

L'évolution du marché de l'immobilier chinois, un révélateur des difficultés rencontrées par les collectivités locales

MYLÈNE GAULARD

RÉSUMÉ : La Chine est confrontée depuis dix ans à une hausse extrêmement forte des prix de l'immobilier ainsi qu'à des investissements de plus en plus conséquents effectués dans ce secteur. Si, pour certains économistes, cette évolution est simplement le résultat de la forte croissance économique chinoise et de la hausse des salaires urbains qui l'accompagne, cet article montrera qu'il s'agit bien d'une « bulle immobilière » dont le gonflement est lié aux activités spéculatives d'une partie des agents économiques présents dans ce secteur. Notamment dans l'objectif d'accroître leurs revenus, les autorités locales jouent ici un rôle majeur, et l'analyse de leur comportement est essentielle pour mieux comprendre que l'éclatement de la bulle pourrait dévoiler des problèmes économiques beaucoup plus structurels et profonds que ceux qui sont généralement mis en avant.

MOTS-CLÉS : Immobilier, foncier, bulle spéculative, déficit budgétaire, décentralisation.

Il est fréquent depuis la dernière crise économique internationale d'observer un découplage entre l'évolution économique de la Chine, qui semble maintenir un taux de croissance élevé, et celle des pays les plus riches d'Europe de l'Ouest et d'Amérique du Nord. Néanmoins, l'économie chinoise a connu un ralentissement en 2012, et alors que la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) était de 9,3 % en 2011, elle n'a atteint que 7,8 % en 2012. Cette moindre croissance est le plus souvent mise sur le compte de la crise que traversent les principaux partenaires commerciaux de la Chine, le ralentissement économique de ces pays pesant considérablement sur les exportations chinoises : ces dernières ne représentent « plus que » 31 % du PIB, contre 38 % en 2007, ce qui, conjointement à une diminution des importations, a provoqué une chute de l'excédent commercial durant cette période qui est passé de 9 % à 2 % du PIB. En raison d'un marché intérieur incapable de prendre le relais de la demande extérieure, la Chine serait donc condamnée à voir son taux de croissance dépendre fortement de la conjoncture des pays dits développés.

Nous verrons pourtant dans cet article que la dépendance commerciale de la Chine, si souvent soulignée, n'est en réalité qu'un des problèmes rencontrés par ce pays. Il s'agira de se pencher plutôt ici sur le gonflement de la bulle immobilière chinoise observé depuis le début de la décennie 2000, bulle susceptible d'éclater très prochainement et de révéler des difficultés beaucoup plus structurelles que le seul ralentissement des exportations. Dans un premier temps, nous analyserons la hausse des prix de l'immobilier chinois, l'ouverture de ce marché durant la décennie 1990, et les raisons qui nous poussent à considérer l'augmentation actuelle des prix comme

une « bulle ». Puis, l'accent sera mis sur le rôle des autorités locales dans cette évolution, notamment afin de mettre en évidence les difficultés majeures auxquelles devra faire face l'économie chinoise dans les prochaines années.

Simple développement du secteur immobilier ou « bulle » immobilière ?

Bien que, pour certains économistes, l'essor récent du secteur de l'immobilier chinois soit justifié et s'explique par la forte croissance économique accompagnant un processus de libéralisation sur ce marché, l'évolution observée présente toutes les caractéristiques d'une « bulle » spéculative.

Une hausse justifiée des prix de l'immobilier

Description du boom immobilier chinois

Dans les 35 plus grandes villes chinoises, les prix de l'immobilier ont doublé entre 2004 et 2011 (voir Graphique 1), et de nombreux économistes ont cherché à analyser cette évolution afin de comprendre, notamment, s'il s'agissait d'une bulle, ou autrement dit d'un décrochage entre la valeur fondamentale des biens et leur prix de marché. Avant de présenter ce débat, force est de constater qu'effectivement, malgré une moindre augmentation en 2011, les prix poursuivent une tendance à la hausse dans les plus grandes villes chinoises. Cette tendance a été, entre autres, étudiée par le NDRC (National Development and Reform Commission) sur la base d'un échan-

tillon de 1000 biens immobiliers sélectionnés dans 70 villes sur le marché du neuf et de l'occasion, ainsi que par l'université Tsinghua⁽¹⁾. Selon Ahuja et Cheung⁽²⁾, dans les 70 plus grandes villes chinoises, dont une partie se situe dans les provinces de l'intérieur, la hausse des prix ne fut pourtant « que » de 35 % entre 2004 et 2009, alors qu'elle était de 100 % dans les 35 plus grandes villes, situées essentiellement sur la côte.

Cette hausse des prix s'accompagne d'investissements croissants dans le secteur de l'immobilier, résidentiel ou autre, qui représentent aujourd'hui un peu plus de 30 % de la formation brute de capital fixe (FBCF), contre 22 % en 2005 (voir Graphique 2). En raison de ces investissements considérables effectués dans l'immobilier, la Chine consomme près de 60 % du ciment produit dans le monde, et 43 % du matériel de construction comme les bulldozers ou les pelleteuses. Le secteur de la construction représente 5,7 % du PIB, emploie 14,3 % des travailleurs urbains, et utilise 40 % de l'acier produit dans le pays⁽³⁾. Cette évolution est même encore plus remarquable dans les villes côtières, et la province du Guangdong, centre névralgique de l'économie chinoise, concentrait déjà en 2006 plus du tiers des investissements immobiliers du pays⁽⁴⁾.

Une évolution liée à la libéralisation du marché de l'immobilier

Cette concentration de l'investissement immobilier et de la hausse des prix dans les régions les plus riches connaissant la plus forte croissance économique, pousse certains auteurs⁽⁵⁾ à rejeter l'hypothèse d'une bulle, c'est-à-dire d'une hausse des prix déconnectée de l'évolution économique et surtout de la valeur fondamentale des biens⁽⁶⁾. De Kindleberger⁽⁷⁾ à Shiller⁽⁸⁾, une bulle est définie comme une hausse excessive des prix relativement à la valeur fondamentale des biens échangés et des revenus, hausse qui tendrait à s'aggraver en raison des comportements spéculatifs qu'elle engendre, c'est-à-dire des décisions d'achat s'effectuant avec l'unique but de revendre plus cher le bien acheté. Or, pour les auteurs cités précédemment, il n'y aurait pas de bulle immobilière en Chine, car l'évolution des prix ne ferait qu'accompagner la croissance économique et la hausse des revenus nationaux dans un contexte de libéralisation du marché de l'immobilier.

L'ouverture du marché de l'immobilier durant la décennie 1990 a provoqué un développement très vif de ce secteur. Pour comprendre cette évolution, il est indispensable de présenter ici un bref historique de l'immobilier en République Populaire de Chine. Avec l'établissement de la République Populaire de Chine en 1949, les biens immobiliers urbains furent nationalisés, et durant plus de trois décennies, seul l'État pouvait répartir ces biens entre les ménages, notamment à travers les unités de travail (*gongzuo danwei* 工作单位), ce qui permettait aux ménages de se loger pour des loyers très faibles. Ce n'est que durant les années 80 qu'un début de privatisation fut mis en place d'abord dans plusieurs villes côtières, puis dans l'ensemble du pays⁽⁹⁾. Il s'agissait alors surtout de commencer à privatiser certains logements détenus par l'État, et de les revendre à des étrangers ou aux employés du secteur privé.

À partir de 1988, la Constitution est modifiée afin d'encourager le développement du secteur immobilier privé, et si l'État est maintenu dans son statut d'unique propriétaire foncier, la Constitution autorise désormais la vente par ce dernier ainsi que par les collectivités locales, des droits d'utilisation de la terre pour une durée maximale de 70 ans. Dès 1994, une série de mesures est aussi instaurée afin d'encourager les ménages chinois à racheter, à un prix inférieur à celui du marché, les logements qui leur étaient jusque-là fournis dans le cadre de leur unité de travail. En

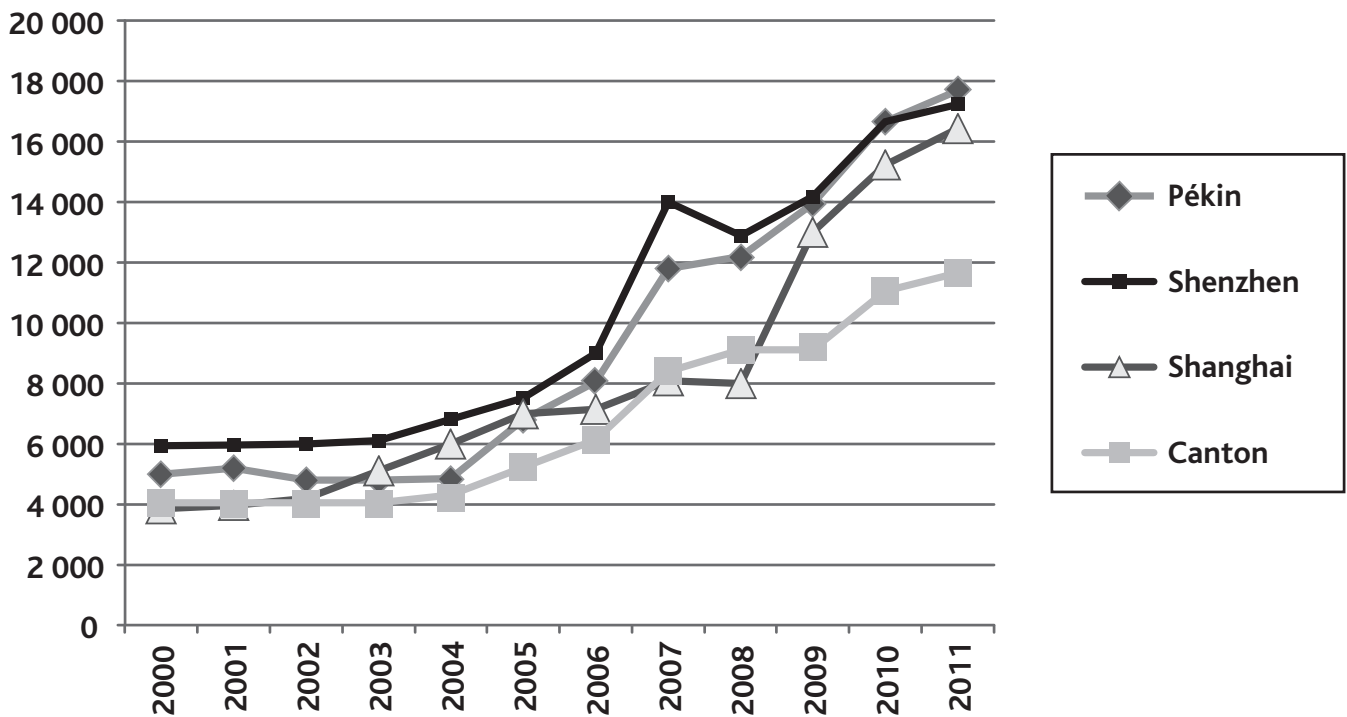
1998, avec le mouvement massif de privatisations des entreprises d'État les moins rentables, les unités de travail restantes reçurent même l'interdiction de procurer un logement, sous quelque forme que ce soit, à leurs salariés, et cet ancien avantage devait désormais être directement intégré dans le salaire versé. Cette libéralisation du marché explique que la surface fournie par le secteur immobilier privé soit passée de 25 millions de mètres carrés au milieu de la décennie 1980 à presque 500 millions en 2007⁽¹⁰⁾.

