

Conclusion

Vers une financiarisation de l'urbanité¹

Olivier CREVOISIER¹ et Natacha AVELINE-DUBACH^{2,3}

¹ Université de Neuchâtel, Neuchâtel, Suisse

² Géographie-cités, CNRS, Aubervilliers, France

³ CNRS@CREATE, Singapour

L'immobilier a joué et joue toujours un rôle considérable dans l'économie de ce début de XXI^e siècle. Or, il n'en était pas ainsi auparavant. Peut-on identifier et comprendre ce qui s'est passé au cours des 25-30 dernières années ? Si l'immobilier au sens large a toujours été un secteur économique recouvrant un enjeu social primordial, c'était avant tout un champ local, tant du côté des entreprises de construction et des régulations politiques que des besoins et des aspirations de la population. Aujourd'hui, il constitue une composante beaucoup plus centrale du capitalisme international, qui se déploie à travers tous les continents. Les crises globales sont désormais liées à ses dysfonctionnements. C'est cela que montre le présent ouvrage.

Pour appréhender ce changement, nous retenons la proposition d'Adkins *et al.* (2021), selon laquelle une « logique particulière d'inflation des actifs [immobiliers] » a été construite par les États au cours des deux dernières décennies pour compenser la stagnation des revenus du travail et l'érosion de la protection sociale, créant de nouveaux types d'inégalités entre les ménages (chapitre 3). En effet, si le régime d'accumulation du capital se caractérise encore par la place centrale des marchés financiers (Boyer 2000) et la montée

1. Les auteurs remercient Thierry Theurillat, Denise Pumain et Anaïs Merckhoffer pour leurs fructueux commentaires.

continue des indices boursiers – malgré des crises périodiques –, ce régime s’est renouvelé depuis le début des années 2000 en s’appuyant sur l’immobilier (chapitre 1). Aussi, ce n’est pas tant à une financiarisation de l’immobilier à laquelle nous assistons, mais plutôt à une accommodation de la finance de marché aux caractéristiques et aux propriétés particulièrement intéressantes pour elle de l’immobilier.

L’émergence de la dimension internationale de l’immobilier

Jusque dans les années 1980, l’immobilier était une branche emblématique des activités locales, induites par le développement industriel et des services marchands ou par le tourisme. Même les grandes opérations de restructuration urbaine des années 1980 à Manhattan ou dans le centre de Tokyo étaient la conséquence de l’extraordinaire développement des entreprises américaines ou japonaises. « Quand l’immobilier va, tout va », disait le sens commun. Autrement dit, ce n’est que lorsque toutes les autres activités étaient en croissance que s’amorçait le décollage de l’immobilier. Celui-ci prolongeait les cycles, mais était dépendant du reste de l’économie, dont il propageait la croissance à l’échelle locale.

Si la crise immobilière japonaise de 1992 a eu de profondes conséquences en Asie du Sud-Est et a provoqué des répliques dans plusieurs économies avancées et émergentes (Renaud 1997 ; Aveline et Li 2004), l’immobilier n’était encore qu’un secteur « remorque ». Or, la perspective a radicalement changé avec l’éclatement de la « bulle internet » des années 2000-2002. Ce krach financier a fait apparaître les dot.com comme une loterie aléatoire n’ayant profité qu’à quelques très rares chanceux (Smicek 2018).

Ayant perdu confiance dans la bourse, les investisseurs se sont tournés vers d’autres marchés pour placer des capitaux accessibles à bas coût, à un moment où les taux directeurs des banques centrales (Fed, BCE) étaient portés à des niveaux exceptionnellement bas pour limiter la débâcle bancaire. L’immobilier s’est alors imposé comme actif stratégique. Les financiers et les banquiers le considèrent en effet comme l’actif le moins risqué, à tel point qu’il est utilisé comme garantie de sa propre production. Lors de la crise de 2002, la réponse pour rassurer les investisseurs a consisté à introduire autant de titres d’immobilier que possible dans les portefeuilles afin de restaurer la confiance dans les marchés.

