

## POUR UNE THÉORIE ÉCONOMIQUE DE L'IMMOBILIER

GUY MARTY<sup>\*</sup>

**L**es professionnels de l'immobilier se trouvent plongés dans une situation qui, pour leur être habituelle, n'en est pas moins singulière : leur environnement, leurs actes, leur quotidien relèvent du domaine économique, alors qu'il n'existe pas véritablement de théorie économique de l'immobilier.

Il est fréquent d'appliquer à l'immobilier des raisonnements économiques, d'admettre que tel ou tel aspect illustre parfaitement telle règle générale bien connue, mais tout se passe comme si l'immobilier n'était pas un sujet en soi, mais seulement un lieu de visite épisodique. Qui oserait prétendre que dans les années d'euphorie 1987-1990, il y avait une théorie du prix des immeubles, ou du moins une conception cohérente, à mettre en contrepoint de leur hausse ? Il est aisé aujourd'hui de dire que l'offre a été supérieure à la demande, que ce type de décalage a été favorisé par la durée et donc l'inertie du cycle de construction, que l'augmentation du crédit a été supérieure au raisonnable. Il n'en reste pas moins que personne n'a encore répondu, pas plus qu'on ne l'avait fait il y a quelques années, à la question simple consistant à se demander quel serait un niveau «normal» des loyers d'entreprise, ou quel serait un niveau «normal» des prix d'immeubles dans le contexte économique moderne ou dans une conjoncture donnée. Que l'on prenne le pétrole, la chimie, l'automobile, ou même la micro-informatique, on s'aperçoit que tous ces secteurs sont, curieusement, mieux dotés que l'immobilier en matière de détermination ou d'interprétation des prix.

Le meilleur indice d'une carence théorique, c'est la recherche de boucs émissaires : après avoir accusé le système bancaire pour son crédit trop facile et trop abondant, la presse économique pour son enthousiasme naïf et dangereux, les marchands de biens pour leurs gains faciles, leurs voitures et leurs cigares, les promoteurs pour leur aveuglement, les conseils immobiliers pour leur intérêt à accélérer le mouvement, tout a été dit, sauf l'essentiel : quelle culture sous-jacente aurait pu permettre aux uns et aux autres de disposer de points de repère, de critères de jugement, de cadres de référence ?

---

<sup>\*</sup> Directeur général, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière.

Du reste, si l'on se rend compte qu'après les excès dans un sens on risque d'en commettre dans l'autre, force est de reconnaître qu'il n'y a guère de consensus sur ce que devraient être les prix et les loyers, dans l'immobilier d'entreprise, au cours des dix prochaines années. Il y a des convictions personnelles, parfois solidement argumentées, il y a des intuitions, il y a des stratégies, il y a surtout désormais des prudences. Mais, pour tout autre secteur économique, il y aurait déjà une gamme complète de prévisions, selon diverses hypothèses d'inflation, de taux de changes, de croissance, d'emploi et de quelques autres données fondamentales.

Depuis peu, l'idée selon laquelle la place de Paris devrait disposer d'un outil statistique précis, fiable, fait son chemin. Démarche positive, tout autant qu'aveu de spécificité : un secteur d'activité aussi important, engageant des capitaux privés ou des crédits bancaires aussi conséquents, mobilisant un nombre aussi élevé d'emplois, aurait donc été laissé à ce point en jachère par les économistes et leurs statisticiens ? Il est vrai que dans le domaine du logement, l'une des préoccupations majeures des pouvoirs politiques depuis l'après-guerre, les instruments de mesure et les schémas d'interprétation sont plus développés que dans l'immobilier d'entreprise. Même pour ce dernier, on ne peut d'ailleurs pas parler véritablement de carence de statistiques ou d'interprétations. Mais il faut bien admettre que tous ces éléments restent insuffisants, partiels, et sont très loin de constituer un ensemble à la fois cohérent, pertinent et à la mesure du secteur. Et comme la plupart des efforts statistiques sont le lot d'acteurs, soit par initiatives privées, soit dans le cadre des organisations professionnelles, la même question demeure en suspens : pourquoi ce secteur, qui représente un poids significatif dans l'économie, et sans aucun doute un aspect non négligeable de la vie économique d'une nation, est-il à ce point à l'écart du courant des nombreuses études et réflexions qui animent les économistes ?

