

La centralité du foncier dans le régime d'accumulation du capital en Chine

Natacha Aveline-Dubach

► **To cite this version:**

Natacha Aveline-Dubach. La centralité du foncier dans le régime d'accumulation du capital en Chine. Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs, Association Recherche et régulation, 2017, Lectures institutionnalistes de la Chine, <https://regulation.revues.org/12262>. 10.4000/regulation.12262 . halshs-01556558

HAL Id: halshs-01556558

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01556558>

Submitted on 1 Apr 2018

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.

La centralité du foncier dans le régime d'accumulation du capital en Chine

Centrality of Land in the Capital Accumulation Regime in China

Natacha Aveline-Dubach



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/regulation/12262>

DOI : [10.4000/regulation.12262](https://doi.org/10.4000/regulation.12262)

ISSN : 1957-7796

Éditeur

Association Recherche & Régulation

Référence électronique

Natacha Aveline-Dubach, « La centralité du foncier dans le régime d'accumulation du capital en Chine », *Revue de la régulation* [En ligne], 21 | 1er semestre / Spring 2017, mis en ligne le 11 décembre 2017, consulté le 25 décembre 2017. URL : <http://journals.openedition.org/regulation/12262> ; DOI : [10.4000/regulation.12262](https://doi.org/10.4000/regulation.12262)

Ce document a été généré automatiquement le 25 décembre 2017.

© Tous droits réservés

La centralité du foncier dans le régime d'accumulation du capital en Chine

Centrality of Land in the Capital Accumulation Regime in China

Natacha Aveline-Dubach

Introduction

- 1 Les théoriciens français de la Régulation ont recherché des convergences dans les systèmes de régulation des capitalismes issus de la mondialisation (Boyer, 2002), en parallèle au courant des *Varieties of Capitalism* (VoC, Hall et Soskice, 2001) et des *Variagated capitalism* (Peck et Theodore, 2007). 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 de capitalisme *sui generis* (Aglietta et Landry, 2007 ; Aglietta et Bai, 2013).
- 2 Pourtant, la Chine partage avec ses voisins l'expérience d'épisodes de valorisation exceptionnelle des actifs fonciers et immobiliers. L'actuel mécanisme spéculatif en Chine n'est pas sans évoquer la « bulle foncière » ayant frappé le Japon au cours des années 1980 (Aveline et Li, 2004). 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 prises par 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, mais aussi selon l'ampleur des effets de richesse causés par la variation de valeur de ces actifs. Pourtant, malgré leur importance cruciale pour la

compréhension des ajustements structurels des économies nationales, ces aspects ont été très peu documentés dans la littérature.

- 3 Smart et Lee (2003) sont parmi les rares auteurs à les avoir abordés selon une perspective régulationniste. Étudiant le cas de Hong Kong, ils ont conçu une nouvelle catégorie de régime d'accumulation du capital basée sur la propriété immobilière (*property-based accumulation regime*). Des travaux empiriques réalisés par des géographes et des 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 ; Fujita 2011, Wu, 2015a ; Theurillat, 2016, Theurillat *et al.* 2016, Aveline-Dubach 2016).
- 4 L'objectif de cet article est d'engager un dialogue entre les régulationnistes et les 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.
- 5 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 subprimes 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 et Crevoisier, 2005 ; Theurillat et 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 potentiels de crises systémiques, rendant tout particulièrement pertinente l'exploration du nexus foncier/économie.
- 6 Pour comprendre les principes organisateurs de la centralité foncière en Chine, l'analyse développée ici s'inscrit dans la perspective de « l'État développeur » (ED), notion conceptualisée par Johnson (1982). Bien que l'hypothèse de l'ED n'ait jamais été appliquée à l'immobilier, elle nous paraît pertinente pour saisir les ressorts du mécanisme spéculatif ayant frappé la Chine, car elle l'inscrit dans un cadre régional tenant compte des influences réciproques sur le long terme entre les pays d'Asie du Nord-Est (Legg et McFarlane, 2008 ; Waley, 2012).
- 7 Le travail présenté ici s'appuie sur une soixantaine d'entretiens semi-directifs menés auprès de divers acteurs des marchés immobiliers dans six métropoles chinoises¹, complétés par une exploitation de la littérature grise produite par les cabinets de conseil immobilier. L'enquête avait pour objectif d'identifier les différents types d'acteurs de la production immobilière (promoteurs privés et publics, intermédiaires divers, institutions financières gestionnaires de fonds et administrations foncières) afin d'interroger les modalités d'acquisition des terrains et du financement des projets immobiliers. Dans la première section, nous partons de l'état de l'art du concept d'ED 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 d'État développeur aux dynamiques immobilières

- 8 Le concept « d'État développeur » (*developmental state*) a été énoncé par 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 Chine² (Aglietta et Landry, 2007). Selon Johnson, l'État développeur se distingue par la primauté indéfectible qu'il accorde à l'objectif de croissance économique. L'ED poursuit une stratégie de transformation industrielle pour élever la compétitivité internationale du pays, projet qui suscite une adhésion générale et légitime son action. Celle-ci relève d'une « rationalité de plan » se distinguant de la « rationalité de marché » et de « l'idéologie du plan » qui qualifiaient les deux modèles historiques d'État, respectivement celui des États-Unis et de l'URSS (Thurbon, 2014).
- 9 Pour mener à bien son projet productiviste, l'État Développeur s'appuie sur une bureaucratie méritocratique dotée d'une agence de pilotage économique capable d'opérer indépendamment des pressions politiques et des groupes d'intérêt ; bien qu'autonome, cet organe est connecté à la société civile et entretient des relations symbiotiques avec les milieux d'affaires, une caractéristique qu'Evans nommera « autonomie enchâssée » – *embedded autonomy* (Evans, 1995). Johnson note également la prédominance du crédit bancaire comme mode d'approvisionnement de l'économie en capital. L'État développeur exerce un contrôle sur les flux de capitaux et les canalise vers des industries cibles dominées par des conglomérats. Ces arrangements institutionnels sont au service d'une politique de rattrapage d'économies plus avancées, objectif qui l'amène à conduire des stratégies mercantilistes pour protéger ses industries naissantes.
- 10 Cette conceptualisation de l'ED a permis d'expliquer l'essor remarquable des « tigres asiatiques », la Corée du Sud, Taiwan et Singapour (Woo-Cumings, 1999). Mais elle est aussi contestée en raison de la maturation que ces économies ont connue depuis trente ans, et des effets de la vague de financiarisation/néolibéralisation qui a ébranlé les leviers traditionnels d'action des États développeurs asiatiques (Chu, 2016). Moins frappée que ses pairs par de tels changements, la Chine est considérée par certains auteurs comme le « dernier héritier » du développementalisme en dépit de sa forte singularité. Les réformes administratives ont fait émerger une bureaucratie moderne et méritocratique (Nee *et al.*, 2007) nantie d'organes de pilotage industriel (Commission d'État au plan et la Commission pour la Gestion des Actifs publics) qui contrôle le crédit bancaire et oriente les capitaux vers les entreprises d'État (Baek, 2005). Tandis que les organes de pilotage s'inspirent de l'expérience des conglomérats japonais et coréens (*keiretsu* et *chaebol*) pour constituer des champions nationaux aptes à rejoindre le club des « Fortune 500 » parmi une centaine d'entreprises publiques, les quelques centaines de milliers de PME d'État sont laissées à la gestion des gouvernements locaux (Huchet, 2014). 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'État développeur, amenant de nouvelles conceptualisations telles que le « local developmental state » (Zhu, 2004) et le « local state corporatism » (Oi, 1992).

