

La ville saisie par la finance¹

Vincent Renard
Economiste
Directeur de recherches au CNRS
vincent.renard@shs.polytechnique.fr

La ville, le plan et les marchés

La ville, le quartier, la maison, ce sont d'abord des réalités physiques, un cadre bâti, une ligne d'horizon, des bâtiments, des rues, des espaces libres...Ce sont aussi des lieux de vie, familiale, professionnelle, de loisir...

L'habitat, la maison, sont en particulier des objets d'investissement affectif, d'attachement. L'installation dans un nouveau logement est un événement important. Le déménagement familial est toujours un arrachement, une meurtrissure, une douleur. On ne peut donc parler du logement seulement dans le langage de l'économiste rationnel, où celui qui s'installe effectue un choix explicite rationnel entre les caractéristiques du logement, sa localisation et son prix.

Mais une évolution marquante depuis la dernière décennie du vingtième siècle repose sur le rôle croissant de mécanismes financiers dans l'évolution des villes, la structuration de l'espace, le développement de telle ou telle forme de bâtiments. Le raisonnement financier peut alors diverger des objectifs urbanistiques, qu'il s'agisse de mixité sociale, de lutte contre l'étalement urbain, de bonne articulation entre le développement du logement et des activités économiques et des infrastructures de transport.

Le court-termisme des mécanismes financiers peut alors diverger de ces objectifs larges qui demandent des stratégies à long terme. Nous proposons ici quelques éléments d'analyse de ces évolutions, principalement en considération de pays développés, mais sans perdre de vue qu'ils concernent également les pays en développement, et plus particulièrement les pays dits « émergents ».

Une illustration récente en est le paradoxe de la crise du logement en France, avec ces images frappantes des tentes au bord du canal Saint Martin à l'hiver 2006, et maintenant à l'Automne 2007 du « camping sauvage » rue de la Banque, entre la Bourse et le siège de l'AFP, alors que dans le même temps les experts et agences de notation de tout poil soulignent le caractère attractif de la ville de Paris pour les investisseurs immobiliers...

Certes le logement fait aussi depuis des siècles l'objet d'un marché, il y a un prix à payer pour occuper le logement de ses rêves, ou plutôt trouver l'intersection de ses rêves et de ses possibilités. Et l'arbitrage entre logements et bureaux ne date pas d'hier. Mais ces arbitrages se font aujourd'hui dans un contexte très différent, où la violence des arbitrages financiers le dispute à la carence des mécanismes de planification stratégique pour garantir les grands équilibres à long

¹ Paru dans la revue « **Le Débat** », n° 148, Janvier Février 2008, pp 106-117.

terme.

Dans les pays développés, la fin de la prégnance des besoins quantitatifs a ouvert à un élargissement des choix des familles, vers la propriété du logement, vers la maison individuelle etc, et la production du cadre bâti s' est adapté plus ou moins bien et plus ou moins vite, à ces évolutions de la demande. On pouvait imaginer qu' une planification éclairée, menée par des planificateurs de bonne volonté, éclairée par une intense participation citoyenne, allait nous rapprocher de la ville aimée, avec une production de logements compatible avec les moyens financiers des ménages, un niveau satisfaisant de mixité à la fois sociale et fonctionnelle, un environnement agréable, en bref un développement durable, comme on dit maintenant.

Pour nous en tenir aux principaux pays développés, ce n' est pourtant pas le développement auquel on assiste. Le cadre antérieur de la planification urbaine et du zonage, qui régit le développement urbain, fonctionne de moins en moins. Flexibilité et négociation en sont devenus les maîtres mots, mettant par la même en question la construction de visées stratégiques à moyen ou long terme.

L' évolution récente, depuis deux ou trois décennies, a donc modifié assez profondément les modalités de la transformation du tissu urbain, en particulier en raison de mécanismes économiques et financiers, dérèglementation des marchés financiers, internationalisation, émergence de la logique d'investisseurs stimulée par les politiques publiques incitatives, tandis que les mécanismes de la planification n' ont pas ou insuffisamment intégré cette dimension économique. Or le court termisme de ces investisseurs n' est pas compatible avec les perspectives longues des politiques urbaines .

Si on a pu avoir l'impression que la ville était, notamment pendant la période des trente glorieuses, le produit des plans stratégiques de planificateurs bénévoles et omniscients, on voit aujourd'hui l' effondrement de ces mécanismes de régulation par le haut et le poids croissant de mécanismes économiques et financiers d'investissement sur la ville qui nous paraissent jouer de plus en plus un rôle structurant, tandis que les planificateurs semblent avoir « perdu la main », conséquence à la fois de la décentralisation, de la dérèglementation généralisée et du déclin du droit dans sa forme traditionnelle.

Nous voudrions ici centrer le propos sur quelques aspects économiques de cette évolution, qui posent aujourd'hui problème dans le devenir des villes à moyen et long terme.

