



Perspectives chinoises

2015/4 | 2015
Façonner l'Internet chinois

Le développement du crédit hypothécaire en Chine

Les leçons des expériences internationales

Zhихua Zhou

Traducteur : Clara Sinou



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/7244>
ISSN : 1996-4609

Éditeur

Centre d'étude français sur la Chine contemporaine

Édition imprimée

Date de publication : 15 décembre 2015
Pagination : 53-64
ISBN : 979-10-91019-17-0
ISSN : 1021-9013

Référence électronique

Zhихua Zhou, « Le développement du crédit hypothécaire en Chine », *Perspectives chinoises* [En ligne], 2015/4 | 2015, mis en ligne le 01 janvier 2017, consulté le 02 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/perspectiveschinoises/7244>

Le développement du crédit hypothécaire en Chine

Les leçons des expériences internationales

ZHOU ZHIHUA

RÉSUMÉ : Cet article compare le marché hypothécaire chinois actuel avec les marchés de plusieurs économies développées qui ont été fortement touchées par la crise financière mondiale de 2008, en examinant les capacités et les difficultés du développement du marché hypothécaire secondaire en Chine. Il montre tout d'abord que si le recours excessif à la titrisation des prêts hypothécaires aux États-Unis est en grande partie responsable de la contraction du marché immobilier et des difficultés économiques qui s'en sont suivies, le repli du marché immobilier chinois résulte en grande partie du caractère sous-développé du secteur du financement du logement. Deuxièmement, en l'absence d'un système juridique performant et d'un marché hypothécaire primaire mature, la Chine doit s'efforcer d'améliorer la diversité de son marché primaire avant de mettre en place un marché secondaire. Troisièmement, dans le contexte de transition de la Chine vers une économie de marché, la nature du marché du logement ne peut être considérée ni comme un moteur économique — comme c'est le cas actuellement en Chine, ni comme un produit financier dérivé, comme ça l'est aux États-Unis.

MOTS-CLÉS : logement, finance, marché hypothécaire, crise financière mondiale, Chine.

Introduction

Un système performant de financement du logement est un système qui bénéficie à l'économie entière à travers le développement d'un marché immobilier prospère, la création d'emplois dans le secteur de la construction, une allocation plus efficace des ressources et une moindre volatilité macroéconomique⁽¹⁾. Le crédit immobilier est notamment essentiel pour augmenter le pouvoir d'achat des consommateurs et faciliter l'accès à la propriété, ce qui explique que de nombreux pays se sont engagés dans la voie de l'innovation financière permettant la mise en place de solides marchés hypothécaires au cours des dernières décennies. Cependant, la crise financière mondiale (CFM) de 2008 a montré que si les produits financiers innovants peuvent aider les ménages à réaliser leurs rêves d'accès à la propriété, ils peuvent aussi avoir des effets pervers sur le marché immobilier et financier, voire sur l'ensemble de l'économie.

L'économie chinoise est en cours de transition, passant d'un système de planification socialiste à un système de marché ; tandis que le développement de son marché financier comme de son marché immobilier en est encore à ses débuts. L'essor du système de financement du marché du logement est donc d'autant plus déterminant, mais aussi plus complexe que dans les économies de marché. À la suite du développement florissant du marché immobilier dans les années 1990, le secteur des prêts hypothécaires a connu une croissance rapide au cours des années 2000, jouant un rôle de moteur financier dans l'essor du secteur immobilier⁽²⁾. En septembre 2014, le gouvernement chinois a proposé de développer un marché hypothécaire secondaire, à travers une titrisation adossée à des créances hypothécaires (TACH)⁽³⁾ afin d'atténuer les problèmes de pénurie de capitaux dans le système bancaire et pour inverser la tendance à la baisse du marché

immobilier depuis la fin de l'année 2013. Alors que l'économie mondiale reste encore très marquée par la crise financière qui avait été déclenchée par les problèmes liés au marché des prêts hypothécaires à risque (*sub-primes*) aux États-Unis, nombreux sont les spécialistes qui remettent en question cette stratégie en soulevant les questions suivantes : le développement de la TACH peut-il mener à une crise économique similaire en Chine ? La Chine est-elle prête pour le développement d'un marché hypothécaire secondaire, au vu des institutions existantes, de ses normes et de son système de régulation ? Et quel est le rôle du marché du logement dans le développement socio-économique global ?

Le système de prêt hypothécaire chinois, en particulier le marché secondaire, reste un domaine d'étude encore largement absent des recherches en langue anglaise, en plein essor, portant sur le secteur immobilier chinois. Cet article cherche à combler cette lacune en proposant une analyse comparative du marché hypothécaire chinois actuel et celui des économies développées avant ou au tout début de la crise financière mondiale, en sélectionnant les pays qui ont connu le développement le plus important de leur marché hypothécaire mais qui ont été les plus touchés par la crise

1. Dwight Jaffee, « The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned », World Bank, 2008, www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2010/12/01/000333038_20101201234552/Rendered/PDF/577270NWPOBox353766801PUBLIC10gcwp028web.pdf (consulté le 30 décembre 2014).
2. Deng Yongheng et Fei Peng, « The Emerging Mortgage Markets in China », in Danny Ben-Shahar, Charles Leung et Seow-Eng Ong (éds.), *Mortgage Market Worldwide*, Oxford, Blackwell Publishing, 2008, p. 1-33.
3. Selon Wikipédia, un titre adossé à des créances hypothécaires est une catégorie de valeur mobilière adossée à un prêt hypothécaire, ou plus communément, à un regroupement allant jusqu'à des centaines de créances hypothécaires. Ces créances sont vendues à un groupe de personnes (une agence gouvernementale ou une banque d'investissement) qui « titrise » ou rassemble les prêts en un titre, qui peut ensuite être vendu à des investisseurs. Source : http://en.wikipedia.org/wiki/Mortgage-backed_security (consulté le 31 décembre 2014).

financière. L'objectif de cet article est d'informer les acteurs du marché et les décideurs politiques en Chine de l'éventail de produits hypothécaires proposés dans d'autres pays ainsi que d'évaluer les capacités et les fragilités du développement actuel du marché hypothécaire secondaire chinois.

Le développement du financement du crédit immobilier en Chine

La restructuration du système de crédits au logement

Avant les années 1980, le système de crédits immobiliers était relativement simple : le marché immobilier privé et l'octroi de prêts hypothécaires étaient totalement absents du régime de planification centralisée. Le logement était considéré comme un bien public financé et fourni par l'État ou ses agences (entreprises d'État, offices du logement, etc.). Cette configuration institutionnelle fait porter une lourde responsabilité sur l'État et a d'ailleurs conduit à une pénurie de logements à travers tout le pays. La surface habitable moyenne par habitant est passée de 4,5 m² en 1952 à 3,6 m² en 1978, ce qui est bien plus faible que dans de nombreux autres pays (18 m² aux États-Unis, 15 m² à Singapour, 13 m² au Japon et 13 m² en Union soviétique aux environs de 1978)⁽⁴⁾.

La réforme économique amorcée en 1978 a restructuré le système de logement en privatisant le stock de logements publics existants et en introduisant un marché du logement privé. Le gouvernement a adopté des stratégies variées pour accroître ses sources de financement du logement et ainsi réduire le rôle de l'État dans le développement immobilier. Le plan épargne-logement et le fonds de prévoyance logement (FPL) ont constitué les deux innovations les plus importantes des années 1980 et du début des années 1990.

En octobre 1987, la première caisse d'épargne-logement, la caisse d'épargne logement Yantai, a été mise en place dans la province du Shandong. Il s'agissait d'une institution indépendante établie par le gouvernement local et d'autres organismes pour proposer des services bancaires aux promoteurs, aux investisseurs, aux constructeurs et aux acheteurs institutionnels. En mai 1988, une deuxième caisse d'épargne-logement (la caisse d'épargne logement Bengbu), aux fonctions similaires, a été établie dans la province de l'Anhui. Les prêts étaient fournis aux titulaires de comptes à des taux d'intérêt actualisés et les crédits hypothécaires avaient un rapport prêt-valeur de 70 % et des échéances à cinq, dix et 15 ans⁽⁵⁾. Cependant, en raison notamment d'un manque de soutien officiel et de la prévalence du FPL, la caisse d'épargne-logement Bengbu a été fusionnée avec une autre banque en 2001, tandis que la caisse d'épargne-logement Yantai a été convertie en simple banque commerciale en 2003. En 2004, une troisième caisse d'épargne-logement, la Bausparkasse Co. Ltd, sino-allemande, a été créée à Tianjin par la Banque de construction de Chine et la Bausparkasse Schwabisch Hall AG, ces deux banques détenant respectivement 75,1 % et 24,9 % du capital. En 2013, cette banque a fourni des produits liés à l'immobilier à près de 110 000 ménages, pour un montant total des contrats de plus de 40 000 milliards de yuans⁽⁶⁾.

