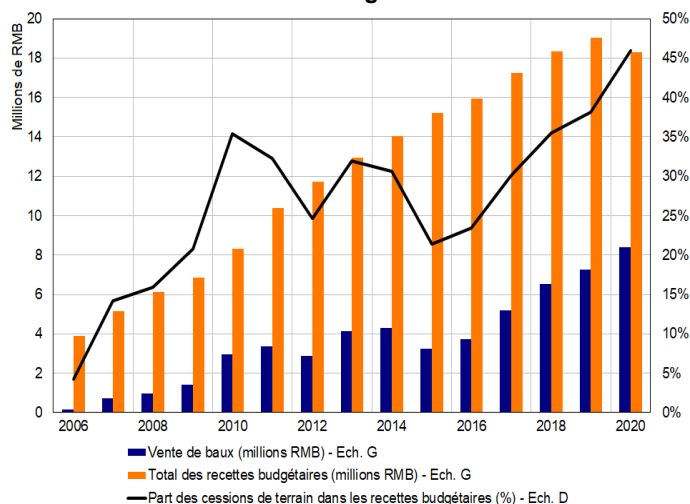


La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier

Thomas CARRE, Lennig CHALMEL, Eloïse VILLANI, Jingxia YANG

- L'essor du secteur immobilier, défini comme l'ensemble des activités économiques ayant trait aux biens immobiliers, recouvrant la gestion et l'usage des terrains et des bâtiments par les promoteurs, les entreprises de construction et les agences immobilières, est une composante clé du « miracle économique chinois ». À partir des années 1980, il a accompagné l'urbanisation rapide du pays, la croissance et l'emploi. Le pilotage des investissements immobiliers est également utilisé pour stabiliser la conjoncture économique. En période de surchauffe, la politique monétaire est resserrée et des restrictions sont imposées aux acheteurs et aux promoteurs. Lorsque l'activité ralentit, les autorités ont recours au crédit bancaire dirigé pour stimuler l'immobilier, et partant l'économie dans son ensemble.
- Ce modèle s'essouffle face aux évolutions démographiques, à l'augmentation des prix et à l'endettement croissant des ménages et des promoteurs. Il a aussi des effets négatifs sur la productivité, la répartition des richesses et les déséquilibres territoriaux. La gestion de cet essoufflement et le rééquilibrage de la croissance sont des enjeux majeurs, alors que le secteur immobilier représente entre 14 % et 30 % du PIB de la Chine (selon les estimations). Le haut de cette fourchette représente un niveau plus élevé que les États-Unis avant la crise de 2008.
- En 2020, les autorités ont tenté de resserrer la réglementation applicable au secteur immobilier, précipitant les difficultés financières des promoteurs les plus fragiles. Ce resserrement a engendré un net ralentissement de l'immobilier sur les investissements, les ventes et les prix immobiliers et provoqué une crise de liquidité pour certains promoteurs, rendant nécessaire l'intervention des entreprises d'État qui ont opéré des restructurations.
- Face au déclin de la croissance, lié notamment au maintien de la stratégie Zéro Covid et au ralentissement du marché immobilier, les autorités ont comme par le passé commencé à alléger certaines contraintes pesant sur le secteur à partir de fin 2021. Ces mesures, jusqu'à présent insuffisantes, devraient se poursuivre tout au long de l'année 2022. Pour cette raison, les problèmes structurels du secteur devraient perdurer dans les années à venir, et affecter notamment la pérennité des recettes publiques liées à l'immobilier et l'évolution du modèle d'affaires des promoteurs. S'agissant des finances publiques, les gouvernements locaux sont particulièrement dépendants des recettes budgétaires issues des cessions des droits d'utilisation des terrains (cf. Graphique).

Revenus des gouvernements locaux issus des cessions des droits d'usage de terrain



Source : NBER, Ministère des Finances de Chine. Calculs : DG Trésor.