Trois aspects nous paraissent particulièrement significatifs :

- C'est en premier lieu la volatilité des marchés immobiliers, cycles et bulles, qui déstabilisent les marchés et posent à la fois un problème de maîtrise du développement urbain et d'accès au logement. On peut indiquer que cet aspect ne touche pas seulement les pays développés mais également certains pays en développement, par exemple en Asie ou en Amérique Latine. Il interroge en tout cas les politiques publiques.
- La financiarisation de l'immobilier, en permettant la « titrisation » de l'immeuble ou du terrain, à la fois renforce l'aspect précédemment décrit et induit une déconnection entre les politiques urbaines et les mécanismes financiers. Le propriétaire ne connaît pas physiquement ce qu'il possède.
 - Enfin les deux éléments qui précèdent contribuent à souligner l'impuissance croissante des politiques urbaines, qui peinent de plus en plus à atteindre les objectifs qu'elles s'assignent, qu'il s'agisse de mixité sociale ou de lutte contre l'étalement urbain. Cette dernière remarque nous conduira à nous interroger sur l'efficacité des politiques publiques et les conditions de leur mise en oeuvre.

Une remarque introductive s'impose ici, pour lever un malentendu : le logement fait depuis des siècles l'objet de marchés, plus ou moins libres et transparents, avec des contenus variables du droit de propriété, des différences substantielles dans l'organisation des rapports entre le propriétaire et le locataire, mais il s'agit depuis bien longtemps de véritables marchés au sens économique. La dénonciation fréquente de la « marchandisation » du logement trouve donc ici rapidement sa limite. La question qui se pose est celle de l'organisation et des modalités de gestion de ces marchés.

Dans les systèmes que l'on qualifiait de « socialistes », si le principe était celui de la « propriété du peuple », c'est à dire de la propriété de l'Etat, les mécanismes dits d'échange constituaient en fait un véritable marché au sens où lesdits échanges donnaient lieu à toutes sortes de compensations, en argent ou en nature.

La nouveauté consiste à donner une autonomie à l'aspect financier du bâtiment : d'objet architectural défini par un certain nombre de caractéristiques techniques, et par son usage, le bâtiment devient un « produit financier », représenté par des titres, des actions, éventuellement cotées en bourse. Qu'il s'agisse d'une maison, d'un immeuble de bureaux, ou d'une plateforme logistique, l'immeuble se trouve « titrisé », il devient un produit financier qui s'échange sur un marché.

Ainsi va, depuis quelques décennies déjà, la danse des « real estate investment trusts » (REITs) aux Etats Unis, fonds d'investissement dont les actionnaires n'ont qu'une vague idée de ce qu'ils ont acheté, sinon de son prix et de son rendement...

Ainsi en va-t-il maintenant, de ce côté de l'Atlantique, des « foncières cotées », les SIIC, ces sociétés cotées en Bourse, dont l'activité consiste à gérer un patrimoine immobilier, pour le compte de milliers d'actionnaires anonymes.

Des cycles et des bulles : de la spéculation traditionnelle au « market timing »

L'évolution des marchés immobiliers présente un caractère de plus en plus cyclique, avec une contagion internationale croissante, comme le montre bien la crise actuelle.

Depuis le milieu des années quatre-vingt jusqu'au début des années 1990, le marché immobilier a présenté toutes les caractéristiques d'une « bulle spéculative » au sens où les prix observés sur ces marchés se sont déconnectés de l'évolution des variables déterminantes de l'économie (prix, croissance, masse monétaire, revenus, taux d'intérêt etc.) et par rapport à des placements comparables en termes de durée et de risque.

Dans le prolongement des réflexions sur les marchés financiers, une recherche très abondante s'est développée sur ce thème sans parvenir à quelque consensus sur l'analyse des évolutions observées. Elle s'appuie sur la théorie des anticipations rationnelles qui permet d'expliquer les particularités des marchés financiers, mimétisme, caractère auto-réalisateur des

anticipations, volatilité. On dit qu'il y a la formation d'une bulle immobilière lorsque le prix d'un actif immobilier connaît une évolution largement déconnectée par rapport à celui de placements comparables, en termes de durée et de risque. La portée des bulles immobilières récentes, par exemple celle du Japon à la fin des années 1980, montre l'importance de ce phénomène pour la définition et la mise en œuvre des politiques publiques.

Nous donnons ici quelques indications sur la bulle de la fin des années 1980. La phase ascendante s'est traduite en particulier par l' envolée du prix des logements, au moins dans certaines zones. Par exemple, le prix des appartements à Paris intra-muros a presque doublé entre 1986 et 1990, tandis que le pouvoir d'achat augmentait de moins de 10 %.

Le dégonflement de la bulle, amorcé à partir de 1990-1991, mais de façon lente et progressive, a produit des résultats très négatifs, aussi bien en termes d'équilibres socio-spatiaux que par ses effets macroéconomiques. Les pertes des principaux acteurs des marchés immobiliers, camouflées en « foncières » et autres techniques de « defeasance », consistant à loger des créances douteuses, voire clairement irrécouvrables, dans une société créée à cette fin, auraient atteint entre 100 et 150 milliards de francs sur la période 1993-1995.

Ce cycle immobilier n'a atteint de façon marquée qu'une partie limitée du territoire (la région parisienne au premier chef, la Côte d'Azur, quelques grandes villes de province). Mais, par son importance et l'effet d'entraînement qu'il a exercé, il a pris une ampleur considérable et exercé un effet macroéconomique sensible.