Fondé sur le modèle du fonds de prévoyance central de Singapour, le fonds de prévoyance logement chinois a été institué de manière expérimentale à Shanghai en 1991. Il a acquis le statut de stratégie nationale officielle en 1995. Le programme du FPL stipule que les employeurs comme les employés des entreprises publiques et privées doivent cotiser à hauteur d'un certain pourcentage du salaire des employés, généralement 5 %, pour que

ceux-ci puissent bénéficier d'un compte FPL auprès de la Banque de construction chinoise. Les employés peuvent utiliser leur FPL pour acheter un logement dans le secteur privé ou pour rénover ou construire leur logement. Le FPL est géré par une entité spécialisée placée sous la supervision du gouvernement municipal, le Centre de gestion du fonds de prévoyance logement.

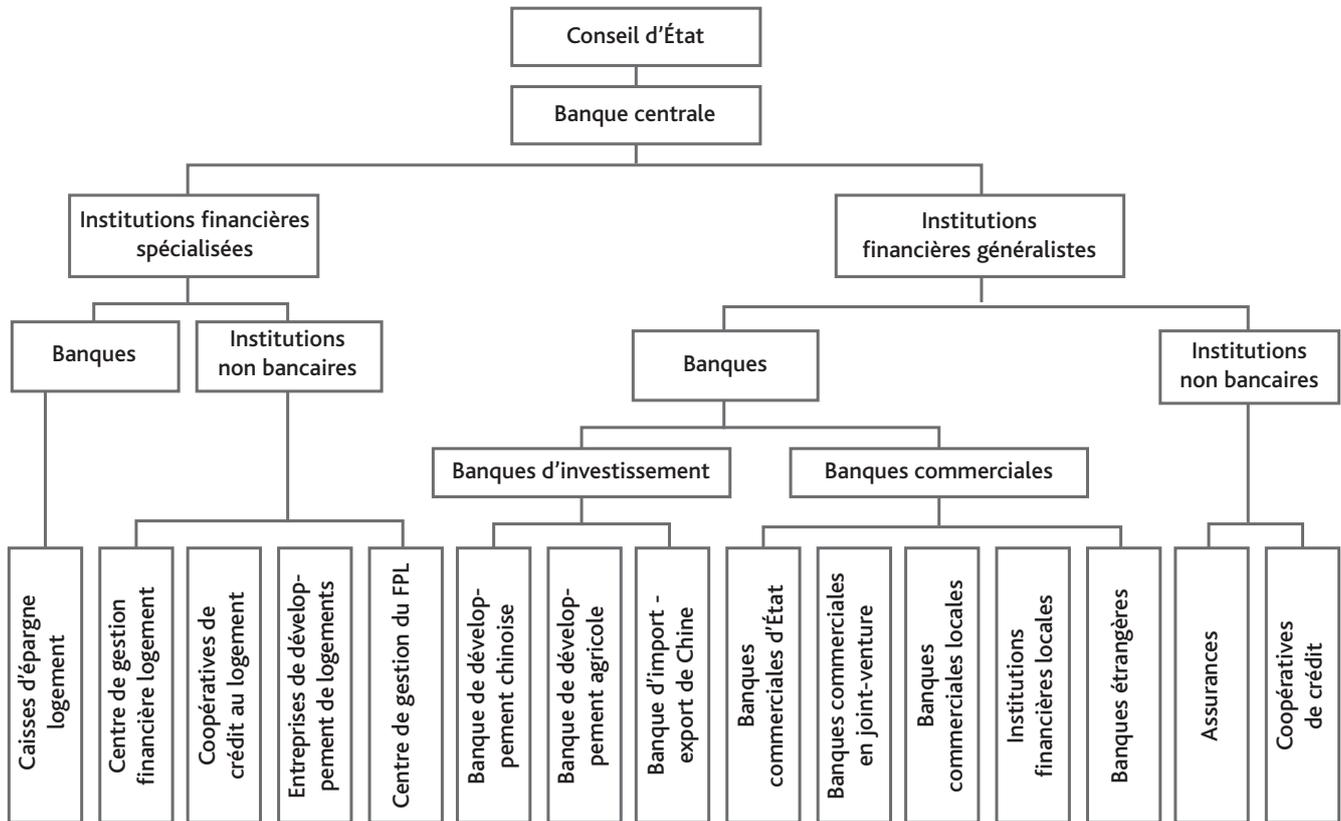
Jusqu'au milieu des années 1990, le marché du crédit hypothécaire jouait un rôle minoritaire. Dans la mesure où la plupart des logements achetés avant le milieu de la décennie 1990 étaient des logements publics vendus à bas prix aux locataires par leurs employeurs, les entreprises d'État, le recours au prêt hypothécaire était généralement assez inutile. Les banques publiques étaient en outre peu favorables à l'idée de fournir des prêts à des particuliers et imposaient souvent des conditions très strictes à l'obtention des prêts. Les prêts octroyés avant les années 1990 étaient uniquement accordés aux personnes dont l'épargne bancaire représentait 30 % de la valeur du bien immobilier, et les prêts avaient une échéance à cinq ans⁽⁷⁾. En 1997, les crédits hypothécaires ne représentaient que 12,7 % de l'ensemble des prêts immobiliers⁽⁸⁾. La grande majorité des prêts immobiliers étaient réservés à l'offre afin de financer la construction de nouveaux immeubles, ce qui a conduit en partie à une situation d'offre excédentaire de l'immobilier commercial, à la faillite de nombreuses entreprises de développement immobilier et à la démolition de propriétés dans certaines régions dans la première moitié des années 1990.

L'épuisement du stock de logements publics en 1998 constitue un tournant. La Banque centrale a alors mis en place des critères d'accès au crédit hypothécaire pour encourager l'achat de logements privés par les ménages. Le taux de défaut pour les prêts hypothécaires aux particuliers étant généralement plus faible que celui concernant les entreprises publiques, les dispositifs de crédit hypothécaire furent accueillis favorablement par les banques⁽⁹⁾. Ainsi, la mise en place de critères de prêts et le changement d'attitude des banques, conjugués à une forte demande en logement liée à l'arrivée à terme du stock de logements publics, ont entraîné une croissance sans précédent du marché du logement et des prêts hypothécaires dans les années qui suivirent. La part des investissements immobiliers dans le PIB est passée de 4,28 % en 1998 à 15,12 % en 2013 et les prix nationaux de l'immobilier ont connu une forte croissance (6 237 yuans/m² en 2013, contre 2 063 yuans/m² en 1998). Par ailleurs, le nombre d'entreprises du secteur immobilier est passé de 24 378 en 1998 à 91 444 en 2013. La surface par habitant dans les zones urbaines a également augmenté, passant de 8,8 m² en 1998 à 32,9 m² en 2012. Enfin, le solde des prêts hypothécaires s'élevait à 11 120 milliards de yuans en septembre 2014, contre 42,62 milliards de yuans en 1998⁽¹⁰⁾.

Il est intéressant de remarquer que les mesures administratives et les politiques monétaires ont été les plus grands freins au développement des

- Zhang Xianqiao, « Taolun chengshi zhuzhai wenti » (Réflexions autour de la question du logement résidentiel urbain), *Tianjin Social Science*, vol. 6, 1984, p. 23-28.
- Gao Shangquan et Chu Chuanheng (éds.), « Zhongguo chengzhen zhufang zhidu gaige quanshu » (Recueil complet sur la réforme du système de logement dans les villes chinoises), Pékin, China Jihua Press, 1996.
- Zhongguo jianshe yinhang (Banque de construction chinoise), « Zhongde zhufang chuxu yinhang youxian zeren gongsi » (La Bausparkasse Co. Ltd. sino-allemande), 2014, www.ccb.com/cn/public/20100126_1264493340.html (consulté le 30 décembre 2014).
- Zhang Xinquan, « The Restructuring of the Housing Finance System in Urban China », *Cities*, vol. 17, n° 5, 2000, p. 339-348.
- China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 1998.
- Deng Yongheng et Fei Peng, « The Emerging Mortgage Markets in China », *art. cit.*
- China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 2014.

