



HAL
open science

L'articulation des marchés fonciers et immobiliers à l'heure de la financiarisation

Natacha Aveline-Dubach

► **To cite this version:**

Natacha Aveline-Dubach. L'articulation des marchés fonciers et immobiliers à l'heure de la financiarisation. *La revue foncière*, 2017, 19, pp.6-9. halshs-02308511

HAL Id: halshs-02308511

<https://shs.hal.science/halshs-02308511v1>

Submitted on 8 Oct 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Un nouveau défi pour la recherche

L'articulation des marchés fonciers et immobiliers à l'heure de la financiarisation

La classique théorie du « compte à rebours », rend mal compte des phénomènes de grande ampleur qui secouent, à travers le monde, les marchés immobiliers et fonciers.

En 1993, l'ancienne Association des études foncières (Adef) publiait un ouvrage intitulé *L'Articulation du foncier et de l'immobilier*. Rassemblant des contributions de chercheurs et de praticiens de l'urbanisme, ce livre interrogeait les liens de causalité entre les deux marchés, en questionnant notamment l'approche du « compte à rebours promoteur » conceptualisée par Christian Topalov. Il en ressortait le constat d'une grande diversité de ces dynamiques, contingentes entre autres au type de foncier considéré, à la nature des projets de construction, à la capacité financière des acteurs privés locaux, à l'arsenal réglementaire encadrant le droit du sol et au mode d'action foncière publique. Autrement dit, le fort ancrage institutionnel des marchés fonciers et immobiliers faisait obstacle à toute tentative de théorisation surplombante du processus de formation des prix.

Au cours des vingt années qui se sont écoulées depuis la publication de ce livre, les marchés fonciers et immobiliers ont connu une transformation majeure de leur environnement sous l'effet de l'expansion internationale de la finance de marché. Selon l'expression de Vincent Renard, l'immobilier a été « saisi » par la finance¹. Il a été rendu plus liquide par des formules découplant la propriété du sous-jacent immobilier (actions de SIIC, parts dans des fonds d'investissement, des « fonds de fonds »,

etc...). Dans le même temps, la finance a connu elle-même une profonde recomposition avec la centralisation de l'épargne aux mains des investisseurs institutionnels. Ces intermédiaires financiers de diverse nature (fonds de pension, fonds de placements collectifs, sociétés d'assurances, banques gestionnaires de fonds...) contrôlent une masse croissante de capitaux constitués de profits non réinvestis des entreprises, de revenus non consommés des ménages (et leurs retraites par capitalisation), et d'une partie des excédents de la balance commerciale des états. Ils allouent une partie de ces capitaux à l'immobilier, pour réduire leurs risques sur les autres véhicules (actions, obligations...) et améliorer ainsi la performance de leurs portefeuilles d'actifs.

Ce processus de financiarisation de l'immobilier est loin de toucher de façon homogène l'espace bâti dans le monde. L'aversion au risque pousse les investisseurs institutionnels à privilégier les marchés immobiliers des régions les plus riches où la propriété fait l'objet d'un fort encadrement législatif : Amérique du Nord, l'Europe de l'Ouest et l'Asie Pacifique. Selon une estimation de DTZ (2015), seul 25 % en moyenne du stock immobilier de ces régions est considéré comme potentiellement « investissable ». Le reste est soit déjà sous contrôle d'investisseurs (38 %), soit considéré comme non pertinent en raison de la mauvaise qualité des constructions ou de leur usage. D'importants écarts s'observent toutefois selon les pays. La Chine présente

le plus faible potentiel investissable (18 %) et l'Allemagne le plus important (59 %), la France se situant entre les deux.

En dépit de ses grandes disparités géographiques, la financiarisation de l'immobilier transforme partout les modes de production de la ville et modifie les stratégies des acteurs des marchés. Par exemple, au Japon où la seule composante foncière des biens immobiliers était jugée valorisable, face aux constructions « jetables » (reconstruites, traditionnellement, tous les 30-40 ans), la diffusion de l'approche anglo-saxonne axée sur le rendement immobilier a transformé le regard des investisseurs locaux. Ceux-ci tiennent compte, désormais, de la qualité intrinsèque des bâtiments en tant qu'élément constitutif de la valeur des biens². Le processus de financiarisation a ainsi pour effet de recentrer la focale sur l'immobilier, et en conséquence d'y « dissoudre » le foncier³ par le jeu des contrats complexes qui organisent la dématérialisation des droits de propriété.