1. Le secteur immobilier joue un rôle moteur dans l'économie chinoise

1.1 Une demande de logement soutenue par l'urbanisation et la croissance démographique

Après l'ère maoïste marquée par la nationalisation des terrains urbains (1949-1976), l'arrivée au pouvoir de Deng Xiaoping en 1978 marque la réintroduction progressive de mécanismes de marché dans le foncier et le secteur immobilier. Au cours des années 1980, il a été mis fin aux politiques du logement alloué par l'employeur caractéristiques du modèle socialiste, ce qui a ouvert le secteur aux acteurs privés. Si la propriété juridique des terrains est restée publique, cette réforme a créé un marché foncier urbain des droits d'usage des terrains, limités dans le temps, généralement à 70 ans pour l'immobilier résidentiel, 30 ans pour l'immobilier industriel et 40 ans pour l'immobilier commercial¹. La prolongation du bail de terrains est désormais quasiment automatique. La demande de logements a été soutenue à partir des années 1980 par la croissance démographique et l'urbanisation, dont le taux est passé de 36 % en 2000 à 61 % en 2020 d'après la Banque mondiale. Selon l'OCDE, les migrations internes, bien que progressives et fortement encadrées via le système du « *hukou*² », contribuent pour environ 70 % à la croissance de la population urbaine entre 1970 et 2010.

1.2 L'immobilier tient une place majeure dans le patrimoine des ménages chinois

La possession d'un bien immobilier, notamment pour les jeunes hommes en vue d'un mariage, est attendue de manière quasi-automatique. Au total, 90 % des ménages chinois (urbains et ruraux) sont propriétaires d'un logement, et plus de 20 % des ménages chinois détiennent plusieurs biens immobiliers³, soit un niveau

plus élevé que dans de nombreux pays développés. Outre les facteurs culturels, cette situation s'explique par l'absence de canaux de placement alternatifs rentables (ouverture limitée du compte de capital⁴, faible rentabilité des placements d'épargne en comparaison de la plus-value latente réalisée sur les biens immobiliers). Cette rentabilité est d'autant plus importante que les biens immobiliers présentent l'avantage d'un coût de détention quasi-nul sur le volet fiscal. L'épargne des ménages chinois est donc massivement dirigée vers l'immobilier : la valeur du patrimoine immobilier représenterait 78 % de celle des actifs des ménages chinois en 2017⁵, contre 35 % aux États-Unis et 57 % dans la zone euro⁶.

1.3 L'essor du secteur immobilier a été une composante clé du « miracle économique chinois » dans les années 2000

Depuis 1998, les investissements immobiliers ont connu une hausse continue. Au total, le bureau national des statistiques chinois (NBS) estime le poids de l'immobilier à près de 14 % du PIB. Cela ne prend pas en compte les secteurs en amont (ciment, acier) et en aval (meuble, électroménager), ni les services associés. De son côté, le bureau national de recherche économique aux États-Unis (*NBER*)⁷ estime cette part à près de 30 % en incluant les secteurs en amont et en aval, indiquant que la Chine serait plus dépendante au secteur immobilier que l'Irlande et l'Espagne avant leur crise financière, et bien plus dépendante que les États-Unis avant la crise de 2008 (cf. Graphique 1). En 2021, les investissements étaient d'environ 75 % dans le résidentiel, de 16 % dans l'industriel et de 8 % dans le commercial selon le NBS et CEIC.

(1) Liu C. et Xiong W., (2020), "China's Real Estate Market", *NBER, Working Paper 25297*, p14.

(2) Instauré en 1958, le *hukou* est un système d'enregistrement et de contrôle de la population, qui la divise en deux catégories selon un lieu d'enregistrement : *hukou* urbain et *hukou* non urbain. Il détermine en partie le droit de chaque individu au logement, à l'éducation publique, à l'emploi et à la sécurité sociale. De plus, la détention d'un *hukou* urbain n'ouvre pas les mêmes droits dans toutes les villes.

(3) Clark W. A., Huang Y., Yi D. (2019), "Can millennials access homeownership in urban China?", *Journal of Housing and the Built Environment* n°1, p 69-87 ; Huang et al. (2020), "Multiple home ownership in Chinese cities: An institutional and cultural perspective", *Cities*, Vol. 97, article 102518.

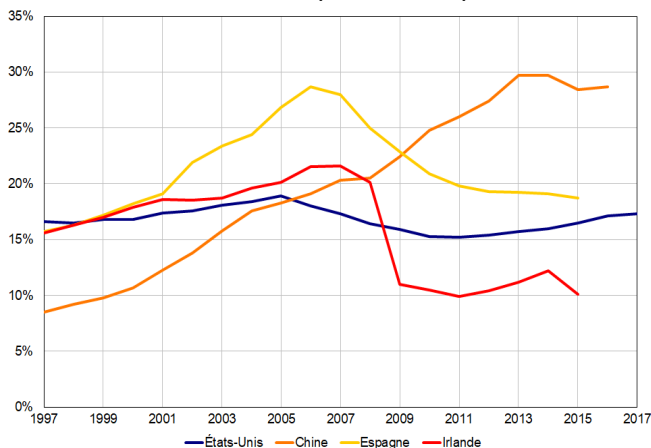
(4) Cf. Colin C., Debever C. et Fatton H. (2020), « Les mutations économiques de la Chine depuis 20 ans », *Trésor Éco* n° 259.

