a marqué un tournant dans la prolifération de cette finance grise, comme en témoigne la contraction de la catégorie 'others' dans le financement des projets immobiliers (graphique 3).

**Graphique 3. Le financement de l'immobilier en Chine**



Source : Aveline-Dubach, National Bureau of Statistics

### 3.2. CAPTATION DE LA RENTE URBAINE PAR LES GOUVERNEMENTS LOCAUX

L'un plus grand danger pour l'économie chinoise relève des plateformes d'investissement créées par les gouvernements locaux pour financer les équipements et infrastructures urbaines.

<sup>8</sup> « In China, a real estate threatens investment trusts », *Boomer News*, 12 décembre 2012, <http://www.bloomberg.com/bw/articles/2012-12-13/in-china-a-real-estate-bust-threatens-investment-trusts>

N'étant pas autorisés à emprunter directement ni à émettre des obligations pour faire face au coût de l'urbanisation, les gouvernements locaux ont levé des capitaux via des instruments de placement nommés LGIVs, (Local Government Investment Vehicles). Ces emprunts, nantis par des terrains et des parts de SOEs (Sambor, 2012), ont conduit à une dette massive estimée à 7% du PIB en 2013, dont une partie très spéculative (environ 8% du montant total), présente un risque important de défaut (OECD, 2015 : 20). Cette situation tient à la pression insoutenable auxquelles sont soumises les finances locales depuis la réforme fiscale de 1994. La création de plateformes d'investissement n'est qu'un élément du mécanisme de captation des plus-values foncières qui s'est élaboré progressivement au niveau local.

Le processus de construction institutionnelle des marchés immobiliers n'a pas suivi un rythme homogène sur tout le territoire. Shenzhen, Guangzhou et Shanghai ont été les villes pilotes de l'ouverture à l'investissement privé dans ce secteur au début des années 1980, tandis que Beijing a attendu une décennie pour s'exposer. Les modes de calcul du montant des LRU différaient initialement selon les villes, même si le paradigme marxien de la valeur travail prédominait sous la forme d'une approche par les coûts (Li, 1997). Au début des années 1990, la municipalité de Tianjin fixait le montant des LRU en fonction du seul coût d'indemnisation et de relocalisation des résidents, quand Shanghai et Guangzhou, fortes d'une plus longue expérience des marchés immobiliers, organisaient déjà les conditions d'un marché concurrentiel entre les promoteurs (Dowall, 1993; Zhang, 1997).

Ces pratiques se sont harmonisées sous l'impulsion de la réforme de 1994. En raison du déficit structurel des finances locales institué par le recentrage des recettes fiscales, les municipalités ont eu systématiquement recours à la vente de LUR (Wang, 1997; Tao et al., 2010; Lin, Zhang, 2014). Dès lors, un mécanisme de capture des plus-values foncières s'est mis en place, qualifié par Lin (2014) de «landed urbanization». Les gouvernements locaux s'attachent d'abord à accroître la base manufacturière de la ville en investissant dans des grandes infrastructures de transport via les LGIVs et en cédant des LUR bon marché à des industriels, au besoin à prix symbolique (Wu, 2013). Avec l'industrialisation s'accroissent les activités de services, ce qui profite à la carrière des cadres municipaux dont les promotions sont fondées sur la croissance du PIB local (Tao et al., 2010 ; Tian, Ma, 2009; Chien, 2015). Dans le même temps, les gouvernements locaux récupèrent les plus-values foncières qu'ils ont générées en cédant au prix fort des LUR à des promoteurs dans les zones centrales. Ces ventes, qui représentent en moyenne un tiers des budgets locaux, servent à rembourser le crédit consenti par les LGIVs, nanti sur les réserves foncières publiques (Lin, Zhang, 2014). Pour être viable, un tel système nécessite des réserves foncières en perpétuel renouvellement et une demande constante en bout de chaîne. Or, ces deux conditions ne sont plus réunies; tout l'édifice est dangereusement exposé à un retournement des marchés fonciers. Pourtant, les gouvernements locaux chinois n'ont fait que s'inspirer du modèle bien éprouvé de capture des plus-values foncières mis au point par les compagnies ferroviaires privées nipponnes, puis la MTRC de Hong Kong (Aveline-Dubach, 2013). A ceci près qu'ils ont concerné des investissements de taille sans égale et qu'ils se sont fournis en capitaux par des plateformes d'investissement incontrôlées, terrain de jeux de stratégies spéculatives des SOEs et grands promoteurs privés (OECD, 2015).