Les explications des facteurs du déclenchement, de la poursuite et du retournement du cycle sont très délicates à mettre en évidence. Le déclenchement de la phase ascendante du cycle peut se produire pour des raisons liées au climat économique général, à l'intervention d'investisseurs étrangers, à des interventions législatives ou réglementaires. En 1985-1986, les trois conditions ont été réunies, avec notamment, sur le plan réglementaire, un allègement très marqué, en janvier 1985, des contraintes pesant sur la construction de bureaux : suppression de l'agrément-constructeur en blanc, abaissement de l'agrément-utilisateur à 2000 m² de bureaux par an et par site, suppression pour les villes nouvelles. Ce « climat » propre au marché des bureaux a été étendu et renforcé par le vote

fin 1986 d'une loi sur l'urbanisme et le logement (« loi Méhaignerie ») mettant en avant des mesures de déréglementation et d'offre foncière.

La difficulté d'analyser les cycles est accentuée par le fait qu'il s'agit de marchés très différenciés sur le plan spatial. Le dualisme entre zones à croissance forte pour les marchés immobiliers et zones en stagnation s'est d'ailleurs accru au cours de cette période. Ce phénomène se manifeste par une hausse des prix est d'autant plus rapide que le point de départ est élevé, accroissant ainsi les écarts ; il est clairement illustré par l'évolution constatée des prix fonciers dans les communes de la banlieue parisienne.

Il serait pourtant hasardeux de s'en tenir à une explication purement hexagonale. Pour s'en convaincre, il suffit d'observer la quasi simultanéité de cycles d'une ampleur exceptionnelle dans des pays aussi différents que le Japon, la Corée, l'Espagne, la France, la Grande Bretagne, la Suède ou les Etats-Unis. Force est donc de chercher des facteurs d'une portée plus large. Les capitaux internationaux, à la suite des accords monétaires du Plaza de 1985 entre les Etats Unis et le Japon, qui prévoyaient l'atterrissage en douceur et concertée du dollar, concomitante avec la très large déréglementation des mouvements internationaux de capitaux, se sont réorientés vers le Japon, les pays européens et l'immobilier. C' est donc très largement l'exportation de capitaux japonais qui est à l'origine de la crise. Mais si de nombreux pays ont été atteints par cette bulle spéculative, ils se sont nettement différenciés dans la vitesse du retour à l'équilibre, la France se caractérisant dans cette phase, comme le Japon , par une forte rigidité à la baisse, accentuant ainsi la dureté de la crise.

Le temps long de l'aménagement

Une des raisons qui peut aussi expliquer l'acuité du cycle tient au décalage dans le temps entre la hausse de la demande et la réponse de l'offre, compte tenu de la durée du cycle de production : entre le moment où une opération d'urbanisme est envisagée sur un terrain et le moment où les logements ou bureaux construits sont mis en vente, il peut s'écouler couramment entre deux et cinq ans, parfois dix ans, voire vingt ans ou plus. C'est par exemple le cas de l' aménagement de la Zone d' Aménagement Concerté de Paris Rive Gauche, qui se développe sur 130 hectares dans le XIII^e arrondissement de Paris.

Ce délai de réaction est considérable par rapport aux marchés des biens de consommation courante. Dès lors que l'accroissement de la demande correspond à une bulle spéculative, on mesure les conséquences très lourdes de ce délai, par exemple sur le marché des bureaux : malgré un stock de bureaux vacants qui a dépassé 4 millions de m² en région Ile-de-France, on a continué à en produire dans des opérations qui avaient été lancées à la fin des années 1980...et qui sont arrivées sur le marché quelques années plus tard dans un marché très déprimé.

Ce délai joue également par le rôle prépondérant à court terme qu'il confère au marché secondaire, le marché de l' occasion, par rapport au marché primaire. Lorsque, pour des raisons diverses, se produit une augmentation de la demande, l'inertie de la réponse de l'offre conduit à une augmentation du prix qui peut être considérable dans le court terme. La quasi inexistence - en France - de travaux quantitatifs ne permet malheureusement pas de donner des indications précises sur les élasticités prix.

Une troisième considération explique la prolongation de cette croissance excessive, davantage expliqué par la psychologie collective que par les « fondamentaux » de l'économie : Dans la période ascensionnelle, la plus grande partie des acteurs ont intérêt, au moins à court terme, à la poursuite de l'ascension des prix : lotisseurs, aménageurs et promoteurs-constructeurs bien évidemment, tous les intermédiaires du marché (notaires, agents immobiliers, marchands de biens), les banquiers (au moins à court terme), mais aussi les collectivités publiques, qui voient gonfler les rentrées fiscales, y compris les départements qui bénéficient des recettes des droits d'enregistrement. C'est ainsi en tant que détenteurs d'un patrimoine immobilier susceptible d'être mis sur le marché que les collectivités ou établissements publics (SNCF, assistance publique,

EDF...) ont pu contribuer à entretenir la vague spéculative, d' ailleurs souvent davantage pour faire face à leurs besoins budgétaires que dans le cadre d'une politique immobilière à long terme. La rentabilité sociale ne coïncide pas avec la rentabilité financière.