#### *Où est donc passé l'immobilier ?*

Un bref sondage dans les «classiques» est assez édifiant. Si l'on prend le récent «Economie - les règles du jeu» de Michel Didier, on y découvre que dans l'index très fourni qui clôt l'ouvrage, ni le mot immobilier, ni le mot logement, ne figurent. Un rapide survol des chapitres est également sans appel : production, consommation, échanges, économie de marché, fiscalité, entreprise, progrès technique, inflation, justice sociale, développement économique et autres thèmes majeurs décrivent un paysage dans lequel ni les immeubles ni l'immobilier n'osent seulement apparaître.

Si l'on revient à quelques années en arrière, avec le fameux *Samuelson*, qui a initié à l'économie une multitude d'étudiants américains et euro-

péens des années soixante-dix et quatre-vingt, le constat est identique. Les notions plus traditionnelles de démographie, d'offre et de demande, du rôle économique de l'Etat, de revenu national, d'organisation et de financement des entreprises, de formation des prix, sont traités selon un enchaînement qui ne croise pas non plus l'immobilier.

Un retour dans un passé plus lointain confirme l'examen. Le cours d'économie politique de Charles Gide, qui a nourri des générations d'étudiants à la fin du siècle dernier et au début de celui-ci, est tout aussi convaincant. Dans un magistral exposé de près de huit cents pages selon la structure devenue classique de production-circulation-répartition-consommation, cinq pages et demi sont consacrées au logement ouvrier et aux sociétés de construction.

*La modestie des professionnels de l'immobilier dût-elle en souffrir, l'absence de leur secteur dans les grands manuels d'économie ne relève pas nécessairement de l'objectivité. C'est peut-être même une piste intéressante. Une omission aussi parfaite, aussi achevée, qui fait de l'immobilier, non pas un sujet mineur, mais un véritable non-sujet économique, est très instructive... sur la science économique elle-même !*

Revenons aux sources de la science, à savoir l'observation. Autrefois, lorsqu'il visitait son pays, l'économiste voyait des champs et des ateliers. Puis il a vu des mines et des usines. Qu'il se promène aujourd'hui en France : ne voit-il pas des villes, ne voit-il pas de chaque côté des rues des immeubles les uns à côté des autres ? Qu'il vive ou qu'il travaille à Paris : l'idée ne lui vient-elle pas, dans le quartier de l'Opéra, sur les Champs Élysées ou ailleurs, que tous ces immeubles existent, qu'ils sont une forme de richesse ? Aidons-le à réconcilier son observation obligée et ses raisonnements préférés : combien faudrait-il de capitaux et d'heures de travail pour réaliser tous ces immeubles s'ils n'étaient pas encore là ? Que deviendrait l'activité économique si cet actif immobilier, ou un autre susceptible de remplir le même rôle, restait à construire pour les ménages et pour les entreprises ?

Non, ce n'est pas un caprice de non-économiste, ce n'est pas une susceptibilité d'acteur économique non reconnu : l'absence de l'immobilier dans le corps de la doctrine économique est en soi étrange et mérite d'être approfondie.

L'illogisme est flagrant, encore faut-il le cerner de près, tenter de le définir. Les ménages et les entreprises ont besoin de locaux : ces derniers ont absorbé, pour être constitués, une richesse considérable. Si l'on estime, comme cela a pu être fait très grossièrement, à près de 16 000 milliards de francs la valeur du parc immobilier français, on s'aperçoit qu'il représente plus de deux années de PIB, autrement dit plus de deux fois la production annuelle totale réalisée sur l'ensemble du territoire. Comment

une telle richesse peut-elle être un facteur sans substance ni influence, dans le concert des théories économiques ?