#### 4. GESTION STRATEGIQUE DE L'INVESTISSEMENT ETRANGER DANS L'IMMOBILIER CHINOIS

La mobilisation de ces divers dispositifs pour drainer les capitaux vers l'aménagement urbain a permis une transformation radicale de la matérialité physique des villes chinoises. De grands projets urbains complexes, souvent signés par des architectes étrangers de renom, apportent une

vision renouvelée de la fabrique urbaine. Cependant, une certaine confusion s'observe entre l'internationalité affichée de la ville chinoise et les conditions dans lesquelles la production urbaine s'opère. Si la conception des projets urbains relève des architectes étrangers, la réalisation proprement dite —autrement dit, la part de loin la plus lucrative— est conduite par des promoteurs chinois. Comme dans l'industrie manufacturière, les JV<sup>9</sup> ont permis des transferts technologiques, mais l'Etat a restreint le champ de l'investissement étranger à mesure que l'industrie domestique progressait dans la chaîne de valeur. Ces mesures ont été concomitantes avec la montée du prix du sol, qui a imposé la nécessité de renforcer la régulation des marchés fonciers par le gouvernement central.

#### 4.1. RESSERREMENT DE LA REGLEMENTATION A L'EGARD DE L'INVESTISSEMENT ETRANGER

Traditionnellement, les capitaux étrangers<sup>10</sup> se sont ancrés dans l'immobilier chinois par le biais de JV ou de participation au capital d'opérateurs locaux, mais ces derniers (SOEs ou grands groupes privés de promotion) ont désormais accès à d'autres filières d'approvisionnement en capitaux et se passent de transferts technologiques. En 1997, les capitaux étrangers pourvoient encore à 12% des financements destinés à la promotion immobilière en Chine, mais cette part est tombée à 2% à partir de 2001 selon les données officielles<sup>11</sup> (tableau 1). Il n'est pas possible d'évaluer la participation de fonds étrangers au capital d'entreprises locales de promotion, qui relève de la catégorie 'self rising'<sup>12</sup> des données du China Statistic Bureau (graphique 3). Selon les informations obtenues par notre enquête, la part de ces capitaux dans le financement de l'immobilier est peu significative face à l'approvisionnement des promoteurs chinois sur les places boursières et les plateformes d'investissement domestiques.

Pour échapper à la contrainte d'un partenariat local, les opérateurs étrangers ayant acquis une certaine expérience en Chine peuvent opérer par le biais de structures WFOE (Wholly Foreign Owned Enterprises). Entre 2006 et 2013, ces entités placées sur l'autorité des gouvernements municipaux<sup>13</sup> ont été sévèrement réglementées dans le secteur immobilier, tout particulièrement à Beijing, ville phare du régime.

En réalité, seuls les promoteurs immobiliers hongkongais et singapouriens ont été en mesure de déployer une activité immobilière conséquente sur le continent chinois (Hu, 2012). Ce sont les groupes hongkongais qui y ont édifié les premiers immeubles de bureaux aux normes internationales dans les années 1980, d'abord en franchissant la frontière vers la province du Guangdong (Shenzhen, Guangzhou) à la fin des années 1980, ensuite à Shanghai et Pékin, puis dans les autres villes chinoises (Heung, Zweig, 2011). Certains d'entre eux se sont spécialisés dans la production immobilière en Chine, en constituant de très abondantes réserves foncières (Poon, 2010). La création de la Région Administrative Spéciale, en leur accordant un statut spécial, a facilité leur expansion sur le continent, mais ils demeurent assimilés à des opérateurs «étrangers».