Bulles et comportements mimétiques

À ces facteurs s'ajoute l'élément essentiel du comportement d'imitation, la conviction (non fondée rationnellement) que le gonflement va se poursuivre. Ces anticipations deviennent pourtant « rationnelles » dès lors qu'elles deviennent autoréalisatrices. André Orléan caractérise ainsi cet enchaînement : *« Il existe des croyances qui, bien que sans rapport avec les données fondamentales, peuvent néanmoins se réaliser effectivement sur le marché dès lors qu'elles sont partagées par l'ensemble des intervenants. »*. Lui fait écho la remarque de Karl Case et Robert Schiller, deux universitaires états-uniens, qui résument ainsi les résultats d'une enquête effectuée auprès des acquéreurs de maisons dans le Massachusetts pendant la période du boom immobilier. Une large majorité des acquéreurs extrapole simplement la hausse récente, et manifeste une demande primaire motivée par un argument en apparence irréfutable : *« Si je n'achète pas maintenant, je ne pourrai plus acheter à l'avenir, puisque la hausse des prix va se poursuivre... »*

Ces comportements d'imitation, encouragés par l'imperfection des marchés, conduisent à des changements progressifs de comportement des acteurs sur le marché, l'objectif de réalisation de plus-value se substituant en partie à la recherche du rendement (ou de la satisfaction pour le propriétaire occupant d'un logement). Il est clair que la représentation classique du comportement des acteurs économiques (maximisation du revenu net futur actualisé, calcul du taux de rentabilité interne, etc.) perd alors, dans une large mesure, sa valeur de repère.

L'exemple du travail de Ingrid Nappi Choulet ² sur le marché des bureaux a parfaitement mis en évidence ce décalage entre les prix observés (ici prix de vente du m² de bureaux dans Paris intra-muros) et le prix tel qu'il résulterait d'un calcul « rationnel » d'actualisation du rendement anticipé de l'immeuble au moins égal au rendement de l'actif comparable le plus rémunérateur (est retenu ici le taux moyen des obligations garanties par l'État). L'auteure a parfaitement mis en évidence le décrochement qui s'est produit à partir du milieu des années 1980. Cette analyse a été menée sur le marché des bureaux à Paris intra- murs.

Cette importance croissante de mouvements cycliques forts et leurs conséquences spécifiques sur les marchés fonciers et immobiliers conduit naturellement à s'interroger sur les outils de politique publique, et en particulier ce que pourrait être en la matière une politique de régulation.

La finance immobilière contre l'urbanisme

La nouveauté consiste à donner une autonomie à l' aspect financier du bâtiment : d' objet architectural défini par un certain nombre de caractéristiques techniques, et, ce qui est déjà plus compliqué, par son caractère, le bâtiment devient un actif financier comme un autre. Qu' il s' agisse d' une maison, d' un immeuble, de bureaux, ou d' une plateforme logistique, on le « titrise », c' est à dire qu' il devient un produit financier qui s' échange sur un marché.

Ainsi va, depuis quelques décennies déjà la danse des « Real Estate Investment Trusts » aux Etats Unis, fonds d' investissement dont les actionnaires n' ont qu' une vague idée de ce qu' il ont acheté...

² NAPPI CHOLET, Ingrid, *Les bureaux, analyse d' une crise*, ADEF, Paris, 1997

Ce type de société immobilière cotée est maintenant en développement rapide de ce côté ci de l'Atlantique. En France, ce sont notamment maintenant les SIIC, les Sociétés Immobilières d'Investissement Cotées, qui collectent des capitaux pour les investir dans des immeubles de toute nature, destinés à être loués pour le compte des actionnaires. Il faudrait y joindre les SICAV immobilières, les SCPI, et autres OPCI. Sans entrer dans les détails, qu'il 'il suffise de souligner à la fois la croissance rapide de capitaux à ce titre, et le rôle croissant que jouent ces organismes dans le développement urbain.

Les joies des « produits fiscaux »

Si le Ministère de l'Équipement n'est pas nécessairement une sinécure pour le titulaire du poste, il offre cependant un avantage qui ne doit pas être sous-estimé pour un homme politique qui rêve que son patronyme devienne un nom commun. Le notaire ou le banquier ne conseille-t-il pas aujourd'hui à son fidèle client de « faire un Robien » ou un « Borloo populaire », après lui avoir proposé de « faire un Périssol ou un Besson » ? Qu'est-ce à dire ?

Ici encore, on met en avant le raisonnement de l'investisseur dans la définition des politiques publiques : constatant l'insuffisance de l'offre de tel ou tel produit, ici le logement locatif, on propose un avantage fiscal, généralement substantiel, pour inciter des épargnants à placer dans ce type de produit.

Après le « Malraux » pour encourager la restauration immobilière, et les lois successives pour encourager l'investissement en particulier immobilier dans les DOM TOM, c'est une longue litanie de « produits fiscaux » destinés à encourager le placement en logements destinés à être loués. Comme on ne prend pas les mouches avec du vinaigre, l'avantage fiscal doit être substantiel, si substantiel au bout d'un moment que l'acheteur du produit n'éprouve plus le besoin d'aller voir ce qu'il achète, le « bénéficiaire fiscal » est tel qu'il pense de toute façon faire une bonne affaire, jusqu'au jour où ...il arrive au bout des neuf ans d'engagement de location, et le marché fait une sérieuse descente, résultat direct de la suroffre qui résulte de l'incitation fiscale.