Le Ministère de la construction et le Bureau national des statistiques estiment qu'en raison de cette privatisation massive, 80 % des logements sont aujourd'hui détenus par le secteur privé⁽¹¹⁾. Certains économistes confondent ce taux avec le taux de propriété des ménages tel qu'il est calculé dans la majorité des autres pays, désignant le pourcentage de ménages propriétaires de leur logement. Si l'Institut de Recherche Financière de la Banque du Peuple estime à 89,68 % le taux de propriété en 2010, il faut tout de même rappeler que l'enquête effectuée cette même année ne portait que sur 4000 ménages (sur 400 millions dans toute la Chine), et que ce taux ne prenait pas en compte les travailleurs en situation illégale et incapables de se procurer un logement urbain autrement que par le biais d'une location parce qu'ils avaient quitté les campagnes sans même détenir un permis de résidence urbain. Or, on estime que ces travailleurs représentent jusqu'à 30 % de la population active des villes...

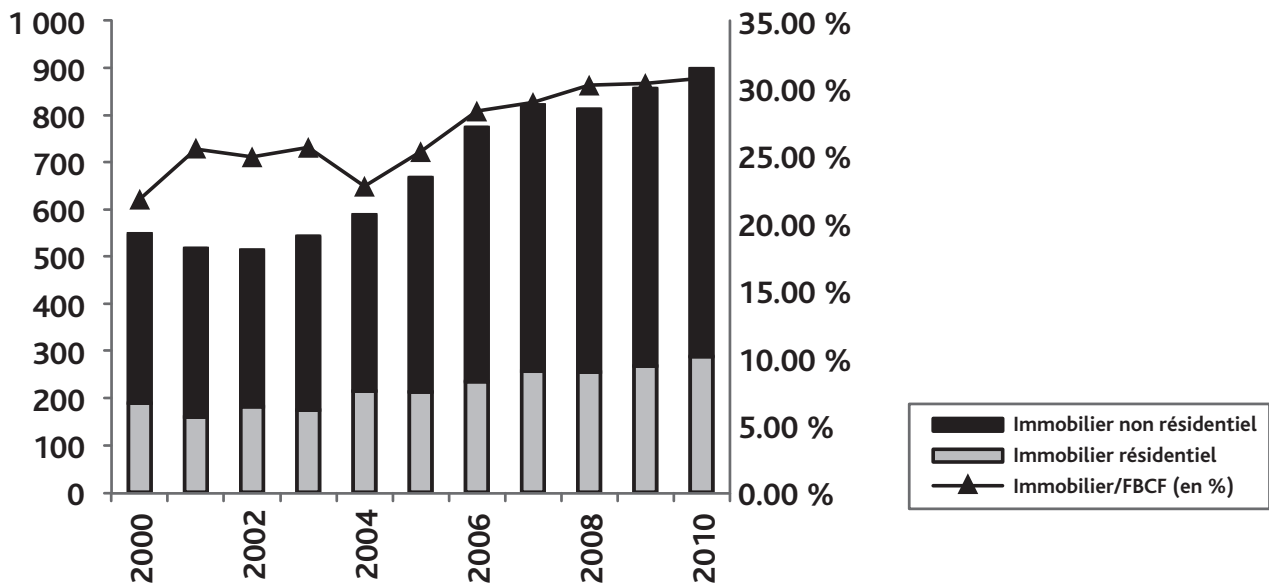
Malgré ces quelques réserves, il est incontestable qu'avec l'ouverture du marché de l'immobilier, de plus en plus de ménages deviennent propriétaires de leur logement. Cette tendance exerce une pression à la hausse sur les prix, phénomène accentué par le fait que les trois quarts des familles urbaines, propriétaires ou non, souhaitent actuellement se procurer un nouveau logement en raison de la faible protection apportée par la loi aux locataires et de la volonté d'améliorer leurs conditions de vie⁽¹²⁾, ce qui est le cas puisque l'espace de vie moyen atteignait 27 mètres carrés à la fin de la décennie 2000, contre seulement 6,7 en 1978⁽¹³⁾.

Dans les villes, l'urbanisation croissante (voir Graphique 3) est aussi à l'origine d'une demande de plus en plus forte de logements, et le fait qu'il soit

1. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *NBER Working Paper*, n° 16189, juillet, 2010, p. 531-543.
2. Ashvin Ahuja, Lillian Cheung, « Are house prices rising too fast in China? », *IMF Working Paper*, décembre 2010.
3. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *art. cit.*, p. 26.
4. Steven Barnett, Ray Brooks, « What's driving investment in China », *IMF Working Paper*, novembre 2006.
5. Shinichi Seki, « Risk of a Housing Bubble Collapse in China Extremely Remote », *Pacific Business and Industries*, vol. XII, n° 44, 2012, p. 1-16 ; Ashvin Ahuja, Lillian Cheung, « Are house prices rising too fast in China? », *art. cit.*
6. Youqin Huang, « Housing Markets Government Behaviors and Housing Choice : A Case Study of Three Cities in China », *Environment and Planning*, vol. 36, 2004, p. 45-68.
7. Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crises*, New York, Basic Books, 1978.
8. Robert Shiller, Karl Case, « Is There a Bubble in the Housing Market », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, 2003, p. 299-362.
9. James Barth, Michael Lea, Tong Li, « China's Housing Market : Is A Bubble About to Burst », Milken Institute, octobre 2012.
10. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *art. cit.*, p. 6.
11. James Barth, Michael Lea, Tong Li, « China's Housing Market : Is A Bubble About to Burst », *art. cit.*, p. 4.
12. Bai Guo, Pierre Mongrué, « Bulletin Économique Chine », Ambassade de France en Chine, Pékin, octobre 2009.
13. Shen Bingxi, Yan Lijuan, « Development of consumer credit in China », *China Quarterly Monetary Policy Report, BIS Papers*, n° 46, 2007, p. 51-57.

Graphique 1 – Prix de l'immobilier dans les grandes villes chinoises, en yuans par mètre carré


Source : BBVA Research, China Real Estate Outlook, 2010-2012

Graphique 2 – Investissement immobilier en Chine, en milliards de yuans


Source : Bureau national des statistiques, Annuaire statistique de la Chine, 2011

plus facile d'obtenir un permis de résidence (*hukou*) dans les dix plus grandes villes du pays (notamment à Shenzhen et Shanghai) risque d'accroître ce mouvement⁽¹⁴⁾ : alors que le taux d'urbanisation n'était que de 20 % en 1980, il atteint 50 % de la population totale en 2011. La forte croissance du salaire urbain moyen, observée sur le graphique 4, expliquerait même d'autant plus la pression exercée sur les prix de l'immobilier, ce salaire ayant augmenté de 260 % entre 2001 et 2010.

Toutes les caractéristiques d'une bulle

Une hausse du rapport entre le prix de l'immobilier et les revenus moyens des ménages

Si la valeur fondamentale d'un bien immobilier apparaît des plus difficiles à calculer, il existe néanmoins certains indicateurs en mesure de déterminer

14. Shinichi Seki, « Risk of a Housing Bubble Collapse in China Extremely Remote », art. cit., p. 10.

une déconnexion entre le prix de marché et l'évolution économique d'un territoire. Notamment, selon Robert Shiller qui a analysé la hausse des prix dans le secteur de l'immobilier des États-Unis durant les années précédant l'éclatement de la bulle (1988-2003), une bulle se manifeste par un enthousiasme de toute la population, et notamment des médias, vis-à-vis d'un secteur permettant l'émergence de grandes fortunes, alors même qu'un décrochage se met en place entre l'évolution des revenus et celle des prix immobiliers⁽¹⁵⁾.

Or, force est de constater qu'aujourd'hui, une grande partie des milliardaires chinois provient directement de ce secteur : selon l'*Asia Pacific Wealth Report* 2010, les promoteurs immobiliers représentaient 18 % des milliardaires chinois en 2008, contre 27 % en 2010. Surtout, le rapport entre les prix moyens de l'immobilier et les revenus annuels moyens des ménages, déjà longuement étudié par Chung et Kim⁽¹⁶⁾ dans le cas de la bulle immobilière de Corée du Sud durant la décennie 2000, est de plus en plus élevé. Pour Chung et Kim, alors que le niveau « raisonnable » de ce ratio est estimé à 3-4, il était supérieur à 10 dans les villes sud-coréennes étudiées. De même, ce ratio atteint en moyenne 8,5 dans les villes chinoises, et il est supérieur à 15 dans les grandes villes côtières (voir Graphique 5), ce qui marque clairement la présence d'une bulle, et ce d'autant plus si on compare ces chiffres avec le ratio de 8 observé en Espagne ou aux États-Unis au plus haut de leur bulle immobilière.