De leur côté, les groupes immobiliers singapouriens ont fait une entrée plus tardive en Chine (au cours de la décennie 1990) mais se sont déployés très vite dans un grand nombre de villes. Peu

---

<sup>9</sup> On en distingue deux types : les equity joint-ventures (EJV) et les cooperative joint-venture (CJV) (Deloitte, 2012)

<sup>10</sup> En tant que ressortissants de la Région Administrative Spéciale, les groupes hongkongais ne sont pas tenus de créer ces entités mais ils sont considérés comme 'étrangers'.

<sup>11</sup> L'investissement étranger prend également la forme de participation dans des entreprises de promotion chinoise, identifiées par les statistiques officielles dans la catégorie « self rising ». On ne connaît pas l'importance de ces investissements, mais il ne doivent pas représenter une part très importante.

<sup>12</sup> Cette catégorie doit comprendre une part importante de véhicules levés sur les marchés obligataires de Hong Kong.

<sup>13</sup> Sauf quand le montant de l'investissement dépasse un milliard de yuans, auquel cas l'examen du dossier passe au niveau provincial.

nombreux, ces groupes sont assimilés à des SOEs par les autorités chinoises en raison de leurs liens organiques avec l'Etat singapourien. Très proches du pouvoir central mais aussi local, ils se voient confier l'aménagement de projets résidentiels de luxe et de pôles urbains secondaires organisés autour de nouvelles infrastructures de transport. Parmi eux, CapitaLand occupe une place à part. Ce grand promoteur, l'un des plus importants d'Asie, gère des activités diversifiées centrées sur la distribution (groupe CapitaMalls). Il a développé un modèle économique très efficace de «ville intégrée» articulant divers segments immobiliers (distribution, bureaux, résidences-services, logements) pourvus chacun de sa filière spécifique d'approvisionnement en capital connectée aux circuits mondiaux d'investissement (private equity, REITs cotés à Singapour). Ce modèle se matérialise sous la forme des «Raffle City» (actuellement au nombre de sept), nouveaux marqueurs urbains calqués sur les centres d'affaires compacts de Singapour, se distinguant par un design architectural de classe mondiale et des franchises de luxe.

Les groupes hongkongais et singapouriens bénéficient de leur familiarité avec les codes culturels chinois. Au-delà du référent linguistique commun, le fait de «boire du baijiu» implique le partage de pratiques et de valeurs facilitant les négociations —au sens large du terme— avec les autorités. Ce sont aussi des groupes de promotion immobilière exploitant des immeubles en pleine propriété, ce en quoi ils se distinguent des autres opérateurs étrangers qui poursuivent des stratégies financières à moins long terme (leaders mondiaux du capital investissement comme Blackstone et Tishman Speyer ou des fonds de pension nord-américains).

## 4.2. FILTRAGE DES CAPITAUX ENTRANTS

L'Etat chinois mène de fait une active politique de filtrage du capital étranger. Deux objectifs sont visés: assurer le contrôle du foncier sur lequel repose une grande partie de la dette, formelle et informelle; canaliser les ressources financières et technologiques des opérateurs étrangers vers des secteurs émergents à mesure que les promoteurs chinois progressent dans la chaîne de valeur.

Désormais, la production de logements et de bureaux aux normes standard est effectuée par les grands promoteurs chinois. Pour financer leurs acquisitions foncières, ils préfèrent passer par un trust ou un fonds privé plutôt que de partager les profits avec un partenaire étranger qui leur imposera des normes contraignantes de construction. Seuls des transferts de technologies *soft* les intéressent, notamment dans l'organisation du travail et la gestion des chantiers. Une autre motivation plus récente est le lancement de projets immobiliers à l'étranger. En acceptant un partenariat dans le cadre d'une JV en Chine, les promoteurs chinois s'assurent en retour d'une aide du partenaire étranger lorsqu'ils interviennent dans son pays. La modification des rapports de force au détriment des étrangers peut se lire par l'accroissement de la part prise par les promoteurs chinois dans les JV, passée de 50 à 70%.