Les résultats tangibles de cette convention sont que les banques ont créé de plus en plus massivement de la dette immobilière, garantie sur les objets produits par l’investissement. Grâce à cette convention de risque réduit, l’immobilier a été instrumentalisé par la finance pour restaurer la confiance et reconstituer les bases d’une accumulation basée sur la création de crédit.

L'immobilier, un actif très recherché

L'attrait pour l'investissement immobilier a été fortement stimulé par le vieillissement démographique dans les grandes économies avancées. Les besoins en épargne-retraite ont favorisé la prolifération des investisseurs institutionnels, lesquels allouent une part non négligeable à l'immobilier – à commencer par les fonds de pension qui contrôlent près de la moitié du placement immobilier institutionnel sur la planète². Les ménages sont aussi fortement incités, comme on l'a vu, à investir dans la pierre, directement ou *via* des véhicules financiers. Cette forte demande de placement tend à créer un déséquilibre structurel entre la production immobilière et la demande effective d'occupation d'espace bâti. La Chine présente à cet égard un exemple particulièrement emblématique ; l'épargne des acteurs économiques s'étant concentrée dans l'immobilier, notamment résidentiel, on estime qu'au moins un logement sur cinq serait vacant dans les zones urbaines (Aveline-Dubach 2019).

Les ménages ayant acquis de l'immobilier dans les zones centrales des grandes métropoles et les régions touristiques ont connu une valorisation patrimoniale sans précédent au cours des deux dernières décennies. D'autres acteurs ont été fortement bénéficiaires de l'inflation des actifs : les banques et les acteurs de l'immobilier bien sûr (chapitre 2), mais également les États, à divers échelons. Ces derniers voient leurs recettes fiscales s'accroître, de même que leur capacité à capter la rente urbaine *via* des outils de captation de valeur foncière (Land Value Capture). Certains États recyclent leur rente pétrolière (pays du Moyen-Orient, Norvège) ou leurs excédents commerciaux (Chine, Singapour) dans l'immobilier *via* des fonds souverains (chapitre 8).

Les États et les gouvernements locaux sont les grands artisans de la financiarisation de l'immobilier et de la privatisation des opérations d'aménagement – s'associant à la vente de foncier public et de biens sociaux, ainsi qu'à la déréglementation des baux résidentiels – pour développer leur industrie financière et financer leurs ambitieux projets de (ré)aménagement urbain. Comme on a pu l'observer dans cet ouvrage, la Banque mondiale joue un rôle important de circulation de ces approches néolibérales auprès des États dans les pays émergents.

La diversité des dynamiques d'accumulation du capital dans l'immobilier

Ces processus ont concouru au développement d'un « régime financiero-immobilier » (*financialized real estate-driven regime* (Aalbers 2017)) qui possède d'une part des

2. <https://docs.preqin.com/newsletters/re/Preqin-RESL-September-16-Pension-Funds-Investing-in-Real-Estate.pdf> [consulté le 3 mars 2022].

caractéristiques générales, repérables autour du processus d'accumulation – et en particulier la création de monnaie de crédit – et d'autre part des caractéristiques qui varient selon les espaces. La financiarisation a été l'instrument de la projection du capitalisme américano-britannique, puis occidental, dans le monde. Elle est cependant très inégalement répartie sur la planète. Comme le montrent les contributions à cet ouvrage, le gradient et les modalités de pénétration de la finance dans l'immobilier sont largement déterminés par les risques géo-économiques et géopolitiques des pays cibles de l'investissement. On observe en effet un fort ancrage de la finance globale dans les marchés immobiliers nord-américains et ouest-européens, ainsi que dans certains pays d'Asie orientale où le niveau d'avancement des économies permet une diversification dans plusieurs secteurs – avec une appétence croissante des investisseurs pour la logistique et le résidentiel (chapitres 4 et 5). Dans ces pays, les stratégies d'investissement combinent des attentes en termes de rendement et de gain en capital, dans des proportions variables selon le profil de risque/revenu escompté.

