

# Les capitaux financiers à l'assaut de l'espace chinois

NATACHA AVELINE-DUBACH

**RÉSUMÉ :** Au cours de ces deux dernières décennies, des filières financières mobilisant des capitaux internationaux se sont développées pour donner accès à l'investissement immobilier en Chine. Cet article examine les spatialités et dispositifs d'ancrage de ces filières au sein de l'espace national chinois. Il met en évidence des divergences spatiales et sectorielles dans la composition des portefeuilles immobiliers en fonction du couple rendement/risque. Ces divergences sont accentuées par un clivage dans l'origine géographique des fonds, qui détermine des conditions différenciées d'accès au foncier et de gestion des temporalités d'investissement des portefeuilles d'actifs. La pénétration des capitaux financiers au sein des espaces urbains tend à exacerber le phénomène de fragmentation et de spécialisation fonctionnelle des quartiers, phénomène encouragé par des politiques urbaines entrepreneuriales. Il s'ensuit une standardisation des projets urbains, à la fois programmatique et formelle, selon des référents exogènes qui favorisent l'expansion des multinationales et transforment les modes de vie et de consommation.

**MOTS-CLÉS :** Immobilier, financiarisation, investissement, *private equity*, REIT, titrisation, promotion immobilière, aménagement urbain.

Au cours des deux dernières décennies, l'immobilier a connu un processus de « financiarisation », entraîné par l'expansion mondiale de la finance de marché. Ce changement caractérise le nouveau régime d'accumulation du capital apparu au cours des années 1980, qui consacre la prévalence de la finance sur l'industrie<sup>(1)</sup> et favorise la montée en puissance des investisseurs institutionnels<sup>(2)</sup>. Une étape cruciale a été la déréglementation des marchés financiers, dont les effets ont été spectaculaires en Asie : explosion d'une gigantesque « bulle foncière » au Japon, puis déclenchement de la crise asiatique sur les marchés immobiliers thaïlandais en 1997<sup>(3)</sup>. La Chine est demeurée jusqu'ici préservée des crises systémiques, comme en témoigne sa résilience face à la débâcle des *subprime mortgage*. Pour autant, elle n'est pas épargnée par les mécanismes spéculatifs dans l'immobilier, voire par des bulles<sup>(4)</sup>, ce qui l'incite à la prudence face à la pénétration du capital financier étranger. Celui-ci opère néanmoins une percée certes timide au regard du déploiement des multinationales dans l'industrie, mais en progrès constant depuis une dizaine d'années.

Les enjeux sont en effet considérables. La Chine connaît une intensification de son processus d'urbanisation qui va grossir les mégalopoles du littoral et transformer les capitales régionales en villes géantes. Ces dernières devront se doter d'équipements nécessaires aux besoins d'une classe moyenne en pleine expansion, porteuse de nouveaux modèles urbains. L'espace chinois constitue donc un véritable eldorado pour le capital financier mondial. Non seulement il offre un formidable potentiel de diversification pour les placements, mais il promet de bonnes performances, soutenues par une dynamique de croissance qui contraste avec l'atonie des économies industrialisées.

Cet article s'inscrit dans une voie ouverte récemment en géographie financière, qui éclaire plusieurs aspects distinctifs des filières d'investissement financiarisées. En amont de la filière, ces travaux insistent sur le caractère discriminant du binôme risque-rendement et de l'horizon temporel dans les stratégies spatiales et sectorielles des fonds d'investissement<sup>(5)</sup>. Dans la par-

tie aval de la filière, ils mettent l'accent sur le rôle de médiateur assumé par certains opérateurs urbains locaux dans l'ancrage du capital transnational<sup>(6)</sup>. Prenant appui sur des entretiens semi-directifs conduits auprès d'opérateurs immobiliers à Hong Kong et Canton, complétées par l'exploitation de l'abondante « littérature grise » tirée des sites officiels de ces entreprises, nous montrons que les divergences de stratégies d'investissement des fonds sont accentuées par un clivage dans l'origine géographique des groupes sponsors. Nous rendons compte également ici du rôle des politiques publiques dans l'ampleur des restructurations urbaines permises par l'investissement financier étranger ainsi que des multiples changements qui en résultent, tant dans la forme que dans la pratique de la ville.

1. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999 ; Robert Boyer, « Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism ? A Preliminary Analysis », *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, 2000, p. 111-145.
2. Michel Aglietta « New Trends in Corporate Governance : the Prominent Role of the Long Run Investor », *Competition and Change*, vol.12, n°2, 2008, p. 203-222.
3. Koichi Mera, Bertrand Renaud (éds.), *Asia's Financial Crisis and the Role of Real Estate*, New York, M.E. Sharpe, 2000 ; Natacha Aveline, Ling-Hin Li (éds.), *Property Markets and Land Policies in North-East Asia*, Hong Kong/Tokyo, Center for Real Estate and Urban Economics/Maison Franco-Japonaise, 2004 ; Cedric D. J. Pugh, Alireza Dehesh, « The Internationalization of post-1980 Property Cycles and the Japanese 'Bubble' Economy, 1986-96 », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 23, n° 1, 1999, p. 147-164.
4. Eddie C.M. Hui, Yue Shen, « Housing Price Bubbles in Hong Kong, Beijing and Shanghai : a Comparative Study », *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 33, n° 4, 2006, p. 299-327.
5. On citera notamment les travaux des auteurs suivants : Thierry Theurillat, José Corpataux, Olivier Crevoisier, « Property Sector Financialisation: the Case of Swiss Pension Funds (1992-2005) », *European Planning Studies*, vol.18, n° 2, 2010, p.189-212 ; Ludovic Halbert et Louise David, « Logiques financières globales et fabrique de la ville », in Pierre Jacquet, Rajendra Pachauri, Laurence Tubiana, L. (dir.), *Regards sur la Terre : Villes, changer de trajectoire*, Presses de Sciences Po, Paris, 2010, p.91-108 ; Sabina Uffer, « What Is the Nature of Institutional Investors in Comparison with State-owned Housing Companies? » mimeo, papier présenté à l'AAG New York, 24-28 février 2011, 18 p.
6. Thierry Theurillat « La ville négociée, entre financiarisation et durabilité », *Géographie, Économie et Société*, vol. 13, n° 3, 2011, p. 225-254 ; Rodrigo Cattaneo « La fabrique de la ville : promoteurs immobiliers et financiarisation de la filière du logement à Santiago du Chili », thèse de doctorat, université Paris 8, 7 décembre, 2012, mimeo, 529 p.

## Adaptation du contexte urbain aux exigences du capital financier

La pénétration du capital financier dans le secteur immobilier répond à la nécessité dans laquelle se trouvent les investisseurs institutionnels, dont notamment les fonds de pension des pays industrialisés, de diversifier leurs placements pour faire face à la demande accrue d'épargne et de prestations de retraite émanant de sociétés vieillissantes<sup>(7)</sup>. Ils allouent généralement entre 5 et 10 % de leur capital à des investissements dans l'immobilier<sup>(8)</sup>. Celui-ci présente deux atouts majeurs : d'une part, ses performances sont souvent faiblement corrélées avec celles des autres classes d'actifs, ce qui permet de limiter le risque global auquel les investisseurs institutionnels s'exposent sur leurs portefeuilles; d'autre part, il offre des couples rendement/risques attractifs, notamment en Asie<sup>(9)</sup>. Cependant, l'intégration de l'immobilier à la finance ne va pas de soi. Elle exige de transformer des droits de propriété immobilière en titres, cotés ou non, échangeables sur le marché financier. Cette démarche permet de lever la contrainte de rugosité caractéristique de l'immobilier: « coût d'entrée » élevé (hauts montants d'investissement initial, surimposition de taxes et frais divers), fragmentation des marchés, opacité de l'information et longs délais de transaction. L'intégration de l'immobilier à la finance implique la création de dispositifs institutionnels couvrant l'ensemble de la chaîne d'opérations mobilisée par l'investissement étranger, mettant en contact les sphères globales et locales. Comment s'organisent ces réseaux d'acteurs et quels types de canaux développent-ils pour rendre l'investissement immobilier chinois accessible au capital financier mondialisé?

Sur ce point, la littérature académique apporte peu d'éléments. En économie financière, les rares travaux relatifs à l'investissement immobilier en Chine se placent du point de vue exclusif de l'investisseur institutionnel, faisant état de la valeur ajoutée offerte par cette catégorie d'actifs dans la gestion d'un portefeuille<sup>(10)</sup> ou bien des obstacles réglementaires à la création de fonds cotés<sup>(11)</sup>.

On trouve de plus grands éclairages du côté de la géographie urbaine. Si ces travaux n'explorent pas la financiarisation de l'immobilier proprement dite, ils saisissent le contexte dans lequel celle-ci s'inscrit et examinent l'impact structurel de l'investissement immobilier dans les plus grandes mégapoles chinoises.

Comme on le sait, la Chine a introduit un marché des droits de superficie foncière de durée limitée pour les entreprises étrangères en 1979. Cette pratique a été régularisée par un amendement à la Constitution en 1988, générant un marché foncier dual où coexistent des mécanismes de marché et un secteur administré réservé au secteur public<sup>(12)</sup>. Wu note la persistance de la voie administrative d'attribution des sols, observation qu'il relie à la théorie de la 'persistance du pouvoir' caractéristique des économies en transition<sup>(13)</sup>. Un inventaire des diverses filières d'accès à la terre en 2009 confirme l'abondance des voies administratives au sein d'un marché foncier très fragmenté<sup>(14)</sup>. Pour la vente des droits de superficie, la réglementation prévoit trois possibilités : la négociation, l'adjudication et la mise aux enchères. Les collectivités locales privilégient la formule la moins transparente, la négociation, ce qui entretient une corruption endémique. L'État a bien tenté à partir de 2002 de faire progresser les mécanismes de marché en exhortant les collectivités locales à pratiquer les deux autres méthodes<sup>(15)</sup>, mais il peut difficilement exercer de contrainte, ses transferts étant très largement insuffisants pour boucler les budgets des collectivités locales. Ce fort encastrement institutionnel du foncier constitue un obstacle majeur à

l'intervention étrangère sur les marchés immobiliers chinois. Seuls les opérateurs pourvus de *guanxi* peuvent espérer avoir un accès direct à la ressource foncière et ont recours à défaut à des partenariats avec des partenaires chinois. Le *guanxi* se construit dans le temps long, donnant l'avantage aux opérateurs de Hong Kong, Macao, Singapour et Taiwan, dont une partie sont d'ailleurs originaires du continent<sup>(16)</sup>.