Figure 1 – Les institutions financières liées au logement sur le marché financier en Chine



Note : Les banques commerciales d'État : Industry and Business Bank of China (Banque industrielle et commerciale de Chine), Agricultural Bank of China (Banque agricole de Chine), Bank of China (Banque de Chine), Construction Bank of China (Banque de construction chinoise) et Transportation Bank of China (Banque de transports de Chine). Les 12 banques commerciales en joint-venture sont : CITIC Industrial Bank, China Everbright Bank, Hua Xia Bank, China Minsheng Banking Corporation, China Merchant Bank, Industrial Bank Co., Ltd, Guangdong Development Bank, Ping An Bank Co., Ltd, Shanghai Pudong Development Bank, Evergrowing Bank Co. Ltd, China Zheshang Bank Co. Ltd, Bohai Bank. Données collectées par l'auteur. Source : China Banking Regulatory Commission, « The Structure of Financial Institutions in China », 2014, www.cbrc.gov.cn/showyjhhjindex.do (consulté le 30 décembre 2014).

prêts hypothécaires au cours des deux dernières décennies. Par exemple, l'État a fait du logement l'industrie clé pour soutenir la croissance économique lors de la crise financière asiatique de 1997. En conséquence, les prêts hypothécaires ont enregistré une augmentation d'année en année de 87,7 % en 1999⁽¹¹⁾. Mais la Banque centrale a ajusté les taux d'intérêt à quatre reprises et le taux de réserve des dépôts à deux reprises au cours du dernier trimestre de l'année 2008 afin de soutenir le ralentissement du marché du logement causé par la crise financière mondiale. En 2011, le gouvernement central a mis en place des mesures administratives restrictives sur les achats de logements et les prêts hypothécaires pour ralentir un marché immobilier surchauffé (en interdisant, par exemple, certains citoyens d'acheter des logements ou de solliciter des prêts immobiliers). Établi comme unique propriétaire du foncier urbain par la Constitution, l'État s'est positionné en tant qu'approvisionneur de terrains urbains et a donc joué un rôle d'acteur du marché dans le secteur du logement.

Le marché du crédit hypothécaire en Chine

Le marché primaire

Institutions financières du secteur immobilier : Deux types d'organismes interviennent dans le financement du logement en Chine : les organismes financiers généralistes et les organismes financiers spécialisés dans le logement (voir figure 1). Les premiers jouent un rôle bien plus important que les seconds dans

le financement du marché hypothécaire. Le marché est dominé par cinq banques commerciales d'État, comme l'indique le tableau 1 illustrant leurs importantes parts de marché. Ces cinq banques, qui appartenaient auparavant à l'État, sont entrées en bourse dans les années 2000 et sont devenues responsables de leurs opérations commerciales tout en restant étroitement surveillées par la Banque centrale. On compte également 12 banques commerciales en joint-venture, 116 banques commerciales locales, 48 banques étrangères et quelques centaines d'institutions financières rurales en décembre 2014⁽¹²⁾.

Les instruments financiers liés au logement : Le crédit hypothécaire sur le marché primaire est constitué de prêts commerciaux individuels et de prêts du FPL. Comme le montant de ces derniers est plafonné et qu'ils ne sont en général pas suffisants pour conclure des transactions en raison des prix élevés du marché immobilier, des prêts hypothécaires hybrides ont été mis en place. Ce sont donc les prêts commerciaux qui dominent le marché hypothécaire : en décembre 2014, les prêts du FPL ne représentaient que 19,22 % du solde total des prêts hypothécaires⁽¹³⁾.

11. *China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 2000.
12. Commission de régulation bancaire chinoise, « The Structure of Financial Institutions in China », 2014, www.cbrc.gov.cn/showyjhhjindex.do (consulté le 30 décembre 2014).
13. Zhonghua renmin gongheguo zhufang he chengxiang jianshe bu (Ministère du Logement et du Développement rural et urbain), « Quanguo zhufang gongxian 2014 nian niandu baogao » (Rapport annuel de 2014 sur le système de fonds de prévoyance logement), www.mohurd.gov.cn/zcfg/jsbwj_0/zfbzygjijjgls/201506/t20150612_221380.html (consulté le 3 octobre 2015).

Tableau 1 – Parts de marché des institutions financières liées au logement en Chine, 3^e trimestre 2014 (en milliards de yuans, %)

Types de banques	Total des Actifs	Solde total des prêts	Part des prêts non performants
Banques commerciales	66 879,2	427,2	1,12
Banques commerciales en joint-venture	29 710,6	152,7	1,09
Banques commerciales locales	17 099,9	78,6	1,11
Institutions financières rurales	21 488,6	100,2	1,86
Banques étrangères	2 580,5	81,0	0,69

Source : China Banking Regulatory Commission, « Market share of housing finance institutions in China, Q3 2014 », 2014, www.cbrc.gov.cn/showyjhhjindex.do (consulté le 30 décembre 2014).

Tableau 2 – Bilan des fonds consacrés au crédit des institutions financières en Chine

	2013 (milliards de yuans)	Pourcentage
Total	117 466,6	100
1) Total des dépôts	104 384,7	88,86
Dépôts des entreprises	52 082,6	49,89
Dépôts des particuliers	46 650,2	44,70
Dépôts fiscaux	3 013,3	2,89
Dépôts temporaires	166,1	0,16
Dépôts désignés	35,4	0,03
Autres dépôts	2 437,0	2,33
2) Obligations financières	668,1	0,57
3) Monnaie en circulation	5 857,4	5,00
4) Dettes auprès d'institutions financières internationales	85,4	0,07
5) Autre	6 470,9	5,51

Source : *China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 2014.

Taux d'intérêt et échéances : Tous les prêts hypothécaires résidentiels chinois sont des prêts à taux variables, qui dépendent du référentiel fixé par la Banque centrale. Lorsque la Banque centrale annonce un rajustement du taux, celui-ci s'applique à tous les prêts hypothécaires dont l'échéance est supérieure à un an, en partant du début de l'année suivante. Depuis 2005, les banques commerciales ont été autorisées à adapter les taux hypothécaires en fonction de leurs opérations commerciales. En décembre 2014, 13,10 % des banques nationales proposaient des taux d'intérêt inférieurs à la base de référence, 19,64 % avaient des taux d'intérêts fixes et 67,26 % des taux supérieurs⁽¹⁴⁾. Le taux d'intérêt du FPL est bien plus bas que celui des banques commerciales. Le taux d'intérêt à cinq ans était de 6,55 % pour les prêts hypothécaires commerciaux contre 4,50 % pour le FPL en décembre 2013⁽¹⁵⁾. L'apport minimal est fixé à 20 % par la Banque centrale, l'échéance maximale du prêt hypothécaire à 30 ans et l'âge du demandeur additionné à la durée du prêt ne doit pas dépasser 65 ans.

Taux de défaut : Le taux de défaut en Chine est relativement faible (voir tableau 1). La plupart des situations de défaut de paiement sur le marché immobilier résultent de situations de propriétés en prévente où les promoteurs n'ont pas réussi à livrer les unités d'habitation à temps ou à remplir les conditions stipulées dans leurs contrats. Ce faible taux de défaut est dû

en grande partie aux procédures de vérifications préalables opérées par les banques, qui examinent consciencieusement le revenu, la profession, le patrimoine des demandeurs, etc. Les demandeurs doivent fournir leurs déclarations de revenus, leurs relevés bancaires et leur déclaration de patrimoine (par exemple s'ils possèdent une voiture, s'ils ont des placements en bourse ou s'ils sont propriétaires d'autres biens immobiliers). Les banques peuvent également demander des garanties supplémentaires ou la souscription à une assurance commerciale. Les sièges des banques surveillent de façon régulière les taux de défaillances dans leurs portefeuilles de crédits hypothécaires⁽¹⁶⁾.

Pénalités pour remboursement anticipé : Les pénalités pour remboursement anticipé dédommagent le prêteur pour le risque de réinvestissement

14. Zhongguo renmin yinhang huobi zhengce fenxi xiaozu (Groupe de la Banque centrale chinoise pour l'analyse des politiques monétaires), « Zhongguo huobi zhengce zhixing baogao: erlingyisi nian di si jidu » (Rapport sur la performance des politiques monétaires : quatrième trimestre 2014), www.gov.cn/foot/site1/20150210/48111423567940903.pdf (consulté le 3 octobre 2015).

15. Banque centrale chinoise, « Benchmark Interest Rate of Financial Institutions », 2014, www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/629/2012/20120706182054758117206/20120706182054758117206_.html, (consulté le 30 décembre 2014).

16. Deng Yongheng et Peng Liu, « Mortgage Prepayment and Default Behavior with Embedded Forward Contract Risks in China's Housing Market », *Journal of Real Estate Finance Economics*, vol. 38, n° 3, 2009, p. 214-240.

Tableau 3 – Rapport statistique sur les prêts des institutions financières : 1^{er} trimestre 2014 (mille milliards de yuans, %)

Solde	Montant	Progression annuelle	Taux de croissance de la progression annuelle
Solde des dépôts RMB	109,10	11,4	-4,2
Solde des prêts bancaires	74,91	13,9	-0,2
Solde des prêts immobiliers	15,42	18,8	-0,3
Solde des prêts hypothécaires aux particuliers	10,29	20,1	-0,9

Source : Zhongguo renmin yinhang (Banque centrale de la RPC), « 2014 nian yi jidu jinrong jigou daikuan touxiang tongji baogao » (Rapport statistique sur les prêts des institutions financières : 1^{er} trimestre 2014), 2014, www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2806335/index.html (consulté le 29 novembre 2015).