Il est effectivement indispensable de questionner la hausse spectaculaire des revenus urbains présentée ci-dessus. Les données sur les salaires ne concernent ainsi que les salaires des établissements urbains du secteur formel, alors que l'informel absorbe actuellement plus de 50 % de la population active chinoise⁽¹⁷⁾ ; de plus, ces données ne prennent pas en compte les travailleurs migrants, ayant quitté la campagne pour venir travailler dans les villes sans permis de résidence urbain, et rémunérés jusqu'à 40 % de moins que les travailleurs dits résidents⁽¹⁸⁾. Cette analyse des revenus urbains basée sur des enquêtes de terrain rend mieux compte que les données macroéconomiques recueillies au niveau national du rapport croissant entre prix immobiliers et revenus des ménages depuis le milieu de la décennie 2000⁽¹⁹⁾.

Cette évolution apparaît dangereuse pour l'économie chinoise, car ce ratio pèse lourdement sur la consommation des ménages, qui n'atteint pourtant que 37 % du PIB, l'un des taux les plus bas au monde. S'ajoutant à une épargne de précaution constituée par ces ménages pour faire face aux dépenses de santé, d'éducation et de retraite (domaines de moins en moins pris en charge par l'État), une épargne supplémentaire se met en place en raison de la volonté des ménages chinois de se procurer à terme un logement. On estime même que les jeunes couples urbains sont la plupart du temps obligés d'épuiser l'épargne de leurs quatre parents pour accéder à la propriété.

Le poids croissant du crédit bancaire

Le poids croissant du crédit bancaire dans l'économie chinoise constitue également le signe manifeste d'une bulle. Selon la Banque centrale chinoise, le volume des prêts bancaires atteint 145 % du PIB en 2011, alors même que ce taux était inférieur à 100 % jusqu'au milieu de la décennie 1990 (voir Graphique 6), ce qui rapproche la Chine de la situation de nombreux pays asiatiques avant la crise de 1997 ou du Japon de la décennie 1980 (et ce d'autant plus que les créances douteuses sont estimées à plus de 10 % du PIB⁽²⁰⁾). Rien qu'entre 2004 et 2010, les prêts bancaires ont augmenté de 146 % (voir Graphique 7), et au sein de ces prêts, la valeur des prêts immobiliers a été multipliée par 19 entre 1999 et 2010.

Depuis la fin de la décennie 1990, dans le contexte de libéralisation du marché que nous avons évoqué plus haut, le gouvernement a vivement encouragé l'octroi de prêts immobiliers afin de stimuler la demande interne et éviter le ralentissement caractérisant à l'époque toute l'Asie du Sud-Est. Depuis 1998, les prêts peuvent représenter jusqu'à 80 % de la valeur du prix d'achat du bien, et leur durée maximale est fixée à 30 ans. Comme le montre le graphique 8, la baisse des taux d'intérêt depuis le milieu de la décennie 1990 rend d'autant plus attractifs les prêts bancaires accordés par les grandes banques nationales, et ce malgré la légère remontée des taux, de 2009 à 2011, visant à lutter contre la surchauffe. C'est surtout à travers le taux de réserves obligatoires que le gouvernement cherche à maîtriser l'inflation, ce taux étant passé de 6 % en 2003 à 21,5 % en 2011, et cette politique monétaire particulière permet donc de continuer à proposer des taux d'intérêt faibles pour les agents économiques réussissant à contracter un emprunt.

Surtout, en dehors des banques commerciales, la grande source de financement officiel des ménages est le Fonds pour le Logement (Housing Provident Fund, HPF : *zhufang gongjijin* 住房公积金), fonds auquel cotisent employeurs et employés depuis 1992 et qui permet de proposer des prêts à faibles taux d'intérêt à ces derniers. À la fin 2007, ce fonds représentait 17,5 % de tous les prêts hypothécaires⁽²¹⁾, contre 79,4 % pour les banques commerciales.

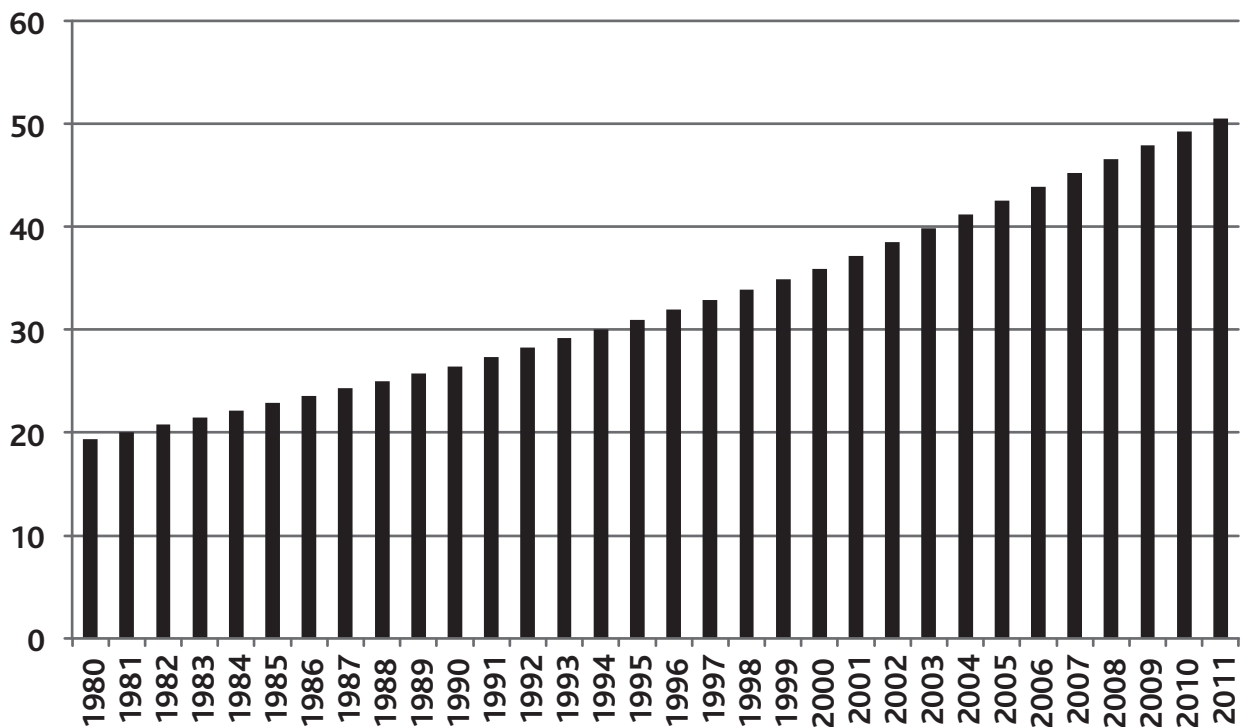
Bien que la part des prêts immobiliers octroyés aux ménages soit en constante augmentation, force est de constater que ce ne sont pas eux qui profitent le plus de l'expansion du crédit bancaire : les trois quarts des prêts accordés par le secteur bancaire officiel le sont à des organismes publics. Or ces organismes publics, gouvernements locaux et entreprises publiques, ont un comportement qui, comme nous le verrons dans la deuxième partie de cet article, explique en grande partie l'évolution actuelle des prix et des prêts bancaires. Les évolutions du marché immobilier chinois restent en effet incompréhensibles si on ne prend pas en compte le statut de la terre dans ce pays, les intérêts économiques en jeu pour les gouvernements locaux, ainsi que les profondes difficultés fragilisant de plus en plus ces derniers et les rendant dépendants de la hausse des prix de l'immobilier.

Le rôle des gouvernements locaux sur le marché de l'immobilier chinois

Les gouvernements locaux sont directement impliqués dans le gonflement de la bulle immobilière, et leur rôle sur ce marché s'appréhende surtout par les difficultés financières qu'ils rencontrent ces dernières années. Ces difficultés et le fait que les revenus en provenance du secteur de l'immobilier leur soient indispensables expliquent en grande partie l'incapacité du gouvernement central à contrôler l'évolution de ce secteur.

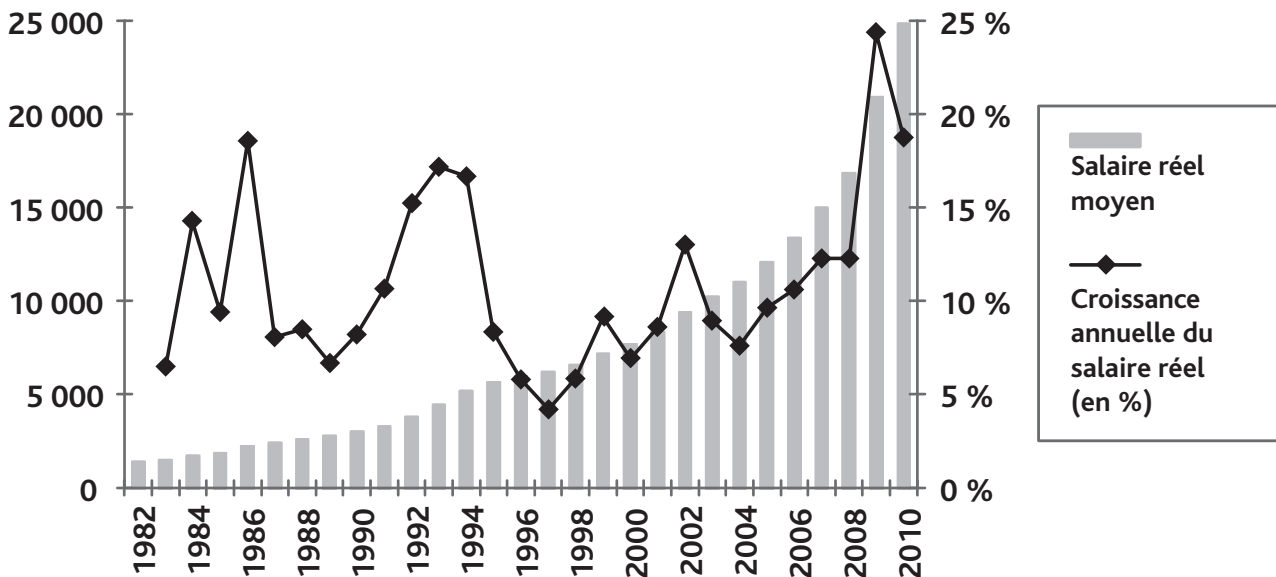
15. Robert Shiller, Karl Case, « Is There a Bubble in the Housing Market », *art. cit.*
16. Hee Soo Chung, Jeong Ho Kim, « Housing speculation and housing price bubbles in Korea », *KDI School of Pub Policy & Management Paper*, n° 04-06, 2004.
17. Bureau International du Travail, *Rapport mondial sur les salaires 2010/2011*, Genève, BIT, décembre 2010.
18. Mylène Gaulard, « Salaires et croissance en Chine et au Brésil », *Revue de l'IRE*, n° 73, 2012, p. 181-204.
19. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *art. cit.*
20. Violaine Cousin, *Banking in China*, New York, Palgrave Mac Millan, 2011, p. 154.
21. Shen Bingxi, Yan Lijuan, « Development of consumer credit in China », *art. cit.*, p. 55.