Pour continuer d'offrir une valeur ajoutée, les opérateurs étrangers se positionnent sur les segments supérieurs du logement et du bureau. Ils conservent une place dans la production de shopping malls, objets de conception complexe nécessitant des liens étroits avec les grandes chaînes de distribution occidentales. Mais les progrès rapides de l'industrie immobilière chinoise les obligent à investir sans cesse de nouvelles niches. Deux secteurs prometteurs où ils ont l'avantage s'ouvrent à eux : la logistique, notoirement sous-équipée en Chine et fortement stimulée par l'essor du e-commerce, et les résidences-services pour le grand âge dont la demande va croître rapidement avec le vieillissement de la population.

Tandis que les opportunités se raréfient pour les capitaux entrants, l'Etat chinois soutient les entreprises nationales dans la conquête de nouveaux marchés immobiliers à l'étranger. Autrement dit, la Chine «exporte sa bulle», tout comme l'avait fait le Japon vingt-cinq ans plus tôt. On

retrouve d'ailleurs plusieurs traits communs avec l'investissement nippon, notamment l'appétence pour des icônes du capitalisme anglo-saxon (siège de la Lloyds, chaîne de cinéma AMC Entertainment) ou de la culture française (châteaux bordelais) et la déstabilisation de marchés immobiliers locaux en Australie.

## CONCLUSION

L'hypothèse du DS appliquée aux dynamiques urbaines en Chine met en lumière le rôle pivot des marchés fonciers et immobiliers au sein des grands arrangements institutionnels définis par le cadre régulationniste, notamment ceux relatifs au régime monétaire et de crédit, aux rapports entre l'Etat et l'économie et à l'insertion du pays dans l'économie internationale. L'autonomisation des pouvoirs locaux empêche de penser l'Etat Développeur comme une entité unique en Chine. Le gouvernement central intervient pour réguler les marchés fonciers à l'aide de ses multiples leviers (politique monétaire, fiscale et réglementaire) afin de corriger la mauvaise allocation du crédit et du foncier résultant des liens collusifs entre les gouvernements locaux, les banques et les SOEs. Cependant, on observe d'importantes convergences dans les stratégies des niveaux central et local de l'Etat, forgées par le rôle structurant du PCC à tous les échelons des rouages administratifs.

En premier lieu, les deux niveaux de l'Etat poursuivent une démarche productiviste. La sélection par le gouvernement central des cadres territoriaux, sur la base de performances exclusivement tournées vers la croissance du PIB local, concourt à coordonner l'effort des niveaux central et local de l'Etat sur le développement industriel pour satisfaire la demande massive d'emplois peu qualifiés de « l'armée industrielle de réserve ». Les revenus des LUR et la captation des plus-values foncières sont mises au service de ce projet, pourvoyant à l'attractivité des territoires pour les multinationales étrangères et aux besoins massifs en infrastructures urbaines de pointe, tout en facilitant la transition économique pour le secteur d'Etat.

Par le jeu du système de banque principale, de l'encadrement du crédit et des restrictions au développement de la finance —et, par suite, de la financiarisation de l'immobilier— le gouvernement central assure le contrôle des ressources allouées à l'immobilier. Mais la préférence du système bancaire les SOEs s'observe à tous les niveaux, qu'il s'agisse d'établissements d'envergure nationale (les quatre grandes SOEs notamment) ou local. De même, les deux niveaux de l'Etat profitent des recettes de LUR sur la valeur desquelles repose une grande partie de la dette, formelle et informelle. Enfin, la régulation très stricte des capitaux étrangers a limité pour l'essentiel aux acteurs nationaux l'extraction de la rente urbaine. Cela a permis d'éviter à l'économie chinoise un choc d'offre sur les marchés immobiliers, comme on a pu l'observer dans les pays d'Asie du sud-est en 1997 (Aveline, Li, 2004).

Depuis 2014, l'activité immobilière en Chine est clairement entrée dans une phase de repli. Une nette décélération de l'activité immobilière s'observe dans la plupart des villes sauf dans celles de premier rang, notamment Shenzhen et Shanghai<sup>14</sup> où la convergence des capitaux contribue à alimenter le mécanisme spéculatif.