L'accent porté sur l'immobilier se marque par la standardisation des données immobilières destinées à favoriser les arbitrages des investisseurs en vue des diverses allocations géographiques et sectorielles de leurs placements. Même dans le cas où les fonds d'investissement ciblent des plus-values foncières, que ce soit par des stratégies de marchand de biens ou des projets immobiliers dans des pays émergents, ces profits s'expriment là encore en termes de « rendement immobilier ». Un tel brouillage des frontières entre foncier et immobilier devrait inciter à retravailler la compréhension de l'articulation entre ces deux marchés. Or, c'est tout le contraire qui se produit. Plus que jamais, la recherche se trouve clivée entre les recherches foncières et les recherches immobilières.

Les travaux scientifiques sur le foncier, on le sait, ont contribué à la naissance de

l'économie politique au XVIII^e siècle⁴. Dans les régimes productifs d'alors, dominés par l'agriculture, la détermination des valeurs foncières était cruciale pour aider à concevoir des outils redistributifs basés sur la taxation des terres. Avec l'industrialisation et l'urbanisation, les marchés fonciers ont pris de l'envergure au point de devenir des foyers de crises économiques mondiales, et pourtant les économistes ont déserté le terrain. Sous la dominance du courant néo-classique s'est imposée une nouvelle conceptualisation du foncier, désencastrée du contexte institutionnel, qui fait du sol une marchandise ordinaire, régie par l'équilibre newtonien de l'offre et de la demande. Dans le même temps, les deux paradigmes historiques de la rente foncière, l'économie thunénienne⁵ (dite « économie urbaine ») et néo-marxienne, ont montré les limites de leur valeur heuristique. La première a élaboré une vision « hors sol » de la ville, ignorante de la matérialité physique de la fabrique urbaine et de la dimension institutionnelle des marchés fonciers. Quant à la seconde, elle a fait de la « valeur travail » un horizon indépassable pour la compréhension des processus de valorisation foncière. Les grands courants institutionnalistes ayant émergé plus récemment ne se sont pas plus saisis de la question foncière. Si l'École de la Régulation a livré des apports majeurs sur les nouveaux modes d'accumulation du capital⁶, et si elle a engendré de nouvelles façons d'appréhender la création de valeur, notamment au prisme des « conventions » ou croyances partagées sous-tendant les stratégies des investisseurs⁷, son approche est demeurée pour l'essentiel a-spatiale et confinée à la finance. La nouvelle économie politique

des « communs » (Elinor Ostrom⁸), issue comme les théories de la rente de la problématique foncière – les terrains communaux –, a en revanche porté son attention sur des objets ancrés dans des territoires (eaux de bassin-versants, parcs, terres agricoles, monuments...) mais fait peu de cas des sols urbains, bien qu'elle donne lieu à d'intéressantes formes d'opérationnalisation comme les *Land Trusts* ou les organismes de foncier solidaires en France⁹.

D'autres disciplines des sciences sociales comme la géographie et la sociologie se sont saisies de la question foncière. Les *land studies* visibles dans les revues internationales se développent surtout dans les pays du Sud, dans des territoires marqués par un fort enclassement institutionnel des marchés fonciers – autrement dit là où les conditions de tenure, d'accès et d'usage des sols sont des éléments indispensables à la compréhension des rapports sociaux et des dynamiques territoriales. C'est le cas notamment en Afrique, en Amérique latine, et dans certains pays d'Asie comme l'Inde ou la Chine. Du fait de la transition urbaine dans ces pays, les travaux qui se consacraient traditionnellement à l'accaparement des terres rurales (*land grabbing*, acquisition de grandes étendues de terrains agricoles par des compagnies transnationales ou gouvernementales) tendent à se tourner vers des problématiques de marchandisation des sols et de spéculation dans un cadre urbain. Cependant, si ces recherches s'intéressent aux stratégies des acteurs immobiliers, elles conservent leur prisme de *land grab* en se focalisant sur les manœuvres d'accaparement du foncier par ces acteurs, et sur l'éviction des pauvres et les phénomènes de gentrification qui en résultent¹⁰.

En France, nous avons connu une « traversée du désert » des études foncières →

2 Natacha Aveline-Dubach, « New patterns of property investment in "post-bubble" Tokyo : the shift from land to real estate as a financial asset », in N. Aveline-Dubach, S.C. Jou, and H.H. Hsiao (dir.), *Globalization and new intra-urban dynamics in Asian cities*, National Taiwan University Press, Taipei, 2014, p. 265-294 (accessible en ligne).

3 Éric Denis, « Financiarisation du sol et expansion rapide des villes des pays en forte croissance », 3^e journée du PNRU, 1^{er} février 2016.

