

- AVELINE-DUBACH N. (2008), *Immobilier. L'Asie, la bulle et la mondialisation*, CNRS Editions, Paris, 319 p.

Natacha Aveline-Dubach, qui revendique sa formation initiale de géographe spécialisée en climatologie-hydrologie, est devenue l'un des auteurs français reconnus dans le domaine de l'économie immobilière. Spécialiste de l'Asie et du Japon, où elle a réalisé sa thèse de doctorat sur la bulle immobilière qui y fit tant de ravages lors des années quatre-vingt, Natacha Aveline-Dubach nous livre ici un ouvrage qui pose fort bien la question des relations entre la globalisation financière et les marchés fonciers et immobiliers. En effet, bien que locaux par définition, ces marchés sont de plus en plus interconnectés tout autour du globe.

A l'heure où les conséquences de la crise

des *subprime mortgage* secouent la planète, le premier intérêt de l'ouvrage repose dans l'approche bien documentée des deux premiers chapitres consacrés à la financiarisation de l'immobilier. Dans le premier chapitre, l'auteure rend compte des processus qui, au travers de la globalisation financière, autrement dit de la constitution d'un marché unifié des capitaux à l'échelle de la planète, conduisent à l'émergence d'un marché immobilier global. On trouve bien sûr les pouvoirs publics parmi les acteurs de cette évolution. Influencés par la théorie économique néo-classique et guidés par la doctrine du monétarisme, ces derniers ont souhaités, à partir des années quatre-vingt, instaurer davantage de concurrences dans le système financier. Il en a notamment résulté un décloisonnement et une convergence entre les placements immo-

biliers et les autres catégories d'actifs. Jusqu'alors, l'immobilier constituait une catégorie d'investissement bien particulier, avec ses réseaux spécifiques d'acteurs et ses établissements de crédits spécialisés (souvenons-nous de la CGER). Avec la libéralisation progressive des mouvements de capitaux, l'immobilier s'est progressivement rapproché de la finance en atténuant ses particularités et en se transformant en un produit d'investissement proche des actifs financiers classiques.

Le grand enjeu de la globalisation financière est de fluidifier les échanges en vue d'intégrer et d'unifier les marchés financiers. Or, les actifs immobiliers sont par nature très peu liquides, avec des montants d'investissements très élevés et des coûts de transaction importants. Comme il en est rendu compte dans le chapitre deux de l'ouvrage, la technique de la titrisation permet de transformer des actifs peu liquides en valeurs mobilières facilement négociables. Grâce à la titrisation, des immeubles peuvent ainsi être vendus non plus à quelques grands investisseurs, mais à une multitude d'opérateurs intervenant sur le marché international des capitaux. Voilà donc, grâce à la titrisation, l'espace échangé sur les grandes places boursières.

Dans ses développements sur la titrisation, Natacha Aveline-Dubach prend garde de ne pas confondre la titrisation immobilière et la titrisation des créances immobilières. La titrisation immobilière peut prendre différentes formes, mais elle s'inspire généralement, à l'image du régime SICAFI créé en Belgique en 1995, du modèle américain des Real Estate Investment Trust (REIT). Il s'agit là de sociétés de placement possédant des biens immobiliers producteurs de revenus (immeubles de bureaux, résidentiels, commerciaux, etc.) et dont les actions sont cotées en bourse. Si la titrisation immobilière présente l'avantage d'un meilleur approvisionnement en capital, cette technique n'en présente pas moins plusieurs dangers, parmi lesquels le caractère conventionnel des comportements d'investissements et les risques de volatilité. La concentration des projets dans un petit nombre de sites et de

régions métropolitaines, sur des segments de marchés similaires, accroît la dimension spéculative des marchés et peut, à ce titre, entraîner des hausses intempestives du prix du logement et aggraver les phénomènes de fragmentation urbaine.

Alors que la titrisation immobilière facilite le financement de développements immobiliers, la titrisation des créances consiste, pour un établissement de crédit, à sortir de son bilan des créances d'un même type, à les regrouper dans un fonds commun de créances et à émettre des titres négociables représentatifs de ces fonds. Depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, la titrisation des créances a connu une expansion dans de nombreux domaines: prêts hypothécaires, prêts pour l'achat de véhicules automobiles, crédit de cartes bancaires... Suite au défaut de paiement de nombreux emprunteurs américains «à risques», c'est l'application de cette technique qui a engendré la crise des *subprime mortgage*. Pour l'auteure, il s'agit là d'un nouveau type de catastrophe qui révèle la dangerosité d'une financiarisation à l'extrême des marchés immobiliers. En effet, si la titrisation continue à se développer en Asie, où les valeurs foncières et immobilières peuvent être bien supérieures à celles rencontrées aux Etats-Unis, cela pourrait conduire à des crises socio-économiques plus graves encore.

Après ce bilan bien documenté sur la crise des *subprime*, le chapitre trois de l'ouvrage est consacré aux théories économiques et financières appliquées à l'immobilier et au foncier. L'auteure y développe l'idée qu'il est temps pour l'économie foncière / immobilière de prendre ses distances par rapport à l'approche néoclassique en s'ouvrant aux autres sciences sociales. Le lecteur peu familiarisé à l'économie immobilière y trouvera une introduction stimulante sur des sujets comme l'héritage de la rente foncière, l'intérêt opérationnel de l'approche hédonique, la théorie des cycles immobiliers et la théorie de la spéculation de Keynes. Le chapitre quatre, consacré à la formation des prix immobiliers, rend notamment compte d'un intéressant examen de la situation des grandes villes industrialisées d'Asie. Natacha

Aveline-Dubach y développe une analyse convaincante qui conduit à relativiser les facteurs démographiques et économiques qui s'imposent communément à l'esprit pour expliquer pourquoi les prix du sol y atteignent les plafonds mondiaux. Plutôt que les fortes densités de «l'Asie des Moussons» ou la croissance économique effrénée, ce sont en effet des facteurs institutionnels qui expliquent de tels niveaux fonciers. Qu'il s'agisse du Japon, de Singapour ou de Hong-Kong, le foncier s'y trouve au centre des modèles de développement et les enchérissements des valeurs foncières y résultent d'abord de la manière dont les autorités publiques ont orienté la gestion des sols.

Fort logiquement, ces observations poussent ensuite l'auteure à s'intéresser aux politiques publiques qui permettraient de promouvoir des formes urbaines plus durables et de garantir des conditions décentes de logement au plus grand nombre. Dans le chapitre cinq, qui nous fait faire le tour du monde des politiques foncières, Natacha Aveline-Dubach déve-

loppe la thèse que l'expansion de la finance est à l'origine de processus nouveaux qui remettent en question les approches traditionnelles des autorités publiques envers les marchés fonciers et immobiliers. Parmi les réflexions de ce chapitre, nous retiendrons l'idée de «muscler» les formations professionnelles et de recherches sur la ville avec de solides connaissances tant en économie qu'en finance. En effet, les métiers traditionnels de l'urbanisme sont peu outillés pour aborder les mécanismes de cycle, les crises de surproduction immobilière et les puissants effets de levier exercés par l'immobilier sur le foncier. Pour Natacha Aveline-Dubach, il est donc urgent de créer des filières de formation intégrant pleinement la dimension économique de l'aménagement. Cela suppose, en amont, de développer la recherche dans ce domaine, encore bien indigente hors de la sphère anglo-saxonne.

Jean-Marie Halleux