S'il fallait aujourd'hui partir de rien pour constituer un tel capital immobilier, quelle serait la limite imposée au PIB par l'absence de logements pour les familles, et par l'absence de locaux pour les entreprises ? La régression, dans ce cas, serait d'une telle ampleur, que l'existence du parc immobilier ne peut pas, en toute logique, être indifférente au fonctionnement de l'économie. Une omission de cette importance cache obligatoirement un défaut de la théorie.

La question peut d'ailleurs être affinée : si l'on avait construit plus, ou moins, au cours des dernières décennies, bref si le parc immobilier actuel était de 10 %, ou de 20 % inférieur ou supérieur à son niveau actuel, quelles en seraient les conséquences *sur* l'activité économique ? Là encore, il devient manifeste que l'économiste voulant comprendre et prévoir l'évolution de nos sociétés, ne peut s'offrir le luxe d'ignorer l'existence du parc immobilier, ni de s'abstenir d'en mesurer les conséquences sur le niveau d'activité ou sur la formation des richesses. Or, non seulement c'est ce qui se passe, mais de plus l'évaluation du parc immobilier, que nous avons mentionnée à 16 000 milliards de francs est approximative à 1000 ou 2 000 milliards de francs près : si, à notre époque où tout est mis en chiffres et en indices, la mesure des biens immobiliers est jugée superfétatoire, c'est que le mépris des théoriciens de l'économie à leur rencontre est pratiquement absolu.

12

### *La richesse des nations*

Comme il est difficile d'imaginer que l'immobilier ait été désigné, par quelque faveur spéciale, comme cible d'ignorance, il faut en conclure qu'il doit relever d'un concept plus général qui ne se serait pas trouvé sur le chemin des grands développements de la théorie économique.

Ainsi posé, le problème suggère de lui-même une réponse. La science économique s'est concentrée pour l'essentiel sur les flux, et non sur les stocks. Le schéma production-échange-répartition-consommation, qui gouverne l'organisation des idées et l'élaboration des tableaux de bord, renvoie aux confins du sujet, donc en marge, la notion de stock. Le capital n'est pas une notion primaire, mais une somme de revenus passés ou une puissance de dépenses futures : autant dire qu'il a été *a priori* vidé de substance propre, et ainsi ramené aux concepts de revenus et de dépenses. Même lorsque le langage semble suggérer un concept de capital, comme c'est le cas pour la masse monétaire, il s'agit en fait du concept de flux. La notion de stock n'est donc même pas marginale, elle est traitée comme si elle était virtuelle : la seule réalité, la seule substance reconnue

par les théories économiques majeures est le flux.

D'où la prééminence du PIB, comme instrument de mesure de la santé économique. Avec un déplacement d'accent bien compréhensible sur la croissance de ce PIB. Un taux de croissance de 6% par an a produit le phénomène des trente glorieuses, paysage assez riche et fascinant pour absorber toute l'attention et toutes les recherches. Pourquoi chercher plus loin, lorsqu'il y a déjà tant à regarder, à approfondir, à questionner ? L'emploi, critère économique sublimé par une dimension sociale, dépend de la croissance. Pourquoi chercher ailleurs ? La boucle se referme ainsi sur elle-même : l'analyse des flux fait apercevoir les problèmes sous un certain angle, qui incite à travailler encore plus sur les flux, qui à leur tour conditionnent la façon dont les problèmes sont examinés, et ainsi de suite.

La limite de l'exercice est cependant perceptible.