Les capitaux étrangers ne se sont intéressés à l'immobilier chinois qu'à partir des années 1990, après une décennie consacrée à l'investissement industriel, en particulier dans les Zones Economiques Spéciales. Dans un premier temps, ils se sont concentrés sur les plus grandes villes, Shanghai, Pékin et Canton<sup>(17)</sup>, avant de gagner d'autres métropoles, accompagnant la migration du capital industriel vers les régions de l'intérieur. Ces capitaux exercent une très forte influence sur la sphère urbaine chinoise.

En premier lieu, l'investissement étranger permet aux collectivités locales de financer leurs dépenses d'infrastructure avec les revenus des ventes de droits de superficie foncière<sup>(18)</sup>. Il s'ensuit un cercle vertueux par lequel la multiplication des infrastructures renforce en retour les opportunités d'investissement<sup>(19)</sup>. Toutes les villes ne sont pas cependant à la même enseigne. Ainsi, Canton et Shanghai sont plus aptes à la négociation que d'autres métropoles comme Tianjin pour la fixation du montant des droits de superficie<sup>(20)</sup>.

Un autre effet a été de stimuler la diversification de la structure urbaine. Auparavant, les villes chinoises suivaient un principe d'organisation cellulaire basé sur les *danwei* (unités de travail) se marquant par une occupation très diversifiée des sols avec une faible densité du bâti et d'abondantes emprises industrielles en zone urbaine (usines et entrepôts). Les capitaux étrangers ont guidé la « main invisible » du marché en privilégiant les implantations centrales, accélérant la migration des activités non rentables vers les péri-

- Gordon Clark, *Pension Fund Capitalism*, Oxford, Oxford University Press, 2000. Gordon Clark, *European Pensions and Global Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2003.
- Morag Torrance, « Forging Global Governance? Urban Infrastructures as Networked Financial Products », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 32, 2008, p. 1-21.
- Joseph Ooi, Graham Newell, Sing Tien Foo, « The Growth of REITs Markets in Asia », *Journal of Real Estate Literature*, vol. 14, n° 2, 2006, p. 203-222.
- Graham Newell, Woo Peng, « The Impact of the Global Financial Crisis on A-REIT Risk », *Pacific Rim Property Research Journal*, vol. 15, 2009, p. 453-470.
- Michael Quek, Seow Eng Ong, « Securitising China Real Estate: a Tale of Two China-centric REITs », *Journal of Property Investment and Finance*, vol. 26, 2008, p. 247-273.
- Xing Quan Zhang, « Urban Land Reform in China », *Land Use Policy*, vol. 3, n° 14, 1997, p. 187-199.
- Fulong Wu, « China's Changing Urban Governance in the Transition Towards a More Market-oriented Economy », *Urban Studies*, vol. 39, n° 7, 2002, p. 1071-1093.
- Jiang Xu, Anthony Gar-On Yeh, Fulong Wu, « Land Commodification: New Land Development and Politics in China since the Late 1990s Solutions », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 33, n° 4, 2009, p. 890-913.
- Jiang Xu, J. Anthony Gar-On Yeh, « Decoding Urban Land Governance: State Reconstruction in Contemporary Chinese Cities », *Urban Studies*, vol. 46, n° 3, 2009, p. 559-581.
- C'est le cas en particulier pour plusieurs fondateurs de groupes immobiliers hongkongais arrivés de Chine continentale avant-guerre (Alice Poon, *Land and the Ruling Class in Hong Kong*, Enrich Professional publishing, 2<sup>ème</sup> édition, Singapour, 2010).
- Zhigang Li, Fulong Wu « Socioeconomic Transformations in Shanghai (1990-2000): Policy Impacts in Global-National-Local Contexts », *Cities*, vol. 23, n° 4, 2006, p. 250-268.
- Jiang Xu, Anthony Gar-On Yeh, « Decoding Urban Land Governance : State Reconstruction in Contemporary Chinese Cities », *Urban Studies*, vol. 46, n° 3, 2009, p. 559-581 ; Guangzhong Cao, Changchun Feng, Ran Tao, « Local 'Land Finance' in China's Urban Expansion: Challenges and Solutions », *China & World Economy*, vol. 16, n° 2, 2008, p. 19-30.
- Anthony Gar-On Yeh, « Dual Land Market and Internal Spatial Structure of Chinese Cities », in Laurence Ma and Fulong Wu (éds.), *Restructuring the Chinese Cities: Changing Society, Economy and Space*, Abingdon, Routledge, 2005, p. 59-79.
- David Dowall, « Establishing Urban Land Markets in the People's Republic of China », *Journal of the American Planning Association*, vol. 59, n° 2, 2007, p. 182-192.

phéries<sup>(21)</sup>. Les plans d'occupation des sols se sont adaptés à cette nouvelle donne en procédant à un accroissement significatif des coefficients d'occupation des sols (COS)<sup>(22)</sup>. Une spécialisation fonctionnelle des quartiers en a résulté, répartissant le potentiel de valorisation immobilière de façon plus cohérente, là encore au grand bénéfice de l'investissement étranger. Ce dernier a ainsi stimulé l'apparition d'un segment de marché du luxe dans l'immobilier résidentiel ; conçu à l'origine comme un marché de niche destiné surtout à des expatriés, le logement de luxe s'est développé avec l'enrichissement progressif des classes moyennes chinoises, devenant un sous-secteur très lucratif d'autant moins risqué à investir que la clientèle était solvable<sup>(23)</sup>.

Avec la différenciation spatiale s'ouvre les moyens d'une gouvernance urbaine plus localisée. Dans les nouveaux districts constitués – zones franches, parcs technologiques, complexes commerciaux – les collectivités locales peuvent mettre en œuvre des politiques ciblées pour attirer l'investissement, étranger notamment, voire tenter des expérimentations en puisant dans leurs boîtes à outils réglementaires et fiscales<sup>(24)</sup>. La capacité du capital étranger à mobiliser des montants très élevés dans des délais très courts le rend particulièrement attractif pour la réalisation de projets de grande envergure<sup>(25)</sup>. Les collectivités locales encouragent en particulier la réalisation de grands complexes d'affaires, dont les revenus fiscaux (taxe sur la valeur ajoutée et sur les bénéfices) constituent désormais la principale composante de leurs ressources budgétaires<sup>(26)</sup>. Leur stratégie consiste à restreindre l'offre de terrains dans ce secteur – tout comme d'ailleurs dans le résidentiel – pour maximiser les revenus de la rente foncière. En revanche, dans le secteur industriel elles concèdent les terrains à des valeurs beaucoup plus faibles, les performances des cadres municipaux étant évaluées selon leurs capacités à accroître le produit intérieur brut (PIB) local<sup>(27)</sup>.

Plusieurs auteurs ont souligné l'impact majeur de ces grandes opérations phares aménagées par des investisseurs étrangers. Avec leur design architectural prestigieux faisant le plus souvent recours à des architectes de renom, ces grands projets apparaissent comme les porteurs d'un nouvel ordre urbain<sup>(28)</sup>. Ils introduisent de nouvelles pratiques de la ville, en particulier dans les espaces résidentiels et commerciaux (*shopping malls* climatisés où la déambulation devient une activité ludique) qui tendent à s'imposer comme modèles pour la production urbaine ordinaire. La standardisation formelle et culturelle qu'ils produisent constitue un facteur attractif supplémentaire pour les capitaux financiers internationaux, la familiarité des investisseurs aux objets urbains programmés leur permettant de mieux apprécier les profils de rendement/risque. Aussi, les collectivités locales ne ménagent-elles pas leurs efforts pour constituer de vastes emprises foncières au sein des espaces centraux ou péricentraux. Intervenant dans des sites à fort potentiel, elles s'assurent progressivement la maîtrise des terrains, par le biais de banques foncières, au sein de marchés complexes et diversement réglementés. Selon Zhu, ces « coalitions de croissance » entre pouvoirs locaux et opérateurs étrangers se nouent au détriment des usagers mais aussi de l'État central. Elles empêchent la transition vers un marché foncier compétitif et exacerbent des dynamiques de construction, au risque de conduire à des phénomènes locaux de surproduction immobilière<sup>(29)</sup>.

L'État est bien conscient des risques sociaux et environnementaux qu'entraînent les pratiques entrepreneuriales des pouvoirs locaux, et qui mettent en jeu la survie même du régime. Plusieurs solutions ont été expérimentées, tels que l'introduction d'un impôt foncier dans plusieurs grandes villes, l'instauration d'un quota obligatoire de terres agricoles à préserver et la diffusion

du modèle d'*ecocities* dans 200 sites. Mais ces initiatives se sont avérées pour l'heure inefficaces à imposer la durabilité sociale et environnementale<sup>(30)</sup>.

### **Hiéarchisation du territoire chinois par les sociétés de conseil en immobilier**

Les investisseurs étrangers ont besoin de disposer d'une connaissance fine des marchés immobiliers chinois pour apprécier les risques, évaluer les performances et arbitrer entre les innombrables opportunités qui s'offrent à eux. Des sociétés internationales de conseil immobilier se sont donc déployées en Chine à partir de la fin des années 1980 pour leur servir de relais locaux. Le marché se partage principalement entre cinq sociétés : Savills, DTZ, JLL, Colliers et CBRE<sup>(31)</sup>. Les deux premières sont les plus anciennement implantées et disposent du plus grand nombre d'agences. Savills a pris pied en Chine à la fin des années 1980, suivie par DTZ en 1993 ; ces deux sociétés assurent aujourd'hui une présence respective dans 12 et 16 villes. L'actuel gouverneur de Hong Kong, C.Y. Leung, fut l'un des grands artisans du développement de DTZ en Chine dont il était l'un des dirigeants jusqu'en 2011<sup>(32)</sup>. Quant aux trois autres sociétés de conseil, si elles ont une plus faible couverture en Chine, elles n'en sont pas moins de très importants acteurs à l'échelle mondiale, ce qui leur permet d'offrir à leurs clients – du moins pour CBRE et JLL – des opportunités d'investissement s'ajoutant à leurs services de base.