- 11 Du fait de leur orientation productiviste, les États développeurs subordonnent les politiques sociales à l'impératif de croissance (Holliday, 2000). La fourniture de logement, élément majeur de la protection sociale, joue dans les ED d'Asie un rôle pivot dans le modèle de croissance. Les politiques de logement n'y sont pas conçues dans une perspective d'équité sociale mais de consommation par les ménages (Doling 1999). Il en résulte des arrangements entre l'État et les grands groupes industriels visant à organiser la production et la consommation résidentielle dans un cadre concurrentiel. Le logement constitue également un instrument d'épargne et un support de flux d'échanges intergénérationnels pour les ménages, via la transmission patrimoniale et la cohabitation (Ronald et Doling, 2012).
- 12 La combinaison de ces deux approches de l'État développeur, par les relations État-industrie et les politiques de protection sociale (*welfare developmental state*), se prête favorablement à l'analyse des dynamiques foncières/immobilières. Une telle démarche permet de déconstruire la figure d'un état monolithique en insistant sur les divergences d'intérêt des niveaux centraux et locaux de l'ED ; elle articule également les dimensions physique et financière des actifs immobiliers, en tant que fournisseurs de surfaces et instruments de placement, dans un régime de protection sociale rendant indispensable l'accumulation d'épargne.

1. 1 Foncier/immobilier et régime d'accumulation du capital dans les états développeurs

- 13 Nous retiendrons de la littérature sur les États développeurs trois points saillants permettant de bâtir un cadre d'analyse adapté à l'immobilier.
- 14 a) En premier lieu, la démarche productiviste mobilise les ressources et des énergies de l'appareil d'État 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 entreprises publiques 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'État peut être tenté de faire de la valorisation foncière un instrument de politique macroéconomique pour faciliter les ajustements structurels.
- 15 b) Deuxièmement, la prédominance du système bancaire et son corollaire, le faible développement de la finance, permettent à l'État de maintenir l'épargne à coût modéré pour la canaliser vers les secteurs industriels jugés prioritaires. La réserve d'épargne est d'autant plus abondante que les politiques de protection sociale des États 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 de la prédominance du système bancaire, le cloisonnement du crédit et la faible culture d'évaluation du risque freinent l'accès au financement des petits acteurs privés (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 captation de la valeur foncière (*land value capture*) sont alors mobilisés pour construire des infrastructures de transport ou aménager des projets urbains de grande envergure. 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*.

- 16 c) Enfin, les États 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 (Wade, 2005 ; Huchet, 2014, 2015). Sur ce plan, la Chine ne fait pas exception : l'ascension de son industrie dans la chaîne de valeur montre qu'elle n'a plus vocation à être « l'atelier du monde » (Zhao, 2015). L'immobilier occupe cependant une place à part, 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 sur la propriété des sols. En Chine s'ajoute le rôle critique du foncier dans la corruption et la nécessité politique impérieuse pour l'État de réguler les prix des logements. Pour toutes ces raisons, *les États développeurs nord-est asiatiques présentent en général une faible exposition au capital étranger dans le secteur immobilier*. À l'inverse, ils peuvent montrer une intense activité internationale dans ce même secteur, prenant appui sur la rente urbaine domestique.
- 17 Les sections qui suivent présentent le cas de la Chine au prisme de ces trois éléments. À la suite des travaux de Wu (2015a, 2015b) et Theurillat (Theurillat 2016, Theurillat *et al.* 2016), elles interrogent les relations entre l'État, 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'État développeur chinois.

2. La capture de valeur foncière comme fondement de la politique macroéconomique

- 18 Sous le maoïsme, l'État 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, les villes n'accueillant que 18 % de la population en 1978 (Lin et 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

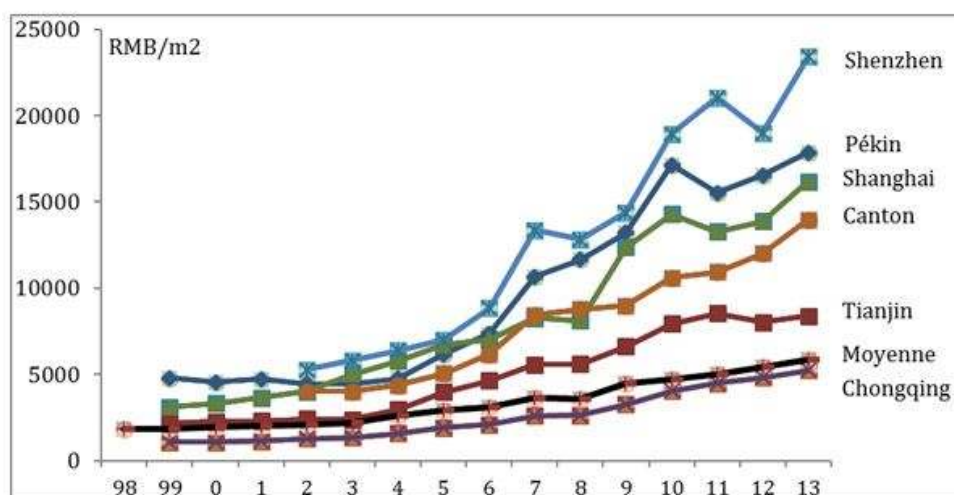
la population urbaine chinoise est passée à 53 % de la population nationale et l'on dénombre 9 000 agglomérations de plus de 10 000 habitants (Swerts, 2013). Cette intense transition urbaine a généré un formidable gisement de valeur dont l'État a organisé ou facilité l'extraction principalement par les ménages, les entreprises d'État et les gouvernements locaux.

2.1. Stimuler la croissance intérieure par l'investissement privé des classes moyennes

- 19 La centralité du foncier s'est construite par la convergence d'intérêts des deux niveaux de l'État développeur (central et local³) consécutive 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 plus de 90 % du marché immobilier⁴ et en constitue le segment le plus lucratif. À la suite de la décentralisation, les gouvernements locaux se sont vus confier en 1988 le droit d'*abusus* sur les terrains urbains, restés propriété de l'État (Ding 2003). Ils sont alors devenus les principaux bénéficiaires des recettes des « droits d'usage fonciers », concédés pour des durées variables selon leur usage (jusqu'à 70 ans pour du résidentiel). Cependant, leurs stratégies d'allocation foncière ont varié dans le temps, en fonction des équilibres de pouvoir avec l'État et de l'évolution de la structure des finances locales (Li *et al.*, 2011).
- 20 Au cours d'une première phase d'expérimentation, de 1985 à 1991, l'État organise des expériences pilotes de vente des logements détenus par les unités de travail (*danwei*) à leurs occupants⁵ (Ho et Kwong, 2002). La privatisation de ces logements devient plus conséquente en 1988, mais l'État a restreint par des mesures financières et réglementaires le développement des marchés résidentiels pour contenir les tensions inflationnistes.
- 21 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 en 1992 de « fonds de prévoyance pour le logement⁶ » (*zhufang gongqijin*). Les années 1992-1997 sont marquées par deux événements majeurs. En premier lieu intervient 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 leurs dépenses grimpent de 66 à 71 % (80 % en 2009, Wong, 2013). Pour boucler leur budget, ils auront alors massivement recours aux ventes de terrains⁷. 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'État 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 %, Chivakul *et al.* 2015 :3). 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.
- 22 Au départ, la production résidentielle est supposée privilégier l'accession sociale (*jingji shiyong fang* « logements économiques »), mais très vite l'accession à prix libre prend le dessus⁸ avec la vente de « logements marchandises » (*shangpin fang*, Wu, 2012 ; Li et Driant, 2014). La plupart des acteurs y ont intérêt : les gouvernements locaux accroissent leurs recettes foncières tout en élevant le niveau moyen du confort résidentiel sur leur territoire ; les promoteurs diversifient leur production et amplifient leurs profits ; quant