Tableau 4 – Taux de croissance du ratio d'adéquation des fonds propres et du profit des banques commerciales d'État (%)

Banque	Ratio d'adéquation des fonds propres		Taux de profit	
	2012	2013	2012	2013
Banque industrielle et commerciale de Chine	13,66	13,12	14,51	10,17
Banque agricole de Chine	12,61	11,86	19,00	14,52
Banque de Chine	13,63	12,46	11,67	12,35
Banque de construction de Chine	14,32	13,34	14,26	11,12
Banque de communication de Chine	14,07	12,08	15,05	6,82

Note : Selon Wikipédia, le Ratio d'adéquation des fonds propres (RAFP) mesure le capital d'une banque par rapport à son risque. Le RAFP des banques est surveillé par des contrôleurs à l'échelle nationale, qui s'assurent que celles-ci peuvent absorber une quantité raisonnable de pertes et respectent les exigences réglementaires en matière de fonds propres.

Source : Zhongguo renmin yinhang (Banque centrale de la RPC), « 2013 nian di yi jidu Zhongguo huobi zhengce zhixing baogao » (Rapport sur la performance de la politique monétaire chinoise : 1^{er} trimestre 2013), www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/125991/2892009/index.html ; « 2014 nian di yi jidu Zhongguo huobi zhengce zhixing baogao » (Rapport sur la performance de la politique monétaire chinoise : 1^{er} trimestre 2014), p. 14, www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/125988-/2806502/index.html (tous deux consultés le 29 novembre 2015).

et pour le coût de traitement du remboursement. Malgré la popularité des remboursements anticipés en Chine, les ménages chinois n'ont pas à payer de pénalités. L'évolution des revenus des ménages et la rémunération des dépôts interviennent de manière déterminante dans le remboursement anticipé des crédits, mais le facteur décisif résiderait dans les fluctuations des taux d'intérêts des crédits hypothécaires. De plus, comme les particuliers en Chine ont des possibilités de placement alternatives limitées, beaucoup de demandeurs décident de rembourser leur crédit, au vu de la contraction du marché financier.

Sources de financement : À travers la restructuration du système de financement du logement, l'État s'est retiré des mécanismes de financement budgétaire du logement, et les institutions financières généralistes sont devenues les principaux financeurs de l'achat de logements par des particuliers. Le tableau 2 montre qu'en 2013, les dépôts étaient la principale source de financement des prêts pour les institutions financières généralistes.

Le marché secondaire

La croissance rapide du crédit hypothécaire au logement en Chine a incité les banques commerciales à améliorer la liquidité des prêts hypothécaires. Cependant, elles ont des alternatives limitées pour écouler leurs produits hypothécaires sur le marché des capitaux. La Banque centrale a mis en place un projet pilote de titrisation adossée à des créances hypothécaires (TACH) en 2005, qui a autorisé la Banque de construction chinoise à émettre une

transaction de TACH de trois milliards de yuans sur le marché interbancaire des obligations. La Banque de construction chinoise a émis une autre transaction de TACH de quatre milliards de yuans en 2007. Néanmoins, le développement de la TACH a été largement freiné par la crise financière de 2008, elle-même déclenchée par des problèmes liés à la TACH aux États-Unis. Ce n'est qu'en juillet 2014 que la Banque d'épargne postale chinoise a annoncé la troisième opération de TACH, pour un montant de 6,8 milliards de yuans. En septembre 2014, la Banque centrale a publié un document encourageant les organisations bancaires à développer la TACH et d'autres produits financiers obligataires de long terme, afin d'augmenter la quantité de capital réservé au crédit hypothécaire, notamment pour les ménages qui cherchent à acheter le logement qu'ils occupent.

La reprise de la TACH provient donc en grande partie de la contraction du marché immobilier en cours depuis la fin 2013. La surface habitable et les ventes de locaux à usage commercial entre janvier et septembre 2014 ont tous deux chuté par rapport à 2013 de respectivement 8,6 % et 8,9 %⁽¹⁷⁾. Plusieurs facteurs ont contribué à cette contraction du marché, notamment la construction de patrimoine immobilier à grande échelle dans certaines villes ainsi que le programme de construction massive de logements sociaux en cours, l'anticipation d'un prélèvement fiscal sur la propriété, la campagne

17. Zhonghua renmin gongheguo guojia tongjiju (Bureau national des statistiques de la RPC), « 2014 nian 1-9 yuefen quanguo fangdichan kaifa he xiaoshou qingkuang » (Investissement immobilier national et performances du marché : janvier-septembre 2014), 2014, www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201410/t20141021_626821.html (consulté le 30 décembre 2014).

Tableau 5 – Le développement du marché hypothécaire primaire en Chine (yuan, %)

	1998	2013
Investissements immobiliers	361,42	8 601,30
% du total des investissements en immobilisations	12,72	19,24
% du PIB	4,28	15,12
Investissements dans le logement	208,16	5 895,10
% du total des investissements immobiliers	57,60	68,5
Solde des prêts immobiliers	310,62	14 600,0
% du total des prêts bancaires	3,6	21,0
Solde des prêts hypothécaires aux particuliers	42,62	9 800,0
% du total des prêts immobiliers	13,72	61,64
% du PIB	0,5	17,2

Source : *China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 1999 et 2014 ; Zhongguo renmin yinhang (Banque centrale de la RPC), « 2014 nian jinrong jigou daikuan touxiang tongji baogao » (Rapport statistique sur les prêts des institutions financières en 2014), 2015, www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116225/2810329/index.html (consulté le 29 novembre 2015).

récente de lutte contre la corruption et surtout la pénurie de capitaux sur le marché immobilier. Le développement de la finance par Internet et d'un système bancaire parallèle autour de 2013 a également considérablement réduit le capital des banques commerciales. Le solde des dépôts a diminué d'un trimestre à l'autre et même d'un mois à l'autre au cours du premier trimestre 2014 (tableau 3). Quatre des cinq banques commerciales d'État ont enregistré le plus faible taux de croissance annuelle des bénéfices en 2013 (tableau 4). En raison de la réduction de leur capital et du ralentissement de la croissance des bénéfices, les banques commerciales ont adopté une stratégie de repli des flux de capitaux vers le marché immobilier. De ce fait, les banques ont montré moins d'intérêt pour les prêts hypothécaires aux particuliers, qui sont en général plus sûrs mais aussi moins rentables, en raison de leur échéance à long terme et de leur taux d'intérêt relativement bas par rapport aux prêts à court terme accordés aux petites et moyennes entreprises privées. De nombreuses banques ont donc mis en place des réglementations strictes concernant les demandes de crédit hypothécaire et ont augmenté les taux d'intérêts de 5 à 15 % et les apports de 60 à 70 % pour les achats de résidences secondaires. En conséquence, les taux d'intérêt des prêts immobiliers ont enregistré une baisse annuelle de 0,3 % au premier trimestre 2014 (voir tableau 3). La croissance du capital des promoteurs a considérablement ralenti, passant de 28,7 % en septembre 2013 à 2,3 % en septembre 2014. Face à la baisse des prêts bancaires, les promoteurs, dont le taux d'endettement approchait pour la plupart les 75 %⁽¹⁸⁾, ont fait baisser les prix du logement pour permettre un rendement plus rapide du capital.

De manière générale, un marché hypothécaire a progressivement pris forme depuis les années 1990 afin de répondre au développement prospère du marché du logement. Le marché hypothécaire s'est étendu rapidement – les emprunts hypothécaires individuels représentaient 61,64 % du total des prêts immobiliers en 2013, contre 13,72 % en 1998 (voir tableau 5), ce qui implique un déplacement du financement du logement de l'offre dans les années 1990 vers la demande dans les années 2000. Le marché du crédit hypothécaire est dominé par les cinq banques commerciales d'État qui appliquent des taux d'intérêt modulables fixés par la Banque centrale. Les sources de financement du crédit hypothécaire sont très limitées et un mar-

ché secondaire n'a pas encore véritablement émergé en Chine. Du fait de l'héritage de la planification centralisée communiste, l'intervention de l'État sur le marché hypothécaire est particulièrement forte et il existe des liens étroits entre l'État central et la Banque centrale, et entre la Banque centrale et les banques commerciales.