Ces « big five » sont des facilitateurs incontournables pour toute pénétration dans l'immobilier en Chine. Ils jouent un rôle clé dans l'ancrage du capital étranger par la mise en place de partenariats avec les entreprises chinoises, souvent sous la forme contractuelle de la joint venture (JV) fournissant l'accès au foncier à l'investisseur étranger et des capitaux au partenaire chinois. À l'origine, ces sociétés de conseil traitaient essentiellement la demande de clients étrangers, mais elles sont amenées à offrir un volume croissant de services aux entreprises locales. Leurs clients chinois sont des entreprises d'État qui ont été introduites à la bourse de Shanghai ou de Shenzhen, plus souvent de Hong Kong, et sont contraintes à une obligation de publicité sur la valeur de leurs actifs. Les sociétés de conseil internatio-

21. Fulong Wu, « The Transformation of Urban Space in Chinese Transitional Economy : with Special Reference to Shanghai », in John Logan (éd.), *The New Chinese City: Globalization and Market Reform*, Oxford, Blackwell Publishers, 2002, p. 154-166.

22. Le coefficient d'occupation des sols est un ratio de volumétrie bâtie autorisé. Par exemple, un COS de 1 permet de construire 100 mètres carrés de surface hors-œuvre nette sur un terrain d'une superficie de 100 mètres carrés.

23. Fulong Wu, « China's Recent Urban Development in the Process of Land and Housing Marketisation and Economic Globalisation », *Habitat International*, vol. 25, 2001, p. 273-289.

24. Fulong Wu, 2002, *op. cit.*

25. Fulong Wu, « The Global and Local Dimensions of Place-making : Remaking Shanghai as a World City », *Urban Studies*, vol. 37, n° 8, 2000, p. 1359-1377.

26. Fulong Wu, « The Transformation of Urban Space in Chinese Transitional Economy : with Special Reference to Shanghai », *op. cit.*, p. 154-166.

27. Guangzhong Cao, Changchun Feng, Ran Tao, 2008, *op. cit.*, p. 19-30.

28. Fulong Wu, « Globalization, Place Promotion, And Urban Development in Shanghai », *Journal of Urban Affairs*, vol. 25, n° 1, 2003, p. 55-78.

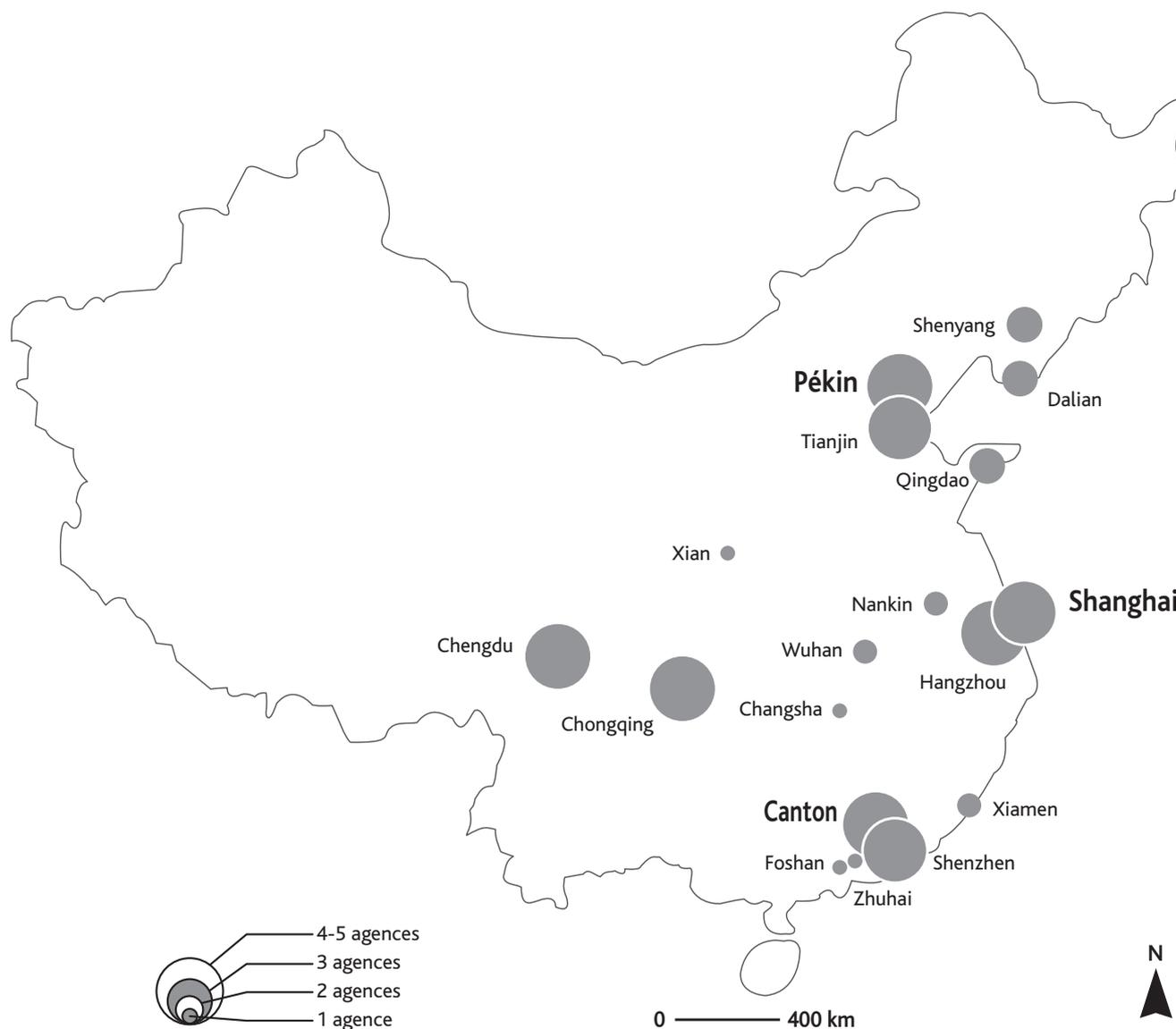
29. Jieming Zhu, « Local Growth Coalitions : The Context and Implications of China's Gradualist Urban Land Reforms », *International Journal of Urban and Regional Research*, vol. 23, n° 3, 1999, p. 534-548.

30. Chien Shih-Shen, « Chinese Eco-Cities, a Perspective of Land-Speculation-Oriented Local Entrepreneurialism », *China Information*, à paraître en 2013.

31. JLL : Jones Lang Lassalle ; CBRE : CB Richard Ellis.

32. C.Y. Leung intervenait déjà en Chine où il dirigeait une entreprise nommée C.Y. Leung & Co. En 2000, son entreprise a fusionné avec DTZ.

Carte 1 – Implantation des sociétés de conseil immobilier en Chine



Sources : DTZ, Jones Lang LaSalle, CB Richard Ellis, Colliers, Savills

nales effectuent l'évaluation de leurs biens, ce qui leur permet d'affiner leur connaissance des marchés immobiliers locaux par l'entretien de bases de données en constante progression et régulièrement mises à jour. Ces contacts étroits avec des clients chinois les plaçant en situation privilégiée pour repérer les opportunités foncières et puiser dans ce vivier pour la constitution de partenariats avec des opérateurs étrangers. Certaines agences ont d'importants services d'évaluation. C'est le cas par exemple de l'agence DTZ à Canton qui effectue une centaine d'évaluations par jour, tâche mobilisant pas moins de 30 employés.

Former des commerciaux chinois pour ces sociétés n'était pas une mince affaire. Il convenait de leur inculquer les « codes de bonne conduite » occidentaux, autrement dit, le renoncement à la mise en relation tarifée de contacts professionnels et le respect des contrats, sans parler de l'indispensable mise à niveau technique. Initialement, des stages de formation dans la province du Guangdong ont été organisés par DTZ en partenariat avec la Chambre de Commerce de Hong Kong, à l'initiative de C.Y.

Leung<sup>(33)</sup>. Puis cet enseignement a été relayé par des universités, tant à Hong Kong (Hong Kong University, Hong Kong Polytechnic University) que sur le continent (universités Tsinghua et Beida à Pékin, Université du Zhejiang à Hangzhou).

Grâce à la veille qu'elles effectuent sur les marchés immobiliers locaux, les sociétés de conseil sont d'incontournables pourvoyeurs d'information dans un secteur souffrant d'une très grande opacité. Leurs agences se concentrent dans six villes proches du littoral (Shanghai, Hangzhou, Pékin, Tianjin, Canton, Shenzhen) et deux villes de l'intérieur (Chongqing et Chengdu), mais s'étendent depuis peu vers des métropoles secondaires comme Dalian, Shenyang et Qingdao (carte 1). Ce réseau sert d'ossature à une stratégie de déploiement dans l'espace chinois dessinant une nouvelle carte des investissements.

33. Liu Mei Hong Amy, David Zweig, « Hong Kong's Contribution to Mainland China's Property Sector, Helping to Turn Shanghai into a World City », *Asia Survey*, vol. 51, n° 4, 2011, p. 739-768.

JLL, qui produit des documents de référence en la matière basés sur une série d'indicateurs économiques, démographiques et immobiliers<sup>(34)</sup>, avait dressé en 2007 une carte des 30 villes chinoises considérées comme les « urban stars »<sup>(35)</sup> faisant apparaître trois pôles majeurs le long du littoral autour des villes dites de « première catégorie », Pékin, Shanghai et Canton. Une récente mise à jour, enrichie de 20 villes (carte 2), donne à voir le renforcement des pôles précédents avec notamment l'accession de Shenzhen en première catégorie, l'émergence d'un nouvel axe dans le nord-est de Shenyang à Harbin, ainsi que la forte montée des grandes capitales régionales de l'intérieur (Chengdu, Chongqing, Wuhan) en transition vers l'accès au premier rang. D'autres villes de l'intérieur sont repérées comme « en forte croissance » (catégorie 2), comme Xi'an, Changsha, Zhengzhou et Jinan, et le maillage se complète par des villes de rang 3 ou 4, dites « émergentes », au sud (Haiku, Kunming, Nanjing, Guiyang) et au nord (Lanzhou, Hohhot). Sans surprise, toute la partie ouest du pays demeure vierge à l'exception de Urumqi, ville apparue en 2009 dans le radar des investisseurs<sup>(36)</sup>.