(5) Selon gogudata, cabinet d'étude basé à Shenzhen.

(6) Source FMI.

(7) Rogoff K. & Yang Y. (2021), "Peak China Housing", *NBER, Working Paper 27697*, p 10-12; 31-34.

Graphique 1 : Part du secteur immobilier et des activités associées (en % du PIB)



Source : KLEMS ; Rogoff K. et Yang Y. (2021), NBER.

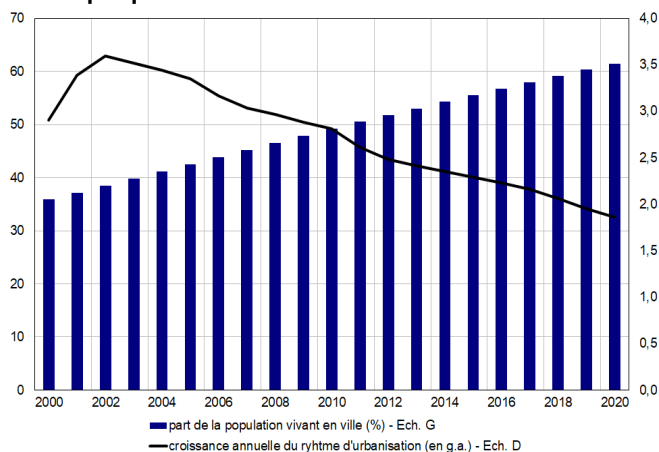
Le secteur de l'immobilier et de la construction représenterait près de 16 % de l'emploi urbain en 2018 d'après le NBS, employant plus de 66 millions de personnes en 2019. Ces estimations restent cependant peu précises compte tenu de la difficulté de mesurer le périmètre de ces secteurs et de l'importance du secteur informel.

2. Le secteur immobilier présente à la fois un essoufflement structurel et plusieurs déséquilibres

2.1 Le ralentissement démographique et de l'urbanisation pèse sur l'essor immobilier

Le ralentissement démographique induit mécaniquement une baisse du nombre d'acheteurs potentiels de logements (cf. Graphique 2). En particulier, la population en âge de travailler (15 à 59 ans) a atteint un pic en 2011⁸. En outre, la dynamique d'urbanisation ralentit, avec un taux de croissance annuel d'urbanisation inférieur à 2 % depuis 2019. Outre ce ralentissement structurel du fait de l'évolution démographique, l'urbanisation est aujourd'hui perçue comme posant de nombreux défis. En particulier, l'expansion des zones urbaines constitue une menace majeure pour la sécurité alimentaire nationale (priorité stratégique du 14^{ème} Plan Quinquennal (2021-2025)), car elle exerce des pressions sur le stock et la qualité des terres arables. Enfin, dans les grands centres urbains où la demande de logements reste forte, l'offre de nouveaux terrains constructibles est limitée et se réduit, dans la mesure où les gouvernements locaux⁹ ont déjà cédé les terrains les plus attractifs.

Graphique 2 : Évolution de l'urbanisation en Chine



Source : Institut des statistiques chinoises (NBS), Banque mondiale.

2.2 L'immobilier pèse dorénavant sur la consommation et la productivité

Le développement du secteur immobilier s'est accompagné de dérives, liées à un endettement excessif et des comportements spéculatifs. En premier lieu, en concentrant les ressources financières, l'investissement immobilier a évincé d'autres investissements productifs. Les banques ont eu tendance à favoriser l'octroi de crédits aux acteurs du secteur immobilier et aux entreprises possédant des biens fonciers (principal nantissement des prêts), conduisant *de facto* à un amenuisement du crédit à

(8) Sa part dans la population totale est passée de 70 % en 2000, à 75 % en 2011, puis 72 % en 2020 selon l'ONU. En outre, le taux de natalité continue de chuter, passant de 14‰ en 2000 à 7,5 ‰ en 2021 selon le NBS, avec un accroissement naturel de la population de 0,03 % en 2021 selon CEIC.