Malgré le niveau élevé de la vacance dans la plupart des villes, le crédit hypothécaire n'est pas exposé à une catastrophe de même nature que celle des *subprime mortgage*. En raison des règles prudentielles de crédit aux acquéreurs, les ménages n'ont pas un niveau d'endettement très élevé. Une grande part des acquisitions résidentielles a été financée par des liquidités ou bien des aides familiales. Le CHFS estimait en 2014 qu'une baisse des prix immobiliers de 30% ferait tomber 11% des logements à une valeur inférieure au capital dû à la banque<sup>15</sup>. Du côté des promoteurs, le risque bancaire est limité par le faible niveau d'endettement des opérateurs de petite et moyenne taille.

---

<sup>14</sup> Voir Natacha Aveline-Dubach, « Les dynamiques différenciées de la « bulle immobilière » chinoise, Cybergéo, avril 2016.

<sup>15</sup> CHFS, rapport de 2014 sur la vacance (en chinois) <http://www.dib66.com/industryNews-357-11.html>

Une partie du système financier chinois, formel et informel, est toutefois dangereusement exposé au risque d'une dévalorisation des collaterals immobiliers.

Le retournement de l'immobilier hors des très grandes villes étend ses impacts bien au-delà la sphère financière. Il grippe un important moteur de la croissance économique qui représente 15% du PIB et entretient des liens étroits avec industries amont et aval. Il menace également de détruire (ou de rendre illiquide) une partie de l'épargne des classes moyennes, stockée dans l'immobilier résidentiel ou placée dans des véhicules non sécurisés —du fonds d'investissement au prêt familial. Cela peut significativement altérer la consommation des ménages et plus largement provoquer une crise de confiance à l'égard du modèle de croissance mis en place depuis les réformes.

Pour l'Etat-parti chinois, piloter «l'atterrissage en douceur» de l'immobilier est donc plus qu'une nécessité, c'est un impératif de survie. Fidèle à son orientation productiviste, il a planifié la poursuite de l'urbanisation dans les villes moyennes comme moteur de la croissance, espérant y résorber la vacance par le développement économique. En parallèle, il s'efforce de soutenir les prix immobiliers en encourageant la construction dans de nouveaux sous-secteurs de l'immobilier résidentiel, comme les logements sociaux —ignorés jusqu'en 2007 (Li, 2015)— ou les résidences pour personnes âgées. Soutenir les prix et maintenir une confiance dans l'immobilier implique d'éviter des décotes dans la résorption des logements invendus. L'Etat a assoupli les conditions du crédit hors des villes de première catégorie et peine à réguler la prolifération des nouveaux circuits de *crowdfunding* qui se sont développés récemment pour financer l'apport personnel imposé aux accédants à la propriété<sup>16</sup>. La structure duale de la promotion immobilière joue à plein dans la gestion de la crise : les SOEs et grands promoteurs jouissent de conditions avantageuses pour gérer leurs difficultés financières (les banques portent les mauvaises créances des premières et s'associent avec les seconds pour solvabiliser les accédants à la propriété), ce qui n'est pas le cas des petits et moyens entrepreneurs privés dont les marges deviennent trop étroites pour servir de fonds de roulement à des opérations ultérieures. De même, les grands promoteurs peuvent mieux s'ajuster que les entrepreneurs locaux au retournement immobilier en composant avec la diversité des cycles au sein de l'espace national.

Les mesures de soutien à l'immobilier ne parviendront cependant pas à rétablir l'attractivité de ce secteur comme canal privilégié de placement, à un moment où la demande d'occupation des surfaces atteint aussi ses limites. L'Etat développeur s'attache à stimuler l'industrie des services pour encourager la consommation des ménages dans de nouveaux secteurs. Mais il est également tenu de répondre à la demande de placement des particuliers et des investisseurs institutionnels. Il se trouve donc devant le dilemme de devoir développer les marchés financiers au risque d'affaiblir son contrôle sur le système financier chinois et de l'exposer à des risques systémiques.