Les orientations du 12<sup>ème</sup> plan quinquennal (2011-2015) ont fortement déterminé la hiérarchisation de ce réseau urbain, dont JLL estime le poids économique à 2,9 trillions de dollars américains – soit l'équivalent du PIB de l'Allemagne – et la part à venir dans la production mondiale à 12 % au cours de la prochaine décennie. La hiérarchie spatiale définie par JLL à l'échelle du territoire chinois permet aux investisseurs de mieux identifier les profils urbains afin de se positionner sur les produits immobiliers les plus adaptés<sup>(37)</sup>.

La catégorie 1 des « core cities », qui regroupe Pékin, Shanghai, Canton et Shenzhen, présente les marchés immobiliers les plus liquides et les plus transparents du pays. Elle se caractérise par une économie fortement extravertie, une concentration de grandes entreprises et un parc immobilier de haute qualité. Si les opérateurs immobiliers étrangers ne dédaignent pas s'y implanter, cette catégorie considérée comme mature présente un intérêt secondaire à l'heure où des positions sont à prendre dans les villes émergentes, d'autant que l'offre foncière est parvenue à saturation dans ces villes. Néanmoins, la rareté des espaces où il est possible d'investir offre l'avantage de stabiliser les rendements des immeubles détenus par les fonds d'investissement dans ces aires urbaines. En particulier, Pékin se place au premier plan national pour la croissance escomptée des revenus des ventes dans la distribution pour les quatre années à venir<sup>(38)</sup>.

Les neuf villes de catégorie 1,5 ou « transitional cities », qui comprend des pôles économiques majeurs du centre et du nord-est ainsi que des villes comprises dans les réseaux mégapolitains des *core cities*, sont celles qui présentent au contraire un attrait majeur pour les investisseurs. Elles ont bénéficié des politiques industrielles de l'État et ont connu un important développement de leurs infrastructures de transport, ce qui a stimulé la croissance des investissements directs étrangers (IDE). Leur base industrielle diversifiée autorise le développement de l'immobilier dans tous les secteurs. Cinq métropoles ressortent tout particulièrement de ce groupe : en premier lieu vient Chengdu, pôle majeur du grand ouest ancré dans la région historiquement la plus fertile du pays, le Sichuan. Soumise à une forte croissance et riche d'un patrimoine historique millénaire, cette ville attire tout particulièrement les multinationales auxquelles les autorités locales font le meilleur accueil. Mais les entreprises chinoises s'y développent aussi très vite, accroissant très fortement la demande en immobilier de grade A. Les marchés immobiliers de Shenyang et Chongqing vont être également dopés par

l'aménagement de grands parcs technologiques (respectivement parc éco-industriel en énergie et d'industries biotechnologiques) prévus par le 12<sup>ème</sup> plan quinquennal. Chongqing et Tianjin bénéficient par ailleurs d'un statut de ville-région<sup>(39)</sup>, exerçant leur autorité sur un territoire très étendu, ce qui facilite l'investissement. Quant à Hangzhou, cette métropole tient actuellement le record national de consommation par habitant en raison d'une concentration d'équipements commerciaux de prestige à proximité de son célèbre lac, attirant autant les touristes que les résidents aisés des alentours<sup>(40)</sup>.

Dans la catégorie 2 dite « growth cities » figurent dix métropoles partageant une forte connectivité internationale ou bien un niveau élevé de revenus par habitant. Certaines sont des capitales provinciales de l'intérieur (Xi'an, Changsha, Zhengzhou, Jinan), d'autres des villes portuaires (Qingdao, Ningbo, Xiamen), d'autres enfin sont insérées dans les grandes conurbations côtières (Hefei, Wuxi, Dongguan). Leur fort potentiel démographique (entre 5 et 8 millions d'habitants pour la plupart) génère des besoins dans des secteurs très diversifiés de l'immobilier, notamment en direction des bureaux de grade A et des *shopping malls* de luxe. Aux métropoles de l'intérieur s'ajoute une très forte demande en équipements de logistique modernes, liée à la migration du secteur manufacturier en quête de plus bas salaires vers l'ouest.

Les villes « émergentes » de la catégorie 3 présentent un profil similaire à celles du groupe précédent, avec des capitales provinciales de l'intérieur et des villes côtières. Elles sont appelées à connaître une élévation du niveau de vie à mesure du développement de la classe moyenne, de sorte qu'elles sont déjà la cible de stratégies agressives d'implantation de chaînes de distribution et d'hôtellerie entraînant dans leur sillage des investissements immobiliers.

Enfin, les « early adopter cities » sont des villes le plus souvent entre 2 et 4 millions d'habitants<sup>(41)</sup>, identifiées comme susceptibles de rejoindre la troisième catégorie dans un proche horizon. La plupart sont enchâssées dans des conurbations (deltas du Yangtze et de la Rivière des Perles notamment), souvent près du littoral, mais certaines sont des pôles régionaux comme Guiyang, Lanzhou et Urumqi. Des compagnies pionnières étrangères s'y positionnent pour bénéficier de l'avantage du précurseur, dans la distribution notamment, mais la demande immobilière émane surtout d'entreprises chinoises. Contrairement au cas des catégories 2 et 3 où de gros efforts ont été consentis pour accroître la transparence des marchés immobiliers, les « early adopter cities » se caractérisent par une forte opacité. L'investissement y est donc plus risqué mais les plus-values foncières potentiellement plus intéressantes.

Ce réseau des « China50 » va concentrer au cours de la prochaine décennie l'investissement immobilier dans les segments supérieurs, ceux qui sont

34. Ces 50 villes ont été sélectionnées au sein d'un échantillon de 280 villes et hiérarchisées au moyen d'une analyse statistique prenant en compte la production économique locale (valeur nominale du PIB, taux de croissance, PIB/tête), la population, les revenus disponibles, le montant des dépôts bancaires, les revenus des ventes dans la distribution, les IDE, la formation brute de capital fixe et le statut politique de la ville.

35. Jones Lang LaSalle, Jones Lang LaSalle, « China 30, China Rising Urban Stars », 2007.

36. Jones Lang LaSalle, « China 50, China Rising Urban Stars, Fifty Real Estate Markets that Matter », 2012.

37. La description des catégories de villes qui suit reprend les informations citées dans le document « China 50 » de JLL.

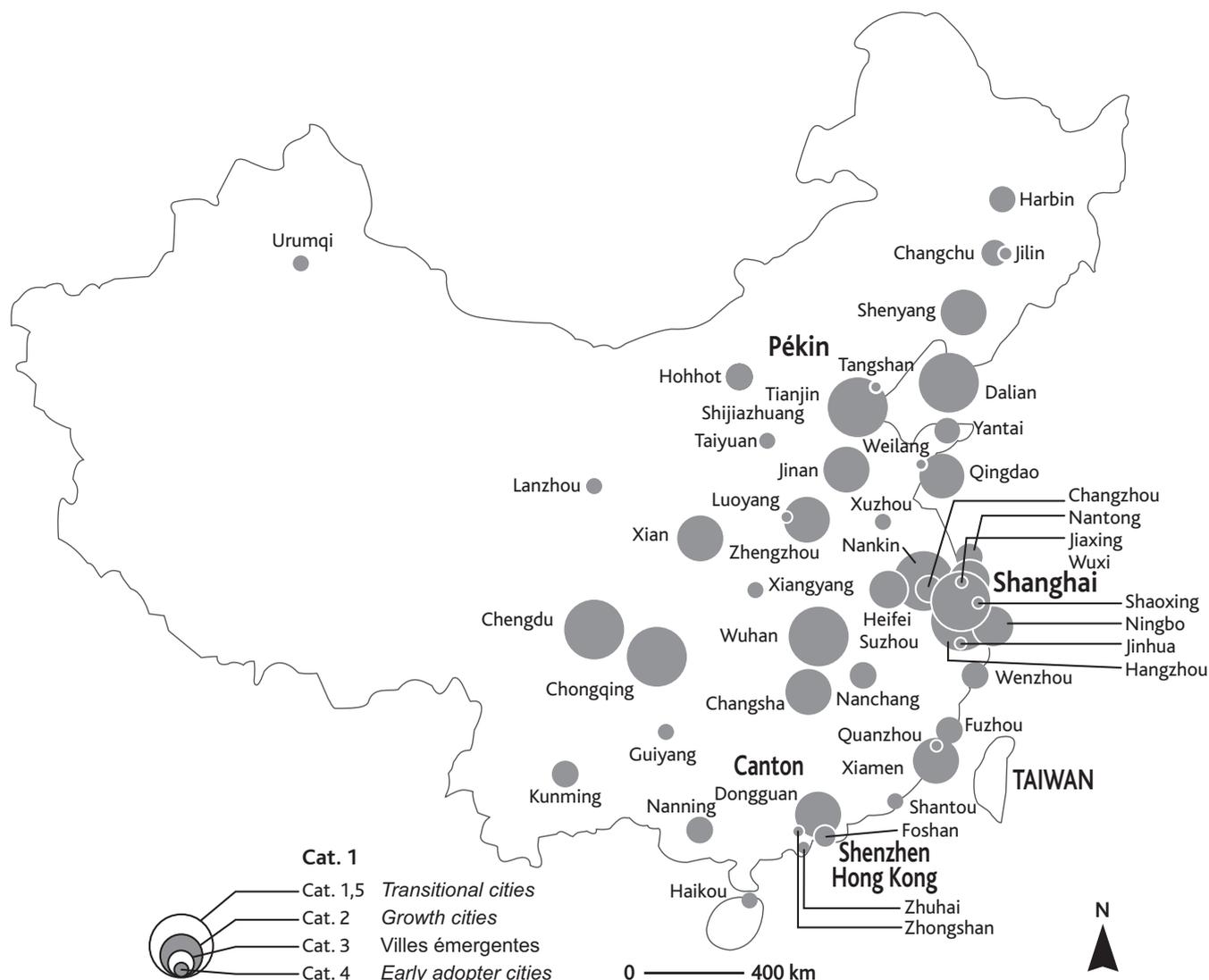
38. DTZ, « High-end retail investment, ranking the opportunities », 23 mai 2011, p. 9.