4 Jean-Louis Guigou, *La Rente foncière, les théories et leur évolution depuis 1650*, Paris, Economica, 1982.

5 Johann Heinrich von Thünen (1783-1850), auteur en 1826 d'un ouvrage sur « l'agriculture et l'économie nationale » qui ajoute une dimension spatiale à la théorie de la rente foncière foncière agricole de Ricardo (ndlr).

6 Notamment : François Chesnais (dir.), *La mondialisation financière : genèse, coût, enjeux*, Paris, Syros, 1996 ; Robert Boyer, « Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis », *Economy and Society*, 29, 1, 111-145, 2000 ; Michel Aglietta et Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004.

7 André Orléan, *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1989.

8 Elinor Ostrom, *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge University Press, 1990.

9 Vincent Le Rouzic, « Community Land Trust » (organisme foncier solidaire), in *Le Dictionnaire des communs*, Marie Cornu-Volatron, Fabienne Orsi, Judith Rochfeld (dir.), Quadriga « dicos poche », p. 263-268, 2017.

10 Griet Steel, Femke van Noorloos, Christien Klaufus, « The urban land debate in the global South: New avenues for research », *Geoforum*, 83, p. 133-141, 2017.

→ au cours des années 1990-2010, après l'essoufflement des théories de la rente et de leurs dérivés. À telle enseigne que Clotilde Buhot concluait, dans un rapport de l'Adef en 2012 sur les travaux fonciers en France, « *la question foncière est ignorée car elle ne correspond pas [ou plus ?] à une entrée classique* »¹¹. Un renouveau des réflexions théoriques sur le foncier s'observe néanmoins depuis quelques années, notamment sous l'impulsion du Réseau des jeunes chercheurs du foncier (pour beaucoup issus de formations en géographie de l'aménagement), renouveau nourri également d'approches empiriques au travers des initiatives de l'association « Fonciers en débat » (FED) qui collabore à cette revue, et du comité (« Foncier en développement ») de l'Agence française de développement.

Du fait du primat de l'immobilier dans la construction des marchés par l'investissement institutionnel, les recherches immobilières ont connu d'importants développements au cours des deux dernières décennies. Sous la houlette des cabinets internationaux de conseil en immobilier et d'organisations comme le *Royal Institute of Chartered Surveyors* (RICS), les normes d'évaluation des biens basées sur l'approche financière (notamment l'usage de la méthode *Discounted Cash Flow*) ont été diffusées sur tous les continents, contribuant à la production de bases de données immobilières harmonisées à l'échelle planétaire. Ces informations, rendues facilement accessibles par l'essor des technologies d'information et de communication – moyennant souvent une tarification élevée – ont contribué au déploiement de l'économie immobilière. Des économistes financiers se sont saisis de ces données pour appliquer leurs modèles économétriques à l'immobilier, développant un nouveau courant de littérature en finance immobilière. Toutefois leur approche consiste pour l'essentiel à évaluer les performances des portefeuilles d'actifs en fonction de la stratégie d'allocation de capitaux dans l'immobilier. Elle repose sur l'idée, basée sur la théorie moderne du portefeuille de Markovitz, que la diversification des actifs optimise la gestion des placements en réduisant le risque d'investissement. L'immobilier est réputé apporter une sécurité supplémentaire car ses performances sont déconnectées de celles des autres véhicules financiers. Aussi,

¹¹ Clotilde Buhot, « Démythifier le foncier, état des lieux de la recherche », ADEF, avril 2012.

grâce à la « mise en actifs » de l'immobilier opérée par la finance, les investisseurs institutionnels peuvent optimiser la gestion de leurs portefeuilles en procédant à une diversification sectorielle et géographique de l'investissement immobilier. Ils ont le choix de démultiplier davantage encore cette diversification en modulant les couples risque/rendements : de l'investissement père de famille (« *core* ») dans des immeubles de bureaux prestigieux des grands cœurs métropolitains au positionnement risqué (« *opportunistic* ») sur des actifs dégradés ou de la promotion immobilière en pays émergent¹². Les spécialistes de la finance immobilière s'attachent à comparer les performances de ces véhicules diversifiés, en les appréhendant comme de purs produits financiers désincarnés. Leur connaissance technique de ces véhicules d'investissement sophistiqués pourrait utilement éclairer le processus d'émergence de crises financières et les mécanismes de contamination entre divers segments de la finance, mais cela supposerait de revenir sur l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers.