(9) Les gouvernements locaux, qui existent sous forme de plusieurs échelons (provincial, préfectoral, districtal, cantonal et communal), sont les principales entités publiques contribuant au financement de l'investissement public et respectent les priorités stratégiques du gouvernement central.

destination des autres acteurs économiques¹⁰. En parallèle, pour tirer profit de la hausse des prix immobilier mais également sécuriser l'obtention de prêts, les entreprises ont eu tendance à augmenter leurs investissements dans ce secteur au détriment d'autres investissements. La Banque mondiale¹¹ explique en partie la baisse de la productivité chinoise par un accroissement du crédit et des investissements vers le secteur immobilier, qui a un rendement du capital en baisse et inférieur à celui des autres secteurs économiques (hors infrastructures).

L'immobilier pèserait aussi sur la dynamique de la consommation, la part du revenu disponible des ménages urbains consacrée au logement étant passée de 5 % en 1990 à 24 % en 2021. Cette augmentation s'explique en partie par l'explosion des prix immobiliers, qui a entraîné l'accroissement tant du niveau d'endettement des ménages (ratio entre l'encours total des crédits accordés aux ménages et leur revenu disponible) que de leur épargne nette. En 2020, l'endettement des ménages atteint environ 130 % du revenu disponible (contre 40 % en 2006), un niveau similaire à celui des ménages américains en 2007 selon Rhodium Group. Les crédits logement comptent pour 70 % de la dette des ménages chinois et américains, selon la Banque centrale de Chine (PBoC) et la Réserve fédérale de New York.

2.3 L'immobilier participe aux déséquilibres patrimoniaux et territoriaux

L'augmentation rapide des prix immobiliers contribue au creusement des écarts de richesse au profit des ménages détenant un patrimoine immobilier, en particulier dans les grands centres urbains. Les coûts élevés du logement et des loyers constituent *a contrario* un obstacle à l'installation des ménages les plus jeunes et les moins aisés dans les grandes villes. La part du patrimoine national détenue par les 90 % de ménages les plus modestes aurait chuté de près de 60 % à 33 % entre 1995 et 2015¹², mais il n'est pas possible de quantifier précisément l'effet lié aux biens immobiliers. Si la mise en place d'un impôt foncier généralisé, sur les successions ou sur la fortune pourrait en partie freiner la spéculation et lutter contre le creusement des écarts de richesse, la discussion de tels dispositifs ne semble pas d'actualité – ou est sans cesse reportée – en Chine.

Le boom de l'immobilier a également contribué à l'accentuation des déséquilibres territoriaux. À l'échelle locale, les villes rencontrent ainsi des défis différents selon leur statut et leur attractivité. Alors que la demande est supérieure à l'offre de logements dans les villes les plus grandes et attractives, c'est généralement l'inverse dans les villes de rang 2 et 3 (cf. Encadré 1).

Encadré 1 : Explosion des prix de l'immobilier et différentiel d'attractivité des villes chinoises

L'essor du marché immobilier s'est accompagné d'une explosion des prix immobiliers (terrains et prix du m² résidentiel) en Chine. À l'échelle nationale, entre 1991 et 2021, les prix moyens du logement résidentiel (CNY/m²) ont été multipliés par 14 (et même par 20 à Pékin). Entre 2004 et 2021, les prix moyens des terrains urbains (105 villes considérées) ont quant à eux doublé, mais on constate de profondes disparités selon le rang des villes^a (cf. Graphique 3) :

- Les villes de rang 1 (Pékin, Shanghai, Guangzhou et Shenzhen) constituent les centres urbains les plus attractifs en raison de leur dynamisme économique. La demande en terrains et en logements y a été plus rapide que la progression de l'offre, créant de fortes tensions sur l'accès au logement. Cette inadéquation a entraîné une hausse de la valorisation des actifs immobiliers, également alimentée par la spéculation. Entre 2013 et 2021, le prix des terrains urbains a quasiment doublé. En 2021, les prix des terrains urbains dans les villes de rang 1 sont près de 6,5 fois plus élevés que ceux des villes de rang 3, indicateur du net différentiel d'attractivité et d'offre.

a. Les 70 grandes et moyennes villes chinoises sont conventionnellement classées en trois rangs reflétant leur degré d'importance à l'échelle nationale (rang 1, rang 2, rang 3).