aux classes moyennes, elles font des logements un produit de placement privilégié dans un contexte de rareté des véhicules d'épargne et d'emballlement de l'immobilier (Tian et Ma, 2009 ; RICS, 2007). En 1998, un amendement à la Loi de gestion des terres introduit le partage des recettes foncières avec le gouvernement central à hauteur de 30 % (Tian et Ma, 2009). Cette mesure rapproche les intérêts des deux niveaux de l'État développeur, mais n'empêche pas le gouvernement central de mobiliser ses nombreux leviers (politique de taux, fiscalité, restriction du crédit, directives aux gouvernements locaux...) pour contenir la hausse des prix immobiliers dans les grandes villes.

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



SOURCE : NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA, 2016

- 23 De 2000 à 2013, les conditions sont très favorables à l'investissement résidentiel, notamment en direction des logements à prix libre. L'activité dans ce secteur est tout particulièrement stimulée par l'abondance du crédit hypothécaire (encouragement par l'État à l'accession à la propriété), 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, 2016).
- 24 Cette situation fait de la Chine un peuple de petits propriétaires. Le taux de propriétaires occupants atteint un niveau supérieur à 80 %⁹ 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.
- 25 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'une politique de soutien au logement locatif et du fait de la solvabilisation des primo-accédants par les solidarités intergénérationnelles (prise en charge de l'apport personnel d'au minimum 30 % exigé par les banques, et parfois acquisition de la totalité du logement par les parents¹⁰), les forces de rappel du marché

telles 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 l'estimation de la China Household Finance Survey¹¹ conduite par la Southwestern University of Finance and Economics (SWUFE), 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 invendues¹². Ce phénomène concerne la plupart des villes, et tout particulièrement Chongqing, épargnant relativement Pékin et Shanghai.

2.2. Soutenir les entreprises publiques dans leur mutation par la valorisation foncière

- 26 Parallèlement aux ménages, les grandes entreprises d'État ont été de grandes bénéficiaires de la valorisation foncière, d'où leur appellation par Hsing (2012) de « socialist land masters ». 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 et 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 ; Yeh et Wu, 1996). Mais les entreprises publiques ont surtout développé une intense activité de promotion immobilière. Elles ont abondamment profité des attributions administratives de terrain 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, 2011). Ces arrangements s'expliquent par des liens symbiotiques qu'entretiennent les entreprises publiques avec les collectivités territoriales (Tao *et al.*, 2010). Nombre de dirigeants d'entreprises publiques sont d'anciens cadres territoriaux qui retournent ensuite dans leur corps d'origine en gravissant les échelons dans la hiérarchie.
- 27 La plupart des entreprises d'État sont impliquées à des degrés divers dans la promotion immobilière. En engrangeant les profits de la rente urbaine, elles sont parvenues 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 d'entreprises d'État ont cherché à construire un immeuble de bureaux à Pékin. 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 compétences dans la gestion de surfaces de bureaux. D'autres répondent à des visées purement politiques, comme la construction de gratte-ciel dans des villes moyennes où la demande de bureaux de prestige est faible.
- 28 Le gouvernement central s'est inquiété de cette frénésie d'investissement immobilier par les sociétés publiques en raison des risques qu'elle faisait encourir au secteur bancaire et de ses effets inflationnistes sur le foncier (figure 2). Il a œuvré à une spécialisation sectorielle en suscitant l'émergence d'une vingtaine de sociétés immobilières publiques de grande envergure. Cela n'empêche pas nombre de sociétés publiques de plus petite

taille de mener des activités de promotion immobilière, sous l'œil peu vigilant d'un État soucieux de préserver l'emploi pour maintenir la stabilité sociale.

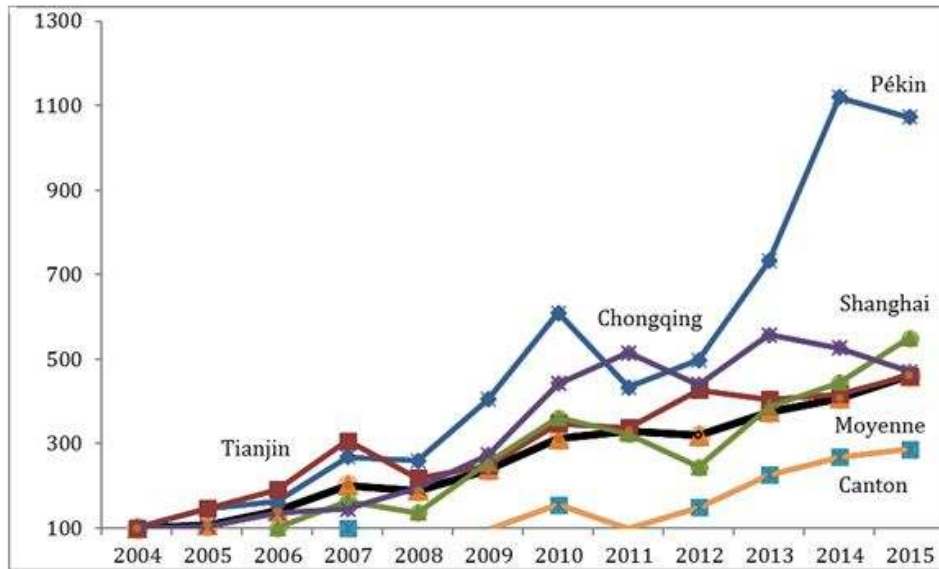
3. Les actifs fonciers, sécurité ultime et levier financier de la production urbaine

- 29 Si l'État s'est soucié de la ruée immobilière des sociétés d'État, il n'a pas transformé pour autant les conditions de financement de la production urbaine. Les sociétés publiques et les 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 de nouvelles formules de financement qui ont alimenté la prolifération de crédit informel.