Face aux difficultés à saisir les logiques de l'accumulation du capital dans des économies immobilières financiarisées, la conceptualisation du « *capital swiching* » de David Harvey connaît une forte popularité depuis la crise des « *subprime mortgage* », surtout en géographie urbaine. Énoncée en 1982¹³, cette théorie est la seule à offrir un cadre d'analyse universel articulant la (re)production de l'espace urbain à la circulation du capital. Elle énonce que le capital circule d'abord dans la sphère productive jusqu'à ce qu'un processus de suraccumulation se produise, gagnant tous les secteurs de l'économie ; survient alors une crise, qui fait basculer le capital dans un circuit secondaire où il se fixe sur des éléments du cadre bâti¹⁴ servant à la production (usines, bureaux, centrales d'énergie, infrastructures de transports) ainsi qu'à la reproduction de la force

¹² Sur ces couples de rendement/risque, la nature des actifs immobiliers concernés et le niveau des risques et rendements, voir Natacha Aveline-Dubach, « Embedment of "Liquid" Capital into the Built Environment: The Case of REIT Investment in Hong Kong », *Issues & Studies*, vol. 52, n° 4, 2017.

¹³ David Harvey, *The Limits to Capital*, Oxford, Blackwell, 1982.

¹⁴ Ce terme traduit en français la notion de « *built environment* » utilisée par Harvey, qui donne une définition très large du bâti comprenant les constructions, les équipements et infrastructures.

de travail (logements, hôpitaux, écoles, équipements de loisirs etc.). Il existe également un circuit tertiaire (investissement en science et technologies, dépenses sociales dans les domaines de l'éducation et de la santé), cependant c'est la théorisation du « *capital swiching* » vers le circuit secondaire qui séduit tout particulièrement les géographes car elle inscrit l'accumulation du capital dans l'espace. Harvey se situe explicitement dans la perspective néo-marxienne de la rente, mais il est parvenu à dépasser le principal obstacle de ce paradigme, à savoir d'être fondé sur l'hypothèse de la valeur-travail.

Comment en effet, expliquer la hausse du prix du sol urbain par les seules conditions de la production dans l'industrie du bâtiment ? Christian Topalov¹⁵ s'est essayé à une telle démonstration dans les années 1970, en analysant finement la contribution respective des quatre types de rentes envisagées par Marx (différentielles I et II, absolue et de monopole). Il en a tiré des enseignements très utiles sur les modèles d'organisation et les stratégies de la promotion immobilière, laquelle connaissait alors une professionnalisation liée à l'émergence de nouveaux modes de mobilisation du capital. Toutefois, l'orthodoxie de son approche empêchait d'appréhender les logiques à l'œuvre dans la formation des valeurs foncières. En évacuant la valeur-travail, Harvey lève un obstacle majeur à la théorisation de la rente : désormais, celle-ci n'est plus une valeur résiduelle déterminée par les conditions de la production (dans le secteur immobilier pour ce qui est de la rente foncière urbaine) mais par le droit exclusif que confère la propriété foncière sur certaines portions du globe. En somme, Harvey ne conserve des quatre types de rentes envisagées par Marx que la rente de monopole, la seule dont les conditions d'échange ne sont pas fixées par la production mais par les lois néoclassiques d'équilibre offre/demande. Il définit d'ailleurs la valeur foncière selon le taux d'intérêt et les flux de revenus futurs escomptés, reprenant ainsi les déterminants utilisés par la finance immobilière. Mais l'originalité de son approche réside dans sa vision d'un capital circulant dans l'espace urbain pour satisfaire une quête constante d'accroissement de la rente¹⁶. Par

¹⁵ Christian Topalov, *Le Profit, la rente et la ville. Éléments de théorie*, Paris, Economica, 1987.

¹⁶ David Harvey, *The limits to capital, réédition*, Verso,



Maximisation de la rente foncière par l'opérateur privé JR East, dans l'agglomération de Tokyo : utilisation de l'espace sous-voie comme hôtel à proximité des parcs Disney.

© Natacha Aveline

les épisodes d'accumulation du capital dans l'espace urbain survenant lors de crises du capitalisme, la rente se trouve optimisée au moyen d'un redéploiement constant (donc temporaire) du cadre bâti – une notion que Harvey nomme « *spatial fix* »¹⁷.