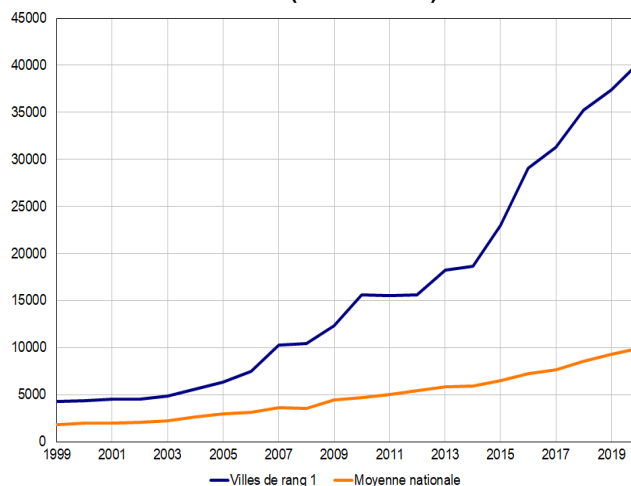
(10) Rogoff K. & Yang Y., *Ibid.*

(11) Innovative China, 2019, publié conjointement par la Banque mondiale et le Centre de Recherche et de Développement du Conseil d'État, p 18.

(12) Piketty T., Yang L. & Zucman G. (2017), "Capital accumulation, private property and rising inequality in China, 1978-2015", *NBER*, Vol 109, n° 7, p 20-24.

- Les villes de rang 2, bien que relativement attractives à l'échelle nationale, ont enregistré une évolution des prix immobiliers plus en ligne avec celle du revenu disponible. Entre 2013 et 2021, le prix des terrains urbains a été multiplié par 1,4. Les villes de rangs inférieurs sont nettement moins attractives, enregistrant parfois des flux sortants nets de populations. Les programmes de construction dont elles ont fait l'objet en vue de soutenir la croissance ont alimenté des surcapacités. Le phénomène des « villes fantômes » s'est accru avec une forte hausse du stock de surfaces vacantes en attente d'être vendues. À l'échelle nationale, de 1999 à 2021, les surfaces en construction étaient chaque année en moyenne plus de 3 fois supérieures aux surfaces vendues.

Graphique 3 : Prix moyen du m² dans le résidentiel urbain (en RMB/ m²)



Source : Bureau national des statistiques (NBS).

2.4 L'endettement des promoteurs n'a cessé de croître

L'essor du secteur immobilier et le manque de régulation ont favorisé l'adoption de modèles commerciaux risqués pour les promoteurs immobiliers, fondés sur un fort effet de levier. La Chine comptait quelque 95 000 promoteurs immobiliers en 2020¹³, parmi lesquels des conglomérats majeurs tel Evergrande¹⁴ (cf. 4.2). Le marché est particulièrement déconcentré, avec un grand nombre d'acteurs de taille intermédiaire et implantés localement. Le modèle commercial des promoteurs consiste à acquérir des droits d'usage des terrains des gouvernements locaux, contracter des crédits immobiliers auprès des banques (les droits d'usage des terrains acquis servant de collatéral), pré-vendre les logements avant de construire, et enfin livrer les biens aux acquéreurs. Ce fonctionnement à forte intensité capitalistique¹⁵ a été particulièrement fructueux au stade initial de développement du marché immobilier dans les années 1990.

Les besoins de financement des promoteurs n'ont cessé de croître¹⁶. En dépit de l'explosion des prix, les

acquisitions massives de terrains se sont poursuivies, à la fois dans une logique spéculative et pour constituer des stocks pour des chantiers futurs. Ces acquisitions ont conduit à une forte hausse des dépenses des promoteurs, alors qu'en parallèle leurs revenus n'ont pas évolué de manière continue pour plusieurs raisons : (i) jusqu'en 2004, aucune règle officielle n'obligeait les promoteurs à mettre les terrains en chantier directement après l'acquisition¹⁷, de nombreux terrains ont donc été acquis mais non mis en chantier, ne générant par conséquent aucun revenu ; (ii) les ventes de logements ont connu de forts épisodes de ralentissement dans les villes de rang 2 et 3 à l'origine de tensions sur les flux de trésorerie des promoteurs et de besoins de financement accrus ; (iii) les promoteurs ont accru leur endettement afin de s'engager dans des activités de diversification importantes nécessitant des investissements conséquents et impliquant parfois une rentabilité moindre. Cette diversification s'est par exemple dirigée vers le secteur bancaire, notamment par des prises de participation au sein de banques de second rang¹⁸. Certains promoteurs en sont devenus actionnaires, et celles-ci ont en retour contribué à leur financement, multipliant les risques sur la stabilité financière.

(13) Estimations de médias chinois (Sina.cn, fangchan.com).

(14) Avec un actif total d'environ 300 Md€ à la fin 2020, Evergrande Group se classe parmi les trois premiers promoteurs immobiliers chinois. Il revendique 200 000 employés directs et affirme générer plus de 3,8 millions d'emplois. Malgré un défaut *offshore* le 7 décembre, Evergrande poursuit son activité de construction de logements, et le remboursement des échéances dues. Une restructuration est en cours (cf. *infra*).