39. Quatre grandes villes chinoises ont ce statut : Pékin, Shanghai, Chongqing et Tianjin.

40. DTZ « Research, Money into Property, Asia Pacific 2011, Engine of World Growth », 24 mai 2011, p. 16.

41. Certaines sont de taille démographique inférieure, comme Quanzhou (400 000 ha) tandis que d'autres sont beaucoup plus importantes, comme Luoyang (6 millions d'habitants).

Carte 2 – Les diverses catégories de villes selon Jones Lang LaSalle



Source : JLL « China50 », 2012

la cible privilégiée du capital financier. En 2011, le parc immobilier d'entreprise de grade A s'élevait à seulement 23 millions de mètres carrés dans cet ensemble urbain, soit l'équivalent de celui d'une ville américaine comme New York<sup>(42)</sup>. Selon les estimations de JLL, ce parc devrait être abondé de quelque 30 millions de mètres carrés au cours de la prochaine décennie.

La demande dans les autres secteurs connaît une évolution bien plus rapide encore. Dans la grande distribution, les modes de consommation vont être profondément modifiés par l'élévation du niveau de vie des classes moyennes. Le réseau des « China50 » compte un marché de 370 millions de consommateurs, dont 260 millions d'urbains. Parmi ces derniers, 20 % disposent actuellement d'un revenu de 30 000 RMB (soit 3700 euros au cours actuel). Or, leur nombre devrait doubler au cours des trois prochaines années, tandis que la médiane des revenus par ménage excédera 50 000 RMB. Cette évolution exerce une formidable poussée en faveur des grands complexes commerciaux où se concentre l'investissement étranger, au détriment des grands magasins traditionnels exploités par des opérateurs locaux. Contrairement à l'immobilier d'entreprise qui requiert une forte

centralité, la grande distribution peut se déployer dans un périmètre très vaste, élargi aux villes des dernières catégories, ce qui représente selon JLL un potentiel de construction de 80 millions de mètres carrés pour la prochaine décennie (soit le double du parc immobilier dans ce secteur en 2011).

La croissance de la distribution – tout particulièrement du e-commerce – constitue un moteur pour le secteur de la logistique, appelé à une expansion rapide sous l'effet du développement des infrastructures de transport accompagnant l'expansion des activités vers l'ouest. Or, les équipements de logistique souffrent d'un sous-développement patent. Le parc de qualité ne totalise que 13 millions de mètres carrés au sein du réseau « China50 », soit l'équivalent de tous les entrepôts de Boston aux États-Unis. Il est concentré de surcroît dans les deux plus grandes conurbations du pays, le Delta de la Rivière des Perles et l'agglomération de Shanghai. Un potentiel d'investissement formidable se présente donc dans la Chine de l'intérieur, à

42. Selon les données de JLL « Office Statistics New York », cette ville disposait d'un parc de grade A de 248,5 millions de pieds carrés, soit 23 millions de m<sup>2</sup>.

commencer par les grands pôles régionaux comme Chengdu et Chongqing. Mais ce secteur se heurte à une série d'obstacles : niveaux élevés des valeurs foncières, contraintes administratives et manque d'intérêt des pouvoirs locaux qui privilégient des usages plus prestigieux et pourvoyeurs de plus amples recettes fiscales. Des contacts étroits avec des opérateurs chinois et des collectivités locales jouent donc un rôle crucial à cet égard.

On notera que l'immobilier résidentiel, qui a été très porteur au cours de ces dernières années, a cessé d'être un objet d'intérêt pour le capital financier. Les autorités chinoises ont en effet resserré le crédit et imposé une réglementation très restrictive pour les acquisitions de résidence secondaires, au risque de provoquer la faillite de multiples petites sociétés de promotion locale. Il ne reste donc plus que des niches comme les résidence-services, mais ces objets immobiliers relèvent davantage de l'hôtellerie que du résidentiel. Avec l'accélération à venir du vieillissement de la population pourrait cependant se développer un nouveau marché de niche dans le résidentiel pour personnes âgées, notamment dans les régions tropicales du sud (île de Hainan) qui attirent déjà des retraités<sup>(43)</sup>.

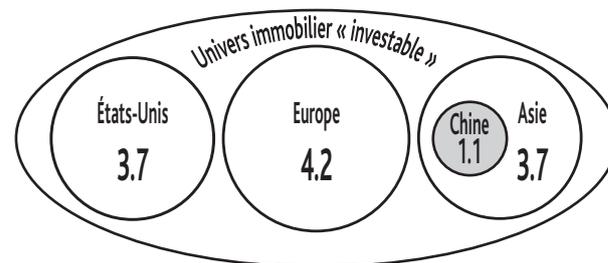
### Les fonds opportunistes du front pionnier

Une fois évalué le potentiel des grandes villes chinoises dans les divers segments de l'immobilier, le capital financier peut se déployer vers la Chine au moyen de ses diverses filières. Ce mouvement est néanmoins très récent : si l'investissement indirect – via des fonds d'investissements – vers l'immobilier chinois est apparu à la fin des années 1990, ce n'est que depuis 2003 qu'il connaît un véritable décollage. Sa progression succède à une période longue et difficile d'investissement direct par des opérateurs étrangers<sup>(44)</sup>.

Les promoteurs hongkongais furent les premiers à prendre pied sur le continent chinois vers la fin des années 1980, traversant dans un premier temps la frontière vers le Guangdong. Exhortés par les autorités chinoises à pénétrer davantage sur leur territoire, plusieurs conglomérats (New World, Henderson Land, Sun Hung Kai) se sont enhardis à construire dans les plus grandes villes chinoises, sans toutefois rencontrer de grand succès jusqu'à la fin des années 1990<sup>(45)</sup>. Ces efforts furent néanmoins transformés en lucratif capital social (*guanxi* avec les autorités) et en abondantes réserves foncières dans les villes de seconde catégorie, atouts qui s'avèrent aujourd'hui primordiaux<sup>(46)</sup>. La stratégie des promoteurs hongkongais a été de se positionner sur les segments supérieurs de l'immobilier commercial et d'entreprise. De cette manière, ils évitaient toute concurrence avec des promoteurs locaux et pouvaient arborer leur savoir-faire dans la construction de grands éléments urbains marqueurs de territoire, que ce soient des gratte-ciels ou des *shopping malls* de prestige. Sans leur contribution à la construction d'un parc immobilier aux normes internationales à Shanghai, cette métropole n'aurait pu atteindre son statut actuel, ascension qui s'est d'ailleurs faite au détriment de Hong Kong<sup>(47)</sup>. Comme nous le verrons plus loin, des groupes singapouriens ont également fait une pénétration remarquable dans l'immobilier chinois, suivis plus récemment par les Australiens. Mais les groupes hongkongais sont bien plus nombreux et plus anciennement implantés, ce qui conforte leur position privilégiée dans le secteur de la promotion immobilière.

Il en va différemment de l'investissement immobilier qui mobilise d'autres types de filières au sein desquelles interviennent des opérateurs de nature et d'origine géographique plus variées. Commençons par évaluer son ordre de grandeur : selon l'estimation de DTZ, la valeur totale des actifs immobilier détenus par des investisseurs en Chine s'élevait en 2010 à 1,1 trillion de

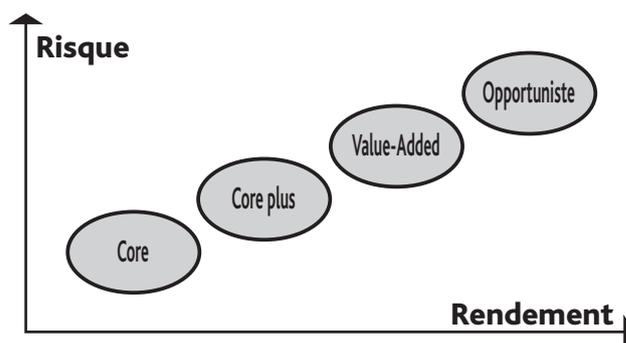
**Graphique 1 – Valeur des biens immobiliers et créances détenus par des investisseurs dans le monde en 2010 en trillions de dollars**



Sources : DTZ Research, Asia Pacific 2011\*

\* L'Australie et la Nouvelle-Zélande sont comptées dans l'ensemble Asie Pacifique, à hauteur de 475 millions de dollars.

**Graphique 2 – Les différents couples risque/rendement**



dollars – en seconde position régionale juste derrière le Japon –, soit le tiers des investissements en Asie et près de 10 % de ceux dans le monde (graphique 1). Seul un tiers de ce montant concerne des biens immobiliers, le reste porte sur des portefeuilles de dettes. Cela n'est pas une spécificité chinoise : sur les dix principaux pays/territoires sélectionnés par DTZ en Asie Pacifique, sept attirent majoritairement les capitaux financiers vers des dettes immobilières plutôt que des propriétés<sup>(48)</sup>.

En revanche, la Chine se distingue d'autres grands pays de la région comme le Japon et l'Australie par le faible taux de l'investissement immobilier dit « public », c'est-à-dire faisant l'objet de transactions sur les marchés boursiers<sup>(49)</sup>. Un récent rapport de JLL estimait en 2011 à 121 milliards de dollars la valeur globale des biens immobiliers détenus par les entreprises

43. Urban Land Institute, « China Cities Survey », 2011.

44. L'immobilier direct correspond à l'investissement traditionnel sous la forme d'achats de biens immobiliers requérant des montants élevés. Il se distingue de l'immobilier indirect, financier, auquel on accède par l'acquisition d'actions (dans des entreprises immobilières ou des fonds cotés) ou sous forme de participation dans des fonds non cotés détenant des portefeuilles de dettes immobilières ou de biens immobiliers.