3.1. Dualité du système de crédit

- 30 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 versus privée) et leur taille (grand groupe versus PME).
- 31 Les entreprises d'État bénéficient de privilèges sans équivalent. Elles entretiennent des liens étroits avec les quatre grandes banques commerciales d'État 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 et Landry, 2007).
- 32 À la différence des entreprises d'État intervenant dans l'immobilier, 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 promoteurs de petite et moyenne taille. Les premiers ont accès à de généreuses lignes de crédit bancaire à des taux avantageux, tout comme d'ailleurs des facilités foncières. À l'instar des entreprises publiques 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'investissements 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 entreprises publiques aux dix premiers rangs. Au sommet de la hiérarchie, Wanda et Vanke figurent parmi les plus grands groupes de promotion immobilière au monde¹³.

Graphique 2. Évolution de l'indice du montant des transactions foncières en Chine (2004 = 100 ; Shanghai : 2006 = 100)



Source : CRLPI¹⁴

- 33 À côté de ces champions nationaux, les nombreux promoteurs privés régionaux et locaux ont un accès limité au crédit bancaire. Ils peuvent appeler les fonds des acquéreurs au fur et à mesure de l'avancement des chantiers (vente en l'état futur d'achèvement) mais quand leur fonds de roulement ne suffit pas à boucler le financement de leurs projets, ils sont contraints de se tourner vers la finance informelle, 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 24 % contre 6 % au cours des années 2010), 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).

3.2. Titrisation informelle des opérations immobilières

- 34 Ce crédit informel vers les petits opérateurs ne constitue que l'une des catégories du *shadow banking* (Lu et al., 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 véhicules d'investissement internationaux qui ont été développés en Chine (pour l'heure seuls quelques maigres portefeuilles sont détenus par des fonds REITs cotés à Hong Kong et Singapour, ou par des fonds *private equity* issus pour l'essentiel d'Amérique du Nord), mais des plateformes d'investissement purement domestiques de durée très courte 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 (OCDE, 2015). Deux grandes catégories de structures de ce type interviennent dans le financement de l'immobilier : les trusts et les fonds d'investissements privés.

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

| | 1997 | | 2002 | | 2007 | | 2012 | | 2014 | |
|---|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|
| | Valeur | | Valeur | | Valeur | | Valeur | | Valeur | |
| Crédit immobilier domestique | 91 | 24 % | 222 | 23 % | 702 | 19 % | 1477 | 15 % | 2124 | 18 % |
| Capitaux étrangers | 46 | 12 % | 16 | 2 % | 64 | 2 % | 40 | 0 % | 64 | 1 % |
| Capitaux levés par les acteurs nationaux | 97 | 26 % | 274 | 28 % | 1177 | 31 % | 3908 | 41 % | 5042 | 41 % |
| Autres | 145 | 38 % | 462 | 47 % | 1805 | 48 % | 4227 | 44 % | 2098 | 40 % |

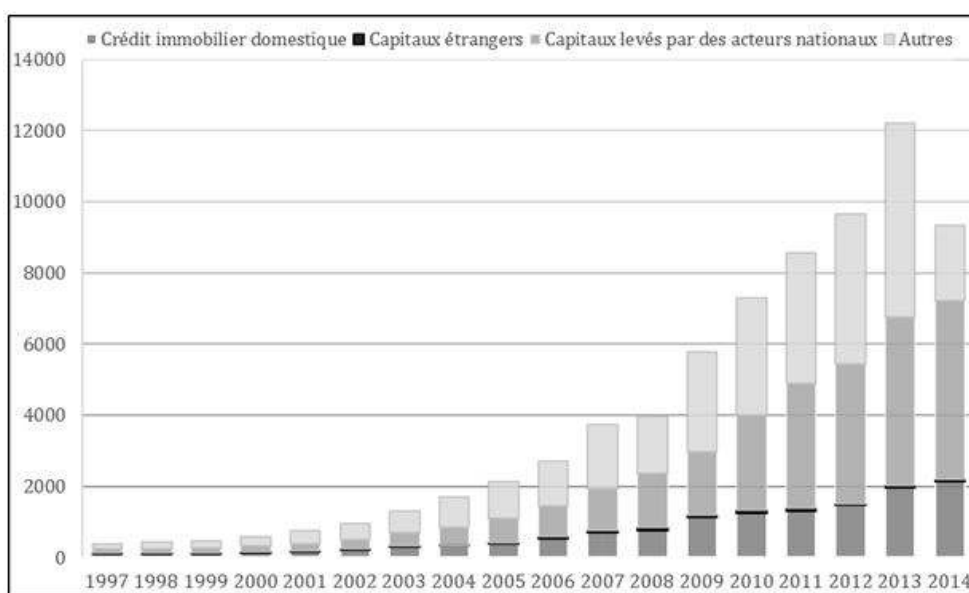
SOURCE : NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA, CHINA STATISTICAL YEARBOOK, 2015

- 35 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 6 000 euros, 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.
- 36 Des faillites retentissantes de trusts ont poussé l'État à les restructurer à partir de 2007, à la suite de quoi le nombre d'établissements est tombé d'un millier à une soixantaine (KPGM, 2012). Ce secteur représente désormais la seconde force financière du pays, après les banques mais devant les assurances (Pingan Trust, McKinsey & Company, 2013). Depuis leur restructuration, les trusts 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 pays¹⁵. Malgré la prise de risque sur le capital, l'implication des banques commerciales et la perception d'une garantie implicite de l'État 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 ont contourné la règle en créant des structures interbancaires (OCDE, 2015).

- 37 À côté des trusts, et aussi souvent sous forme de produit dérivés de prêts trusts, prolifèrent toute une kyrielle de fonds d'investissements ouverts à des particuliers, offrant des rendements supérieurs aux véhicules précédents mais avec un risque beaucoup plus important (Theurillat *et al.*, 2016). Les promoteurs de petite et moyenne envergure, qui n'ont pas accès aux trusts et sont peu considérés par le secteur bancaire, ont recours à ces véhicules pour s'approvisionner en capital. L'année 2014 a marqué un tournant dans la prolifération de cette finance grise, comme en témoigne la stabilisation de la catégorie « others » dans le financement des projets immobiliers (graphique 3). Cependant, les entreprises publiques et les grands promoteurs privés contournent ces contraintes en levant des capitaux sur les marchés obligataires de Hong Kong ou, plus récemment, par le biais du *crowdfunding* pour une poignée d'entre eux (Theurillat *et al.*, 2016).

Graphique 3. Le financement de la production immobilière en Chine (en milliards de RMB)



SOURCE : NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA, CHINA STATISTICAL YEARBOOK, 2015

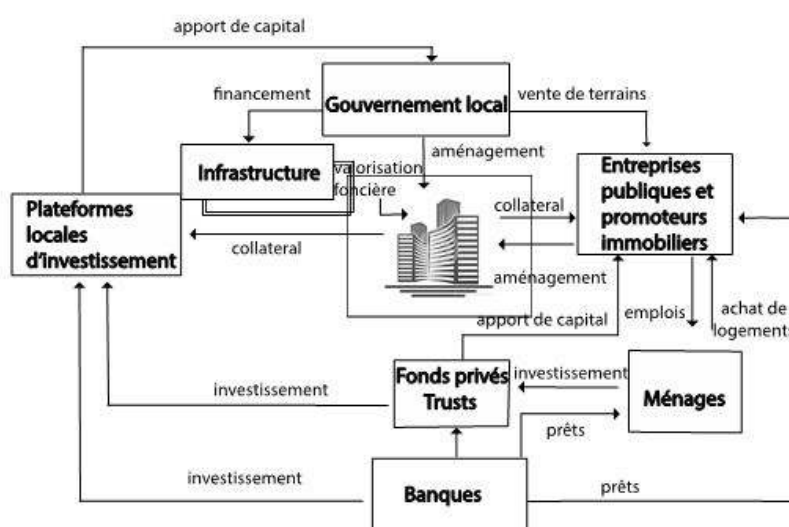
3.2. Captation de la rente urbaine par les gouvernements locaux

