

Perspectives

N°21/358 – 4 novembre 2021

CHINE – Le problème immobilier ou la quadrature du cercle chinois

Vers une restructuration des dettes immobilières ?

Evergrande s'est acheté un peu de temps : alors que la période de grâce sur le remboursement d'une créance de 83,5 millions de dollars (paiement d'intérêts) touchait à sa fin, le promoteur a annoncé *in extremis* que les fonds avaient été transférés à Citibank et que les investisseurs seraient donc remboursés.

L'annonce du défaut de paiement d'Evergrande, le 23 septembre dernier, avait déclenché **une hausse de la volatilité sur les valeurs immobilières**, ainsi qu'une prise de conscience sur l'état réel du secteur immobilier chinois.

Dans son sillage, de nombreux autres promoteurs (Modern Land, Fantasia, Sinic) ont annoncé des difficultés de paiement ou ont été dans l'incapacité de faire face à certaines échéances.

Cette opération ne signe cependant pas la fin des problèmes pour Evergrande, **dont la dette totale s'élève pour rappel à plus de 300 milliards de dollars**, et qui n'a pu honorer quatre autres remboursements d'intérêts sur sa dette ces dernières semaines. Le groupe doit faire face à des échéances encore plus importantes en début d'année 2022.

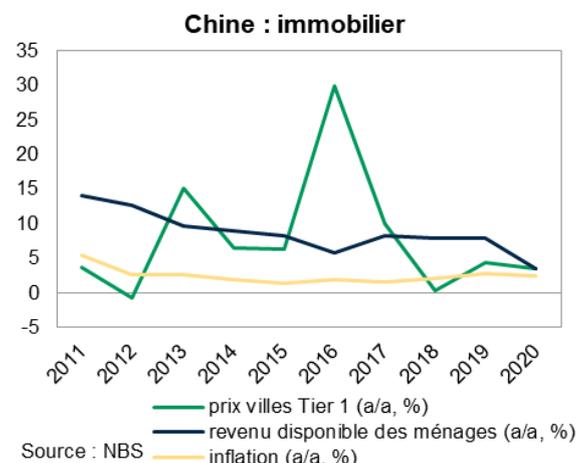
Dans ce contexte, **une restructuration de la dette d'Evergrande**, suivie par d'autres promoteurs, reste le scénario central. Reste à savoir, en revanche, quel sera l'implication de l'État chinois dans les discussions.

Dégonfler sans exploser : le difficile pilotage des autorités

Pour l'instant, les autorités chinoises ont donné peu d'indices sur le niveau de soutien financier qu'elles comptaient accorder au secteur immobilier. Zou Lan, un officiel de la Banque centrale (PBoC) a même blâmé Evergrande pour ses problèmes, et indiqué que ces derniers devraient être résolus « selon les règles du marché ». Il a cependant ajouté que **les effets de contagion au système financier restaient « contrôlables »**, un argumentaire repris par le gouverneur Yi Gang.

Il faut dire que le gouvernement marche sur une **ligne de crête particulièrement étroite, sur laquelle objectifs à court et moyen/long termes ne sont pas vraiment alignés**. À moyen/long terme en effet, la stratégie est claire : désendetter le secteur immobilier chinois et dégonfler la bulle des prix, dont la hausse pèse sur le budget des ménages et bloque une partie du potentiel de consommation.

Il faut rappeler l'importance de la propriété immobilière en Chine, **où 90% des ménages possèdent leur résidence principale** et où il reste souvent inenvisageable pour un homme de se marier sans être propriétaire. Or, dans les villes principales (Tier-1), la hausse du prix de l'immobilier a été en moyenne bien plus rapide que celle du revenu disponible des



ménages, en particulier sur la période 2013-2017, durant laquelle la bulle s'est formée.

Une baisse des prix représenterait donc **un gain potentiel de pouvoir d'achat pour les ménages**, notamment ceux constituant une épargne en vue d'acheter un bien, qui serait bénéfique pour la transition du modèle de croissance vers une économie tirée par la consommation privée plutôt que par l'investissement.