Prenons, pour simplifier, un exemple caricatural. Un pays enregistre une croissance de son PIB de 5 %, par an. Imaginons que toute cette croissance corresponde à la fabrication d'armes. De deux choses l'une : ou bien les armes ne seront pas utilisées, et il est difficile de parler de création de richesse ; ou bien elles le seront, et il y aura en fin de compte (ne serait-ce que quelques années plus tard) destruction de richesse. Bref, le critère de la croissance, censé mesurer la création de richesses, correspond dans ce cas soit à une situation stationnaire, soit à une régression. Pourtant, dans la comptabilité nationale, la production d'armes est un élément du PIB. La seule prise en compte des flux (production et vente) conduit par conséquent à un irréalisme manifeste : au-delà de cet exemple extrême, on imagine aisément des démonstrations plus nuancées de la limite du PIB dans la mesure de l'enrichissement réel.

La situation est d'autant plus délicate qu'il s'agit de la méthode universellement consacrée. Ne serait-il pourtant pas raisonnable d'introduire, ou de réhabiliter, dans les théories en vigueur et dans les comptabilités nationales, la notion de stock ?

Sans prétendre ici faire autre chose qu'esquisser une piste de réflexion, renversons l'ordre classique des conceptions, et attribuons une valeur propre une « substance » à la notion de stock. Simple retour à l'observation directe. Un pays comme la France dispose d'un capital considérable : celui-ci peut se définir en termes de terrains, d'immeubles, d'infrastructures mais aussi d'entreprises, sans oublier le capital humain, fait de compétence et de culture. De tels éléments composent sans aucun doute la richesse d'un pays moderne, richesse qui ne s'est pas faite en un jour, et qui constitue un actif authentique, qui exerce une influence sur l'évolution économique.

Il est vrai qu'une telle approche prépare quelques difficultés au niveau de la mise en équations. A côté des terrains et des immeubles, voire des

équipements industriels, informatiques ou de bureaux, ce concept de capital, ou de stock, porte également sur des données moins matérielles. En ce qui concerne les entreprises, il est encore possible d'admettre pour simplifier que leur «prix» (par exemple sur le marché boursier) correspond à la somme des efforts, des énergies, des talents, et aussi du temps, qui ont abouti à leur existence du moment. La quantification est donc encore relativement possible. Mais que dire du capital culturel d'une nation ?

En procédant par simple différence entre la société française et celle de pays dits en voie de développement, il est patent que même le degré de culture constitue un «capital» dont les implications sont déterminantes sur la performance de l'activité économique. L'exemple extrême de la culture est choisi à dessein, car pour être immatériel, il n'en est pas moins évident. L'économie est ainsi dépendante d'un facteur stock, ou capital, à la fois matériel et immatériel, qui a été dans son ensemble ignoré des équations mais qui est manifestement très influent. Une science ne peut se permettre d'exclure des ingrédients constitutifs aussi déterminants de son domaine d'observation et d'intervention, sans limiter sa portée et, il faut bien le dire, sa pertinence face aux événements.

Cela ne signifie pas que les réponses soient toutes prêtes, mais cela indique l'existence de problèmes que la science économique devra bien poser un jour pour tenter de les résoudre, au lieu de les ignorer comme elle s'attache à le faire actuellement<sup>1</sup>. D'une théorie économique ainsi élargie, et sans doute plus respectueuse des faits, le secteur immobilier sera l'un des tout premiers bénéficiaires, en termes d'analyse et de prévisions.

14

### *L'avenir de la bulle financière*

De plus, en mettant l'accent sur l'illogisme induit par une attention pratiquement exclusive sur les flux, un autre aspect de l'économie moderne apparaît sous un éclairage nouveau : cet être nouveau que l'on appelle « bulle financière », sorte de masse de capitaux en tourbillon permanent et en circuit fermé, ne relèverait-il pas tout simplement d'un phénomène de stock ? L'énoncé de la question s'apparente fort à une lapalissade et pourtant la théorie économique traite la monnaie et l'épargne en termes de flux : l'accumulation d'une masse importante de capitaux, qui plane sur les marchés de la planète de façon parfaitement observable, n'est pas encore inscrite dans le magnifique enchaînement des chapitres de nos manuels d'économie. L'épargne, en effet, celle des