La multiplication de ces produits fiscaux et l'instabilité de leur régime fiscal rend difficile l'évaluation de leurs effets. Aux antipodes du « développement durable », le succès de ces produits, qui reste à évaluer, repose sur le court-termisme des investisseurs dont l'attention est souvent concentrée sur l'importance de l'avantage fiscal au cours des premières années.

« Market timing » : vers la destructuration des territoires.

Les marchés sont cycliques, rien de neuf sous le soleil. On se souvient des grandes crises spéculatives dans l'histoire, depuis l'hystérie sur le marché des oignons de tulipe aux Pays Bas au milieu des années 1630 jusqu'aux assignats de Law, et plus récemment de grandes crises monétaires, par exemple en Asie à la fin du siècle dernier.

Une nouveauté de la période contemporaine réside dans la généralisation de mouvements cycliques, liés en particulier à la déréglementation financière internationale, dans un contexte de surabondance de liquidités qui cherchent des placements surs et rentables. Cette évolution est également concomitante à une certaine défiance dans le monde pour l'investissement boursier, qui a connu des retournements brutaux au cours des deux dernières décennies. Le bâtiment retrouve alors son lustre, et le placement immobilier se retrouve en bonne place.

D'autre part, sur des marchés cycliques, l'investisseur « rationnel » joue le jeu des cycles, achète en bas de cycle et revend en haut de cycle : on dira qu'il fait du « market timing ». L'information sur les marchés, notamment celle qui est diffusée auprès des investisseurs par les conseils en gestion immobilière, constitue alors une sorte de « self fulfilling prophecy », accentuant les phases des cycles et leur ampleur. Ces sociétés de conseil, travaillant dans de nombreux pays, peuvent indiquer à la fois le pays ou la ville où il faut investir, la durée du cycle en cours et le type de produit qu'il est opportun d'acheter.

La réalisation de ce vœu mimétique peut alors assurer que la ville objet d'un boom immobilier à un moment donné subira quelques années plus tard une crise profonde, victime des

comportements d'imitation, amplifiés sinon générés par ce type d'information. Bangkok ou Bangalore en offrent, de façon contrastée, des exemples récents.

L'exemple de Bangkok est frappant, où la crise financière de 1997, précisément née en Thaïlande des excès des engagements dans l'immobilier, a conduit à des faillites et à l'abandon de nombreux projets, dont une bonne en partie déjà largement réalisés.

La crise a duré une dizaine d'années, avec la prolifération de ce nouveau type de friches bâties, qui n'auront jamais été utilisées. Depuis quelques années, c'est de nouveau le boom immobilier, les projets fleurissent...mais sans réutiliser les anciens projets déjà largement construits. Obsolescence technique des bâtiments et surcoût du recyclage conduisent « naturellement » les nouveaux projets à se projeter au delà des limites de la ville, étendant la nappe urbaine. Outre les problèmes induits de structuration de l'agglomération et en particulier sur les transports urbains, on ne peut pas être certain que le développement durable y trouve son compte.

Début du 21^e siècle : généralisation de la titrisation et volatilité des marchés

Les mécanismes de financiarisation de l'espace et de l'immobilier, et plus spécifiquement de titrisation, c'est à dire d'assimilation d'un immeuble à un actif financier comme un autre, croissent et embellissent actuellement. Dernière illustration en date, une agence immobilière propose à la vente des titres représentant des morceaux d'espace lunaire. Mais le marché n'a pas encore atteint une « profondeur » suffisante pour mettre en évidence une cotation significative...

L'observation d'évolutions récentes permet d'identifier quelques lignes directrices sur les évolutions en cours, à partir des situations de crise qui se développent actuellement, en particulier aux Etats Unis avec la « crise du subprime », avec une contagion internationale marquée. Elle tend en tout cas à infirmer le commentaire fréquemment entendu au milieu des années 1990 selon lequel les leçons avaient été tirées de la crise des années 1980, et les ratios prudentiels mis en œuvre par les banques nous en mettaient à l'abri.

On peut en proposer ici quelques exemples. Un premier est relatif à l'Espagne.

L'évolution actuelle des marchés du logement en Espagne représente une synthèse significative des effets évoqués, augmentation vertigineuse du prix du logement (doublement en valeur réelle depuis 1998), extension périphérique des villes, accroissement impressionnant de l'endettement des ménages qui est passé en 10 ans de 60% à 125% du revenu brut disponible, avec allongement des prêts jusque 50 ans, bref toutes les caractéristiques de ce que l'on peut qualifier de bulle, dans un contexte de stabilisation démographique et de faible croissance des revenus.

Un chiffre troublant : plus de 700 000 logements ont été construits en 2006, soit plus que la France, l'Allemagne et l'Angleterre réunies...

Croissance aux pieds d'argile ? De premières faillites de sociétés immobilières apparaissent en Espagne, des opérations en cours sont purement et simplement abandonnées (syndrome de Bangkok), mais en même temps d'importantes sociétés immobilières se sont diversifiées dans leurs activités, ou ont investi dans l'immobilier d'autres pays (par exemple pour acheter telle ou telle « foncière cotée » en France.

Cycles et volatilité, nouvelles friches urbaines, le market timing semble promis à un bel avenir. Mais le « prix urbain » pourra être élevé.