L'apurement du secteur s'inscrit aussi **dans le discours de Xi Jinping sur la « prospérité commune »**. Les promoteurs immobiliers sont ainsi régulièrement pointés du doigt pour leur comportement spéculatif et leur enrichissement souvent trop rapide. Ils concentrent également des scandales de corruption, un autre cheval de bataille du président chinois.

À court terme en revanche, apurer le secteur immobilier représente un coût certain pour différents acteurs.

Premier point sensible et socialement explosif, les ménages qui sont déjà propriétaires, ou en attente d'un logement acheté sur plan. Ce sont eux qui ont manifesté ces dernières semaines, inquiets de voir leur investissement se déprécier si rapidement. Contrairement aux autres exemples historiques de crise de l'immobilier (le Japon de la fin des années 1980, les États-Unis de 2008), la bulle chinoise ne s'est pas accompagnée d'une spéculation exacerbée sur les marchés, **justement parce que les ménages investissent encore peu en bourse**. 78% de leurs actifs (qui regroupent l'immobilier, les actions, les prêts titrisés et les prêts bancaires) sont ainsi investis dans l'immobilier, contre 35% aux États-Unis. Un dégonflement trop rapide des prix de l'immobilier représenterait ainsi une perte de richesse réelle et durable pour les ménages.

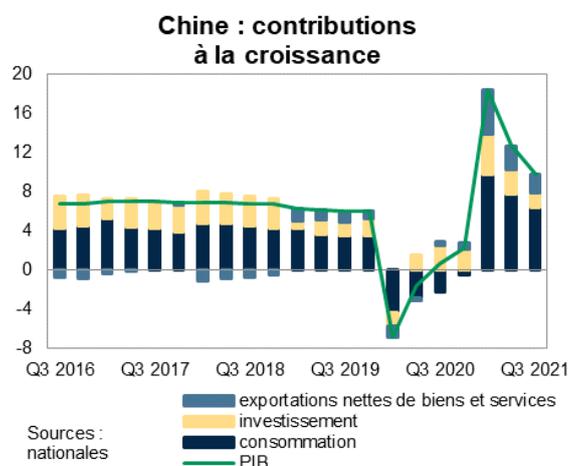
Deuxième point tout aussi délicat, **la source de revenus représentée par la vente de terrains pour les collectivités locales** qui, en fonction des provinces, représente entre 30 et 45% des recettes budgétaires. Cette dépendance est une source de fragilité pour ces collectivités locales, souvent déjà très endettées et engluées dans des systèmes de *shadow banking*, que les autorités avaient déjà tenté de réguler. D'où **la proposition de taxe foncière**, vieux serpent de mer chinois, remis sur la table ces dernières semaines, et qui devrait être déployée de manière pilote dans certaines municipalités.

Son objectif est simple : **décourager la spéculation**, terreau de la frénésie immobilière et des ventes croissantes de terrains par les collectivités locales, **tout en offrant aux municipalités une source de revenus stable**. D'après les calculs de *Capital Economics*, un taux effectif de 0,7% sur la valeur totale de la propriété aurait engendré un revenu de 1,8 trillion de yuans, à comparer avec les 1,6 trillion de revenus nets issus des ventes de terrains en 2020. Problème cependant : cette mesure serait nécessairement socialement impopulaire, surtout vis-à-vis de la classe moyenne urbaine, une population particulièrement scrutée par les autorités.

Troisième point enfin, tous ces événements interviennent dans **un contexte économique particulier de ralentissement de la croissance**. Les chiffres du troisième trimestre ont légèrement déçu le consensus (4,9% de croissance en glissement annuel, contre les 5,2% anticipés). La contribution de la consommation à la croissance a de nouveau ralenti, freinée par **des ventes au détail décevantes en août**, sur fond de confinements locaux. Une tendance qui ne devrait pas s'améliorer à court terme : les recettes liées de la *Golden Week* (1-7 octobre) liées au tourisme affichaient une baisse de 5% par rapport à 2020 et de 40% par rapport à 2019, signe supplémentaire que les comportements de consommation sont toujours loin d'être normalisés.