(15) L'intensité capitalistique mesure les actifs (frais et achats) nécessaires pour générer une unité de revenu.

(16) Selon Wind (entreprise spécialisée dans les données financières en Chine), les banques fournissent 37 % de leurs financements aux promoteurs.

(17) Les autorités imposent désormais un délai de deux ans pour lancer les chantiers à l'issue duquel les terrains peuvent être confisqués.

(18) Les banques de second rang constituent toutes les banques à l'exception des quatre grandes banques publiques (la Banque industrielle et commerciale de Chine (ICBC), la Banque de Construction de Chine (CCB), la Banque de Chine (BOC) et la Banque agricole de Chine (ABC)).

Dans ces conditions, le recours à l'endettement est allé croissant. L'encours de financement des promoteurs (prêts immobiliers, obligations et autres financements

dont le *shadow banking*¹⁹) a enregistré un taux de croissance annuel moyen de 18 % entre 2008 et 2021, s'élevant désormais à presque 50 % du PIB.

3. L'utilisation contracyclique du secteur immobilier retarde son assainissement

3.1 Jusqu'en 2016, l'immobilier est régulièrement mobilisé comme variable d'ajustement économique

Les autorités économiques ont utilisé les leviers de pilotage du secteur immobilier pour refroidir ou stimuler l'économie chinoise. En période de surchauffe, des mesures restrictives pour les acheteurs comme pour les promoteurs se sont ajoutées au resserrement monétaire pour ralentir l'économie. En période de ralentissement du PIB, les autorités ont orienté le crédit bancaire pour stimuler la croissance, en exhortant notamment les établissements bancaires à accorder davantage de crédits aux promoteurs, aux acheteurs ou aux gouvernements locaux. Ces instruments, de pilotage facile, sont particulièrement efficaces compte tenu du poids du secteur et de ses ramifications dans le reste de l'économie (*cf. supra*). Les gouvernements locaux y ont d'autant plus volontiers recours qu'ils ont pendant longtemps été tenus de remplir des objectifs quantitatifs de croissance, fixés par le gouvernement central.

Ainsi, après la crise de 2008, les autorités ont stimulé le secteur immobilier en favorisant le crédit à l'acquisition des biens et à la construction²⁰. Face à une augmentation trop rapide des prix immobiliers à partir de 2009, elles ont opéré un important resserrement monétaire et ont pris des mesures restrictives ciblées sur la demande (interdiction d'achat d'un second appartement, relèvement de l'apport personnel pour obtenir un crédit) permettant de stabiliser le marché entre 2010 et 2012. En 2016, face au ralentissement économique, elles ont cherché à relancer le marché immobilier par l'abaissement des taux de prêts immobiliers et la réduction du montant d'apport minimum nécessaire à l'obtention d'un prêt hypothécaire.

L'année 2016 marque toutefois un tournant, les autorités affichant une volonté de résoudre les déséquilibres du secteur. Le Président Xi Jinping annonce alors vouloir stabiliser le marché, fournir un logement accessible à la population, et réduire les risques liés à l'endettement, avec une formule largement et régulièrement répétée par les régulateurs « un logement est fait pour vivre, pas pour spéculer ». À partir de 2016, les autorités se sont principalement concentrées sur la stabilisation des prix de l'immobilier et l'assainissement du secteur financier.

3.2 En 2020 la réglementation a été durcie pour répondre aux risques financiers et aux problèmes sociaux

En août 2020, les autorités ont procédé d'une part à un durcissement réglementaire du secteur immobilier afin de répondre aux risques financiers, avec des réformes macro-prudentielles d'ampleur. Les emprunts des principaux promoteurs immobiliers²¹ sont encadrés par « trois lignes rouges » pour limiter l'effet de levier, avec une période de transition de trois ans jusqu'à mi-2023. En décembre 2020, les régulateurs ont encadré les prêts immobiliers des institutions financières bancaires en introduisant deux ratios pour les banques chinoises, plafonnant la part des prêts bancaires octroyés aux promoteurs immobiliers dans l'encours total des prêts et la part des prêts au logement des particuliers.

Ce durcissement réglementaire s'est accompagné de mesures sociales telles que la mise en place de dispositifs de subvention à l'achat de logement à prix raisonnables afin de promouvoir l'accès au logement aux jeunes ménages, aux primo-accédants et aux classes moyennes. Le rééquilibrage du secteur immobilier rejoint aussi la nouvelle priorité nataliste, les autorités considérant que l'allègement du coût du

(19) Le *shadow banking*, ou système bancaire « parallèle », désigne des entités ou des activités qui participent au financement de l'économie, mais agissent en dehors du système bancaire traditionnel et ne sont donc pas de facto soumises aux réglementations bancaires.