La crise du « subprime » aux Etats Unis

L'évolution présente un certain nombre de caractéristiques communes, avec une particularité forte, le rôle clé joué dans l'émergence de la crise par le secteur dit « surprime », c'est à dire les prêts à risque consentis à des ménages aux ressources limitées n'offrant pas toutes les garanties habituellement exigées de ressources.

Point important : les crédits « subprime » sont des crédits déclaratifs, c'est à dire que l'établissement prêteur ne contrôle pas au départ les caractéristiques de l'emprunteur, moyennant quoi il lui applique un taux très élevé, souvent supérieur à 10%. On peut remarquer qu'une telle pratique serait illégale en France, relevant du régime de l'usure.

L'image classique de l'économie des Etats Unis, et en particulier des marchés immobiliers, est celle d'une prise de risque assumée par les preneurs de risque, dans le cadre d'un système privé d'assurance et de réassurance. La réalité apparaît différente dans la mesure où les garanties de l'Etat jouent un rôle important, comme cela s'était manifesté au cours de la dernière crise immobilière. Aujourd'hui, des organisations professionnelles dénoncent le comportement des investisseurs, par exemple l'importante FDIC, « Fédéral Deposit Insurance Corporation », qui pointe le manque de discipline des acteurs du marché, qui « n'ont pas suffisamment évalué les risques du marché des « subprime mortgages » et pourraient subir de fortes pertes si les faillites dans le secteur continuaient de progresser ». Quant à la « Mortgage Bankers Association », la Fédération des

Banques Hypothécaires, elle observe que « les investisseurs ont pris beaucoup de risques et chacun devra prendre ses responsabilités désormais ».

Ces commentaires étaient prémonitoires, la crise aigüe qui vient de s' étendre au mois d' Août 2007 montre cette fragilité, et aussi la mondialisation du système, ces créances étant diffusées dans l' ensemble du système bancaire mondial.

L' Angleterre à son tour

Imaginer un jeu de domino où les principaux marchés immobiliers seraient entraînés les uns après les autres dans un effondrement collectif ne correspond pas à la réalité. Ceci posé, l' internationalisation des marchés financiers, et plus spécifiquement celle de l' actionnariat des principaux investisseurs immobiliers se traduit par des porosités, des vases communicants entre ces différents marchés.

On observe ainsi en Angleterre une montée des défauts de paiement, dans un contexte de financiarisation accélérée de l' immobilier, en particulier dans le financement du logement pour les primo accédants. Les banques prêtent de plus en plus, pour des durées de plus en plus longues. Les prêts à quarante ans ou plus sont maintenant courants, et il est également banal de prêter à un ménage un montant équivalent à quatre ou cinq années de revenus. Si l' on ajoute un élargissement du crédit à la consommation, on ne s' étonne guère que le nombre de ménages britanniques qui se sont déclarés en état de faillite personnelle ait atteint à la fin de l' année 2006 le chiffre de 10000, en augmentation de près de 60% par rapport à 2005. Dans ce contexte, il n' est pas inutile de garder à l' esprit que les prix immobiliers ont augmenté trois fois plus vite que les revenus au cours des quatre dernières années...

Un coup de semonce, le groupe Kensington, leader du crédit immobilier à risque (« subprime mortgage ») en Grande Bretagne, a annoncé au cours du mois de Mars des pertes considérables et souligné des perspectives pessimistes pour les années à venir. Or Kensington prête à plus de 150 000 ménages financièrement fragiles, auxquels les banques « ordinaires » refusent de prêter. Jeu qui marche dans les périodes ascendantes des marchés immobiliers.

La France est-elle à l' abri ?

Le faible développement du marché hypothécaire en France – l' hypothèque rechargeable et l' hypothèque inverse, généralisées en particulier dans les pays anglo-saxons, introduites en France en 2006, n' apparaît aujourd'hui qu' à l' état de traces- la barrière culturelle de l' aversion face au risque et le caractère très développé d' une réglementation largement protectrice du consommateur conduisent incontestablement à limiter cet aspect du risque. Pourtant, il n' est pas interdit de remarquer que l' évolution actuelle, augmentation de la quotité et de la durée des prêts, introduction des deux nouvelles formes de prêts hypothécaires indiquées, concurrence entre banques pour placer des prêts, notamment à taux variables, pourraient donner une certaine réalité à ce type de préoccupation.

D' autre part, on voit que la « crise du subprime » - cette expression est devenu un tout, dépasse évidemment les frontières des Etats Unis- conduit à une crise globale de liquidité dans le monde, et à une « injection » considérable de liquidités par les instituts d' émission, que ce soit bien sûr la réserve fédérale mais aussi la BCE ou la banque du Japon. Un resserrement du crédit (« credit crunch ») pourrait avoir des conséquences fortes.

Une large impuissance des politiques urbaines publiques

Les règles de financement de l' aménagement et de financement du logement sont complexes, changeantes, elles obéissent également à des objectifs de politique publique qui peuvent être évolutifs, en mettant l' accent tantôt sur les aspects redistributifs, sur la préoccupation de soutien de l' activité de production de logements, sur des stratégies plus larges d' aménagement

du territoire. Nous voudrions ici évoquer un point précis, celui de l'impact de ces modes de financement sur les formes du développement urbain.