Graphique 3 – Taux d'urbanisation, en pourcentage de la population totale



Source : Bureau national des statistiques, Annuaire statistique de la Chine, 2011

Graphique 4 – Salaire réel annuel urbain moyen en Chine (en yuans de décembre 2010)



Source : Bureau national des statistiques, Annuaire statistique de la Chine, 2011 (salaire réel calculé à partir du salaire nominal moyen déflaté par l'indice des prix à la consommation)

Des autorités locales impliquées dans le gonflement de la bulle immobilière

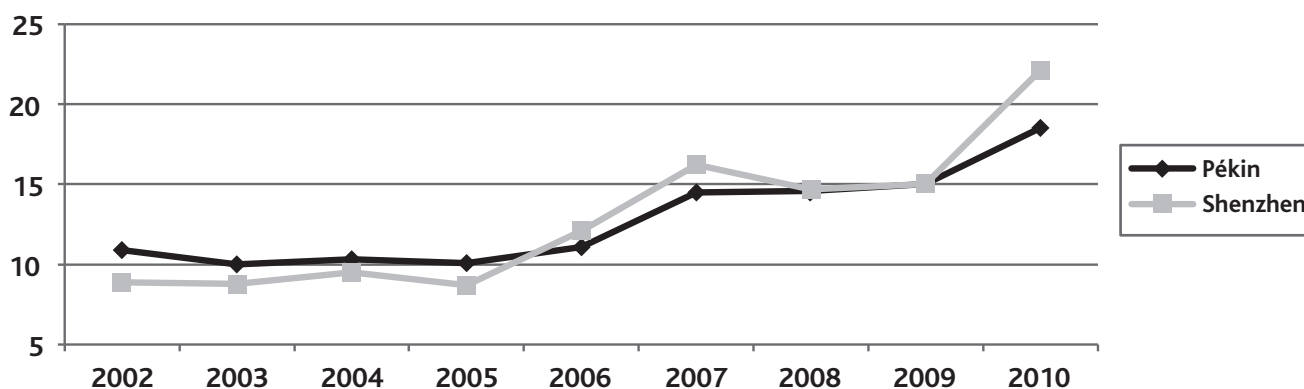
Un rôle lié au statut particulier du marché foncier

Les gouvernements locaux (provinces, cantons et villages) contournent les interdictions faites aux banques de leur prêter, grâce à la création de sociétés ad hoc, les « Plateformes de financement des gouvernements lo-

caux » (*difang zhengfu rongzi pingtai* 地方政府融资平台 ; en anglais LGFV pour *Local Government Financing Vehicles*). Par le biais de ces organismes de financement, les collectivités ont pu absorber près de 50 % des prêts bancaires accordés ces dix dernières années⁽²²⁾, et on considère que chaque collectivité locale est aujourd'hui liée à environ dix LGFV, contre deux

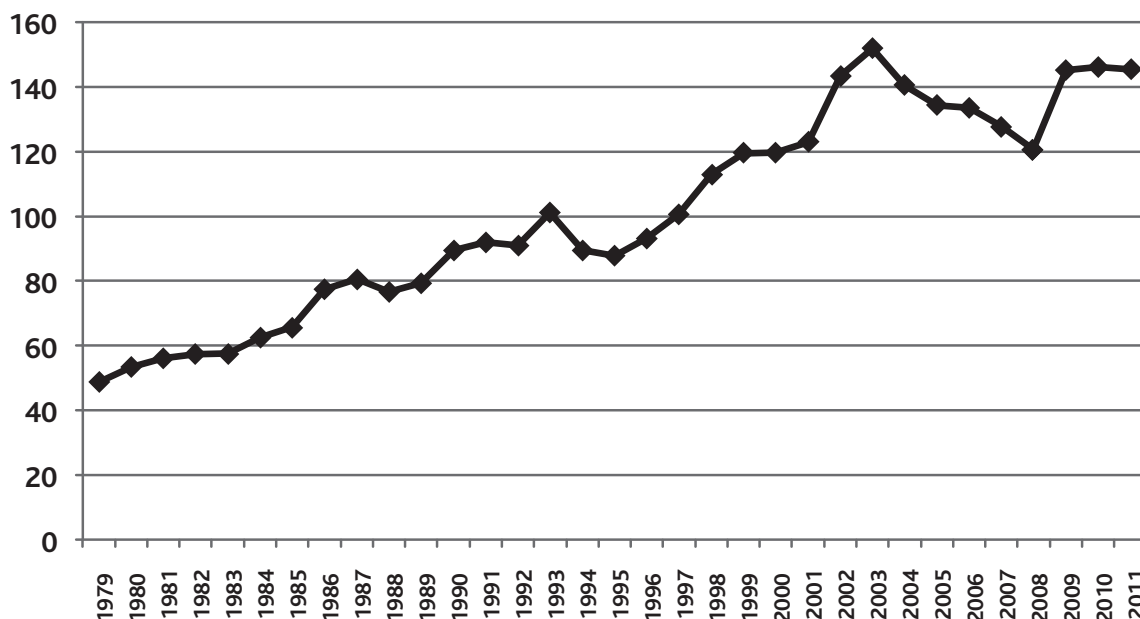
22. Patrick Artus, Jacques Mistral, Valérie Pagnol, *L'émergence de la Chine : impact économique et implications de politique économique*, Conseil d'Analyse Économique, Paris, 2011, p. 223.

Graphique 5 – Évolution du ratio prix de l'immobilier sur revenus annuels à Pékin et Shenzhen



Source : Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *NBER Working Paper*, n° 16189, juillet, 2010, p. 531-543.

Graphique 6 – Prêts bancaires en pourcentage du PIB



Source : Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*, 2011

à quatre en 2008. Les trois quarts de ces organismes dépendent de petites collectivités, d'un échelon inférieur à celui du canton, ce qui rend leur contrôle très difficile⁽²³⁾. D'après un audit effectué par le National Audit Office (NAO, *shenjishu* 审计署) dans 18 provinces, 16 villes et 36 cantons⁽²⁴⁾, les entités territoriales étudiées présentent même un taux d'endettement supérieur à 400 % de leurs revenus, endettement permis en grande partie par la multiplication de ces organismes. Selon la Commission de régulation bancaire chinoise, seuls 27 % des prêts accordés aux LGFV seraient couverts par les recettes des investissements réalisés.

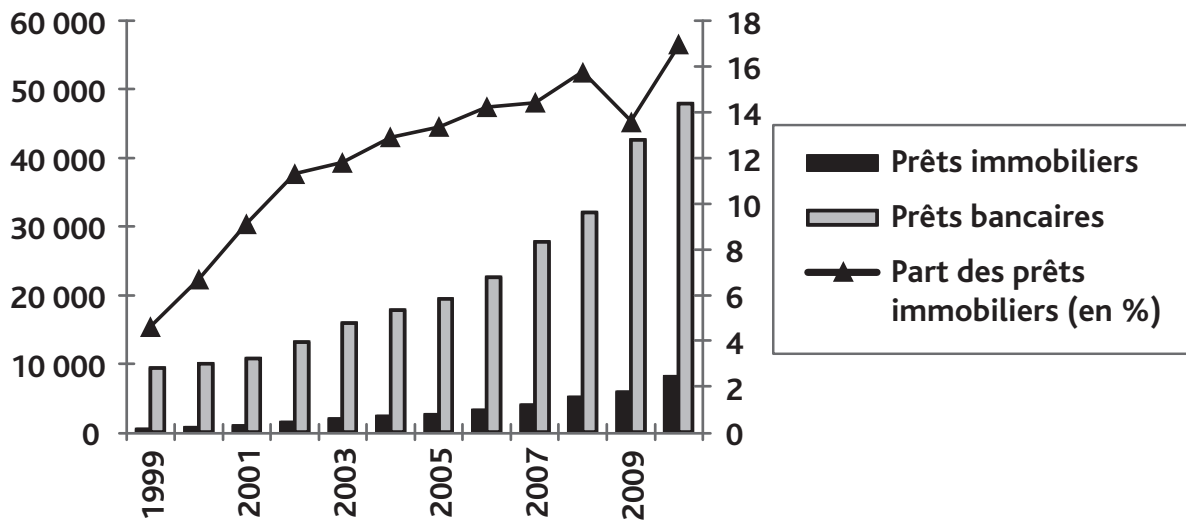
Cependant cet endettement croissant conduit les collectivités locales à jouer un rôle dans le gonflement de la bulle immobilière chinoise. En effet, pour capitaliser leurs organismes de financement, les collectivités leur transfèrent des terrains ou des immeubles qui servent de garantie auprès des

banques. C'est ici que le statut particulier de la propriété foncière est essentiel pour mieux comprendre l'essor du secteur de l'immobilier depuis la décennie 2000 : légalement, les terres appartiennent toujours à l'État (plus précisément, au gouvernement central dans les zones urbaines, et aux collectivités, essentiellement les comités de villages, dans les zones rurales), et la part que les gouvernements locaux sont autorisés à céder, par l'octroi de droits d'utilisation du sol (et non de « droits de propriété ») reste indéterminée, les négociations s'effectuant le plus souvent au niveau local. De ce fait, les collectivités ont le pouvoir de réquisitionner les terres, ce qui explique que durant la décennie 2000, plus de 50 millions de paysans aient

23. Zlotowski in Patrick Artus, Jacques Mistral, Valérie Plagnol, *L'émergence de la Chine : impact économique et implications de politique économique*, op. cit., p. 284.