- 38 L'un des plus grands dangers pour l'économie chinoise relève des structures d'investissement garanties par les gouvernements locaux pour financer leurs projets d'infrastructure et d'aménagement. On en distingue trois grandes catégories, dont une reposant sur le crédit bancaire, les deux autres sur la levée de capitaux financiers. Les deux dernières catégories se sont multipliées après la crise de 2008, l'État ayant encouragé les gouvernements locaux à lever des fonds hors du système bancaire (Theurillat *et al.* 2016). Les emprunts effectués par ces structures, nantis par des terrains et des parts d'entreprises publiques (Sambor, 2012), ont conduit à une dette massive

estimée à 33 % du PIB par l'Office National d'Audit (cité par Theurillat *et al.*, 2016). 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 de la valeur foncière qui s'est élaboré progressivement au niveau local.

- 39 Le processus de construction institutionnelle des marchés immobiliers n'a pas suivi un rythme homogène sur tout le territoire. Shenzhen, Canton et Shanghai ont été les villes pilotes de l'ouverture à l'investissement privé dans ce secteur au début des années 1980, tandis que Pékin a attendu une décennie pour s'exposer. Le calcul de la valeur des droits d'usage fonciers était souvent effectué à partir du seul coût de revient technique des terrains, conformément à la tradition d'économie administrée (Li, 1997). Au début des années 1990, la municipalité de Tianjin fixait le montant de ces droits d'usage en fonction du seul coût d'indemnisation et de relocalisation des résidents, quand Shanghai et Canton, fortes d'une plus longue expérience des dynamiques immobilières, commençaient à organiser les conditions d'un marché concurrentiel avec les promoteurs (Dowall, 1993 ; Zhang, 1997).

Figure 1. Le système de financement de l'immobilier et des infrastructures



Source : Auteur

- 40 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 aux ventes de terrains pour équilibrer leur budget (Wang, 1997 ; Tao *et al.*, 2010 ; Lin et Zhang, 2014). Dès lors, un mécanisme de capture des plus-values foncières s'est mis en place, qualifié de « land-centred urbanization » (Lin, 2007, 2014) ou de « urban-centred accumulation » (Hsing, 2012). Ce mécanisme procède en cinq étapes, clairement décrites par Fulong Wu (2015b, p. 81) : 1) le gouvernement local cède des terrains bon marché – au besoin à prix symbolique – à des industriels étrangers ou issus d'autres provinces chinoises pour élargir la base manufacturière de la ville et créer des emplois ; 2) il en résulte un accroissement du PIB

local, qui augmente les recettes fiscales et fait grimper les valeurs foncières ; 3) le gouvernement local vend au prix fort des terrains à des promoteurs pour des activités commerciales et résidentielles ; 4) il utilise ces revenus pour investir dans des infrastructures en recourant à l'emprunt via les plateformes d'investissement ; 5) il acquière des terrains agricoles à bas prix par expropriation pour reconstituer ses réserves de terrains destinés à être vendues au prix fort à la promotion immobilière. 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 foncière mis au point dans les banlieues de Tokyo et Osaka par les compagnies ferroviaires privées nipponnes, puis la MTRC de Hong Kong. À 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 entreprises publiques et grands promoteurs privés (OCDE, 2015).

4. Gestion stratégique de l'investissement étranger dans l'immobilier chinois

⁴¹ 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 JV¹⁶ ont permis des transferts technologiques, mais les gouvernements locaux ont 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 réglementation à l'égard de l'investissement étranger

⁴² Traditionnellement, les capitaux étrangers¹⁷ se sont ancrés dans l'immobilier chinois par le biais de JV ou de participation au capital d'opérateurs locaux, mais ces derniers (entreprises publiques 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 pourvoyaient 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 officielles¹⁸ (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 »¹⁹ des données du China Statistic Bureau of China (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 (limité aux entreprises publiques et aux grands groupes privés) et les plateformes d'investissement domestiques.

- 43 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 ou « entreprises étrangères à part entière »). Entre 2006 et 2013, ces entités placées sous l'autorité des gouvernements municipaux²⁰ ont été sévèrement réglementées dans le secteur immobilier, tout particulièrement à Pékin, ville phare du régime.
- 44 En réalité, seuls les promoteurs immobiliers hongkongais et singapouriens ont été en mesure de déployer une activité immobilière conséquente sur le continent chinois (Hsing, 2006 ; 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, Canton) à la fin des années 1980, ensuite à Shanghai et Pékin, puis dans les autres villes chinoises (Heung et 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 ».
- 45 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 nombreux, ces groupes sont assimilés à des entreprises publiques par les autorités chinoises en raison de leurs liens organiques avec l'État 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 de 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.
- 46 Les groupes hongkongais et singapouriens bénéficient de leur familiarité avec les codes culturels chinois ainsi que d'une proximité des conceptions de l'État et du développement. 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

- 47 L'État chinois a mené de fait une active politique de filtrage du capital étranger. Deux objectifs ont été 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 progressaient dans la chaîne de valeur.
- 48 Depuis une décennie déjà, la production de logements et de bureaux aux normes standard est effectuée par les grands promoteurs chinois. Pour financer leurs acquisitions foncières, ces acteurs 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.
- 49 Pour continuer d'offrir une valeur ajoutée, les opérateurs étrangers se positionnent sur les segments supérieurs du logement et du bureau. Ils conservent une (faible) place dans la production de *shopping malls*, objets de conception complexe nécessitant des liens étroits avec les multinationales de distribution, auxquelles ils ont un accès privilégié. La logistique notoirement sous-équipée en Chine et fortement stimulée par l'essor du e-commerce, leur laisse également quelques opportunités. Par ailleurs, le vieillissement de la population ouvre d'intéressantes perspectives sur les marchés résidentiels adaptés au grand âge (résidences-services), domaine dans lequel certains opérateurs étrangers disposent d'une longue expertise (en particulier américains, australiens et japonais). Cependant, les très rares entreprises étrangères opérant sur ce marché sont confinées à des activités d'exploitation de quelques résidences médicalisées, les promoteurs domestiques ayant investi la totalité de la filière de production dans ce secteur.
- 50 Tandis que les opportunités pour les capitaux entrants se sont considérablement raréfiées, l'État 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. Avec une différence dans les objectifs : alors que les investisseurs japonais (pour l'essentiel institutionnels) intervenaient de leur propre initiative sur des marchés aux prix très inférieurs à ceux de leur espace domestique, profitant d'un yen fort et de taux d'intérêt faibles, les investisseurs chinois (institutionnels et particuliers) sont encouragés par l'État à orienter leurs capitaux hors de Chine afin de soulager la pression exercée par la demande de placement dans les biens immobiliers domestiques. On retrouve plusieurs traits communs remarquables entre l'investissement institutionnel chinois actuel et nippon des années 1980 : 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 que ces investissements provoquent sur les marchés immobiliers locaux (Australie, Canada).