45. Amy et Zweig, 2011, *op. cit.*

46. Poon, 2010, *op. cit.*

47. May et Zweig, 2011, *op. cit.*

48. DTZ Research, « Money into Property 2012 Asia Pacific », p. 5-6.

49. L'investissement boursier est dit « public » car il est accessible à tout type d'investisseur, y compris les particuliers. À ce titre, il est bien plus encadré que l'investissement privé pour éviter que les petits porteurs, qui ne sont pas des professionnels de l'immobilier, soient victimes de comportement spéculatifs (voir plus loin la partie concernant les REITs).

chinoises cotées, sur un montant global de 310 milliards <sup>(50)</sup>. Cette faible part de l'immobilier coté trahit le faible niveau d'internationalisation du système financier chinois et l'insuffisance de l'offre immobilière « institutionnelle » (segments supérieurs), mais également les obstacles réglementaires au développement de la titrisation immobilière <sup>(51)</sup>.

C'est donc principalement sous la forme de fonds d'investissement non cotés que le capital financier pénètre en Chine. Il existe diverses filières selon les stratégies de rendement/risque poursuivies. Pour comprendre les logiques à l'œuvre, il est nécessaire de rappeler que l'investissement suppose toujours un équilibre entre le risque et la rémunération. Plus le risque est grand, plus le rendement attendu doit être élevé et vice-versa. Il s'ensuit une classification selon quatre grandes catégories de couples rendement/risque. Par ordre décroissant de risque, on passe d'une logique opportuniste à « added-value », puis « core plus » et « core » (graphique 2). Les fonds de placement affichent clairement leur positionnement au sein de ces catégories de façon à ce que les investisseurs procèdent à leurs arbitrages en parfaite connaissance de cause.

Les *private equity funds* se positionnent le plus souvent dans la catégorie opportuniste. Les plus importants d'entre eux sont gérés par des groupes ou des banques d'investissement au service des grands investisseurs institutionnels américains. Ils ont leur siège aux États-Unis et disposent de plusieurs succursales en Asie. Leurs fonds, d'un horizon de quatre à cinq ans, ne sont accessibles qu'au moyen d'une participation de plusieurs millions, voire de plusieurs dizaines de millions de dollars. Ils ont pour principe de monter des grands projets immobiliers dans des pays émergents ou bien, plus souvent, d'acquérir des actifs de qualité rencontrant des problèmes (biens immobiliers mal gérés, dettes ou entreprises en difficulté) qu'ils restructurent et cèdent au terme de la période. Les investisseurs doivent être informés de leur « stratégie de sortie », c'est-à-dire à quels types d'opérateurs et sous quelle forme ils comptent céder leur actifs. Dans le cas de portefeuilles immobiliers, ce sont généralement des fonds de type *core* ou *core plus* qui les rachètent dans une perspective de gestion locative à long terme.

Véritables clubs fermés dédiés aux plus puissants investisseurs institutionnels de la planète, ces fonds opportunistes s'entourent d'une forte opacité. Seuls les participants disposent d'informations sur la nature et la performance des actifs concernés. Leurs capitaux sont engagés sur toute la durée d'investissement, il n'existe pas de marché secondaire permettant de revendre des parts en cours de route. Ces fonds sont toutefois considérés comme relativement liquides en raison de leur court horizon d'investissement. Leur rendement est très élevé, de l'ordre de 20 % voire davantage. On comprend dès lors l'attrait qu'ils exercent auprès d'investisseurs institutionnels pourtant soumis à de fortes contraintes prudentielles comme les fonds de pension. Confrontés à une demande potentiellement explosive de pensions de retraite, ces derniers cherchent à améliorer leurs performances en allouant une faible part de leurs capitaux vers des produits à risque.

Largement en tête des gestionnaires de ces fonds sélectifs figure le groupe new-yorkais Blackstone, leader mondial de l'investissement immobilier avec des actifs d'une valeur globale de 49 milliards de dollars (biens immobiliers et dettes). Outre des fonds de pensions, ce groupe compte comme clients des fonds souverains, des groupes financiers (banques, compagnies d'assurances) ainsi que diverses institutions publiques et privées – y compris académiques –, pour lesquels ces investissements alternatifs entrent dans le cadre d'une stratégie d'allocation globale des capitaux. Le dernier fonds en date, Blackstone Real Estate Partner VII, est parvenu à at-

tirer une participation du gouvernement chinois – par le biais du CIC <sup>(52)</sup> – à hauteur de 3 milliards de dollars <sup>(53)</sup>, soit 10 % du montant levé. Bien que focalisé sur des actifs nord-américains, ce gigantesque fonds investit également en Asie. Il va de soi que l'importante participation du gouvernement chinois facilite considérablement l'accès au foncier en Chine pour le groupe américain.

Blackstone est présent en Asie depuis 2007. S'il investit dans des entreprises en difficulté ou des portefeuilles de créances douteuses en Inde, en Australie et au Japon, ce n'est pas le cas en Chine où son intervention prend la forme d'opérations d'aménagement de grande envergure. À cet effet, il s'associe en joint-venture à des promoteurs hongkongais ou chinois en couvrant divers secteurs de l'immobilier (bureau, résidentiel, logistique). Ses projets tentent généralement de tirer bénéfice de nouvelles infrastructures de transport dans des aires périphériques de villes de catégorie 2 ou 3. Ainsi, son opération phare est un grand complexe d'affaires dans la zone portuaire orientale de Dalian, monté en partenariat avec le groupe hongkongais Great Eagle Holdings pour une valeur de 630 millions de dollars. Pour un groupe comme Blackstone, tous les stades des cycles immobiliers sont prometteurs de hauts rendements : les phases haussières apportent des plus-values foncières sur des opérations neuves, les phases baissières offrent l'occasion de racheter à peu de frais les portefeuilles des opérateurs immobiliers en difficulté. La crise du secteur résidentiel chinois est à cet égard un nouvel eldorado pour les fonds opportunistes. Ironie du sort, de tels fonds appartenant aux banques d'investissement américaines ont été éliminés par la débâcle des *subprime mortgage*. C'est le cas pour Lehman Brothers et City Bank, ainsi que pour Merrill Lynch dont tous les avoirs en Asie ont été cédés en 2010 à Blackstone pour une valeur totale de 4,5 milliards de dollars <sup>(54)</sup>.

Pour autant, les concurrents ne manquent pas en Asie. Cette région attire les grands investisseurs institutionnels en raison de son exceptionnel dynamisme. Parmi les trente plus importants gestionnaires mondiaux de *equity funds* immobiliers (ceux recensés dans le palmarès du PERE30 <sup>(55)</sup>), huit détiennent des « plateformes » <sup>(56)</sup> d'investissement en Asie agrégeant une douzaine de fonds au total <sup>(57)</sup>. Rares sont les fonds exclusivement dédiés à un seul pays, mais la Chine est impliquée dans presque toutes les plateformes pan-asiatiques. On retrouve ici les groupes JLL et CBRE au sein des

50. JLL, « The Role of Private Equity in Real Estate Markets in Asia Pacific », octobre 2011, p. 3. Ce chiffre inclut les groupes chinois cotés à la bourse de Hong Kong, très largement majoritaires. Dans le cas du Japon, les montants sont respectivement de 256 et 581 milliards de dollars, et de l'Australie de 136 et 177 milliards.

51. Il existe deux catégories d'entreprises immobilières cotées : les groupes de promotion immobilière et les fonds d'investissement REITs. En raison des forts contrôles sur les capitaux en Chine, les promoteurs chinois choisissent de s'introduire en bourse à Hong Kong (le chiffre cité dans le texte prend en compte les capitaux de ces groupes).

52. China Investment Corporation (CIC) est une entreprise publique créée en 2007 pour placer à l'étranger les 70 milliards de réserves de change de la Chine. Son premier geste fut d'investir 3 milliards de dollars dans le fonds *private equity* de Blackstone.

53. *Asia Times*, 2 septembre 2007.

54. Merrill Lynch s'est replié sur l'Amérique du nord et l'Europe. Ses avoirs en Asie comprenaient un fonds opportuniste immobilier de 2,7 milliards de dollars et un portefeuille de bilan de 1,8 milliards.

55. Private Equity Real Estate. Le PERE 30 classe les gestionnaires dans l'ordre d'importance des montants de capitaux levés au cours de la période 2007-2012. Source : PERE 30 « PERE's ranking of the 30 largest private equity real estate firms in the world », mai 2011.

56. Série de fonds.

57. Les huit gestionnaires du PERE 30 intervenant en Chine sont Blackstone (monde, multisectoriel), Tishman Syper (Chine, résidentiel), JLL (Asie, multisectoriel), MGPA (Asie, commercial), CBRE (Asie multisectoriel, Chine multisectoriel), Angelo Gordon (Asie, multisectoriel), AEW Global, Hines (Chine-Russie multisectoriel, Chine industriel et hôtellerie). Source : sites internet des gestionnaires.

Tableau 1 – Caractéristiques de l'immobilier indirect en Chine

	<i>Equity funds</i> immobiliers	Fonds immobiliers non cotés	Fonds immobilier cotés (REITs)
Catégorie de fonds	Privé	Privé	Public
Type d'investisseur	Grands investisseurs institutionnels	Investisseurs institutionnels	Investisseurs institutionnels et particuliers
Catégorie de villes privilégiées	Catégories 2 et 3	Catégories 1 et 2	Catégories 1 et 1,5
Origine des gestionnaires de fonds	US et Asie-Pacifique, dont Chine	Singapour, Hong Kong, Australie	Singapour, Hong Kong
Type d'actif	Biens immobiliers, entreprises, multisectoriel	Biens immobiliers, spécialisation sectorielle	Biens immobiliers, spécialisation sectorielle
Stratégie	Opportuniste	<i>Value-added, core plus</i>	<i>Core</i>
Rendement	Autour de 20%	Autour de 10%	Autour de 5%
Risque	Élevé	Moyen	Faible
Horizon d'investissement	4-5 ans	7-10 ans	Long terme
Liquidité	Illiquide pendant la période	Liquidité restreinte	Totalement liquide
Opacité	Très opaque	Opaque	Transparent
Volatilité	Faible	Faible	Moyenne

Source : Recherches menées par l'auteur

grands gestionnaires d'*equity funds* opportunistes. CBRE se distingue tout particulièrement par sa large palette de fonds asiatiques qui couvre toutes les catégories de couples rendement/risque. Un autre gestionnaire de fonds mondial s'étant récemment imposé en Chine est Angelo Gordon. Cet opérateur new-yorkais est parvenu à acquérir de vastes emprises foncières dans les plus grandes villes chinoises (Canton, Shanghai, Tianjin) pour y réaliser des opérations d'aménagement. Son deuxième fonds d'investissement opportuniste en Asie est principalement dédié à la Chine avec une grande ouverture sectorielle.