(20) En 2008, les banques ont fixé des taux d'intérêt à peine supérieurs à l'inflation, stimulant ainsi la demande d'investissement dans l'immobilier.

(21) Les trois ratios qui limitent les emprunts des promoteurs immobiliers sont : 1/ un ratio engagements / actifs (*debt-to-asset ratio*) inférieur ou égal à 70 % ; 2/ un ratio d'endettement net / fonds propres (*debt-to-equity ratio*) inférieur à 100 % ; 3/ des liquidités au moins égales à la dette à court terme (*cash-to-short-term-debt*).

logement est central dans le choix d'avoir un enfant. Enfin, dans le cadre d'une nouvelle stratégie de croissance, les autorités entendent rediriger des flux de capitaux captés par l'immobilier vers des secteurs plus productifs et stratégiques, tels que l'industrie des hautes technologies.

3.3 Face à la baisse de la croissance et à la décélération du marché immobilier, les réglementations ont été à nouveau assouplies

En 2021-2022, la Chine fait face à un ralentissement de l'activité économique et à une très forte décélération du marché immobilier. Le coût économique de la stratégie « Zéro Covid », qui implique des mesures de confinement plus nombreuses sous l'effet de la recrudescence du variant Omicron en 2022, est non négligeable²². Cette stratégie a contribué à différer les décisions d'achat immobilier (comportements attentistes, renforcement de l'épargne de précaution), ce qui a pesé d'autant sur le dynamisme du secteur.

Dans ce contexte, dès fin 2021, les autorités ont, comme par le passé, commencé à alléger certaines contraintes réglementaires pesant sur le secteur. À titre d'exemple, elles ont (i) facilité le recours au financement bancaire par les promoteurs ; (ii) exclu des ratios prudentiels applicables aux promoteurs publics

les actifs rachetés à des promoteurs privés en situation fragiles ; (iii) autorisé les promoteurs à utiliser les fonds bloqués par les gouvernements locaux pour se financer (50 à 70 % des recettes des préventes sont traditionnellement stockées dans des comptes bloqués). En outre, au niveau local, on observe en 2022 un assouplissement des règles applicables au marché immobilier dans plusieurs centaines de villes chinoises, les gouvernements locaux souhaitant à la fois dynamiser le secteur et restaurer l'équilibre de leurs finances. Les mesures comprennent par exemple l'abaissement des montants d'apport en capital pour l'achat d'un logement et des taux de prêts hypothécaires, l'octroi de subventions au logement, la suppression des restrictions à la revente ou des mesures de soutien financier aux promoteurs immobiliers en difficulté.

La mise au pas du secteur immobilier avait semblé irréversible en 2020 : par son ampleur et la rhétorique qui l'accompagnait, cette campagne de resserrement se distinguait des précédentes. Cependant, devant les objectifs de 2022 de « stabiliser » l'économie, les mesures d'assouplissement devraient se poursuivre tout au long de l'année. La pérennité de l'assainissement est aujourd'hui sujette à caution, et les problèmes structurels du secteur perdurent.

4. Les promoteurs immobiliers sont au cœur de la crise en cours du secteur

4.1 Certains promoteurs immobiliers font face à une importante crise de liquidité, accentuée par le ralentissement du marché

Le resserrement réglementaire de 2020, couplé à la chute des investissements, des ventes et des prix, a placé de nombreux promoteurs dans des situations difficiles, ces derniers peinant à trouver des liquidités suffisantes pour assurer leurs activités. Ils ont été contraints d'opérer des plans de restructuration et de liquidation d'actifs. Ces difficultés financières ont abouti à une vague de défauts obligataires. En 2021, les entreprises chinoises du secteur immobilier ont fait défaut sur un montant record de 3,7 Mds USD d'obligations *offshore*, soit 36 % du total des défauts obligataires *offshore* chinois. Ces événements ont engendré de fortes inquiétudes sur les risques de contagion, en raison des ramifications de l'immobilier au secteur bancaire, aux ménages et aux finances

publiques, et ils ont exacerbé les turbulences sur les marchés financiers. Une correction brutale des prix, pouvant être déclenchée par une liquidation désordonnée et rapide d'actifs détenus par des promoteurs importants dans le cadre d'une vague de faillites, semble improbable. À titre d'exemple, la restructuration en cours d'Evergrande consiste en une reprise maîtrisée des actifs afin d'éviter un défaut sur les marchés financiers chinois, impliquant notamment les autorités locales et des entreprises d'État.