Conclusion

- 51 La conceptualisation de l'État développeur appliquée aux dynamiques urbaines en Chine met en lumière le rôle pivot des marchés fonciers et immobiliers dans la construction des formes institutionnelles fondamentales définies par le cadre régulationniste, tout particulièrement celles relatives aux formes de la contrainte monétaire, aux formes de l'État et aux modalités d'adhésion au régime international.
- 52 L'autonomisation des pouvoirs locaux empêche de penser l'État développeur comme une entité unique. Le gouvernement central cherche à corriger la mauvaise allocation du crédit et du foncier résultant des liens collusifs entre les gouvernements locaux, les banques et les entreprises publiques. Il intervient directement via sa politique monétaire par des ajustements des taux d'intérêt et des conditions du crédit. Cependant son action est surtout indirecte. Elle procède par injonctions aux gouvernements municipaux à suivre ses directives nationales (à restreindre notamment l'investissement immobilier dans les grandes villes par alourdissement de la réglementation et de la fiscalité sur les transactions), mais elle fait également émerger des initiatives *bottom-up* visant à développer l'immobilier dans de nouveaux secteurs (logements sociaux – ignorés jusqu'en 2007 (Li, 2015) –, résidences pour personnes âgées, clusters culturels ou éducatifs) en stimulant la concurrence entre les cadres municipaux. Ces derniers répondent d'autant mieux aux incitations du niveau central que leurs carrières sont déterminées par des objectifs productivistes (accroître le PIB local), au sein d'un système institutionnel structuré par l'influence du PCC à tous les échelons des rouages administratifs.
- 53 Les revenus issus de la valorisation foncière ont jusqu'ici satisfait les besoins de la politique productiviste de l'État développeur. Ils ont pourvu à l'attractivité des territoires urbains pour l'implantation d'activités industrielles et aux besoins massifs en infrastructures urbaines de pointe, tout en facilitant la transition économique pour le secteur d'État. Par le jeu d'un système de crédit très encadré, de restrictions au développement de la finance et à l'investissement étranger, l'État a mis les marchés immobiliers domestiques à l'abri de crises systémiques comme celle de 1997 en Asie du Sud-Est (Aveline et Li, 2004), tout en assurant la montée des promoteurs chinois dans la chaîne de valeur. Mais ces politiques protectrices ont eu un revers : en limitant les véhicules de placement et en générant des anticipations autoréalisatrices de hausse des prix sur les marchés du logement, elles ont orienté massivement l'épargne des ménages vers l'investissement immobilier, aboutissant à une vacance résidentielle de grande envergure. Dans certains cas, les quartiers qualifiés de « villes fantômes » ne représentent qu'une anticipation de l'offre face à une demande future de logements soutenue par la poursuite du mouvement d'urbanisation. Cependant, le phénomène de surproduction dans le secteur résidentiel est indéniable comme en atteste la « mini crise » immobilière qui s'est déclarée en 2014 dans plusieurs villes.
- 54 Cette crise a révélé l'efficacité de l'État à réguler les marchés immobiliers : alors que les media internationaux pronostiquaient l'éclatement imminent d'une bulle spéculative, les marchés sont très vite repartis sur une pente ascendante dans les plus grandes villes. Cet étonnant rebond tient aux multiples leviers que l'État a déployés en soutien à l'économie (dépréciation du renminbi notamment) et plus spécifiquement au secteur immobilier : relâchement des conditions du crédit, recours à la titrisation (RMBS) pour accroître l'apport en capital du crédit hypothécaire, réduction de l'offre foncière pour tenir les

prix, ouverture de circuits de placement immobilier à l'étranger. La mini-crise a renforcé la structure duale de la promotion immobilière : tandis que les entreprises publiques et les grands promoteurs obtiennent facilement des capitaux pour financer leurs projets, voire offrir des lignes de crédit à leurs clients, les entrepreneurs privés locaux ou régionaux ne peuvent compter que sur leurs fonds de roulement, en décroissance, pour poursuivre leurs activités. De même, les grands promoteurs peuvent mieux s'ajuster que les entrepreneurs locaux au retournement immobilier en composant avec la diversité des cycles immobiliers au sein de l'espace national.

- 55 En raison des strictes règles prudentielles fixant la quotité de financement des prêts pour les acquisitions résidentielles, le crédit hypothécaire a présenté jusqu'ici une faible exposition aux risques, encore qu'un relâchement a été observé sur le contrôle de l'apport personnel (en partie financé par des prêts consentis par des promoteurs). Du côté des promoteurs, le risque bancaire a été également limité par les fortes restrictions aux opérateurs privés de petite et moyenne taille. Une grande partie de la dette immobilière est de fait assurée par de la finance grise, dont le risque est porté par des particuliers et des investisseurs institutionnels. Si le système bancaire semble donc peu menacé directement par des défauts sur l'emprunt immobilier, il est en revanche exposé à une baisse des valeurs immobilières, dans la mesure où celles-ci servent de garantie aux autres types d'emprunts. Le secteur public apparaît ici particulièrement à risque, avec les excès de capacité des entreprises publiques et les plateformes d'investissement des gouvernements locaux.
- 56 En dépit de l'effort appuyé de l'État pour maintenir à flot les valeurs immobilières, la poursuite de la hausse des prix dans les villes de premier et second rang fait craindre une future correction des marchés compte tenu des niveaux exorbitants atteints au regard des revenus des ménages. Or, une baisse significative des prix serait de nature à rompre le compromis entre l'État et les classes moyennes, par la dévalorisation de l'épargne stockée dans l'immobilier résidentiel ou placée dans des véhicules d'investissement non sécurisés. L'État se trouve donc face au dilemme de continuer à soutenir la croissance des prix immobiliers au risque de rendre inabordable le logement et les activités économiques dans les grandes villes, ou bien de laisser le marché s'autoréguler en s'exposant à une crise de légitimité de son modèle d'économie politique.

BIBLIOGRAPHIE

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.

Aglietta M., Bai G. (2013), *China's development: Capitalism and empire*. London and New York, Routledge.

Amable B. (2005), *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*. Paris, Odile Jacob.