<sup>1</sup> Il est vrai que la rente foncière est un sujet qui a été abondamment traité par le passé : le sol a été pris en considération, à une époque où le secteur «primaire» était encore relativement prépondérant dans le paysage écologique. Il existe donc un cas précis où les théories économiques ont abordé, sans en nier l'existence, le concept de stock.

ménages comme celle des entreprises, est un flux : c'est de l'argent détourné de la consommation (un flux), c'est une consommation ultérieure en puissance (un flux futur). Toute la réalité est dans le flux, le stock est renvoyé dans le domaine du potentiel.

Ce n'est pas une figure de style : l'expression même de « bulle financière » suggère une incongruité, c'est-à-dire au mieux une anomalie conjoncturelle, au pire une maladie qui ne devrait pas exister. Dans les deux cas, cette masse de capitaux est une sorte de flux bloqué dont la destinée serait de rentrer un jour sagement dans le cadre des théories, c'est à dire de se dissoudre pour irriguer les circuits d'investissement et de consommation.

Pourtant cette masse existe, elle s'est même dotée d'une structure : fonds de pension, compagnies d'assurances, sociétés de portefeuilles, OPCVM, en France comme dans le monde, ne peuvent désormais que croître en capitaux. Les tendances démographiques, avec notamment le fameux « vieillissement » de la population, permet et impose tout à la fois une augmentation du stock d'épargne relatif à la retraite. L'activité des compagnies d'assurances, non seulement dans le domaine des protections de type maladie ou décès, mais au niveau de tous leurs risques, leur permet et leur impose de détenir des réserves substantielles dont il est difficile de nier l'existence ou la logique de pérennité. Les stratégies des grands groupes industriels induisent l'existence de capitaux importants qui se déplacent de l'un à l'autre au rythme des grandes manœuvres, mais qui ne peuvent disparaître en valeur absolue. Il existe donc dans l'économie moderne un stock considérable de capitaux (aussi bien masse monétaire que masse d'épargne), qui est certes en osmose permanente avec les circuits de production ou de consommation, mais qui n'en existe pas moins en tant qu'entité économique. Cette masse de capitaux est organisée autour de structures de gestion, elle s'est dotée progressivement de techniques de survie — allocation globale d'actifs, analyse de risque, méthodologies financières — et elle est devenue un véritable acteur économique, au comportement quelque peu aléatoire mais sans aucun doute relativement autonome. Les incantations relatives à la « bulle financière » ont peu de chances d'être efficaces puisqu'il s'agit d'une réalité qui, si elle n'a pas été prévue par les théories, n'en est pas moins tangible.

Cette masse de capitaux étant placée en actifs monétaires, en créances et en actifs réels, il n'est plus possible de réduire le schéma économique au simple enchaînement production-échange-répartition-consommation. Un autre facteur est présent, que l'on a pu ignorer à une époque où il était — relativement — négligeable, mais que l'on doit désormais prendre en compte sous peine d'être en permanence surpris et déstabilisé par ses influences sur le jeu des monnaies, sur les taux du crédit et bien entendu sur les prix des actifs réels.

Aucune science n'a progressé sans y être contrainte par un décalage devenu flagrant avec les faits observés. Dans le cas présent, et pour revenir au thème de l'immobilier, la déviation est compréhensible : d'une part la constitution à grande échelle de patrimoines immobiliers conséquents est un phénomène propre, dans son ampleur, au XXe siècle ; d'autre part la constitution d'une masse de capitaux en recherche permanente d'arbitrages, et pouvant à tout moment venir sur l'immobilier ou le quitter, est également un phénomène nouveau.

Quoi qu'il en soit, ce n'est pas une théorie économique propre à l'immobilier qui fait défaut : c'est une évolution plus générale de la théorie qui, par sa cohérence retrouvée, saura éclairer l'immobilier mais aussi d'autres problèmes auxquels se heurtent nos sociétés modernes.