Comparaison des marchés hypothécaires

La diversité des marchés hypothécaires

Alors que le crédit hypothécaire au logement en Chine en est encore à ses débuts, les économies développées avaient généralement, avant ou au début de la crise financière, des marchés hypothécaires relativement importants et présentant une variété de configurations : marchés à taux fixe ou à taux variable, différents choix de pénalités pour remboursement anticipé, d'échéance des prêts ou de mécanismes de financement (épargne *versus* marché de capitaux).

Taux d'intérêt des crédits hypothécaires et échéances : Les offres de crédit hypothécaire étaient radicalement différentes d'un pays à l'autre, notamment au regard des taux d'intérêts et des échéances des prêts. En 2009, les parts de marché des différents taux d'intérêt variaient selon les économies. L'Australie, l'Irlande, la Corée et l'Espagne avaient adopté un crédit hypothécaire standard à taux variable, celui-ci étant fixé par les prêteurs à leur discrétion et pouvant varier d'un emprunteur à l'autre. Au Canada, aux Pays-Bas et en Suisse, les emprunts à taux fixe à court et moyen terme dominaient le marché. Il s'agissait de prêts à taux reconductibles ou renégociables, et ceux-ci étaient généralement fixés pour une période allant jusqu'à cinq ans, avec une période d'amortissement plus longue. Les emprunts à taux d'intérêts fixes de plus de cinq ans étaient rares, sauf en Allemagne, où ils pouvaient être fixés jusqu'à 15 ans, avec un amortissement de 30 ans. La France était le seul pays européen dominé par les emprunts hypothécaires à taux fixe. Le marché hypothécaire britannique faisait figure

18. *China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 2014.

Tableau 6 – Pénalités pour remboursement anticipé dans les pays sélectionnés

Pays	Montant	Applicabilité	Remboursement sans pénalité
Danemark	Maintien du rendement	Fixes à court terme : prêts obligataires non remboursables	
Allemagne	Dommages pour perte de la marge d'intérêts et perte de réinvestissement	Tous les taux fixes ; pas de pénalité sur les taux ajustables; maximum 10 ans	Pas de pénalité si la propriété est vendue
Espagne	2,5 % jusqu'à maintien du rendement pour les taux fixes ; 0,5 % pour les taux ajustables	Taux fixes ou ajustables	Maximum 10 % par an
France	6 mois maximum d'intérêts ou 3 % du solde impayé	Taux fixes ou ajustables	Pas de frais en cas de chômage, décès ou changement d'emploi
Pays-Bas	Maintien du rendement	Taux fixes	10 % par an, pas de pénalité en cas de difficulté ou de déménagement
Royaume-Uni	2-5 % du montant remboursé	Taux réduits et fixes ; en revanche, environ 3 mois de paiement	
Canada	Plus forte perte d'intérêts ou 3 mois	Le prêteur peut renoncer à la pénalité pour ses clients	Jusqu'à 20 % par an
Australie	Variation du coût de financement	Taux réduits et fixes ; en contact	
États-Unis	Jusqu'à 5 % ; plus souvent 3 %	Taux ajustables	20 %
Suisse	Maintien du rendement	Taux fixes	

Source : Michael Lea, « International Comparison of Mortgage Product Offerings », Research Institute for Housing America, 2010, www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf (consulté le 30 décembre 2014).

d'exception en raison de la fréquence des emprunts à taux fixe de long terme, avec des taux d'intérêts fixés pour 30 ans.

La durée habituelle des lignes de crédit dans la zone euro avant la crise financière était de 20 à 30 ans⁽¹⁹⁾. Il existait des produits à échéance plus longue dans plusieurs pays, allant jusqu'à 50 ans en Espagne et en France et 60 ans en Finlande, mais ces produits représentaient une faible part de marché. La Suisse proposait, pour sa part, des emprunts (intergénérationnels) à échéance de 100 ans. Quant à la Chine, la durée maximale de prêt était souvent en lien avec l'âge de départ à la retraite.

Pénalités pour remboursement anticipé : Alors que la Chine n'applique pas de pénalités pour remboursement anticipé, de nombreux pays avaient recours aux pénalités pour dédommager le prêteur d'une perte d'intérêt sur la durée restante du taux fixé (voir tableau 6). Les pénalités pour remboursement anticipé des crédits à taux fixes n'étaient pas autorisées dans de nombreux États américains, tandis qu'elles n'étaient généralement pas appliquées par Fannie Mae et Freddie Mac dans les États qui les autorisaient. Les pénalités pouvaient parfois être appliquées sous certaines conditions, par exemple en Allemagne en cas de déménagement de l'emprunteur ou en cas de refus par le prêteur d'une demande d'augmentation de crédit⁽²⁰⁾.

Taux de défaut des crédits hypothécaires : Comme le montre le tableau 1, la Chine a un taux de défaut particulièrement faible. Si de nombreux pays présentaient une volatilité des prix du logement plus forte qu'aux États-Unis, les ménages de ces États étaient moins souvent confrontés à des situations de fonds propres négatifs et leurs taux de défaut étaient plus faibles que leurs homologues américains⁽²¹⁾. Les défaillances de prêts titrisés ont

certainement augmenté pendant la crise dans de nombreux pays, à l'instar de l'Espagne et du Royaume-Uni, mais elles sont toujours restées moins nombreuses qu'aux États-Unis. Aux États-Unis, les défauts de paiement dans le secteur immobilier ont atteint leur maximum depuis les années 1930, et 11,1 millions de propriétés résidentielles (23,1 % au total) avaient des emprunts à fonds propres négatifs en 2010⁽²²⁾.

Modes de financements des emprunts hypothécaires : Dans la plupart des pays, les banques jouent un rôle majeur dans l'octroi de prêts hypothécaires mais leurs modes de financement diffèrent radicalement d'un pays à l'autre. Les banques peuvent échanger leurs dépôts à court terme contre des obligations à échéance moyenne à taux fixe ; elles peuvent émettre une dette à moyen terme à taux fixe par le biais d'obligations sécurisées – procédé de titrisation par lequel des obligations garanties par des prêts hypothécaires sélectionnés et mis en commun par le prêteur sont vendues aux investisseurs sur le marché secondaire (marché obligataire) ; elles peuvent enfin avoir recours à la titrisation des prêts hypothécaires, qui est une alternative par laquelle des titres sont garantis par des prêts hypothécaires sélectionnés et mis en commun par le prêteur puis vendus aux investisseurs sur le marché secondaire (marché de titres). La grande différence entre obli-

19. Michael Lea, « International Comparison of Mortgage Product Offerings », Research Institute for Housing America, 2010, www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf (consulté le 30 décembre 2014).

20. *Ibid.*

21. *Ibid.*

22. FMI, « Global Financial Stability Report 2011 », 2011, www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01 (consulté le 30 décembre 2014).

gations sécurisées et titrisation adossée à des créances hypothécaires (TACH) provient du fait qu'alors que les titres adossés à des créances hypothécaires apparaissent hors bilan de l'émetteur une fois qu'ils ont été vendus, les obligations sécurisées restent quant à elles sous la responsabilité de l'émetteur (généralement une banque) et les actifs apparaissent au bilan de l'émetteur (avec souvent des fonds propres adaptés). Concrètement, cela signifie que l'investisseur peut effectuer un recours contre l'émetteur ou contre les titres garantissant l'émetteur. Dans beaucoup de pays, les dépôts constituaient la source de financement majeure des prêts hypothécaires et le rôle joué par les obligations sécurisées et les TACH restait limité⁽²³⁾. Mais de nombreux pays européens ont encouragé l'obligation sécurisée pour financer les prêts hypothécaires et la valeur exceptionnelle des prêts hypothécaires sécurisés par des obligations dans la zone euro a augmenté d'environ 80 % entre 2003 et 2007⁽²⁴⁾. Les obligations sécurisées représentaient plus de la moitié des prêts à l'habitation en Espagne et en Suède en 2008. Le Danemark se démarquait également, avec des obligations sécurisées qui constituaient 100 % des prêts résidentiels.

Les États-Unis ont titrisé plus de 60 % des prêts hypothécaires, en vendant à des entreprises soutenues par l'État ou sur le marché. Par rapport aux obligations, la titrisation des prêts hypothécaires présentait un avantage en termes de coûts, puisque les besoins en fonds propres étaient moindres⁽²⁵⁾. Par ailleurs, la Federal Deposit Insurance Corporation n'était pas favorable au recours aux obligations sécurisées car celles-ci créent toute une catégorie de demandes de liquidation⁽²⁶⁾. De plus, il existait aux États-Unis des institutions garanties par l'État sur le marché hypothécaire secondaire qui baissaient les prix des prêts et qui ont permis aux prêts hypothécaires à taux fixes de long terme de dominer le marché. Ces opérations de titrisation ont permis des rendements supérieurs à la normale tant que les prix de l'immobilier continuaient à grimper. Mais lorsqu'ils ont commencé à baisser aux alentours de 2007, les taux de défaut élevés des prêts hypothécaires à risque ont déclenché une pénurie de crédits, par le biais de pertes sur valeurs mobilières sur les marchés financiers mondiaux, ce qui a considérablement réduit la liquidité du système⁽²⁷⁾.