Plus inquiétant, **la contribution de l'investissement** est passée de 2,4 pp de PIB au T2 à 1,5 pp au T3, traduisant les inquiétudes des entreprises face au ralentissement immobilier et au resserrement réglementaire observé tout l'été dans le secteur des nouvelles technologies.

Or, **le secteur immobilier au sens large** (incluant les activités de construction, mais aussi certaines filières en amont ou en aval comme la vente de meubles) **représente près de 30% du PIB** chinois et 20% des emplois. Un niveau supérieur à celui de nombre d'économies, avec lequel seule l'Espagne des années 2007-2008 peut rivaliser. Se passer de cette source de croissance à court terme, alors que la transition



vers un modèle plus orienté vers la consommation privée est loin d'être achevée représente donc un défi supplémentaire.

Dans ses derniers discours, **Xi Jinping a assuré être prêt à assumer une croissance plus basse, pourvu qu'elle soit plus qualitative**. Impossible cependant de résoudre la première partie de l'équation (dégonfler la bulle immobilière) sans la seconde (réorienter les revenus disponibles des ménages vers plus de consommation et les investissements de l'immobilier vers les secteurs stratégiques).

Notre opinion – *Longtemps, promoteurs et investisseurs ont vécu avec la croyance que le secteur immobilier serait une source de gains certains, garantis par le gouvernement. La baisse des prix observée en septembre, une première depuis six ans, est peut-être venue mettre un point final à cet emballement. Il est toutefois difficile d'envisager à court terme comment la Chine pourrait – en partie – se passer de l'immobilier, tant l'évolution de ce secteur a été intrinsèquement liée à la croissance de ces vingt dernières années. Dans les phases de ralentissement, c'est lui qui a servi de coussin d'amortissement. Lui aussi qui a permis à une partie des ménages de s'enrichir, alors que leur investissement sur les marchés actions reste encore marginal. Lui encore qui a permis aux collectivités locales de se développer, et d'atteindre les objectifs fixés par l'État central.*

Renoncer à cette source de croissance est pourtant nécessaire, tant elle s'est aussi accompagnée de dérives, notamment sur le plan de la dette. Cela, les autorités l'ont compris depuis plusieurs années et ont tenté de désamorcer la bombe à venir, en imposant des limites à l'endettement des promoteurs. Mais convaincus de leur puissance et certains d'être « too big to fail », ces derniers n'ont pas ou trop peu réagi et continué leur « business as usual ». Un hubris qui risque de coûter cher.

Article publié le 29 octobre 2021 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/11/2021	<u>Zone euro – Scénario 2021-2022 : une reprise brouillée par des déséquilibres temporaires</u>	Zone euro
03/11/2021	<u>Italie – Scénario 2021-2022 : une sortie de crise robuste</u>	Italie
03/11/2021	<u>Émergents – Et les jeunes ?</u>	Géo-économie
29/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
29/10/2021	<u>France – Conjoncture Flash PIB : le rebond mécanique a bien eu lieu</u>	France
27/10/2021	<u>La géopolitique des verrous</u>	Géo-économie
27/10/2021	<u>Allemagne – Un contrat de coalition se profile avec moins de difficulté que prévu</u>	Allemagne
26/10/2021	<u>Royaume-Uni – Inflation en septembre : (léger) pas en arrière pour mieux rebondir</u>	Royaume-Uni
26/10/2021	<u>UE – La BCE clarifie sa stratégie face à la montée de l'inflation</u>	Zone euro
25/10/2021	<u>France – Quelles tendances pour la consommation au-delà du rebond mécanique en cours ?</u>	France
22/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/10/2021	<u>Les piliers tremblent en Europe centrale</u>	PECO
20/10/2021	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2022 : la reprise est en nette perte de vitesse</u>	Royaume-Uni
19/10/2021	<u>Espagne – La dépense sociale très présente dans le budget 2022</u>	Espagne
19/10/2021	<u>Asie émergente – Le FMI toujours plus pessimiste sur les perspectives de croissance</u>	Asie
15/10/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
15/10/2021	<u>Géo-économie – Les nouveaux chemins des routes de la soie</u>	Géo-économie

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.