Le constat d'ensemble, que nous ne pourrions développer en détail ici, est que l'impact de ces dispositifs sur les formes urbaines est insuffisamment pris en compte dans la conception des politiques menées, il n'est en général pas évalué systématiquement ex post, et pourtant il exerce un impact important sur les modalités du développement urbain. Il peut ainsi contrarier une volonté explicite de la politique d'urbanisme.

Lutter contre l'étalement urbain, reconstruire la ville sur la ville

Pour illustrer ce point, on peut prendre l'exemple de l'arbitrage entre la volonté de « refaire la ville sur la ville » et la poursuite de l'étalement urbain.

Les politiques publiques prônent depuis maintenant plus d'une décennie le choix du renouvellement urbain plutôt que de laisser se poursuivre l'extension périphérique. Cette politique a été explicitée de manière forte avec la loi « S RU », Solidarité et Renouvellement Urbain, du 13 Décembre 2000, qui a introduit un certain nombre de dispositifs réglementaires et financiers pour faciliter les opérations de renouvellement urbain.

La France n'est d'ailleurs pas le seul pays européen à avoir impulsé une telle politique, la Grande Bretagne a également pris une initiative de même nature dans la suite du rapport Rogers « Towards an urban renaissance »².

Pourtant, dans un cas comme dans l'autre, on constate la poursuite de l'extension, sous des formes et avec une intensité à peine modifiée.

Ici encore, l'impact des règles financières, en particulier de financement du logement, a probablement exercé une influence plus grande que les quelques avantages financiers et fiscaux introduits par la loi SRU pour privilégier le renouvellement urbain.

C'est d'abord la question de la sous-évaluation du surcoût, toutes choses égales par ailleurs, d'une opération de renouvellement urbain par rapport à une extension en site vierge : une opération de renouvellement urbain présente généralement un caractère complexe, avec plusieurs propriétaires, une restructuration foncière nécessaire, éventuellement la dépollution des sols, des délais plus importants...

Une telle opération de renouvellement urbain n'a donc de réelles chances de succès, en l'absence de subventions fortes, que si d'une part elle présente une situation foncière relativement claire et simple, et si d'autre part elle est génératrice de plus-values significatives. Ces deux hypothèses limitent fortement les perspectives.

En matière de financement du logement, on peut penser à l'impact de l'amortissement en faveur du logement locatif, actuellement connu sous le nom de « amortissement Robien » qui, sous certaines conditions, en particulier l'obligation pour l'investisseur de louer le logement pendant neuf ans, lui permet de déduire de son revenu imposable jusqu'à 65% de son investissement.

Si l'impact de ce mode de financement n'a pas fait l'objet d'analyse précise, on peut penser qu'il a été, toutes choses égales par ailleurs, plutôt un facteur de développement périphérique que de renouvellement urbain. On constate d'autre part que son caractère très attractif sur le plan fiscal peut conduire à une suroffre dans certaines zones, devenant un simple « produit fiscal » qui introduit des biais par rapport au marché. Cette « suroffre » de ce produit fiscal a d'ailleurs commencé à être documentée, par exemple dans telle ou telle ville du Sud-Ouest, comme le met en évidence un récent rapport de l'Association départementale d'information sur le logement du Tarn, qui souligne que « les produits offerts sont mal adaptés à la demande ».

Cette disposition n'est par ailleurs pas neutre sur le plan budgétaire puisque son coût pour les finances publiques s'est élevé à 190 millions d'euros en 2005, et pour atteindre près de 300 millions dans le budget 2006.

² *Towards an urban renaissance*, final report of the Urban Task Force chaired by Lord Rogers of Riverside, HMSO, 1999

C est un exemple parmi d' autres, mais le développement des « produits défiscalisés », qui obéit principalement à des motivations de relance de certains marchés, entre fréquemment en conflit avec des objectifs d' aménagement du territoire. Une évaluation ex ante de leurs impacts s' avérerait utile.

Ajoutons que l'instabilité des techniques fiscales - le « Robien » est en cours de modification, et arrive la nouveauté du « Borloo populaire »- va encore modifier la donne, perturbant davantage toute tentative pour évaluer l'impact du système sur l' aménagement de l' espace.

On peut également prendre l' exemple d' un autre mode de financement du logement, celui du « prêt à taux zéro ». Ce prêt, initialement destiné à faciliter la primo accession sous condition de ressources, a été modifié à plusieurs reprises. Comment évaluer son impact ? Cette fois, le dispositif a fait l' objet d' un rapport précis par le Conseil Général des Ponts et Chaussées³, selon une méthode que l' on pourrait imaginer appliquer de façon plus générale aux mécanismes financiers et fiscaux qui exercent un effet sur l' aménagement du territoire.

Tout en soulignant dans sa conclusion que la progression de l' étalement urbain semble dû pour une large part à un ensemble diversifié de facteurs, en particulier du côté de l' offre foncière, du droit des sols et de l' organisation des déplacements, il conclut que « le prêt à taux zéro finance essentiellement la construction de maisons individuelles localisées dans des secteurs périurbains, y compris ceux caractérisés par l' étalement urbain. » Sans en être la cause centrale, « il agit donc comme un accélérateur d' une tendance lourde de l' étalement urbain ».