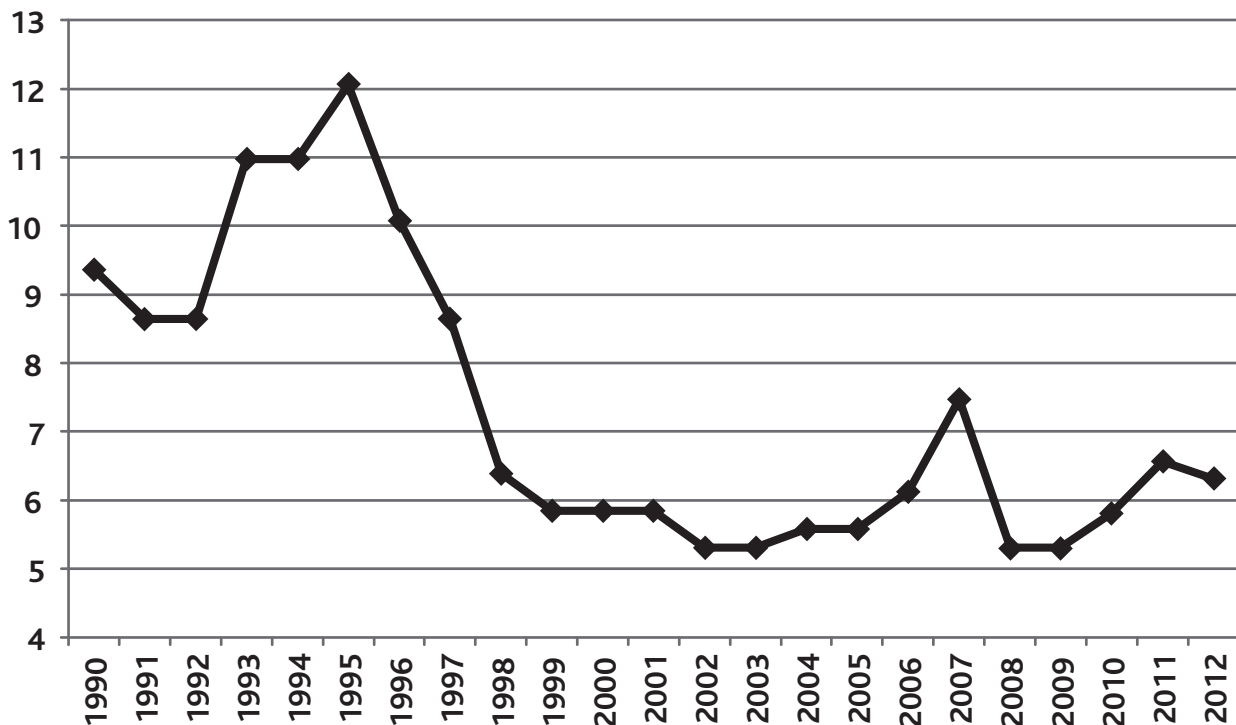
24. *Ibid.*, p. 285.

Graphique 7 – Prêts immobiliers, en milliards de yuans et en pourcentage des prêts bancaires



Source : Banque populaire de Chine, *Sources and Uses of Funds of Financial Institutions*, 2010

Graphique 8 – Taux d'intérêt (prêts à un an), en pourcentage



Source : Banque populaire de Chine, *China Monetary Policy Report*, 2012

été expropriés⁽²⁵⁾. Comme nous le verrons ci-dessous, après avoir récupéré des terrains initialement réquisitionnés par l'État, les collectivités ont vendu les droits d'utilisation de ces terrains à des promoteurs immobiliers, ou les ont utilisés directement pour y effectuer elles-mêmes des investissements conséquents dans la construction, souvent non résidentielle.

Depuis 1988, il est inscrit dans la Constitution chinoise que les collectivités sont autorisées à vendre des droits d'utilisation du sol, et on estime que ces droits ont surtout été acquis à très bas prix par des entreprises publiques (Graphique 9) ou des relations proches des autorités locales qui souhaitent

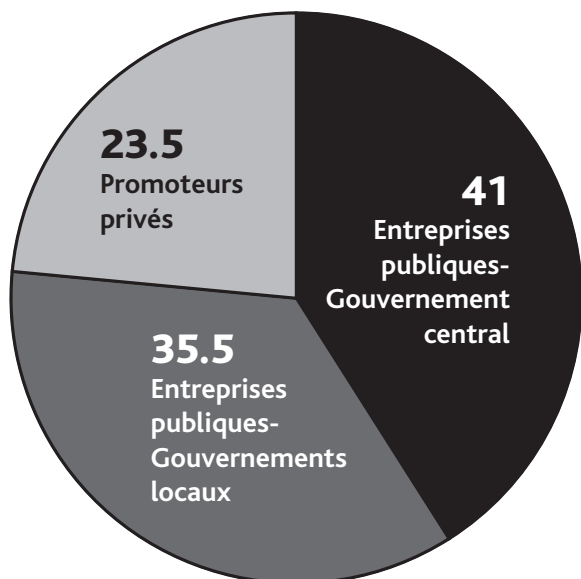
ainsi profiter du faible coût du foncier⁽²⁶⁾, et dégager très rapidement des revenus de leurs placements immobiliers : en 2010, on estimait même que 71 % des droits d'utilisation du sol à Pékin avaient été achetés par des entreprises publiques, contre 37 % en 2003⁽²⁷⁾. Sur les 129 entreprises d'État

25. Scott Rozelle, Johan Swinnen, *From Marx and Mao to the market: the economics and politics of agricultural transition*, Oxford, Oxford University Press, 2006, p. 221.

26. Michel Aglietta, Guo Bai, *La Voie chinoise*, Paris, Odile Jacob, 2012, p. 357.

27. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *art. cit.*, p. 34.

Graphique 9 – Part des différents promoteurs immobiliers dans l'achat des droits d'utilisation du sol à Pékin, en pourcentage de la surface totale achetée (2008)



Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *NBER Working Paper*, n° 16189, juillet, 2010, p. 531-543.

contrôlées par le gouvernement central et surveillées par la Commission d'administration et de supervision des entreprises d'État (SASAC), 70 % d'entre elles avaient lancé des investissements immobiliers⁽²⁸⁾, et on suppose que cette part est encore plus importante pour les entreprises publiques dépendant des collectivités. Le tiers du plan de relance de 2008 aurait pour cette raison été orienté vers le secteur de l'immobilier⁽²⁹⁾.

Ce système permet non seulement aux entreprises publiques d'investir dans le secteur de l'immobilier, mais une partie en profite également pour réaliser des profits par la revente ultérieure des droits d'utilisation à des prix plus élevés⁽³⁰⁾. Depuis 2004, afin de limiter les phénomènes de corruption, une loi oblige à ce que les transactions visant à transférer des droits d'utilisation du sol se fassent sur le marché, et non plus par des négociations s'effectuant directement auprès des collectivités. Même si cette règle est difficilement appliquée, elle explique que depuis le milieu de la décennie, la part du foncier dans la valeur immobilière ne cesse de croître⁽³¹⁾ pour représenter plus de 23 % du prix des logements⁽³²⁾, atteignant même 60 % à Pékin, car les spéculations successives sur le droit d'utilisation d'un terrain poussent considérablement son prix à la hausse.

Des investissements destinés aux catégories les plus aisées

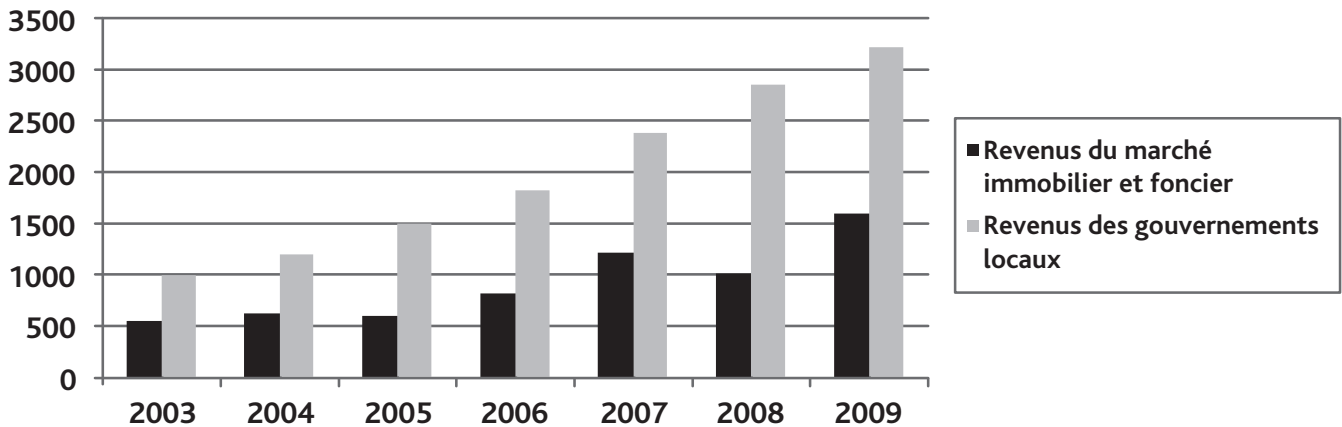
En 1998, une loi définissait le concept de « logements à prix modéré » (*jingji shiyong fang* 经济适用房) pour lesquels la vente était subventionnée, qui venait s'ajouter à celui de « logements à coût réduit » (*lianzu fang* 廉租房) pour lesquels c'était la location qui était subventionnée. Ce nouveau concept devait permettre de fournir des logements à des familles à faibles et moyens revenus pour un prix supérieur de seulement 3 à 5 % au coût de construction, avec un financement provenant principalement du Fonds pour le Logement. Or on observe aujourd'hui que seuls 3 % des logements construits sont à prix modéré, contre un pic de 25 % à la fin de la décennie 1990⁽³³⁾. Les collectivités impliquées sur le marché de l'immobilier ne trou-

vent effectivement que peu d'intérêt à investir dans ce secteur peu rémunérateur. Dans le but d'accroître le prix de vente des droits d'utilisation, les gouvernements locaux imposent même des limites sur l'emploi des terrains dans un but résidentiel⁽³⁴⁾. Cela explique la faible élasticité des prix des terres offerts sur le marché et pousse encore davantage à la hausse les prix des logements. Sur le graphique 2 présenté précédemment, on observe ainsi que l'investissement effectué dans la construction non résidentielle augmente beaucoup plus vite que dans la résidentielle.