Par contraste, l'investissement financier global se positionne avec plus de prudence dans les pays des Suds. Si la finance s'ancre de façon substantielle dans la production urbaine au Moyen-Orient, elle provient surtout d'investisseurs régionaux, notamment des fonds souverains des pays pétroliers. Ici comme dans d'autres régions des Suds, l'investissement financier se préoccupe peu des rendements locatifs et s'inscrit plutôt dans une perspective de valorisation foncière sur des temporalités longues. La stratégie consiste à maximiser les gains en capital par l'acquisition de terrains à bas coût (démolition de bidonvilles ou foncier public vendu au rabais) dans des sites stratégiques où de lourds investissements publics sont programmés. Les espoirs de « dubaïsation » (chapitre 9) sous-tendant les orientations de l'action publique locale dans certaines de ces villes témoignent du changement opéré dans les stratégies nationales de croissance : d'un secteur à la dynamique induite par des activités économiques, l'immobilier est devenu un secteur moteur, à même de créer *ex nihilo* l'infrastructure de la croissance.

C'est la Chine qui incarne le mieux les objectifs productivistes de ces stratégies urbaines, mais elle présente la singularité d'avoir volontairement préservé son construit urbain des mouvements incontrôlables de la finance globale. Sur le sol chinois en effet, le financement de l'urbanisation mobilise pour l'essentiel des capitaux domestiques : *via* du crédit bancaire et des véhicules idiosyncratiques de placement (Theurillat *et al.* 2016), mais également par la captation à grande échelle de la rente foncière par les gouvernements locaux – définie ici comme « macro value capture » (chapitre 6). Il en va de même dans le corridor de la « Belt and Road Initiative » (BRI, chapitre 7), tout particulièrement en Afrique et en Asie du Sud-Est, où la construction de villes et de zones économiques spéciales par les opérateurs chinois – promoteurs et gestionnaires d'infrastructures – s'opère sans guère de recours à des véhicules de financiarisation immobilière globalisés (Esposito Andujar 2020 ; Esposito *et al.* sous presse).

De l'immobilier sectoriel et induit à la production intégrée et motrice du construit urbain

Qu'elle soit stimulée ou non par l'investissement financier, l'essor considérable de l'immobilier se marque par un changement d'échelle et une densification de la fabrique urbaine, avec la généralisation de mégaprojets multifonctionnels dans des centres métropolitains ou dans de nouveaux noyaux urbains articulés à la ville existante. Ces dynamiques s'associent à de profonds changements dans la gouvernance urbaine, marqués par un glissement des rapports de pouvoir au profit des intérêts privés (Swyngedouw *et al.* 2002).

La forme concrète de l'accumulation fordiste du capital était l'établissement industriel de grande taille, celle de l'accumulation financière est caractérisée par la montée continue des cours boursiers et de la capitalisation boursière. Aujourd'hui, les villes entières et les grands quartiers produits par une seule gigantesque opération coordonnée, souvent sur de nombreuses années, pourraient constituer la forme concrète d'un nouveau mode d'accumulation immobilière.

Autrefois, les économies (sectorielles) de localisation précédaient les économies d'agglomération et le développement de la ville. Aujourd'hui, la production du construit urbain (l'investissement immobilier et infrastructurel réalisé par de grandes entités, à même de construire des quartiers de manière intégrée, voire des villes entières) précède dans de nombreux cas le développement des activités urbaines et la croissance (sectorielle) des revenus (chapitres 4, 5, 8 et 9). C'est à partir des villes globales que s'organisent les développements sectoriels et leur répartition à travers le monde.

La financiarisation de l'immobilier s'est faite à partir des centres des plus grandes villes globalisées, ainsi que des stations touristiques les plus réputées. Aujourd'hui, elle agit là où se trouvent les personnes ayant les plus hauts revenus, les plus hautes fortunes et probablement aussi les plus hautes compétences.

La rémunération de ces investissements n'est donc pas le *résultat* du succès économique de la ville et de sa bonne insertion dans la globalisation. Ces investissements **précèdent** et pour partie **rendent possibles** le développement des activités et la présence de populations sélectionnées dans la ville. C'est donc un **pari** sur le redéploiement d'un quartier dans une métropole, voire d'une ville nouvelle. La production urbaine espagnole des années 2000 destinée aux retraités d'Europe du Nord constituait un tel pari – en l'occurrence raté. Dans cette perspective, la montée des prix immobiliers observée dans les plus grands centres apparaît comme un ensemble de paris gagnés non pas sur tel ou tel bien immobilier, mais sur la dynamique urbaine dans son ensemble et sur le succès de son insertion dans la globalisation. En ce sens, nous assistons probablement davantage à la financiarisation de l'urbanité qu'à celle des actifs immobiliers.