Degré d'implication des États sur le marché hypothécaire

Contrairement à la Chine, où le gouvernement intervient principalement par le biais de mesures administratives et de politiques monétaires, les interventions étatiques opérées dans les économies de marché étaient surtout le fait d'institutions financières publiques qui octroyaient les prêts hypothécaires, et d'organismes d'État de financement du logement qui fournissaient des facilités de trésorerie sur les marchés hypothécaires mais qui visaient également à promouvoir l'accession à la propriété pour les ménages pauvres ou défavorisés ainsi qu'à améliorer le cadre juridique du marché hypothécaire.

Les organismes de financement du logement : Les aides de l'État au marché hypothécaire présentaient des différences notables selon les pays, notamment en termes de garanties d'assurances de prêts hypothécaires, de garanties de crédits hypothécaires titrisés et de soutien institutionnel par le biais d'organismes publics. Le Canada et les Pays-Bas avaient mis en place des programmes d'assurance hypothécaire garantis par l'État. La Banque de développement allemande accordait des subventions au crédit

hypothécaire aux banques commerciales pour les achats de logements exoénergétiques ou ayant d'autres effets positifs pour la société (logement pour personnes âgées, etc.). Cependant, les pays européens n'ont pas eu recours aux trois piliers proposés aux États-Unis. La part de marché des prêts hypothécaires garantis par des organismes publics aux États-Unis était bien plus importante que dans aucune autre économie développée européenne⁽²⁸⁾.

La promotion de l'accession à la propriété : Au milieu des années 1950, le taux de propriétaires aux États-Unis était déjà de 60 %, un taux supérieur à celui de la plupart des pays européens (33 % en France, 13 % en Allemagne, 26 % en Suède et 43 % au Royaume-Uni)⁽²⁹⁾. En 2008, le taux de propriétaires aux États-Unis était comparable à celui des pays européens⁽³⁰⁾. Ces chiffres sont d'autant plus intéressants que les pays européens fournissaient beaucoup moins d'aides publiques à l'accession à la propriété que les États-Unis. Par exemple, si certains pays européens proposaient des exonérations totales ou partielles de paiement sur les intérêts hypothécaires pour les logements occupés par leur propriétaire, les États-Unis accordaient de grands avantages fiscaux et permettaient une exonération d'impôts totale sur le paiement des intérêts hypothécaires. Cela signifie qu'il n'y a pas de corrélation positive entre le taux de propriétaires et le degré d'intervention étatique. Le taux élevé de propriétaires en Chine résulte davantage de la privatisation des logements publics que de l'accumulation de richesses des ménages ou des aides publiques, comme c'est le cas pour les pays étudiés. Néanmoins, depuis l'épuisement du stock de logements publics en 1998, le gouvernement chinois a donné la priorité au marché de la propriété plutôt qu'au marché locatif, dans la mesure où le marché de la propriété rapporte des recettes fiscales très élevées à travers les taxes sur les ventes immobilières et foncières.

Instances de contrôle et de régulation : Dans les économies développées, les lois sur les garanties et sur les faillites, qui définissent les droits juridiques des emprunteurs et des prêteurs, déterminent largement la profondeur du marché du crédit hypothécaire⁽³¹⁾. Un système de régulation performant est nécessaire pour assurer la transparence de l'information sur les coûts financiers et les transactions immobilières, en aidant les experts à estimer la valeur des biens immobiliers pour les parties intéressées et permettre aux

23. Michael Lea, « International Comparison of Mortgage Product Offerings », *op. cit.*
24. Banque centrale européenne, « Housing Finance in the Euro Area », mars 2009, www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/housingfinanceeuroarea0309en.pdf (consulté le 30 décembre 2014).
25. Ben Bernanke, « The Crisis and the Policy Response », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 2009, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm (consulté le 30 décembre 2014).
26. Michael Lea, « International Comparison of Mortgage Product Offerings », *op. cit.*
27. Paul Mizen, « The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 90, n° 5, 2008, p. 531-567.
28. Michael Lea, « International Comparison of Mortgage Product Offerings », *op. cit.*
29. Michael Haines et Allen Goodman, « A Home of One's Own: Aging and Homeownership in the United States in the Late Nineteenth and Early Twentieth Centuries », NBER Historical Working Paper n° 21, NBER Program, janvier 1991.
30. Le taux de propriétaires exceptionnellement bas en Allemagne s'explique en partie par les mesures incitatives du gouvernement en faveur du logement locatif. La Suisse a depuis longtemps un taux de propriétaires faible, qui reflète le coût élevé du logement et l'importante part de la population née à l'étranger (et qui est souvent de passage). Les pays du Sud de l'Europe comme l'Italie, la Grèce et l'Espagne ont des taux de propriétaires plus forts, ce qui est en grande partie lié à leurs valeurs culturelles mais aussi à des politiques discriminatoires favorisant le logement locatif privé et à un faible soutien au logement locatif social.
31. Veronica Warnock et Francis Warnock, « Market and Housing Finance », *Journal of Housing Economics*, n° 17, 2008, p. 239-251.

créanciers de mesurer les probabilités de défaut et de contrôler la valeur de leurs garanties⁽³²⁾. Alors que les pays européens surveillaient rigoureusement les marchés et que les banques maintenaient les prêts hypothécaires à leur bilan, les assureurs aux États-Unis s'en remettaient aux normes fixées par le gouvernement et utilisaient des outils d'évaluation basiques ne permettant pas de mesurer les probabilités de remboursement. Ces assureurs vendaient ensuite les prêts hypothécaires à des entreprises subventionnées par l'État sans se soucier outre mesure du devenir des prêts une fois ceux-ci vendus. Tandis que la plupart des pays européens avaient un organisme de réglementation unique du secteur financier en charge de la supervision des marchés bancaires et d'actifs, le système de régulation aux États-Unis, composé de diverses instances contrôlant les prêteurs selon le type d'institution financière, était relativement fragmenté. Le mode de régulation libéral portant sur les nouveaux instruments financiers, en particulier les instruments dérivés, alors en cours aux États-Unis, est à l'origine du niveau élevé de titrisation des prêts hypothécaires. Cela suggère que la mise en œuvre d'un cadre juridique et réglementaire performant, à travers une réglementation efficace des faillites, des procédures claires sur les transferts de prêts hypothécaires et des mécanismes fiables de résolution des conflits entre créancier et investisseurs, est essentiel, notamment pour assurer la viabilité du système de titrisation des prêts hypothécaires. En Chine, la mise en œuvre d'un tel cadre autour du marché émergent des prêts hypothécaires n'est pas encore achevée.

Corrélations entre marché des prêts hypothécaires, prix de l'immobilier et stabilité économique

Dans de nombreux pays développés, les fluctuations des prix immobiliers, avant et au moment de la crise financière, ont coïncidé avec la taille des marchés de prêts immobiliers. En effet, l'assouplissement des critères d'octroi de prêts en période de croissance fait grimper les prix immobiliers, tandis qu'un resserrement des conditions de prêt exerce une pression à la baisse sur les prix⁽³³⁾. Peu avant la crise, la forte croissance des crédits hypothécaires dans les économies développées s'est souvent accompagnée d'une hausse sans précédent des prix immobiliers⁽³⁴⁾. En 2009, les marchés hypothécaires de nombreux pays étaient déjà très importants : la part de la dette hypothécaire dans le PIB était de 82 % en Suède, 82 % aux États-Unis et 85 % au Royaume-Uni. Le Danemark, les Pays-Bas et la Suisse présentaient même un ratio de plus de 100 %⁽³⁵⁾. L'élévation des rapports prêt-valeur était corrélée à celle des prix de l'immobilier et à la croissance du crédit hypothécaire. Par exemple aux États-Unis, les apports exigés lors de la souscription de prêts hypothécaires à risque (*subprime*) étaient de 2,7 % en 2006 lorsque les prix de l'immobilier avaient atteint leur sommet⁽³⁶⁾. Pendant la crise, les pays avec de forts taux d'endettement hypothécaire (Royaume-Uni, États-Unis, Pays-Bas, Irlande) ont connu une chute des prix de l'immobilier bien plus importante que ceux qui avaient un endettement hypothécaire moindre (France, Allemagne, Autriche)⁽³⁷⁾.