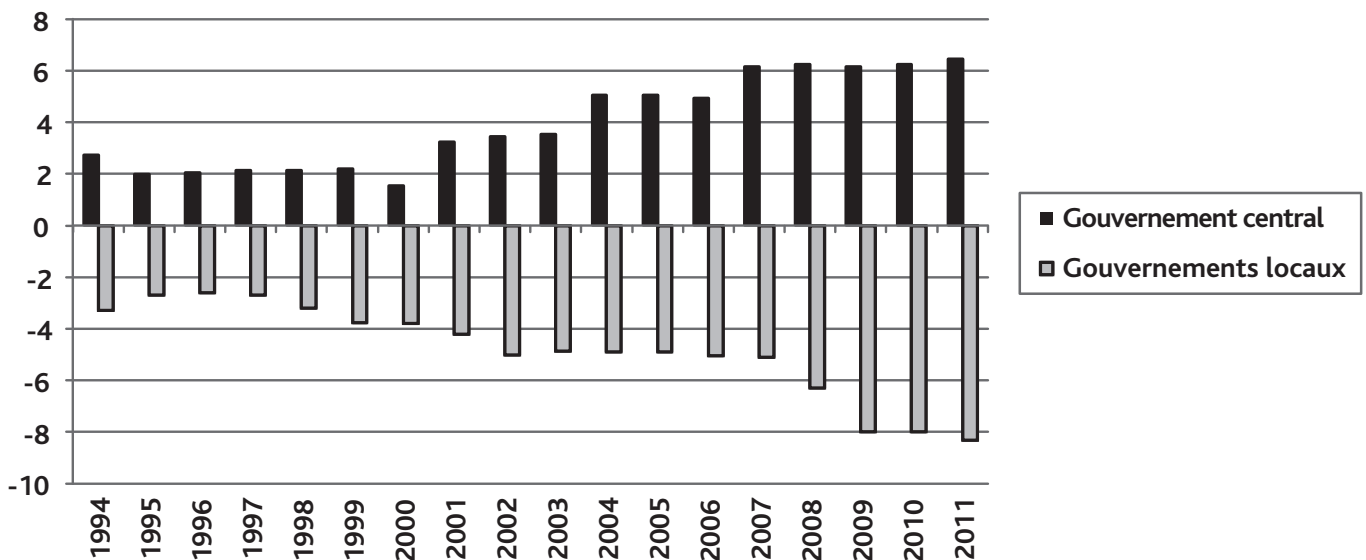
Peu désireuses d'attirer des résidents à faibles revenus, les collectivités privilégient également les investissements effectués dans le secteur du résidentiel de luxe, susceptibles d'attirer des ménages à revenus élevés en mesure d'accroître considérablement les recettes fiscales⁽³⁵⁾. Ce comportement est à l'origine d'un rapport encore plus élevé entre les prix de l'immobilier et les revenus des ménages les plus pauvres : selon Gao Lu⁽³⁶⁾, alors que ce rapport atteint en moyenne 20 dans les dix plus grandes villes chinoises, il n'est que de 2,45 pour les 20 % les plus riches, contre 22,69 pour les 20 % les plus pauvres (avec une moyenne de respectivement 5,6 et de 9,7 dans le reste du monde). Cette évolution est à l'origine de l'émergence en Chine d'un « urbanisme néolibéral⁽³⁷⁾ » qui amène à multiplier les infrastructures et les biens immobiliers destinés aux catégories les plus aisées au détriment de la majorité de la population.

Signe fort d'un phénomène massif de spéculation plutôt que d'un développement du secteur de l'immobilier répondant à la demande des ménages qui en ont le plus besoin, les investissements effectués dans la construction et dans le résidentiel de luxe pourraient cependant révéler des phénomènes de surinvestissement considérables, phénomènes de plus en plus médiatisés ces dernières années, qu'il s'agisse de la prolifération de villes fantômes, dont Ordos⁽³⁸⁾ en Mongolie intérieure est assez caractéristique, d'aéroports et de routes sous-utilisés, ainsi que de la multiplication de logements vides, estimés à plus de 70 millions actuellement⁽³⁹⁾. Dans sa thèse de doctorat de 2008, Kun Liu observait ainsi que « l'offre foncière pour le marché immobilier, en ne prenant pas en compte les divers types de logements, ne répond pas efficacement à l'ensemble de la demande, et tend au contraire à aggraver le déséquilibre entre l'offre de logements de haut standing et les demandes générales pour les logements de standing ordinaire »⁽⁴⁰⁾.

28. Cheng Li in Hu Angang, *China in 2020 : A New Type of Superpower*, Washington, Brookings Institution, 2011, p. 34 (introduction).
29. *Ibid.*
30. Kun Liu, *Procédures et acteurs de l'utilisation du foncier chinois dans un contexte de mutations socio-économiques*, thèse de doctorat de l'Institut d'urbanisme de Paris, décembre 2008.
31. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », *art. cit.*, p. 35.
32. Kun Liu, *Procédures et acteurs de l'utilisation du foncier chinois dans un contexte de mutations socio-économiques*, *op. cit.*, p. 79.
33. James Barth, Michael Lea, Tong Li, « China's Housing Market : Is A Bubble About to Burst », *art. cit.*, p. 4.
34. *Ibid.*, p. 16.
35. Kun Liu, *Procédures et acteurs de l'utilisation du foncier chinois dans un contexte de mutations socio-économiques*, *op. cit.*, p. 254.
36. Lu Gao, « Achievements and challenges : 30 years of housing reforms in the People's Republic of China », *Asian Development Bank Working Paper*, n° 198, avril 2010, p. 16.
37. He Shenjing, Wu Fulong, « China's Emerging Neoliberal Urbanism : Perspectives from Urban Redevelopment », *Antipode*, vol. 41, n° 2, p. 282-304.
38. Construite pour plus d'un million d'habitants, cette ville n'en réunit, cinq ans après sa construction, que quelques milliers en raison, principalement, des prix proposés, inabornables pour la population locale.
39. James Barth, Michael Lea, Tong Li, « China's Housing Market : Is A Bubble About to Burst », *art. cit.*, p. 14.
40. Kun Liu, *Procédures et acteurs de l'utilisation du foncier chinois dans un contexte de mutations socio-économiques*, *op. cit.*, p. 263.

Graphique 10 – Revenus des gouvernements locaux, en milliards de yuans

Source : Bureau national des statistiques, *Annuaire statistique de la Chine*, 2011; Ministère du Territoire et des Ressources, *National Land and Resources Statistical Yearbook*, 2011

Graphique 11 – Solde budgétaire du gouvernement central et des gouvernements locaux, en pourcentage du PIB

Source : Bureau national des statistiques, *Annuaire statistique de la Chine*, 2012

Nous verrons maintenant que ce comportement des collectivités consistant à pousser les prix de l'immobilier à la hausse s'explique par les profondes difficultés financières auxquelles elles sont actuellement confrontées et auxquelles elles sont obligées de faire face en raison d'importants défauts structurels de l'économie chinoise et du rapport financièrement déséquilibré entre le pouvoir central et les autorités locales.

L'immobilier : une source de revenus indispensable pour les gouvernements locaux

Des difficultés financières croissantes

Le rôle joué par les collectivités dans le gonflement des prix de l'immobilier leur permet de tirer des revenus considérables de ce secteur. En 2009, sur un revenu total de 3 258 milliards de *yuan* pour l'ensemble des gouvernements locaux, on estimait à 481 milliards (soit 15 %) la part provenant du secteur de l'immobilier⁽⁴¹⁾. Il subsiste pourtant des revenus importants qui ne sont pas compris dans cette somme, telles que les ressources provenant

de la vente des droits d'utilisation du sol, obtenues grâce aux expropriations de paysans réalisées contre des sommes dérisoires. Par exemple, à Pékin et dans la province du Zhejiang, la vente des droits d'utilisation du sol représente à elle seule 30 % des revenus des gouvernements locaux⁽⁴²⁾. Au niveau national, si l'on ajoute les transferts de terres aux revenus provenant des investissements immobiliers réalisés, le total des revenus liés à l'immobilier atteint 1 366 milliards de yuans, soit presque 50 % des revenus globaux des gouvernements en 2009⁽⁴³⁾ (Graphique 10).

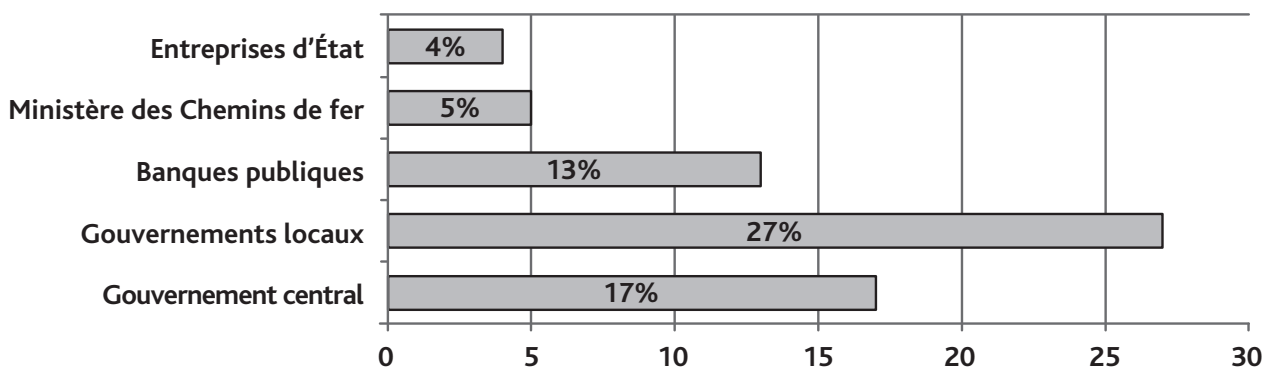
Ces revenus sont actuellement indispensables pour les collectivités en raison des profondes difficultés financières qu'elles rencontrent. Suite à la politique de décentralisation des années 80, les gouvernements locaux sont devenus responsables de 75 % des dépenses publiques effectuées sur le territoire chinois, mais les recettes fiscales ne suffisent plus à équilibrer leur

41. Ichiro Muto, Miyuki Matsunaga, « On the recent rise in China's real estate prices », *Bank of Japan Review*, avril 2010, p. 6.