Le construit urbain financiarisé comme scène concrète de la *global city*

En somme, on peut voir la financiarisation du construit urbain comme une accélération du dépassement de la société industrielle et de ses spécialisations productives. Le même constat peut être fait pour les GAFAM, dont les valeurs boursières ont connu une croissance spectaculaire au cours des vingt dernières années. Ces deux domaines sont aujourd'hui au centre de l'accumulation du capital, et le développement de l'un comme de l'autre n'aurait pas été possible sans une étroite interaction avec la finance de marché et les acteurs du système bancaire et monétaire.

Le construit urbain financiarisé d'une part et l'industrialisation à l'échelle du monde des interactions informationnelles et symboliques par les plateformes numériques d'autre part, s'articulent et esquissent un système global en devenir. En somme, toutes nos activités « réelles », concrètes, ont d'une manière ou d'une autre un double, une correspondance sur les plateformes numériques. Cette dualité entre scènes concrète (construite) et symbolique (numérisée) (Guex et Crevoisier 2015) laisse entrevoir comment, à partir de la *global city*, les grandes plateformes industrialisent l'ensemble des relations immatérielles entre les êtres et entre les êtres et les objets à l'échelle du monde. À partir de son centre, Amazon propose aux entreprises dispersées à travers la planète un ensemble de services génériques (gestion des stocks, des approvisionnements des livraisons, des factures, gestion financière, etc.) lui permettant de prélever un revenu sur un très large éventail d'activités. Au-delà de ces activités fonctionnelles et informationnelles, les plateformes des GAFAM ont permis la connexion généralisée à une **scène symbolique** sur laquelle s'échangent les informations, se développent les controverses, se construisent les opinions et où le *story telling* trouve sa résonance.

Les conséquences sociales et la nécessité de politiques publiques repensées

À la différence du capitalisme basé sur la marchandise, le *business model* tant de l'immobilier financiarisé que des plateformes est basé sur le forfait. Les utilisateurs paient un abonnement, un loyer ou encore un droit d'entrée. Autrement dit, ils paient un droit d'accès sur une scène physique et/ou numérique, scène qui elle-même leur donne la possibilité de réaliser un grand nombre d'activités. C'est bien à l'utilisateur d'imaginer ces activités, d'y investir ensuite des compétences, du temps, de l'énergie, d'autres moyens matériels ou immatériels, afin d'en retirer un bien-être personnel (par exemple la fréquentation des programmes culturels d'une grande ville) ou un revenu (par exemple grâce à un site de recherche localisé dans la Silicon Valley). Mais entre-temps, les loyers forfaitaires courent, maintenant un flux de revenus qui, pour l'instant, continue de valider l'idée de revenus futurs pour l'immobilier à même de rémunérer l'immensité des montants investis.

L'institution fondamentale du capitalisme est la primauté du revenu du capital sur tous les autres : même lorsque la crise survient, même lorsque les entreprises doivent fermer leurs portes et que les travailleurs perdent leurs emplois, le revenu du capital reste exigible. La fermeture des commerces et des restaurants durant la pandémie de Covid-19 a constitué un rappel amer de cette institution fondamentale : les propriétaires non seulement étaient en droit d'exiger le paiement des loyers, mais très peu ont renoncé à l'exercer.