---

<sup>16</sup> Voir Natacha Aveline-Dubach, Les dynamiques différenciées de la « bulle immobilière » chinoise, *Cybergéo*.

## REFERENCES

- Aglietta M., Bai G., 2013, *China's development: Capitalism and empire*. London and New York, Routledge.
- Aglietta M., Landry Y., 2007, *La Chine vers la superpuissance*. Paris, Economica.
- Amable B., 2005, *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*. Paris, Odile Jacob.
- Aveline-Dubach N., 2008, *Immobilier, l'Asie, la bulle et la mondialisation*. Paris, CNRS éditions.
- Aveline-Dubach N., 2013, « Au prisme de la ville 'privée', retour sur les trajectoires urbaines de Tokyo et Hong Kong », 215-232 in: C. Lefevre, N. Roseau Nathalie, T. Vitale (Éd.), *Gouverner la métropole*. Paris, Oeil d'Or.
- Aveline-Dubach N., 2014, « New patterns of property investment in 'post-bubble' Tokyo : the shift from land to real estate as a financial asset » 265-318 in: Aveline-Dubach N., Jou S.-C., Hsiao H.H (Éd.) *Globalization and new intra-urban dynamics in Asian cities*, Taipei, National Taiwan University Press.
- Aveline N., Li L. H. (Éd.), 2004, *Property markets and land policies in Northeast Asia: the case of five cities: Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*. Tokyo/Hong Kong.
- Baek S.-W., 2005, « Does China follow "the East Asian development model"? », *Journal of Contemporary Asia*, vol.35, num.4, 485–498.
- Bergère M.-C., 2007, *Capitalismes et capitalistes en Chine: XIXe-XXIe siècle*. Paris, Perrin.
- Boyer R., 2002, « Variété du capitalisme et théorie de la régulation », *Annuaire*, 125–194.
- Boyer R., 2015, « Le régime de croissance chinois et l'économie mondiale », 235-261 in: R. Boyer, H. Uemura, A. Isogai, E. L. de Micheaux, & D. Toudic (Éd.), *Capitalismes asiatiques: diversité et transformations*. Rennes, Presses universitaires de Rennes.
- Chien S.-S., 2015, « Local farmland loss and preservation in China—A perspective of quota territorialization », *Land Use Policy*, vol.49, 65–74.
- Chivakul M.-W., Lam R., Liu X., Maliszewski W., Schipke I. A., 2015, « Understanding Residential Real Estate in China », IMF Working Paper.
- Corpataux J., Crevoisier O., 2005, « Increased Capital Mobility/Liquidity and its Repercussions at Regional Level Some Lessons from the Experiences of Switzerland and the United Kingdom (1975-2000) », *European Urban and Regional Studies*, vol.12, num.4, 315–334.
- Deloitte, 2102, *China real estate investment handbook*.
- Doling J., 1999, « Housing policies and the little tigers: how do they compare with other industrialised countries? », *Housing Studies*, vol.14, num.2, 229–250.
- Dowall D. E., 1993, « Establishing urban land markets in the People's Republic of China », *Journal of the American Planning Association*, vol.59, num.2, 182–192.
- Evans P. B., 1995, *Embedded autonomy: states and industrial transformation*. Cambridge Univ Press.
- Fujita K., 2011, « Financial crises, Japan's state regime shift, and Tokyo's urban policy », *Environment and Planning A*, vol.43, num.2, 307–327.
- Gelézeau V., 2003, *Séoul, ville géante, cités radienses*. Paris, CNRS éditions.
- Haggard S., Kaufman R. R., 2008, *Development, Democracy, and Welfare States: Latin America, East Asia, and Eastern Europe*. Princeton University Press.