42. Ashvin Ahuja, Lillian Cheung, « Are house prices rising too fast in China? », *art. cit.*, p. 4.

43. Ichiro Muto, Miyuki Matsunaga, « On the recent rise in China's real estate prices », *art. cit.*, p. 6.

Graphique 12 – Dette des différents organismes publics chinois en 2010, en pourcentage du PIB



Source : Ministère des Finances chinois (2011), Commission de Régulation Bancaire de Chine (2011), Ministère des Chemins de fer chinois (2011)

budget. La recentralisation de 1994 n'a pas contribué à améliorer leur solde budgétaire, bien au contraire, car si la majorité des dépenses continue d'être effectuée au niveau des gouvernements locaux, il n'en est pas de même des recettes dont une grande partie a été réintégrée dans le budget du gouvernement central. Depuis 1994, ce dernier a perçu entre 50 et 55 % des recettes fiscales annuelles, contre 33 % durant la décennie précédente, alors même que depuis la fin de la décennie 1990, 80 % des dépenses publiques sont assumées par les collectivités⁽⁴⁴⁾. Ces dernières doivent assumer financièrement les services publics, ainsi que la mise en œuvre des politiques sociales de l'État : cela signifie que plus de 90 % des dépenses liées à l'éducation, à la santé, et à la protection de l'environnement sont actuellement réalisées par les collectivités.

Cette évolution du partage des dépenses et des recettes publiques est à l'origine d'un creusement du déficit des collectivités, passé de 3 % du PIB en 1994 à 8,5 % en 2011 (Graphique 11). Et si la dette du gouvernement central n'atteint que 17 % du PIB, celle des gouvernements locaux était déjà officiellement en 2010 de 27 % contre 18 % à la fin 2008 (Graphique 12). Face à la politique de recentralisation mise en place en 1994, les autorités locales ont donc tout intérêt à stimuler le marché de l'immobilier, à récupérer de fortes plus-values grâce à la vente des droits d'utilisation du sol, ainsi qu'à attirer les ménages les plus aisés par la construction de logements de luxe pour accroître leurs recettes fiscales. Le fait que les décisions d'investissements publics se prennent majoritairement de façon décentralisée⁽⁴⁵⁾ explique également les phénomènes de surinvestissement évoqués précédemment, comme la construction de plusieurs aéroports à seulement quelques dizaines de kilomètres de distance.

Ce comportement est d'autant plus encouragé que les investissements étrangers participent également à la hausse des prix de l'immobilier. En effet, plus du quart des investissements directs étrangers entrants dans le pays s'orientent désormais vers ce secteur (Graphique 13). La plus-value engendrée par la revente des biens et des droits d'utilisation du sol à des prix supérieurs aux prix d'achat pousse aujourd'hui la grande majorité des agents économiques à préférer ce secteur à un appareil productif de moins en moins rentable⁽⁴⁶⁾. De même, les entreprises publiques, dépendant maintenant dans leur grande majorité des collectivités locales⁽⁴⁷⁾, ont elles aussi des problèmes de rentabilité liés aux difficultés de ces dernières à équilibrer leur budget, ce qui incite tous ces acteurs à chercher à profiter d'un secteur comme celui de l'immobilier pour accroître leurs ressources.

La mise en place indispensable de politiques de lutte contre la spéculation

Le cas de la ville de Wenzhou⁽⁴⁸⁾ préfigure peut-être ce qui pourrait se produire très prochainement dans le reste de l'économie chinoise. Alors que cette ville du sud-est du pays était présentée depuis la décennie 1980 comme un modèle de croissance du fait de son nombre important de petites et moyennes entreprises liées au secteur exportateur, la baisse soudaine des prix de l'immobilier de 50 % qui surgit entre 2011 et 2012 a révélé les profondes faiblesses de ce modèle. De nombreuses entreprises s'étaient endettées auprès d'une finance informelle, constituée par des institutions non bancaires accordant des prêts plus facilement que le secteur bancaire traditionnel, mais à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés, pour effectuer des investissements dans le secteur de l'immobilier ; or, l'éclatement de la bulle a révélé ces importants problèmes de surendettement, responsables d'un effondrement de cette finance de l'ombre. Cependant, comme nous l'avons vu précédemment, il est fort probable que le secteur bancaire formel soit aussi à l'origine de prêts similaires ayant permis le gonflement d'une bulle elle aussi immobilière mais au niveau national.

Paradoxalement, ce n'est pas tant la libéralisation du marché de l'immobilier qui est responsable d'un essor de ce secteur déconnecté du reste de l'économie, que la rencontre entre cette libéralisation et les difficultés financières des collectivités et des entreprises publiques, profitant d'un secteur bancaire qui leur est encore très favorable. Contrairement à ce qui est parfois mis en avant dans les conditions de la réussite économique chinoise, il n'est donc pas certain qu'une libéralisation du marché qui s'effectue dans un contexte où le secteur public présente encore un poids important dans l'économie, ne présente que des avantages pour la Chine actuelle.

Afin de faciliter le financement des dépenses des collectivités, et éviter le manque de transparence des organismes de financement utilisés jusqu'à présent pour contracter des prêts bancaires, le gouvernement central a lancé

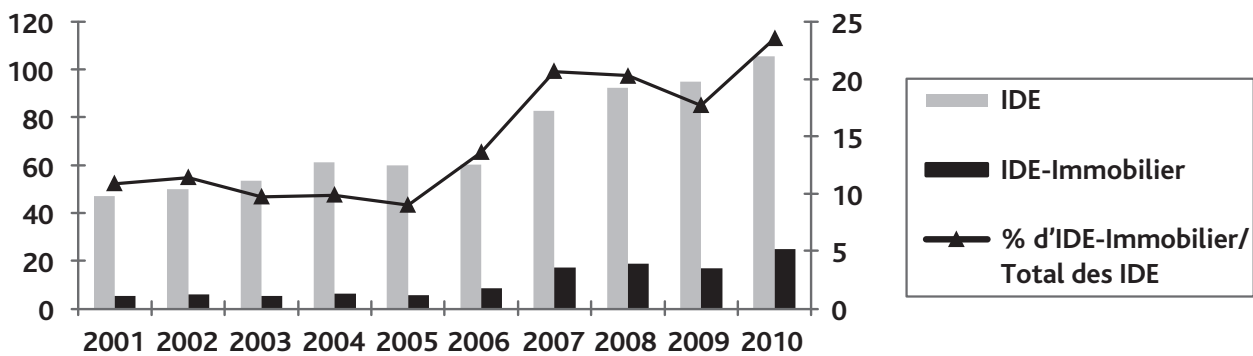
44. Christine Wong, « La nouvelle donne entre le gouvernement central et les collectivités locales », *Perspectives chinoises*, juillet-août 2000, n° 60, p. 56-67.

45. Sandra Poncet « La fragmentation du marché intérieur chinois », *Perspectives chinoises*, n° 84, juillet-août 2004, p. 11-20.

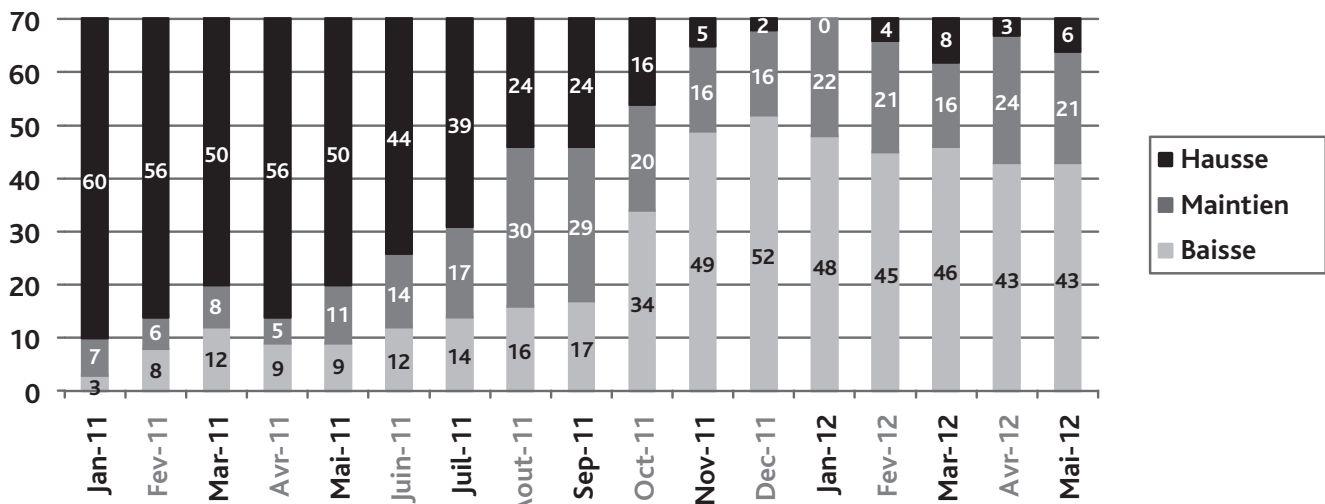
46. Yu Yongding, « China's Policy Responses to Global Financial Crisis », Richard Sanape Lecture, Melbourne, 25 novembre 2009 ; Mylène Gaulard, « Les limites de la croissance chinoise », *Revue Tiers Monde*, n° 200, décembre 2009, p. 875-893.

47. Jing Wu, Joseph Gyourko, Yongheng Deng, « Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets », art. cit., p. 13.

48. Liu Changming, Zou Rongchang, « Study on the Development of Chinese Real Estate in the Context of Urbanization », *Applied Mechanics and Materials*, vol. 174-177, 2012, p. 2284-2288.

Graphique 13 – Investissements directs étrangers en Chine, en milliards de dollars


Source : Bureau national des statistiques, Annuaire statistique de la Chine, 2012 ; Administration d'État des devises étrangères ; Ministère du Commerce de la République populaire de Chine (2011)

Graphique 14 – Évolution des prix des logements dans les 70 plus grandes villes chinoises, en nombre de villes connaissant une hausse, une baisse ou un maintien des prix du mètre carré


Source : Bureau national des statistiques, « Sale Price Indices of Residential Buildings in 70 Large and Medium-Sized Cities », 2013

en octobre 2011 un programme pilote d'émission d'obligations municipales dans des villes comme Shanghai et Shenzhen, ainsi que dans les provinces du Guangdong et du Zhejiang. De plus, Shanghai et Chongqing sont maintenant autorisées à lever une taxe foncière⁽⁴⁹⁾, ce qui contribuerait à accroître les revenus de ces collectivités, mais également à lutter contre la spéculation immobilière. Néanmoins, cette taxe risque de poser un problème juridique si on considère qu'une taxe sur la propriété ne peut pas être appliquée si le droit de propriété privée de la terre n'est pas reconnu par la Constitution, cette dernière autorisant seulement le « transfert des droits d'utilisation »⁽⁵⁰⁾.