- Aveline N., Li L. H. (Eds.) (2004), *Property markets and land policies in Northeast Asia: the case of five cities: Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*. Tokyo/Hong Kong.
- Aveline-Dubach N., 2014, « New patterns of property investment in “post-bubble” Tokyo: the shift from land to real estate as a financial asset » in Aveline-Dubach N., Jou S.-C., Hsiao H.H (Eds.) *Globalization and new intra-urban dynamics in Asian cities*, Taipei, National Taiwan University Press, p. 265-318.
- Aveline-Dubach N. (2016), « Embedment of ‘liquid’ capital into the built environment: the case of REIT Investment in Hong Kong », *Issues & Studies*, 52, 4.
- Baek S.-W. (2005), « Does China follow “the East Asian development model”? », *Journal of Contemporary Asia*, vol. 35, n° 4, p. 485-498.
- Bergère M.-C. (2007), *Capitalismes et capitalistes en Chine : XIX^e-XXI^e siècle*, Paris, Perrin.
- Boyer R. (2002), « Variété du capitalisme et théorie de la régulation », *Annuaire*, p. 125-194.
- Boyer R. (2015), « Le régime de croissance chinois et l'économie mondiale », in R. Boyer, H. Uemura, A. Isogai, E. L. de Micheaux, & D. Toudic (dir.), *Capitalismes asiatiques : diversité et transformations*. Rennes, Presses universitaires de Rennes, p. 235-261.
- Chen, Y. (2009), « Légimité, rationalité et compétences politiques – comment le “miracle urbain chinois” a-t-il été possible ? », *Terrains & travaux*, n° 16, p. 97-136.
- Chivakul, M.-W., Lam R., Liu X., Maliszewski W., Schipkei A. (2015), « Understanding Residential Real Estate in China », IMF Working Paper.
- Chu, Y-W. (2016), *The Asian Developmental State: Reexaminations and New Departures*, Palgrave Macmillan.
- 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*.
- Ding C. (2003), « Land policy reform in China: assessment and prospects », *Land use policy*, vol. 20, n° 2, p; 109-120.
- Doling J. (1999), « Housing policies and the little tigers: how do they compare with other industrialised countries? », *Housing Studies*, vol. 14, n° 2, p. 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, n° 2, p. 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, n° 2, p. 307-327.
- Haila A. (2000), « Real estate in global cities: Singapore and Hong Kong as property states », *Urban Studies*, vol. 37, n° 12, p. 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, n° 4, p. 739-768.

- Holliday I. (2000), « Productivist welfare capitalism: Social policy in East Asia », *Political studies*, vol. 48, n° 4, p. 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, n° 2, p. 229-244.
- Hsing Y. (2006), « Land and territorial politics in urban China », *The China Quarterly*, vol. 187, p. 575-591.
- Hsing Y. (2012), *The Great Urban Transformation: Politics of Land and Property in China*, Oxford University Press.
- Huchet J.-F. (2014), « La politique industrielle en Chine : grandeur et limites du renouveau de l'État Chinois », *Revue française d'administration publique*, n° 2, p ; 415-433.
- Huchet J.-F., 2015, « Du dirigisme au réalisme : la politique industrielle chinoise à l'heure de la globalisation », in : J.-F. Huchet, X. Richet, & J. Ruet (dir.), *Chine, Inde : les firmes au coeur de l'émergence*. Rennes, Presses universitaires de Rennes, p. 51-74.
- Hu R. (2012), « Understanding Chinese Real Estate: The property boom in perspective », in : J. Garrick (Ed.), *Law and policy for China's market socialism*, Routledge, p. 87-100.
- Hu R. (2013), « Drivers of China's urbanisation and property development », *Australasian Journal of Regional Studies*, vol. 19, n° 2, p. 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, n° 1, p. 6-14.
- Li J., Chiang Y.-H., Choy L. (2011), « Central-local conflict and property cycle: A Chinese style », *Habitat International*, vol. 35, n° 1, p. 126-132.
- Li, J., Hsu, S. (2014), « Shadow banking in China: institutional risks », *China Economic Review*, vol. 31, p. 119-129.
- Li L. H. (1997), « The political economy of the privatisation of the land market in Shanghai », *Urban Studies*, vol. 34, n° 2, p; 321-335.
- Li M. (2015), « Le financement du logement social par les plus-values foncières, le cas de Chongqing », *La Revue Foncière*, n° 5, p. 39-42.
- Li M., Driant J.-C. (2014), « Affordable housing policies in urban China », in Bredenoord, J., Van Lindert, P. (Eds.), *Affordable housing in the Urban Global South: seeking sustainable solutions*, London and New York, Routledge, p. 204-218.
- Lin, G. C. S. (2007), « Reproducing spaces of Chinese urbanisation: New city-based and land-centred urban transformation », *Urban Studies*, n° 44, p. 1827-1855.
- 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, n° 8, p. 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, n° 15, p. 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, p. 40-53.
- Meyer C. (2014), *La Chine, banquier du monde*, Paris, Fayard.
- Nee, V., Opper, S., Wong, S. (2007), « Developmental state and corporate governance in China », *Management and Organization Review*, vol. 3, n° 1, p. 19-53.
- OCDE. (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, n° 1, p. 99-126.
- Peck J., Theodore N. (2007), « Variegated capitalism », *Progress in human geography*, vol. 31, n° 6, p. 731-772.
- Ping'an 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, n° 7, p. 940-961.
- Sambor J.-C. (2012), « An assessment of China's relative fiscal strength », in J.-P. Cabestan, J.-F. Di Meglio, & X. Richet (Eds.), *China and the global financial crisis: a comparison with Europe*. London and New York, Routledge, p. 34-45.
- Sharman J.-C. (2012), « Chinese capital flows and offshore financial centers », *The Pacific Review*, vol. 25, n° 3, p. 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, n° 2, p. 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, n° 10, p. 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, n° 6, p. 2052-2073.
- Theurillat T. (2014), « The financing of urban production in China », working document, <http://www2.unine.ch/socio/page-24681.html>
- Theurillat T. (2016), « The role of money in China's urban production: the local property industry in Qujing, a fourth-tier city », *Urban Geography*, p. 1-27.
- Theurillat T., Lenzer J.H., Zhan, H. (2016), « The increasing financialization of China's urbanization », *Issues & Studies*, 52, 4.
- Thurbon, E. (2014), « L'État développeur : défense du concept », *Critique Internationale*, vol. 2, n° 63, p. 59-75.
- Tian L., Ma W. (2009), « Government intervention in city development of China: A tool of land supply », *Land Use Policy*, vol. 26, no 3, p. 599-609.

- Wade R. (2005), « Bringing the state back in lessons from East Asia's development experience », *Internationale Politik und Gesellschaft*, vol. 8, n° 2, p. 98-115.
- Waley P. (2012), « Japanese cities in Chinese perspective: Towards a contextual, regional approach to comparative urbanism », *Urban Geography*, vol. 33, n° 6, p. 816-828.
- Wang S. (1997), « China's 1994 fiscal reform: an initial assessment », *Asian Survey*, vol. 37, n° 9, p. 801-817.
- Woo-Cumings M. (1999), *The developmental state*. New York, Cornell University Press.
- Wong C. (2013), « Paying for urbanization in China », in R. W. Bahl, J. F. Linn, & D. L. Wetzel (Ed.), *Financing metropolitan governments in developing countries*. Cambridge, Lincoln Institute of Land Policy, p. 273-308.
- Wu F. (2012), « Housing and the State in China », in *International Encyclopedia of Housing and Home*, Elsevier, p. 323-329.
- Wu F. (2015a), « Commodification and housing market cycles in Chinese cities », *International Journal of Housing Policy*, vol. 15, n° 1, p. 6-26.
- Wu F. (2015b), *Planning for Growth Urban and Regional Planning in China*, New York and London, Routledge.
- 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, n° 4, p. 890-913.
- Yeh A. G.-O., Wu F. (1996), « The New Land Development Process and Urban Development in Chinese Cities », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 20, n° 2, p. 330-353.
- Zhang X. Q. (1997), « Urban land reform in China », *Land Use Policy*, vol. 14, n° 3, p. 187-199.
- Zhao W. (2015), « Systèmes nationaux d'innovation dans les pays émergents : le cas de la Chine », in J.-F. Huchet, X. Richet, & J. Ruet (dir.), *Chine, Inde : les firmes au cœur de l'émergence*, Rennes, Presses universitaires de Rennes, p. 93-1018 .
- 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, n° 3, p. 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, n° 2, p. 424-447.