Le capitalisme immobilier constitue une avance qui devra être rémunérée soit par des loyers en augmentation, soit par des plus-values immobilières. Le simple fait de se trouver à un endroit – vivre dans un immeuble, visiter une attraction, se rendre à son travail, etc. – peut être vu comme une expérience donnant lieu à une capture de rente, un forfait que paie tout un chacun pour le simple fait d'être là, comme préalable et indépendamment de l'utilisation effective ou non des avantages procurés par la ville. Ayant largement dépassé le capitalisme basé sur la marchandise, l'économie contemporaine se présente comme un faisceau de droits permettant de capter des flux monétaires générés par le désir ou la nécessité des populations de vivre dans des villes. Le pari est pris que l'augmentation de la densité et de la variété des expériences accessibles dans les villes les rend plus génératrices de valeur et plus désirables à habiter et à visiter. Mais jusqu'à où les revenus et les prix immobiliers que peuvent générer les réhabilitations/régénérations des villes peuvent-ils croître ? Et comment imaginer que ce développement pourra se faire sans de fortes tensions entre les populations et les activités qui auront davantage de moyens pour payer ces loyers et les autres ?

Dans ce contexte, les politiques urbaines doivent développer des stratégies foncières efficaces pour maintenir et articuler la pluralité des activités, des populations et des intérêts qui constituent l'urbanité. Les outils de captation de valeur foncière peuvent être vertueux à condition de ne pas les employer à très grande échelle comme dans certains pays d'Asie orientale. En Europe, les coalitions de croissance trop étroites compromettent la justice sociale et environnementale qui permet de maintenir la valeur de la ville sur le long terme. Une attention toute particulière devrait donc être portée aux **milieux urbains élargis** (Crevoisier et Rime 2021), ces ensembles d'acteurs plus ou moins coordonnés et organisés – habitants, entreprises, opérateurs touristiques, médias, acteurs culturels, etc. – qui font la ville et sa richesse sur le long terme.

Bibliographie

Aalbers, M.B. (2017). The variegated financialization of housing. *International Journal of Urban and Regional Research*, 41(4), 542–554.

Cette bibliographie est identique à celle de l'ouvrage correspondant en anglais publié par ISTE. Quelques ajouts spécifiques à cette version française sont signalés par *.

- Adkins, L., Cooper, M., Konings, M. (2021). Class in the 21st century: Asset inflation and the new logic of inequality. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 53(3), 548–572.
- Aveline, N. and Li, L.-H. (ed.) (2004). *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia. The Case of Five Cities : Tokyo, Seoul, Shanghai, Taipei and Hong Kong*. Maitson Franco-Japonaise/Center for Real Estate and Urban Economics, Hong Kong and Tokyo.
- Aveline-Dubach, N. (2019). China's housing booms: A challenge to bubble theory. In *Theories and Models of Urbanization*, Batty, M. and Pumain, D. (eds). Springer, Cham.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111–145.
- Crevoisier, O. and Rime, D. (2021). Anchoring urban development: Globalisation, attractiveness and complexity. *Urban Studies*, 58(1), 36–52.
- Esposito Andujar, A. (2020). Figures d'un urbanisme aspirationnel. Les villes secondaires d'Asie du Sud-Est à l'heure de la Belt and Road Initiative. *Urbanités* [Online]. Available at: <http://www.revue-urbanites.fr/usea-esposito/>.
- Esposito, A., Fauveaud, G., Gibert-Flutre, M., Aveline-Dubach, N., Henriot, C., Liu, Y., Moser, S. (sous presse). How Does the 'Belt and Road Initiative' Change Urbanisation Patterns in Southeast Asia?. *Asia Pacific Viewpoint*. *
- Guex, D. and Crevoisier, O. (2015). A comprehensive socio-economic model of the experience economy: The territorial stage. In *Spatial Dynamics in the Experience Economy*, Lorentzen, A., Schröder, L., Topsø Larsen, K. (eds). Routledge, Abingdon.
- Renaud, B. (1997). The 1985 to 1994 global real estate cycle: An overview. *Journal of Real Estate Literature*, 5(1), 13–44.
- Srnicek, N. (2018). *Capitalisme de plateforme : l'hégémonie de l'économie numérique*. Lux, Montreal.
- Swyngedouw, E., Moulaert, F., Rodriguez, A. (2002). Neoliberal urbanization in Europe: Large-scale urban development projects and the new urban policy. *Antipode*, 34(3), 542–577.
- Theurillat, T., Lenzer Jr., J.H., Zhan, H. (2016). The increasing financialization of China's urbanization. *Issues & Studies*, 52(04), 1640002.