- Haila A., 2000, « Real estate in global cities: Singapore and Hong Kong as property states », *Urban Studies*, vol.37, num.12, 2241–2256.
- Haila A., 2015, *Urban land rent: Singapore as a property state*. Wiley-Blackwell.
- Hall P. A., Soskice D., 2001, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford, Oxford University Press. %E7%BB%8F%E6%B5%8E.doc
- Heung A. L. M., Zweig D., 2011, « Hong Kong's Contribution to Mainland China's Property Sector », *Asian Survey*, vol.51, num.4, 739–768.
- Holliday I., 2000, « Productivist welfare capitalism: Social policy in East Asia », *Political studies*, vol.48, num.4, 706–723.
- Ho M. H., Kwong T.-M., 2002, « Housing reform and home ownership behaviour in China: a case study in Guangzhou », *Housing Studies*, vol.17, num.2, 229–244.
- Huchet J.-F., 2014, « La politique industrielle en Chine: grandeur et limites du renouveau de l'État Chinois », *Revue française d'administration publique*, num.2, 415–433.
- Huchet J.-F., 2015, « Du dirigisme au réalisme: la politique industrielle chinoise à l'heure de la globalisation », 51–74 in: J.-F. Huchet, X. Richet, & J. Ruet (Éd.), *Chine, Inde: les firmes au coeur de l'émergence*. Rennes, Presses universitaires de Rennes.
- Hu R., 2012, « Understanding Chinese Real Estate: The property boom in perspective », 87-100 in: J. Garrick (Éd.), *Law and policy for China's market socialism*. Routledge.
- Hu R., 2013, « Drivers of China's urbanisation and property development », *Australasian Journal of Regional Studies*, vol.19, num.2, 156.
- Johnson C., 1982, *MITI and the Japanese miracle: the growth of industrial policy: 1925-1975*. Stanford, Stanford University Press.
- KPGM., 2012, « Mainland China, Trust Survey 2012. »
- Legg S., McFarlane C., 2008, « Ordinary urban spaces: between postcolonialism and development », *Environment and Planning A*, vol.40, num.1, 6–14.
- Li J., Chiang Y.-H., Choy L., 2011, « Central–local conflict and property cycle: A Chinese style », *Habitat International*, vol.35, num.1, 126–132.
- Li, Jianjun, Hsu, Sarah., 2014, « Shadow banking in China: institutional risks », *China Economic Review*, vol.31, 119-129.
- Li L. H., 1997, « The political economy of the privatisation of the land market in Shanghai », *Urban Studies*, vol.34, num.2, 321–335.
- Li L. H., Li X., 2011, « Redevelopment of urban villages in Shenzhen, China—an analysis of power relations and urban coalitions », *Habitat International*, vol.35, num.3, 426–434.
- Li M., 2015, « Le financement du logement social par les plus-values foncières, le cas de Chongqing », *La Revue Foncière*, num.3, 39-.
- Lin G. C., 2014, « China's landed urbanization: neoliberalizing politics, land commodification, and municipal finance in the growth of metropolises », *Environment and Planning A*, vol.46, num.8, 1814–1835.
- Lin G. C., Zhang A. Y., 2014, « Emerging spaces of neoliberal urbanism in China: Land commodification, municipal finance and local economic growth in prefecture-level cities », *Urban Studies*, vol.52, num.15, 2774–2798.
- Lu Y., Guo H., Kao E. H., Fung H.-G., 2015, « Shadow banking and firm financing in China »,