Aux côtés des grands gestionnaires du palmarès PERE 30, tous étasuniens à une exception près<sup>(58)</sup>, certains opérateurs d'Asie-Pacifique gèrent également des fonds opportunistes dans la région. Deux groupes australiens, Macquarie et Goldman, ont créé une *joint venture* «Macquarie Goodman Asia» basée à Hong Kong pour développer un fonds spécialisé dans l'immobilier industriel en Chine. Les groupes singapouriens CapitaLand et ARA utilisent des fonds opportunistes comme incubateurs («CapitaMall Development» et «CapitaMall incubator» pour CapitaLand et «Asia Dragon Fund» pour ARA) afin de constituer des portefeuilles immobiliers qu'ils cèdent ensuite à leurs autres fonds *core* ou *value-added* (fonds non cotés ou REITs, voir plus loin).

Mais le plus engagé dans l'investissement opportuniste en Chine est le gestionnaire de fonds Harvest Capital, filiale entièrement détenu par le préminent conglomérat chinois China Resources Group. Harvest Capital gère quatre fonds opportunistes exclusivement centrés sur la Chine – parmi lesquels l'un est dédié à des investisseurs musulmans<sup>(59)</sup> – totalisant 1,38 milliard de dollars, dont 80 % des détenteurs de parts résident hors du pays. Là encore, une stratégie multisectorielle est poursuivie, limitée aux plus grandes agglomérations urbaines. Grâce aux relations privilégiées qu'il entretient avec les autorités chinoises, Harvest Capital affiche des performances supérieures à celles de ses concurrents étrangers. Il a ainsi enregistré un taux de rendement de 30 % en un peu plus d'un an entre 2010 et 2011 pour le rachat de quatre portefeuilles de galeries commerciales<sup>(60)</sup>.

### Les fonds immobiliers non cotés et les REITs

Dès que l'on passe à une catégorie d'investissement moins risqué, de type *value-added, core plus* ou *core*, on constate un net changement dans la composition des portefeuilles d'actifs. Ceux-ci sont plus spécialisés, se composant exclusivement de bien immobiliers (série d'immeubles ou fractions d'immeubles) ancrés dans des secteurs bien distincts (résidentiel, bureaux, commerces) mais souvent d'envergure pan-asiatique. Hormis quelques exceptions (CBRE, Macquarie) les gestionnaires de ces fonds sont affiliés à de grands groupes singapouriens et dans une moindre mesure hongkongais, et bénéficient de relations privilégiées avec les autorités chinoises. D'importantes différences distinguent cependant les fonds immobiliers selon qu'ils sont cotés ou non (tableau 1).

Les fonds non cotés (*unlisted funds*) s'adressent aux investisseurs institutionnels de toutes tailles ainsi qu'aux particuliers aisés, susceptibles d'effectuer une mise de fonds de l'ordre d'un demi-million de dollars. Il ne s'agit plus ici de tirer parti d'un effet d'aubaine en prenant des risques, mais de placer son capital dans des portefeuilles d'actifs offrant de bons rendements et détenus à moyen et long terme. On attend de ces fonds non cotés les mêmes performances que l'investissement dans l'immobilier direct sans avoir à investir d'importants capitaux. Parmi les placements à risque mesuré, l'immobilier direct est en effet celui dont les performances sont les moins corrélées avec celles des autres actifs financiers. Il a donc la capacité d'accroître les performances globales de portefeuilles composés de diverses catégories d'actifs. Mais c'est aussi celui qui immobilise le plus lourd investissement en capital, c'est pourquoi les investisseurs tendent désormais

58. Le seul gestionnaire du PERE30 à ne pas avoir de siège aux États-Unis est MGPA, basé à Londres et Singapour.

59. Il s'agit du fonds «Al-Rhaji China Real Estate Growth Fund» d'un montant de 500 millions de dollars.

60. Property Investor of the year, *The Asset Magazine*, [www.harvestcapital.com.hk/en/index.php](http://www.harvestcapital.com.hk/en/index.php) (consulté le 9 décembre 2012).

**Tableau 2 – Principaux groupes sponsors de fonds d'investissement immobilier détenant des propriétés en Chine**

Catégories de fonds	Fonds américains (PERE 30), groupes sponsors	Fonds singapouriens	Fonds hongkongais	Fonds australiens	Fonds chinois
Fonds opportunistes	Blackstone Lassalle (JLL) CBRE Angelo Gordon Hines Int'l AEW Global	Capitaland	Cheung Kong (ARA)	Macquarie	China Resource (Harvest Capital)
Fonds <i>value added</i>	CBRE	Keppel Land (fonds fermé) Capitaland Ascendas	Cheung Kong (ARA)		
Fonds <i>Core plus</i>	CBRE	Capitaland Ascendas Pacific Star	Cheung Kong (ARA)		
REITs		Ascendas	Cheung Kong (ARA)		Yue Xiu (coté à Hong Kong)

Source : Recherches menées par l'auteur

à s'en détourner au profit de prises de participation dans des fonds d'investissement. Ces fonds immobiliers non cotés sont cependant aussi opaques et peu liquides que les *equity funds*, les parts n'étant souvent cessibles qu'au terme de plusieurs années à condition de trouver un repreneur.

Or, les investisseurs institutionnels sont de plus en plus friands de liquidité<sup>(61)</sup>. Cela tient à plusieurs facteurs, dont le décalage croissant entre l'évolution des cycles de vie et la maturité des instruments d'épargne des fonds de pension<sup>(62)</sup> et la nécessité d'arbitrer en permanence entre les divers instruments financiers pour améliorer les performances.

Pour ces raisons, des fonds immobiliers cotés se sont développés en Asie à partir du début des années 2000. Nommés REITs (Real Estate Investment Trusts), ils sont accessibles à tout type d'investisseur et sont très liquides en tant que titres négociables quotidiennement en bourse. L'introduction de REITs dans un pays impose l'adoption d'une législation complexe et contraignante, l'enjeu étant d'éviter aux petits épargnants d'être victimes d'agissements spéculatifs. Une obligation de publicité régulière des performances des portefeuilles est requise, qui accroît fortement la transparence des fonds. Ceux-ci sont rendus d'autant plus attractifs que les investisseurs perçoivent des dividendes chaque année et peuvent bénéficier d'avantages fiscaux sous certaines conditions.

Les REITs relèvent de la catégorie *core* car leurs portefeuilles immobiliers présentent le risque le plus faible : immeubles de qualité, investissement long terme (non spéculatif), localisation centrale dans les villes de première catégorie. Tout comme les fonds non cotés, ils sont spécialisés dans divers secteurs de l'immobilier de façon à permettre aux investisseurs d'effectuer leurs arbitrages en fonction des profils risque / rendement et des dynamiques spécifiques aux divers secteurs industriels. Seul le résidentiel n'est pas représenté au sein des fonds REITs<sup>(63)</sup> – sauf sous la forme particulière des résidence-services relevant de l'hôtellerie –, en raison du coût élevé de gestion des immeubles qui grèvent les rendements.

Si les REITs offrent la liquidité très recherchée, ces titres présentent de plus faibles rendements mais aussi une plus forte volatilité que les autres du fait des transactions quotidiennes dont ils sont l'objet. Il s'ensuit une « décorrélation » avec les autres produits financiers moindre que dans le cas des fonds non cotés. Mais beaucoup d'investisseurs institutionnels privilégient

ces titres pour le bon compromis qu'ils offrent entre les actions d'entreprises, trop volatiles, et l'immobilier non coté, trop peu liquide. D'autres font le choix de s'exposer sur les deux catégories de fonds immobiliers, cotés et non cotés, considérant qu'ils entrent en complémentarité.

Quatre grands groupes régionaux interviennent en Chine avec des fonds immobiliers non cotés et des REITs : Capitaland, Mapletree, Keppel land et ARA.

Le conglomérat Capitaland est le premier opérateur étranger sur le continent chinois avec 120 projets dans 40 villes. La majeure partie de son portefeuille relève de l'investissement immobilier direct, exploité par deux de ses filiales, CapitaMalls Asia (immobilier commercial) et Capitaland China Holdings (autres secteurs immobiliers). Mais le groupe gère également plusieurs fonds d'investissement couvrant toutes les catégories de risque. L'un d'eux est spécifiquement en charge de cinq opérations « Raffle City » sur les sept aménagées par Capitaland. Ces grands complexes multifonctionnels intravertis, d'une surface souvent de plus de 200 000 mètres carrés, sont véritablement conçus comme des « villes dans la ville ». Implantés dans les plus grandes agglomérations chinoises, ils sont de grands marqueurs identitaires urbains, porteurs de « qualité de vie et de *business value* ». Chaque complexe fait l'objet d'un design spécifique signé d'un architecte de renommée internationale. Une grande variété caractérise donc la composition des projets, mais partout sont invariablement déclinés les secteurs d'intervention immobilière de Capitaland : bureaux, distribution, résidence-services, hôtellerie. Outre le portefeuille des cinq opérations « Raffle City », la filiale Capitaland Financial gère un fonds immobilier non coté – issu de l'un de ses fonds opportunistes – ainsi que deux fonds REITs : l'un dédié spécifiquement dédié à la Chine, composé de neuf grands *shopping malls* dont quatre à Pékin; l'autre, géré par sa filiale d'immobilier hôtelier (en charge également des résidences-services) d'envergure pan-asiatique, qui comprend quatre hôtels dans les villes de première catégorie.