4.2 À moyen terme, la poursuite du ralentissement du secteur immobilier pourrait affecter l'économie chinoise à travers plusieurs canaux

À moyen terme, la poursuite du ralentissement du secteur pourrait affecter la croissance chinoise par de nombreux canaux : directement par de moindres investissements, mais aussi via la détérioration des

(22) Le FMI a révisé ses prévisions de croissance pour 2022 à +3,3 % en juillet (-1,5 pp par rapport aux prévisions de janvier).

finances des gouvernements locaux (cf. Graphique de la page de garde), les effets richesse pour les ménages et les conséquences d'éventuels défauts sur les banques.

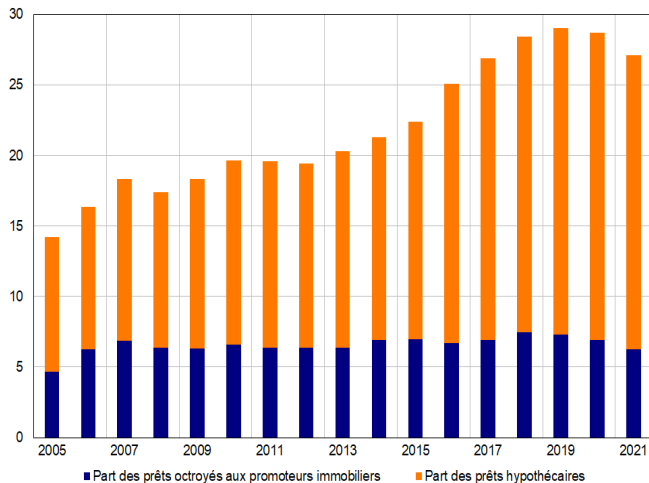
S'agissant des finances publiques, certains gouvernements locaux sont confrontés à une diminution de leurs revenus issus de la cession des droits d'utilisation des terrains, accroissant la pression budgétaire. La mise en œuvre d'une taxe foncière nationale pourrait permettre de fiabiliser les recettes publiques issues du secteur immobilier, mais a été reportée *sine die*. À défaut, le gouvernement central pourrait augmenter ses transferts et recourir à l'endettement.

S'agissant des ménages, un ralentissement du secteur de l'immobilier s'accompagnant d'une baisse des prix aurait des effets opposés : d'un côté, cela favoriserait l'accès des classes moyennes au logement, mais de l'autre, cela affecterait le comportement des ménages propriétaires et réduirait leur confiance et leur consommation via « l'effet richesse » – outre le risque politique de mécontenter les plus aisés en année de renouvellement des élites politiques (le XX^{ème} Congrès du Parti communiste chinois est prévu à l'automne 2022).

L'exposition directe des banques au risque immobilier est encore relativement faible, même si elle a doublé entre 2005 et 2021 (PBoC) (cf. Graphique 4). L'encours des crédits liés à l'immobilier atteint ainsi 27 % de

l'encours total de crédits bancaires en 2021. Parmi ces prêts immobiliers, $\frac{3}{4}$ sont destinés aux ménages, et $\frac{1}{4}$ aux promoteurs. Evergrande, 2^{ème} promoteur immobilier du pays, compte pour seulement 1 % du total des prêts des banques. Néanmoins, l'exposition indirecte des banques chinoises est difficile à apprécier, une grande partie de leur bilan étant collatéralisée par des actifs immobiliers.

Graphique 4 : Exposition des banques chinoises et des institutions financières aux prêts immobiliers (en %)



Source : Banque centrale chinoise (PBoC).

En définitive, la crise actuelle du secteur immobilier tire ses ressorts de causes conjoncturelles, mais aussi voire surtout structurelles. Maintes fois repoussé, le rééquilibrage du modèle de croissance chinois est devenu urgent.

Éditeur :

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

Directeur de la Publication :

Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef :

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

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Juillet 2022

N° 310 Protection de la vie privée et concurrence dans le numérique

Mélanie Thoinet, Léa Dardelet

Juin 2022

N° 309 Enjeux et risques des crypto-actifs

Grégoire De Warren

N° 308 L'Union européenne au défi du découplage des chaînes de valeur sino-américaines

Raphaël Beaujeu, Olivier Besson, Laure Decazes, Aymeric Lachaux

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



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

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