Les booms et les contractions de l'immobilier affectent directement l'ensemble de l'économie. Les expériences récentes des États-Unis, de l'Espagne, de l'Irlande et, dans une moindre mesure, du Royaume-Uni fournissent de nouveaux exemples de flambées de l'immobilier qui ont tourné au fiasco, entraînant des pertes de production conséquentes et une crise du secteur bancaire voire de l'ensemble de l'économie dans certains cas⁽³⁸⁾. La crise financière de 2008 n'est pas un cas isolé. Reinhart et Rogoff montrent que les six épisodes historiques majeurs de crises bancaires survenues dans les

économies développées depuis le milieu des années 1970 ont à chaque fois été liés à des crises immobilières⁽³⁹⁾. Ce scénario se reproduit également sur les marchés émergents, comme a pu le montrer l'ampleur de la chute des prix immobiliers en 1997 lors de la crise financière asiatique⁽⁴⁰⁾.

Bien que les fluctuations des prix immobiliers étaient, avant la crise ou à sa phase initiale, étroitement liées à la taille du marché hypothécaire et que les crises immobilières coïncidaient avec les difficultés économiques, il n'y avait pas de corrélation positive entre taille des marchés hypothécaires et stabilité économique dans son ensemble. Si le Portugal, l'Italie, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne (PIIGS) étaient les plus touchés par la crise, l'importance de leurs marchés hypothécaires était radicalement différente : ces derniers étaient très restreints en Grèce et en Italie (respectivement 35 % et 23 %), de taille moyenne en Espagne et au Portugal (64 % et 66 %) et très développés en Irlande (87 %).

La corrélation s'applique également à la Chine. L'assouplissement des conditions de prêt dans le cadre du plan de relance engagé par l'État en 2008 pour faire face à la crise financière a entraîné un fort boom immobilier aux alentours de 2010, tandis que les restrictions de crédit imposées en 2011 ont fortement limité les transactions immobilières dans les années suivantes. Le récent déclin de l'immobilier en 2014 provient en grande partie de la pénurie de capitaux disponibles dans le système bancaire. Dans la mesure où l'immobilier jouait le rôle d'industrie clé depuis les années 1990, les fluctuations du marché du logement ont inévitablement affecté la croissance économique. La hausse globale du secteur immobilier dans les années 1990 et 2000 a largement contribué à la forte croissance économique ; la contraction du marché en 2014 explique en grande partie la baisse du PIB cette année-là.

De manière générale, les marchés hypothécaires des pays étudiés diffèrent considérablement du marché chinois, et ce à plusieurs niveaux (voir tableau 7). Le marché hypothécaire chinois est relativement sous-développé, en grande partie à cause du développement embryonnaire du secteur immobilier et financier dans leurs transitions vers un système de marché. Alors que le financement du logement dans de nombreux pays était concentré vers la demande, en Chine, la plus grande partie des investissements immobiliers opérés au cours des années 1990 découlait de l'offre, et c'est seulement à partir de la décennie 2000 que la Chine a rapidement développé son marché hypothécaire. Néanmoins, ce marché reste bien moins important que dans d'autres pays et les crédits hypothécaires à taux d'intérêts fixes, répandus dans certains pays, sont assez rares en Chine. La Banque centrale chinoise a réussi à maintenir un rapport minimum prêt-valeur de 80 %, ce qui a permis d'éviter les phénomènes d'endettement lié au crédit en

32. FMI, « Global Financial Stability Report 2011 », *op. cit.*

33. Dwight Jaffee, « The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned », *art. cit.*

34. FMI, « Global Financial Stability Report 2011 », *op. cit.*

35. Franklin Allen, James Barth et Glenn Yago, « Financial Innovations and the Stability of the Housing Market », *National Institute Economic Review*, vol. 230, n° 1, 2014, p. 16.

36. FMI, « Housing Finance and Financial Stability-Back to Basics », 2011, www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01/pdf/chap3.pdf (consulté le 30 décembre 2014).

37. Hugo Priemus et Christine Whitehead, « Interactions between the Financial Crisis and National Housing Markets », *Journal of Housing and the Built Environment*, vol. 29, n° 2, 2014, p. 193-200.

38. Giovanni Dell'Ariccia, Pau Rabanal, Christopher Crowe et Deniz Igan, « Policies for Macro-financial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms », FMI, 2011, www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24600.0 (consulté le 30 décembre 2014).

39. Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, « The Aftermath of Financial Crises », NBER Working Paper n° 14656, janvier 2009, www.nber.org/papers/w14656 (consulté le 30 décembre 2014).

40. Franklin Allen, James Barth et Glenn Yago, « Financial Innovations and the Stability of the Housing Market », *art. cit.*

Tableau 7 – Systèmes de financement du logement dans les pays sélectionnés aux alentours de 2008 et en Chine en 2014

Pays	Principaux prêteurs	Mode de financement des prêts hypothécaires			Caractéristiques des prêts hypothécaires	
		Dépôts	Obligations / prêts résidentiels (%)	TACH / prêts résidentiels (%)	Type de taux d'intérêt prédominant	Ration prêt – valeur maximal pour les prêts hypothécaires
Autriche	Banques et caisses d'épargne	Principalement	7,0	3,1	Fixe	80
Belgique	Banques	Principalement		29,9	Fixe	100
Canada	Banques et courtiers en hypothèque ou spécialisés en produits non-dépositaires	Principalement (banques) ; titres (hors banques)	1,0	31,0	Mixte	80 (95)
Danemark	Banques spécialisées dans les prêts hypothécaires et les produits au détail		114,7	0,1	Mixte	80
France	Banques spécialisées dans les prêts hypothécaires et les produits au détail	Principalement (banques)	22,5	1,8	Fixe	100
Allemagne	Banques et caisses d'épargne		19,0	1,8	Fixe	80
Irlande	Banques, sociétés de construction et courtiers en hypothèque	Principalement (banques)	15,6	29,6	Variable	100+
Italie	Banques	Principalement	2,1	30,8	Mixte	80
Pays-Bas	Banques et banques ou courtiers en hypothèque	Principalement	3,6	30,8	Fixe	125
Portugal	Banques	Principalement, plus fonds de gros	14,5	27,3	Variable	90
Espagne	Banques (commerciales et caisses d'épargne) et courtiers en hypothèque	En partie, plus obligations sécurisées et titres	45,6	24,1	Variable	100
Suède	Banques et institutions hypothécaires	En partie, plus obligations sécurisées	53,7	0,3	Variable	80-95
Royaume-Uni	Banques, sociétés de construction et courtiers en hypothèque	Principalement	14,0	31,2	Variable	110
États-Unis	Banques et courtiers en hypothèque	Principalement des titres	0,1	64,1	Fixe	100+
Chine	Banques	En grande partie			Variable	80

* Les pénalités peuvent être levées en intégralité dans certaines circonstances, par exemple si la propriété est vendue (Allemagne), en cas de difficulté ou de déménagement (Pays-Bas), ou si l'emprunteur est au chômage (France).

Données collectées par l'auteur. Source : FMI, « Global Financial Stability Report 2011 », www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/01 (consulté le 30 décembre 2014) ; Michael Lea, « International Comparison of Mortgage Product Offerings », Research Institute for Housing America, 2010, www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf (consulté le 30 décembre 2014) ; *China Statistical Yearbook*, Pékin, China Statistical Press, 2014.

Chine⁽⁴¹⁾ en période de repli du marché. De nombreux pays développés ont intégré le secteur hypothécaire au marché de capitaux et ont développé des outils pour financer les crédits (obligations sécurisées, TACH) mais le marché secondaire est encore inexistant en Chine. Que ce soit dans les économies de marché ou en Chine, il y a eu une relation positive entre les fluctuations des prix immobiliers et la taille du marché hypothécaire, ainsi

qu'entre les fluctuations des prix immobiliers et la stabilité économique. Toutefois, la taille du marché hypothécaire et la stabilité économique dans son ensemble ne sont pas corrélées.

Par ailleurs, l'État est intervenu sur le secteur hypothécaire tant dans les

41. L'endettement est lié au fait que les montants à rembourser par les emprunteurs sont supérieurs à la valeur de leur bien immobilier.