Les nombreux dispositifs financiers et fiscaux - les deux exemples cités ne sont qu' une goutte d' eau dans la mer- n' ont certes pas prioritairement des objectifs d' urbanisme. Il importe donc d' abord de les évaluer par rapport aux objectifs poursuivis. Mais on peut regretter que leur conception n' intègre pas leur impact sur les modalités du développement urbain. En outre, souvent limités dans le temps pour exercer une stimulation conjoncturelle, ils peuvent aussi constituer des petites bombes à retardement le jour où disparaît le régime fiscal. L' arrivée à terme de la loi Pons dans les DOM TOM en a constitué une claire illustration.

Ajoutons enfin un point crucial, les formes que prend cet étalement urbain. Après tout, toutes les enquêtes le répètent, l' habitat individuel périurbain correspond à la ville aimée des français -entre autres- mais la question soulevée est celle des formes que prend cette extension périurbaine, pour un ensemble de raisons liées à la « dictature du parcellaire », la volatilité de la planification et les stratégies des élus locaux. Mais ceci mériterait d' autres développements...

Conclusion

Les modes de régulation du développement urbain ont changé de façon radicale au cours des dernières décennies. Pour nous en tenir ici principalement aux pays développés à économie de marché, on peut dire que le fonctionnement des marchés fonciers et immobiliers, l' internationalisation des mouvements financiers et le développement du crédit ont largement contribué à la financiarisation de ces marchés, au risque d' une perte de contrôle du développement urbain, aussi bien en termes sociaux qu' en termes spatiaux. En bref, le développement durable s' éloigne...

Le cadre traditionnel de la planification urbaine, en particulier le zonage, dont on a pu avoir l' impression il y a quelque temps, qu' il allait permettre de s' approcher d' une certaine maîtrise du développement urbain, a perdu une large part de son efficacité. Dans le même temps ne se sont pas mis en place les outils de politique publique, outils financiers et fiscaux, qui auraient dû compléter ou se substituer à la planification traditionnelle. C est donc très largement aujourd'hui un pilotage

³ Effets du prêt à taux zéro sur le développement des territoires périurbains et ruraux, établi par François Wellhof, chargé de mission, CGPC, Février 2004

du développement urbain par les mécanismes financiers, qui se caractérisent en particulier par leur volatilité et leur caractère cyclique, peu compatibles avec une politique urbaine de long terme.

Les règles financières et fiscales poursuivent des objectifs divers et variés. Les objectifs d'urbanisme, complexes, évolutifs et délicats à évaluer, ne jouent en général qu'un rôle accessoire dans la mise au point de ces règles. Les objectifs de rendement et de redistribution y jouent le rôle principal, et la logique de l'investisseur y est primordiale.

Pourtant l'impact de ces règles peut être considérable sur l'aménagement de l'espace et les formes urbaines et induire des coûts élevés à long terme. A ce jour, il existe trop peu d'analyse des politiques publiques sur ce terrain. L'enjeu n'en est pourtant pas mince, la véritable crise urbaine que vit la France est là pour en témoigner.

Il importe donc de prendre en compte une des conclusions du dernier rapport annuel de la Cour des Comptes au Président de la République :

« prévoir l'impact futur des dispositifs en projet, ne pas s'interdire d'expérimenter avant de généraliser, se doter d'outils d'évaluation et d'alerte, sont les pistes les plus évidentes que dessine cette réflexion. Le besoin d'études d'impact des politiques publiques s'impose plus que jamais ».

Le champ des politiques qui concernent l'urbanisme et la ville pourrait être un bon domaine d'application de ce précepte. La prise en compte des mécanismes économiques et financiers dans la définition de ces politiques paraît une nécessité.

Quelques références

- ADEF , (préface de Michel Delebarre) (2001), *La ville aux champs*, ADEF, Paris.
- ADEF , *Les mécanismes fonciers de la ségrégation*, Paris, 2004
- CASTEL Jean Charles (2006,), *Les coûts de la ville dense ou étalée* . In Etudes Foncières, n° 119, janvier-février, pp. 18-21.
- FUJITA, Masahisa et Jacques THISSE (2002) *Economies of agglomération; cities, industrial location and regional growth*, Cambridge University Press, Cambridge, UK
- GIROUARD, Nathalie et alii (2006), *récent house price developments : the rôle of fundamentals*, OCDE, Economies department, working paper n° 475
- LAMI, Isabella (2005), *An overview on planning Systems and urban markets in Europe*, Aracne-editrice, Rome
- PRAGER, Jean Claude (sous la direction de) (2004), *Villes et économie*, La documentation française, collection « villes et sociétés ».
- RENARD, Vincent (2006), *Finances locales et formes du développement urbain*, Revue d' Economie Financière, n° 86, Novembre
- RENARD, Vincent (2006), *L ' obscure clarté des marches immobiliers, ou pourquoi l ' économie immobilière n' est pas (encore) une science* (2006), réflexions immobilières, Avril, 19-22
- RICHARDSON, Harry W., et Chang-Hee Christine BAE, editors (2004), *Urban sprawl in Western Europe and the United States*, Ashgate, UK and USA
- SHILLER, Robert J (2006),. *The new era; volatility in US Housing*, Macromarkets LLC