On le voit, cette conceptualisation de la rente intègre le foncier et l'immobilier dans un même ensemble. Cependant, si elle renouvelle radicalement le paradigme ricardo-marxien et instaure une lecture spatiale dans l'appréhension des dynamiques de circulation du capital, elle n'en reste pas moins soumise à un prisme productif puisqu'elle conditionne l'influx de capital vers l'espace bâti à une suraccumulation dans la sphère productive (le fameux « *capital switching* » vers le circuit secondaire). Or, cela est éminemment contra factuel ; d'ailleurs cette hypothèse n'a pas fait l'objet d'administration de la preuve. Remarquons qu'elle oblitère le rôle de l'industrie immobilière, à la différence de l'approche topalovienne. Dans beaucoup de pays, l'immobilier est un pilier de l'économie nationale et à ce titre ne peut être considéré comme une activité subsidiaire à d'autres secteurs dits « productifs ».

L'Asie orientale fournit des exemples

London and New York, p. 368, 2006.

¹⁷ La notion de « *spatial fix* » a connu un très grand succès en géographie urbaine bien que la définition donnée par Harvey ne soit pas très explicite. Voir David Harvey, « Globalization and the spatial fix », *Geographische revue*, 2, p. 23-30, 2001.

caricaturaux d'économies dominées par la production immobilière, comme les « *property states* » de Singapour et Hong Kong décrits par Anne Haila¹⁸, sans parler de la Chine qui fait de l'expansion urbaine un moteur de la croissance économique¹⁹. Il a été également reproché à Harvey d'ignorer la médiation opérée par les acteurs immobiliers dans la fixation du capital financier sur les objets urbains. Selon les pays, les arrangements entre ces acteurs et les investisseurs financiers présentent des configurations très différentes, liées aux contextes locaux de gouvernance urbaine et à la nature des circuits financiers. L'essor mondial de la finance de marché a encore davantage éloigné les modes de production immobilière du modèle de Harvey. Avec la centralisation de l'épargne par l'investissement institutionnel, les flux de placement vers l'immobilier sont devenus continus et ubiquistes, bien éloignés de la représentation mécanique du « *capital switching* » confinée à l'espace national.

L'économie territoriale a fourni sur ce plan d'importantes avancées en examinant les modalités de circulation et de pénétration des capitaux financiers transnationaux dans l'immobilier, au sein de contextes urbains diversifiés. Menés initialement par les éco-

¹⁸ Anne Haila, « Real Estate in Global Cities: Singapore and Hong Kong as Property States », *Urban Studies*, vol. 37, n° 12, p. 2241-2256, 2000.

¹⁹ Natacha Aveline-Dubach, « La centralité du foncier dans le régime d'accumulation du capital en Chine », *La Revue de la régulation*, n° 21, 2017, en ligne.

nomistes/géographes du GREMI à Neuchâtel²⁰, ces travaux ont mis entre autres en évidence le rôle primordial des promoteurs dans « l'ancrage » des projets en tant que force de médiation entre les investisseurs financiers et les parties prenantes locales de l'aménagement urbain. Très peu de ces recherches se sont toutefois intéressées spécifiquement aux marchés fonciers. On peut citer à cet égard la démarche de Crevoisier, Vera-Büchel et Theurillat qui ont engagé un travail de réflexion sur ce qu'ils nomment la « valeur urbaine »²¹. Ils considèrent, à la différence de Harvey, que la production urbaine n'est pas un jeu à somme nulle.

Les grands projets d'aménagement en particulier sont générateurs de valeur urbaine par le jeu de négociation entre acteurs financiers, intermédiaires divers, entreprises de promotion et autres parties prenantes locales – dont notamment les collectivités locales et la société civile. Cette valeur urbaine est le produit de la confrontation entre différents types de valeurs portées par les acteurs (valeur d'usage, valeur d'échange, valeur expérimentale, valeur du bien public...). C'est au stade de la conception du projet que la fabrication de la valeur urbaine est cruciale car cette étape implique des choix politiques se marquant par des changements de réglementation (notamment : augmentation des droits à bâtir), des investissements publics et une transformation du paysage urbain. Pour l'instant, le travail conceptuel dans cette direction n'en est qu'à ses prémices, mais il mériterait d'être poursuivi sans nécessairement ambitionner l'élaboration d'une théorie globalisante. Car il faut sans doute renoncer à tout universalisme dans l'appréhension des logiques complexes régissant la dynamique des marchés fonciers et immobiliers. ■

²⁰ Les premiers travaux ont été lancés par Olivier Crevoisier, José Corpataux et Thierry Theurillat. Depuis, cette littérature a connu un développement dans différents laboratoires français, notamment le Latts et Géographie-Cités.

²¹ Olivier Crevoisier, Nelson Vera-Büchel et Thierry Theurillat, « Commentary: From capital landing to urban anchoring: The negotiated city », *Urban Studies*, 1-10, 2016.