- International Review of Economics & Finance*, vol.36, 40–53.
- Meyer C., 2014, *La Chine, banquier du monde*, Paris, Fayard.
- OECD., 2015, « Economic Survey of China 2015 ».
- Oi J. C., 1992, « Fiscal reform and the economic foundations of local state corporatism in China », *World Politics*, vol.45, num.01, 99–126.
- Peck J., Theodore N., 2007, « Variegated capitalism », *Progress in human geography*, vol.31, num.6, 731–772.
- Pingan Trust, McKinsey&Company., 2013, « The Coming Transformation of China's Trust Industry - China Trust Industry Report 2013 ».
- Poon A., 2010, *Land and the ruling class in Hong Kong*. Singapore, Enrich Professional Publishing.
- RICS., 2007, « Why China, why now? The role of property markets in supporting economic and social development in China ».
- Ronald R., Doling J., 2012, « Testing home ownership as the cornerstone of welfare: Lessons from East Asia for the West », *Housing Studies*, vol.27, num.7, 940–961.
- Sambor J.-C., 2012, « An assessment of China's relative fiscal strength », 34-45 in: J.-P. Cabestan, J.-F. Di Meglio, & X. Richet (Éd.), *China and the global financial crisis: a comparison with Europe*. Routledge.
- Sharman J.C., 2012, « Chinese capital flows and offshore financial centers », *The Pacific Review*, vol. 25, num. 3, 317-337.
- Smart A., Lee J., 2003, « Financialization and the role of real estate in Hong Kong's regime of accumulation », *Economic Geography*, vol.79, num.2, 153–171.
- Swerts E., 2013, « Les Systèmes de Villes en Inde et en Chine. ». Mémoire de doctorat, université Paris I-Panthéon Sorbonne.
- Tao R., Su F., Liu M., Cao G., 2010, « Land leasing and local public finance in China's regional development: evidence from prefecture-level cities », *Urban Studies*, vol. 47, num. 10, 2217–2236.
- Theurillat T., Crevoisier O., 2013, « The sustainability of a financialized urban megaproject: the case of Sihlcity in Zurich », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol.37, num.6, 2052–2073.
- Theurillat T., 2014, « The financing of urban production in China, working document », <http://www2.unine.ch/socio/page-24681.html>
- Theurillat T., 2015, « The creation of the urban value in China : the case of the modernization of Qujing city in Yunnan », <http://doc.rero.ch/record/255691>.
- Theurillat T., Crevoisier O., 2013, « The sustainability of a financialized urban megaproject: the case of Sihlcity in Zurich », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol.37, num.6, 2052–2073.
- Tian L., Ma W., 2009, « Government intervention in city development of China: A tool of land supply », *Land Use Policy*, vol.26, num.3, 599-609.
- Wade R., 2005, « Bringing the state back in: lessons from East Asia's development experience », *Internationale Politik und Gesellschaft*, vol.8, num.2, 98–115.
- Waley P., 2012, « Japanese cities in Chinese perspective: Towards a contextual, regional approach to comparative urbanism », *Urban Geography*, vol.33, num.6, 816–828.
- Wang S., 1997, « China's 1994 fiscal reform: an initial assessment », *Asian Survey*, vol.37, num.9,

801–817.

- Wong C., 2013, « Paying for urbanization in China », 273-308 in: R. W. Bahl, J. F. Linn, & D. L. Wetzell (Éd.), *Financing metropolitan governments in developing countries*. Cambridge, Lincoln Institute of Land Policy.
- Woo-Cumings M., 1999, *The developmental state*. New York, Cornell University Press.
- Wu F., 2012, « Housing and the State in China », 323–329 in: *International Encyclopedia of Housing and Home*. Elsevier.
- Wu F., 2013, « Urbanization », 237-262 in: W. S. Tay & A. Y. So (Éd.), *Handbook of Contemporary China*. New Jersey, World Scientific.
- Wu F., 2015, « Commodification and housing market cycles in Chinese cities », *International Journal of Housing Policy*, vol.15, num.1, 6–26.
- Xu J., Yeh A., Wu F., 2009, « Land commodification: new land development and politics in China since the late 1990s », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol.33, num.4, 890–913.
- Zhang X. Q., 1997, « Urban land reform in China », *Land Use Policy*, vol.14, num.3, 187–199.
- Zhao., 2015, « Le régime de croissance chinois et l'économie mondiale », in: R. Boyer, H. Uemura, A. Isogai, E. L. de Micheaux, & D. Toudic (Éd.), *Capitalismes asiatiques: diversité et transformations*. Rennes, Presses universitaires de Rennes.
- Zhu J., 1999, « Local growth coalition: the context and implications of China's gradualist urban land reforms », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol.23, num.3, 534–548.
- Zhu J., 2004, « Local developmental state and order in China's urban development during transition », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol.28, num.2, 424–447.