61. José Corpataux, Olivier Crevoisier, « Increased Capital Mobility/Liquidity and its Repercussions at Regional Level: some Lessons from the Experiences of Switzerland and UK », *European and Urban Regional Studies*, vol. 4, n° 12, 2005, p. 315-334.

62. Ewald Engelen, « The Logic of Funding European Pension Restructuring and the Dangers of Financialisation », *Environment and Planning A*, vol. 35, 2003, p. 1357-1372.

63. Très rares sont les fonds REITs qui investissent dans l'immobilier résidentiel. Le Japon et les États-Unis font à cet égard figure d'exception.

Autre groupe singapourien d'envergure, Mapletree est également très impliqué dans l'immobilier direct en Chine, avec une spécialisation dans l'aménagement de parcs technologiques. Son intervention financière s'y effectue par le biais d'un fonds non coté et un fonds REIT. Le premier, de nature opportuniste / *value-added* privilégie les pays émergents d'Asie (« Mapletree India China Fund ») et comprend cinq grands complexes urbains en Chine équivalents aux « Raffle cities » dans des villes de première et seconde catégories. Quant au fonds REIT, il est spécialisé dans la logistique (« REITs Mapletree Logistic Trust »). Il gère plus d'une centaine de propriétés dont six entrepôts en Chine, majoritairement à Shanghai.

Parmi les majors singapouriens de l'immobilier, le groupe Keppel Land est le moins présent en Chine. Sa filiale Alpha Investment Partners gère un fonds détenant quelques grandes propriétés résidentielles, hôtelières et commerciales dans de grands centres urbains chinois.

À la différence des groupes précédents, ARA Asset Management est un pur gestionnaire de fonds. Coté à la bourse de Singapour, ce groupe est en réalité affilié au conglomérat immobilier hongkongais Cheung Kong, dirigé par le tycoon Li Ka-shing, neuvième fortune mondiale et première d'Asie<sup>(64)</sup>. Avec ses 16 fonds, ARA est le seul gestionnaire asiatique frôlant le classement au PERE 30. Parmi les cinq REITs qu'il gère, Hui Xian, coté à Hong Kong, est l'unique REIT étranger entièrement dédié à la Chine, libellé de surcroît en RMB pour faire profiter aux investisseurs de l'internationalisation de la monnaie chinoise<sup>(65)</sup>. Contrairement aux autres REITs qui cherchent à limiter le risque en répartissant leurs propriétés sur un grand nombre de sites, Hui Xian concentre son portefeuille d'actifs en seulement deux endroits : au centre de Pékin avec le complexe « Oriental Plaza » (plusieurs tours de bureaux, résidence-services, *shopping malls* et hôtel), et à Shenyang avec l'hôtel Sheraton Lido. Dans les deux cas, la propriété du sol et des bâtiments, estimée à 5,2 milliards de dollars<sup>(66)</sup> fin 2011, est détenue localement par un opérateur chinois en JV avec le groupe ARA. Cette concentration atypique sur deux seuls sites s'explique par le resserrement de la réglementation envers l'investissement étranger dans l'immobilier titrisé depuis la crise des *subprime mortgage*, qui pénalise l'acquisition de nouvelles propriétés par des fonds REITs.

Les bonnes performances enregistrées par les différents fonds d'investissement vont drainer un nombre croissant de capitaux financiers vers la Chine au cours de ces prochaines années. La valeur globale de l'immobilier institutionnel dans ce pays, actuellement de 1 900 milliards de dollars (7 % de la valeur mondiale) pourrait selon certaines estimations atteindre 9 700 milliards au cours de la prochaine décennie<sup>(67)</sup>. Non seulement les investisseurs institutionnels des pays industrialisés occidentaux seront plus nombreux à souhaiter prendre part à ce marché en cours de maturation (ceux issus des États-Unis prenant position en Asie représentent actuellement 47 % et ceux d'Europe 34 %<sup>(68)</sup>), mais leurs homologues asiatiques vont monter en puissance et vouloir eux aussi accroître leur participation. Or, des obstacles vont se dresser sur ce chemin. L'expérience de ces dernières années montre que les capitaux financiers ne trouvent pas toujours à se placer faute d'offre suffisante dans les segments supérieurs de l'immobilier. Selon une estimation de JLL, sur les 22 milliards de dollars levés à l'étranger par les fonds privés entre 2007 et 2010 pour une allocation en Chine (*equity funds* ou fonds immobiliers non cotés), seuls 9,2 milliards avaient fait l'objet de transaction en fin de période<sup>(69)</sup>. Les autorités chinoises s'efforcent donc d'accélérer la production d'immobilier institutionnel en stimulant l'activité des promoteurs chinois. D'ores et déjà, des champions nationaux de l'immobilier ont émergé. Des groupes

comme Vanke, Evergrande, Poly Real Estate et Wanda ont montré leur capacité à rivaliser avec les promoteurs hongkongais et singapouriens. Mais leur expansion est freinée par leurs difficultés à obtenir du crédit auprès des banques nationales. Ils doivent donc autant que possible avoir recours à des capitaux financiers. Pour l'heure, le lancement de REITs est encore bloqué par l'inadéquation du système fiscal et la fragmentation des pouvoirs administratifs concernés. Plusieurs promoteurs chinois ont tenté de contourner l'obstacle en lançant des fonds titrisés à la bourse de Hong Kong, mais un seul y est parvenu : le groupe immobilier Yue Xiu. Ancienne entreprise d'État, ce groupe cantonnais a créé le REITs GZI auquel il a cédé un lot de six immeubles de bureaux et galeries commerciales à Canton. C'est à ce jour l'unique REIT détenu par une entreprise chinoise du continent, mais il n'est pas impossible que des réglementations locales soient prochainement établies dans les plus grandes villes, à commencer par Shanghai, pour lancer des expérimentations de titrisation immobilière (tableau 2).

## Conclusion

Avec l'expansion du capital financier dans la production urbaine, c'est une nouvelle carte de la Chine qui se dessine. À la différence des géographes qui observent l'émergence de continuums urbains structurés par des axes majeurs de transport, mégapoles ou *city clusters*, les investisseurs étrangers ont une lecture discrète du phénomène d'urbanisation, bornée par les limites des pouvoirs municipaux avec lesquels se négocient l'accès à la ressource foncière et les règles de construction. Cette lecture sert de support à une stratification des fonds d'investissement selon les profils de rendement/risque, les fonds opportunistes de court horizon s'aventurant sur les fronts pionniers en progressant vers l'ouest, tandis que l'investissement de long terme renforce les marchés existants dans les cœurs des agglomérations à mesure de leur maturation.

Le découpage de l'espace national au service de l'investissement immobilier est établi par des sociétés internationales de conseil établies localement, dont les capacités de veille sur l'immobilier local et de support aux investisseurs étrangers s'accroissent à mesure qu'elles renforcent leurs services aux entreprises chinoises. Ces acteurs jouent un rôle facilitateur incontournable pour l'ancrage du capital financier issu des fonds d'origine nord-américaine – sous la forme institutionnelle de la JV – dont une grande partie visent des stratégies de court-terme à haut rendement (fonds opportunistes). Il en va différemment des fonds d'investissement des acteurs gérés par les acteurs régionaux, généralement à plus long terme (*value added* ou *core plus*) qui bénéficient de *guanxi* entretenus de long terme avec les autorités de Chine continentale et trouvent à ce titre des solutions plus aisées d'accès au foncier. Si certains de ces fonds s'inscrivent dans la gamme opportuniste, ils sont généralement conçus comme amorce pour un investissement de plus long terme.

64. *Forbes* « The World's Billionaires », 2012.

65. Michel Aglietta, « Internationalisation de la monnaie chinoise », *Perspectives chinoises*, n° 3, 2011, p. 84-88.

66. Valeur en décembre 2011, taux de change en décembre 2012.

67. Selon une estimation en hypothèse haute de l'APREA, think tank regroupant les fonds d'investissement d'Asie Pacifique. Source : APREA, « The Benefit of an Allocation to Asian Real Estate for Institutional Investors », novembre 2011, p. 39.

68. APREA, *ibid.*, p. 40.

69. Jones Lang LaSalle, « The Role of Private Equity in Real Estate Markets in Asia Pacific », octobre 2011, p. 3.

La pénétration des capitaux financiers au sein des espaces urbains tend à exacerber le phénomène de fragmentation et de spécialisation fonctionnelle des quartiers qui se surimpose à la morphologie cellulaire hétérogène de la ville maoïste. Ce processus de différenciation de l'espace est encouragé par des stratégies publiques entrepreneuriales, poursuivant les revenus financiers et le prestige à l'échelle locale. Il s'ensuit une standardisation des projets urbains, à la fois programmatique et formelle, selon des référents exogènes qui favorisent l'expansion des multinationales et transforment les modes de vie et de consommation.

Si la financiarisation de l'immobilier chinois a relevé jusqu'ici de filières dominées par des groupes étrangers, les opérateurs nationaux ont déjà commencé à pénétrer ce secteur avec succès ainsi qu'en attestent les bonnes performances des fonds opportunistes du groupe Harvest Capital. Le parc immobilier institutionnel étant sous-développé en Chine, les perspectives d'ex-

pansion du capital financier dans ce secteur sont immenses. À mesure que les marchés immobiliers gagneront en maturité, les gestionnaires de fonds étrangers seront plus nombreux à intervenir, mais ils pourraient être vite confrontés à la montée en puissance de compétiteurs nationaux que la persistance du marché foncier dual et des obstacles réglementaires rendraient plus redoutables encore. Quels que soient les équilibres qui en résulteront, l'immobilier chinois attirera à n'en pas douter des flux croissants d'investissement institutionnel de l'étranger, issus notamment de fonds de pension drainant l'épargne de sociétés vieillissantes occidentales et orientales.

■ **Natacha Aveline-Dubach est directeur de recherche CNRS au Laboratoire Géographie-Cités, (université Paris 1/Paris 7).  
Université Paris 1/Paris 7, 13 rue du Four, 75006 Paris  
(aveline@jp.cnrs.fr).**