Afin de lutter contre la surchauffe observée sur le marché de l'immobilier, le gouvernement chinois a aussi mis en place différentes mesures dont le résultat reste assez mitigé. Au niveau de la politique monétaire, dans l'objectif de limiter le surendettement bancaire, le taux d'intérêt de prêt à un an n'a cessé d'augmenter de 5,31 % en 2009 à 6,56 % à la fin de l'année 2011, et surtout, le taux de réserves obligatoires est passé de 14 % en 2009 à 21,5 % en 2011. Entre 2010 et 2011, ce taux a ainsi été relevé 12 fois, tandis que, durant la même période, le taux d'intérêt était augmenté seulement trois fois.

D'avantage focalisées sur le secteur de l'immobilier, de nouvelles règles furent aussi édictées, en 2010, puis l'année suivante avec les « Huit nou-

veaux articles »⁽⁵¹⁾, notamment afin de limiter les prêts bancaires accordés pour achat ou investissement immobilier⁽⁵²⁾. Par exemple, à partir de 2010, les prêts sont suspendus au-delà d'un troisième logement acheté, et l'apport minimal pour l'achat d'un logement est relevé, de 20 à 30 % ; puis, à partir de 2011, l'apport personnel requis pour l'achat du deuxième logement atteint 60 % du prix de vente du bien, l'achat d'un second logement par des résidents depuis moins de cinq ans n'étant plus autorisé. Cette dernière mesure décidée dans un premier temps à Shenzhen et Shanghai, a été étendue depuis à toutes les autres grandes villes du pays. Depuis 2011, une nouvelle taxe s'applique également aux propriétaires de deux logements ou plus.

Par ailleurs, afin de lutter contre la spéculation, il est interdit de laisser un terrain inoccupé, et les collectivités sont chargées de récupérer les droits

49. Christine Peltier, « Éclairage sur les finances publiques chinoises », *Conjoncture*, BNP Paribas, avril 2012, p. 23-34.

50. James Barth, Michael Lea, Tong Li, « China's Housing Market : Is A Bubble About to Burst », *art. cit.*, p. 23.

51. « 2011 nian guowuyuan chutai loushi xinguo batiao » (Huit nouveaux articles sur le marché immobilier mis en place par le Conseil des Affaires d'État), Fazi xinwenwang, 27 janvier 2011, <http://news.9ask.cn/Article/sd/201101/1069752.shtml> (consulté le 21 mai 2013).

52. Shinichi Seki, « Risk of a Housing Bubble Collapse in China Extremely Remote », *art. cit.*, p. 6.

d'utilisation du sol si au bout de deux ans les travaux de construction n'ont toujours pas débuté⁽⁵³⁾. Néanmoins, comme le simple fait de creuser un trou dans le sol marque juridiquement le début d'une construction, le contrôle de la spéculation reste très difficile. D'autre part, les investissements étrangers effectués dans ce secteur sont strictement contrôlés, et il est exigé que l'entité étrangère s'implantant dans le secteur de l'immobilier ait des bureaux en Chine ou qu'elle soit capable de produire des associés travaillant ou étudiant dans le pays. Une telle condition explique en partie que les capitaux spéculatifs souhaitant réaliser des profits grâce à la spéculation immobilière prennent souvent la forme d'IDE, et que les investissements directs s'effectuent de plus en plus dans le secteur de l'immobilier.

De plus, la construction de logements sociaux vendus à bas prix ne cesse d'être encouragée par le gouvernement central, et 36 millions de logements subventionnés doivent être construits d'ici 2015. Cependant, les collectivités n'y trouvent pas forcément leur intérêt, alors même que la construction de ces logements repose en grande partie sur elles.

S'il est probable que ces mesures soient tout de même à l'origine de la légère baisse des prix observée dans certaines villes depuis le dernier trimestre de 2011 (Graphique 14), leur impact demeure réduit car contrecarré par l'action des collectivités, d'autant plus difficilement contrôlées par le gouvernement central que l'État a tout intérêt à les laisser agir pour limiter l'ampleur du déficit public. Cependant, rappelons que la Chine a déjà connu un début d'effervescence dans sa sphère immobilière il y a quelques années, et la remontée des taux par la banque centrale souhaitant limiter la surchauffe y a brusquement mis fin. En effet, une hausse des prix de l'immobilier fut déjà observée au début des années 90, période durant laquelle le pays présentait une forte croissance économique et une politique monétaire expansive, l'économie de marché étant fortement stimulée dans le secteur de l'immobilier par la multiplication de sociétés immobilières durant l'été 1992, et l'autorisation donnée alors aux banques d'État de se lancer dans ce secteur. Entre 1992 et 1993, les prix de l'immobilier se sont ainsi accrus de plus de 30 %, avant de chuter en raison de la politique monétaire restrictive mise en place par le gouvernement pour juguler l'inflation⁽⁵⁴⁾.

Un tel scénario serait actuellement dangereux pour l'économie chinoise. Il risquerait de révéler au grand jour les problèmes de surendettement des collectivités, avec les implications majeures et risquées des entreprises, publiques et privées, nationales et étrangères, dans le secteur de l'immobilier. C'est d'ailleurs cette situation qui explique à la fois la baisse du taux de réserves obligatoires du 5 décembre 2011 – première baisse accordée aux banques par le gouvernement chinois depuis trois ans –, et la diminution du taux d'intérêt de référence en juin 2012.

Conclusion

Le marché de l'immobilier chinois connaît un essor exceptionnel depuis la décennie 1990. Le présent article visait à démontrer que cet essor pouvait être identifié comme une bulle, c'est-à-dire comme une déconnexion entre les prix de marché des biens immobiliers et leur valeur fondamentale. Qu'il s'agisse du niveau élevé du ratio prix sur revenus, d'un endettement bancaire pesant de plus en plus lourd dans l'économie chinoise, ou de la mise en chantier de constructions ne répondant pas forcément à la demande nationale, de nombreux éléments révèlent parfaitement cette profonde déconnexion qui repose sur des activités spéculatives dont sont à l'origine les collectivités locales, mais également les entreprises publiques, ainsi que des promoteurs privés et de nombreuses firmes étrangères. Néanmoins, on ne peut comprendre ce phéno-

mène sans une analyse plus approfondie des particularités du marché chinois.

Afin de mieux appréhender le secteur de l'immobilier chinois, nous avons montré que 1988 et 1994 étaient deux dates déterminantes, à l'origine du gonflement de la bulle actuelle : l'autorisation donnée aux collectivités de transférer des « droits d'utilisation du sol », dès 1988, marque le début d'une spéculation foncière, reposant sur l'achat, dans un objectif de revente, de ces droits d'utilisation par des entreprises publiques ou des promoteurs immobiliers privés bénéficiant de relations privilégiées avec les autorités locales, et donc en mesure de se procurer des droits d'utilisation pour des prix modiques. En 1994, ce phénomène est d'autant plus accentué par le fait que les ménages urbains sont désormais encouragés à acheter le logement qui leur était fourni par leur unité de travail, et cette libéralisation du marché de l'immobilier est à l'origine d'une forte hausse des prix dès la décennie 1990 ; 1994 est aussi une année importante dans l'histoire du marché immobilier chinois, en raison de la recentralisation des recettes fiscales de l'État chinois qui se met en place cette année-là, engendrant des difficultés financières croissantes pour les collectivités locales sur lesquelles reposent encore plus de 75 % des dépenses publiques nationales.

Le vif développement du secteur de l'immobilier observé actuellement n'est pas comparable à celui des années 1990, car la hausse des prix est aujourd'hui indispensable pour permettre aux collectivités de limiter leur déficit public, la moitié des ressources de ces dernières provenant du transfert des droits d'utilisation du sol, et plus largement du secteur de l'immobilier. Derrière l'évolution du marché de l'immobilier chinois, on détecte ainsi de profonds problèmes financiers rencontrés par les collectivités, ainsi que par les entreprises publiques qui apparaissent de moins en moins rentables. Cette analyse permet de mieux comprendre pourquoi, depuis la fin de l'année 2011, le gouvernement chinois essaie de relancer l'activité économique par une baisse des taux d'intérêt, cherchant de cette manière, non seulement à contrer le ralentissement économique dont pourraient être responsables des exportations de moins en moins importantes, mais aussi à retarder l'éclatement de la bulle.

Dès le milieu de l'année 2011, la baisse des prix faisait effectivement craindre un éclatement très proche de cette bulle immobilière. Or, un tel éclatement aurait des conséquences dramatiques pour l'économie chinoise, notamment en raison des problèmes de surendettement et de déficits croissants des collectivités qu'il révélerait, et par le retrait des capitaux étrangers placés dans le secteur de l'immobilier que cela entraînerait, ce qui pèserait sérieusement sur le volume des réserves de change du pays, réserves pourtant considérées jusque-là comme sa principale force.

Alors que les difficultés de l'économie chinoise ont le plus souvent été analysées comme le résultat d'une grande dépendance de ce pays vis-à-vis de ses exportations et de la conjoncture des pays développés, l'analyse du marché de l'immobilier faite ci-dessus met plutôt en évidence des problèmes beaucoup plus structurels.

■ **Mylène Gaulard est maître de conférences en économie à l'Université Pierre Mendès France – Grenoble 2.**

Centre de Recherche en Économie de Grenoble (CREG), Bureau 529, 1241, rue des Résidences, 38400, Saint Martin d'Hères (mylene.gaulard@gmail.com).

53. Kun Liu, *Procédures et acteurs de l'utilisation du foncier chinois dans un contexte de mutations socio-économiques*, op. cit., p. 320.

54. Dianchun Jiang, Jean Jinghan Chen, David Isaac, « The effect of foreign investment on the real estate industry in China », *Urban Studies*, vol. 35, n° 11, 1998, p. 2101-2110.