Caractéristiques des prêts hypothécaires		Endettement hypothécaire	Taux de propriétaires
Echéances type des prêts (années)	Pénalités pour remboursement anticipé*		
25-30		28	58
20		46	78
25-35	Plus forte perte d'intérêts ou 3 mois, au-delà d'une limite dans pénalité, spécifiée d'avance		66
30	Maintien du rendement sur les obligations à court terme fixes non remboursables	101	54
15-20	6 mois maximum d'intérêt ou 3 % du solde impayé	41	58
20-30	Dommages pour perte de la marge d'intérêts et perte de réinvestissement pour les taux fixes	47	43
21-35		87	75
20		23	80
30	Maintien du rendement pour les taux fixes	107	56
25-35		66	75
30	2,5 % jusqu'à maintien du rendement pour les taux fixes, 0,5 % pour les taux variables	64	85
30-45		82	66
25	2-5 % du montant remboursé	85	66
30	Jusqu'à 5 %, uniquement sur les taux ajustables	81	67
20-30		17	82

économies de marché qu'en Chine, mais cette intervention a revêtu différentes formes et s'est opérée à des degrés différents. La nature même du logement rend nécessaire une intervention publique pour atténuer ou corriger les effets indésirables du marché. L'intervention de l'État ne garantit pas pour autant la stabilité du marché du logement. Les États-Unis, pays qui se caractérise par un niveau élevé d'intervention étatique dans le secteur du financement du logement, ont connu une chute des prix immobiliers particulièrement abrupte pendant la crise. Si le fort degré d'intervention du gouvernement a permis l'accès à un crédit immobilier abordable il est moins certain que cela ait permis de stimuler l'accès à la propriété, d'améliorer l'efficacité du système, ou d'amortir les difficultés économiques. Il semble-

rait même que cela ait exacerbé l'amplitude du cycle de croissance-récession qu'a connu récemment le marché du logement⁽⁴²⁾. Ellis affirme ainsi que les taux d'intérêt déductibles, conjugués à l'absence de pénalités pour remboursement anticipé, ont contribué à la hausse de l'endettement hypothécaire aux États-Unis⁽⁴³⁾. L'intervention de l'État sur les marchés hypothécaires a également été très importante en Chine, mais elle s'est traduite différemment (mesures administratives et politiques monétaires). Les cinq banques d'État, placées sous l'étroite surveillance de la Banque centrale, dominent le marché hypothécaire, reflétant l'héritage des contrôles administratifs et les mécanismes de marché dans le secteur du financement immobilier. Cette configuration a abouti à un déséquilibre dans la structure du logement, entre les secteurs de la propriété et les secteurs locatifs et entre régime foncier public et social. En comparaison, le gouvernement allemand s'est davantage concentré sur le développement d'un système immobilier équilibré entre marché locatif et marché de la propriété. Son marché s'est donc avéré plus résistant lors de la crise financière mondiale. Cela suggère qu'une intervention de l'État dans le secteur du logement et du prêt hypothécaire est bien nécessaire, et que la forme que cette intervention revêt est encore plus déterminante pour garantir la pérennité du système de financement du logement.

Les leçons à tirer pour le développement du crédit hypothécaire en Chine

Cet article a répondu aux trois questions soulevées dans la première partie. Tout d'abord, il montre que les contractions des marchés du logement, survenues en 2008 dans certains pays développés et en 2014 en Chine sont toutes liées au secteur financier, mais que leurs causes sont différentes : la titrisation excessive des prêts hypothécaires aux États-Unis explique en grande partie la récession du secteur immobilier et les difficultés économiques consécutives, alors que le repli du marché de l'immobilier en Chine résulte principalement du sous-développement du secteur du financement du logement. Alors que le FMI suggère que la titrisation des produits financiers visant à répartir le risque aux États-Unis doit aujourd'hui revenir à l'essentiel⁽⁴⁴⁾, l'un des remèdes le plus prometteur au problème du déclin des prix immobiliers en Chine serait de développer davantage le secteur du financement du logement en proposant des produits plus variés et en offrant des alternatives à l'accès aux capitaux pour le logement et les secteurs bancaires. En outre, l'exemple des PIIGS montre que les problèmes qui surviennent dans un marché hypothécaire peu développé peuvent également entraîner des difficultés économiques au niveau national. De ce fait, il est faux de penser que le caractère peu développé du marché hypothécaire chinois ne constitue pas une menace pour le marché financier, voire pour l'ensemble de l'économie.

Deuxièmement, les expériences internationales témoignent de l'importance des cadres de régulation et de réglementation pour le bon fonctionnement du marché hypothécaire. En suivant le fameux slogan selon lequel il faut « traverser la rivière en tâtant du pied chaque pierre », la Chine a adopté au cours de la phase de transition de ces dernières décennies une approche graduelle et expérimentale des réformes visant à développer un

42. FMI, « Global Financial Stability Report 2011 », *op. cit.*

43. Luci Ellis, « The Housing Meltdown: Why Did It Happen in the United States », Bank for International Settlements, Working paper n° 259, 2008, www.bis.org/publ/work259.htm (consulté le 30 décembre 2014).

44. FMI, « Global Financial Stability Report 2011 », *op. cit.*

cadre de régulation et de réglementation en fonction des expériences menées. Cependant, cette approche pourrait s'avérer inadaptée au secteur du financement hypothécaire, celui-ci jouant un rôle important, non seulement pour le secteur économique, mais aussi pour la vie de tous les citoyens. Les systèmes de prêt doivent être soutenus par des outils et des institutions juridiques précis et être développés de manière à ce qu'ils améliorent l'efficacité économique tout en assurant une certaine équité sociale. En l'absence d'un système juridique performant et d'un marché hypothécaire primaire mature, il est trop tôt pour développer un marché hypothécaire secondaire. La Chine doit donc fournir davantage d'efforts pour améliorer la diversité du marché primaire avant d'établir un marché secondaire.

Troisièmement, dans les économies de marché, le logement, de par sa nature même, remplit nécessairement deux types de fonctions : une fonction d'hébergement et une fonction d'investissement. Aux États-Unis, le logement, utilisé comme un produit financier dérivé aux mains des élites et des experts financiers, a été un élément déclencheur de la crise financière mondiale de 2008. En Chine, le développement du logement a été un moteur pour soutenir la croissance depuis la fin des années 1990 tout en entraînant des déséquilibres entre les secteurs publics et privés⁽⁴⁵⁾ et en favorisant la propriété au détriment de la location. Or, cet article montre que la promotion de l'accession à la propriété ne garantit pas la stabilité du marché du logement. Pour parvenir à un développement socio-économique durable, le logement ne doit être considéré ni comme un moteur économique comme c'est le cas en Chine, ni comme un produit financier dérivé comme il l'est aux États-Unis. Tandis que de nombreux chercheurs affirment aujourd'hui que le logement aux États-Unis doit retrouver ses fonctions initiales d'hébergement, l'enjeu de taille pour la Chine, dans sa transition vers le marché, est bien de parvenir à un équilibre entre la demande de logement à fonction d'hébergement et celle à fonction d'investissement.

Il convient de noter que les expériences occidentales fournissent un cadre de référence certes utile mais néanmoins limité dans le cas de la Chine. La question du financement du logement réunit des enjeux complexes et transversaux qui dépendent de caractéristiques locales en évolution constante, telles que l'environnement juridique d'un pays, mais aussi son contexte culturel, son tissu économique, ses modes de régulation et son système politique⁽⁴⁶⁾. Alors que l'économie a tendance à se mondialiser, les facteurs politiques et sociétaux restent locaux. Il n'existe pas d'outil de prêt hypothécaire idéal pour un marché ; un marché hypothécaire solide disposera de différents instruments pouvant s'adapter aux différents besoins des acteurs du marché et ce, dans différentes régions. La Chine présente un contexte très différent de celui des autres économies de marché en termes de régime politique, de notion de gouvernance, de statut économique ou d'approches culturelles et philosophiques. Son fort degré d'interventionnisme étatique hérité du régime communiste témoigne de l'importance des facteurs politiques dans le secteur hypothécaire et suggère que le logement et les systèmes bancaires ne répondent pas uniquement aux sollicitations du marché. Cette différence fondamentale suppose que la Chine ne doit pas adopter tels quels les produits financiers innovants qui ont été développés dans les systèmes occidentaux, mais qu'elle doit à l'inverse développer son propre modèle de développement du marché hypothécaire, en se fondant à la fois sur les expériences internationales et sur son contexte spécifique.

■ Traduit par Clara Sinou.

■ Zhou Zhihua est chercheur associé à l'East-Asian Institute, Université nationale de Singapour.
4th floor, Tower Block, 469A Bukit Timah Road, Singapour 259770
(eaizhou@nus.edu.sg).

45. En décembre 2010, le logement social représentait environ 7 à 8 % du stock total de logements urbains en Chine. Voir Zhonghua renmin gongheguo zhufang he chengxiang jianshe bu (Ministère du Logement et du Développement rural et urbain), « "Shi'erwu" mo woguo chengzhen baozhang fang fugailü jiang da 20% yishang » (Augmenter à 20 % la part du logement social dans le stock total de logements urbains à la fin du 12^e plan quinquennal), 2011, www.mohurd.gov.cn/zxydt/201103/t20110307_202754.html (consulté le 30 décembre 2014).

46. Loïc Chiquier et Michael Lea (éds.), « Housing Finance Policy in Emerging Markets », World Bank, 2009, http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/HousingFinanceforMs_Ebook.pdf (consulté le 2 octobre 2015).