NOTES

1. Les enquêtes ont été menées à Pékin, Shanghai, Canton, Chongqing, Shenyang et Dalian.
2. Selon Aglietta et Landry (2007, p. 12), le PIB japonais a crû de 460 % de 1950 à 1973 (soit 8,2 % par an) contre 370 % en Chine de 1978 à 2004 (9 % par an).
3. Le gouvernement local est entendu ici au sens large, incluant toutes les entités locales, du district à la province.
4. Selon les statistiques officielles (China Statistic Yearbook 2015), sur 76,292 immeubles vendus en Chine en 2014, 71,322 étaient résidentiels (62,411 immeubles acquis par des particuliers et 8,911 par des entreprises).
5. Ces logements de fonction, qui constituaient le mode d'allocation majoritaire du logement dans la Chine maoïste, étaient fournis aux employés des unités de travail en échange de bas salaires.

6. Ce dispositif permet aux employés de toutes catégories d'entreprises de bénéficier de prêts bonifiés pour l'acquisition ou la rénovation de logements. Il est financé par une contribution obligatoire versée par les employeurs et employés, initialement fixée à 5 % des salaires (Li, Driant 2014).
7. Pour simplifier la lecture, nous assimilons la vente de droits d'usage fonciers à des ventes de terrains. Ceux-là sont concédés par les municipalités pour une durée de 40 ans pour les activités commerciales et de loisirs, 50 ans pour une occupation industrielle et 70 ans pour des fonctions résidentielles. Les acquisitions de droits d'usage s'opèrent par versement d'un forfait pour toute la durée d'occupation lors de la signature du contrat. Les municipalités subventionnent le logement social par la concession à bas prix de terrains à des promoteurs privés ou publics, ainsi que l'exonération de taxes.
8. La frontière entre ces deux catégories de logement 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.
9. Les statistiques officielles n'indiquent pas pourcentage de propriétaires-occupants. Selon plusieurs autres sources il s'établirait autour de 89-90 %. Il est moins élevé à Shanghai et Pékin, où un marché locatif s'est développé.
10. Bien souvent le logement n'est pas acheté par un couple de jeunes mariés mais par un couple de jeunes mariés et les 2 couples de parents/beaux-parents, ce sont donc 8 personnes qui achètent.
11. La Southwestern University of Finance and Economics (SWUFE) a mené en 2013 une vaste enquête sur la vacance de logements 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>).
12. 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.
13. Cette situation tient également au fait que la promotion immobilière s'est financiarisée dans les pays occidentaux. Ainsi, les sociétés d'investissement spécialisées dans l'immobilier (Blackstone, Tishman Speyer, etc.) sont devenues les principaux détenteurs d'actifs immobiliers en valeur dans le monde. Il en va différemment en Asie (Chine, Japon, Corée du Sud, Hong Kong en particulier) où les principaux conglomérats immobiliers ont subsisté.
14. L'information sur les « Chinese Residential Land Price Indices » ("CRLPI"), qui inclut les données CRLPI utilisées pour cette publication, est issue des Chinese Residential Land Price Indices ("CRLPI") fournis par l'Institute of Real Estate Studies de l'université de Singapour, The Wharton School de l'université de Pennsylvanie et l'Institute of Real Estate Studies de l'université Tsinghua.
15. « In China, a real estate threatens investment trusts », *Boomerberg News*, 12 décembre 2012, <http://www.bloomberg.com/bw/articles/2012-12-13/in-china-a-real-estate-bust-threatens-investment-trusts>
16. On en distingue deux types : les *equity joint-ventures* (EJV) et les *cooperative joint-venture* (CJV) (Deloitte, 2012).
17. 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 ».

18. 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 ils ne doivent pas représenter une part très importante.

19. Cette catégorie doit comprendre une part importante de véhicules levés sur les marchés obligataires de Hong Kong.

20. Sauf quand le montant de l'investissement dépasse un milliard de yuans, auquel cas l'examen du dossier passe au niveau provincial.

RÉSUMÉS

Cet article établit 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 aborde ce cas au prisme de l'État développeur (ED), 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 pivot de la valorisation foncière dans le processus d'accumulation du capital en Chine : l'accent porté par l'État sur la croissance du PIB, son contrôle sur l'allocation du capital au sein de l'économie, et ses manifestations de protectionnisme et de nationalisme économique. Cette lecture au prisme de l'ED révèle l'usage de l'inflation foncière comme base de la politique macroéconomique de l'État chinois — au niveau central et local —, à travers la promotion de l'investissement résidentiel comme véhicule privilégié de placement. Les pratiques sélectives d'octroi du crédit bancaire et les freins au développement des marchés financiers ont conduit à la prolifération d'une finance grise faiblement surveillée, reposant en partie sur du nantissement de terrains. Pour garder le contrôle de la rente foncière et assurer son appropriation par les acteurs nationaux, l'État a considérablement restreint l'investissement étranger sur les marchés immobiliers intérieurs, et s'est attaché dans le même temps à orienter l'excès d'épargne nationale vers l'investissement immobilier outre-mer. Ces constats mettent en lumière le rôle pivot des marchés fonciers et immobiliers dans la construction des formes institutionnelles fondamentales définies par le cadre régulationniste.

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 sufficient consideration by the French Regulation School. The case of China exemplifies the centrality of land in macroeconomic dynamics. This 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 (1982) are mobilized to highlight the role of property value enhancement in the regime of capital accumulation in China, i.e. the primary focus on GDP growth, state control over capital allocation to the economy, and manifestations of economic nationalism. It is argued that the Chinese state — at both central and local level — has used the mechanism of property value enhancement as a major tool to ensure a smoother economic transition, by encouraging residential investment as a quasi exclusive saving vehicle. Selective

strategies in banking credit allocation and restrictions to the development of financial markets, both aiming to maintain state's stranglehold over financial supply to the productive base, have generated the proliferation of a poorly monitored "grey finance" mainly collateralized by land. To keep control over the land rent and ensure its adequate appropriation by domestic players, the state has dramatically restricted foreign inflows of capital in China's property markets, and at the same time, has encouraged outbond investment in real estate to alleviate pressure on saving demand by domestic players. These findings highlight the pivotal role of land/property markets in the construction of fundamental institutional forms defined by the Regulation framework.

INDEX

Mots-clés : Chine, État développeur, foncier, immobilier, urbanisation, logement, financiarisation, marchés résidentiels, régulation

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

Code JEL P26 - Political Economy; Property Rights, R52 - Land Use and Other Regulations, R38 - Government Policies; Regulatory Policies

AUTEUR

NATACHA AVELINE-DUBACH

Directrice de recherches CNRS au laboratoire Géographie-cités (Paris I Panthéon-Sorbonne),
aveline@jp.cnrs.fr