



**FACO Paris**

115 rue Notre-Dame des Champs, Paris VI<sup>ème</sup>

[info@facoparis.org](mailto:info@facoparis.org)

[www.facoparis.com](http://www.facoparis.com)

# LES TABLES RONDES DE LA FACO

---

## Numéro 1 – MAI 2022

**QUEL APRES-CRISE COVID ? TROIS REGARDS :  
ECONOMIQUE, FINANCIER ET PATRIMONIAL**



**Directeur de la publication**

Bernard VIVIER  
Président de la FACO

**Directeur de la revue**

Hubert de La Bruslerie  
Doyen de la FACO

## INTERVENANTS

- M. Philippe ITHURBIDE est économiste en chef du Groupe Amundi Asset Management. Economiste de formation, Monsieur Ithurbide est Docteur en Sciences Economiques de l'Université de Bordeaux.

Ses travaux sont particulièrement nombreux et ouverts. Dernièrement il s'est par exemple signalé par une publication majeure sur les cryptomonnaies.

- Mme Isabelle DELATTRE, après des études d'économie et de finance à l'Université a poursuivi une carrière d'analyste financier spécialisée dans les actions des entreprises européennes. Depuis plus d'une dizaine d'années elle a mis en place un processus de gestion qui identifie les déterminants extra-financiers de la performance, ce qu'on appellerait aujourd'hui la RSE. Entrée au Crédit Mutuel CIC Asset Management en 2019, elle est en charge au niveau le plus élevé de l'analyse RSE dans le processus de gestion de portefeuille-actions.

- Maître Alexandre LEVILLAIN est tout à la fois notaire et avocat, il développe une analyse en intégrant les dimensions juridiques, fiscales et patrimoniales. Il est ainsi professeur-référent à la Faco en charge d'une filière de niveau Master en Droit patrimonial et ingénierie financière.

## **SOMMAIRE**

### *PREFACE*

**Bernard VIVIER**.....P7

### *Introduction*

**Hubert de LA BRUSLERIE** .....P9

### *L'analyse du macro-économiste*

**Philippe ITHURBIDE**.....P35

### *Le point de vue de l'analyste financier*

**Isabelle DELATTRE**.....P79

### *Le point de vue du juriste, spécialiste des actifs immobiliers*

**Alexandre LEVILLAIN** .....P87



## PREFACE

C'est avec un vif plaisir que nous saluons l'initiative de cette table ronde organisée par notre Doyen, le professeur de La Bruslerie dès que les difficultés liées au confinement et à la crise sanitaire se sont estompées. Le 8 décembre 2021 après la vague du printemps et avant le reflux lié aux vagues Delta et Omicron, s'est tenue à la Faco devant nos étudiants et parents une manifestation où l'échange intellectuel et direct a retrouvé ses droits.

C'est important pour nous car notre Faculté est aussi un lieu de recherche, d'échange et de débat, et pas seulement de formation ou d'enseignement. Pendant près de deux heures des experts remarquables, chacun dans son domaine, ont confronté leurs analyses sur les conséquences économiques au sens large de la crise sanitaire.

Les propos particulièrement riches sont repris dans ce numéro des Cahiers de la Faco dont je me réjouis qu'il puisse contribuer à alimenter le débat sur ces sujets d'avenir.

Merci à tous les intervenants pour leurs belles contributions.

Bernard VIVIER  
Président du Conseil d'Administration de la FACO

**QUEL APRES-CRISE ?  
TROIS REGARDS ECONOMIQUE, FINANCIER ET  
PATRIMONIAL**

**Table ronde : Mercredi 8 Décembre 2021,**

**FACO, Paris**

Les textes qui suivent sont repris de la table-ronde qui s'est tenue le 8 décembre 2021 à la Faco devant un large public d'étudiants.

La qualité des interventions et des analyses nous a conduit à conserver ces échanges et à les retranscrire sous une forme permettant une diffusion plus large. Ce numéro spécial des Cahiers de Recherche/ Tables Rondes de la Faco en est l'objet.

Je remercie très sincèrement nos trois Experts, Madame Isabelle Delattre, Monsieur Philippe Ithurbide et le Professeur Alexandre Levillain de m'avoir autorisé à les reprendre ici.

Les propos des intervenants n'engagent que leurs auteurs et ne constituent pas les points de vue des institutions auxquelles ils appartiennent.

Pr.Hubert de LA BRUSLERIE



## INTRODUCTION

# L'après-crise COVID. Trois regards économique, financier et patrimonial

### Introduction : Continuité ou rupture ?

H. de LA BRUSLERIE<sup>1</sup>

La crise sanitaire a été un choc massif et inanticipé qui est venu frapper tous les pays, qu'ils soient puissants ou pauvres ; développés ou en voie de développement.

Il n'y a pas de région qui ait pu se prétendre à l'abri. Les pays, telle la Corée du Nord, où soi-disant la maladie ne s'est pas développée, sont suspects de mensonge. D'autres pays qui n'ont pas été affectés par la pandémie au prix d'un isolement forcené, telles la Chine ou l'île Maurice, ont néanmoins été impactés dans leur activité économique et leur richesse.

Les conséquences de ce choc historique sont et seront nombreuses et multiformes. Il ne s'agit pas d'analyser les dimensions sanitaire, médicale, sociale, politique ou morale de cette crise. Les interrogations psychologiques ou existentielles

---

<sup>1</sup> Doyen de la FACO

sont bien évidemment centrales. On ne les évoquera pas ici. Limitons d'emblée les réflexions sur l'après-crise du Covid à trois domaines liés, celui de l'activité économique, de la finance et de la gestion patrimoniale de l'épargne. Les contributions qui suivent se centreront sur les domaines économiques, et les comportements et stratégies des acteurs essentiels de la vie économique que sont les entreprises et les ménages.

Il ne s'agit pas ici d'analyser les conséquences économiques à court terme de la crise. Celles-ci sont visibles et mécaniques : chute de la croissance, chômage, plan de relance massif, endettement des Etats, intervention des banques centrales, rebond de la croissance en 2021. Les conjoncturistes dissertent sur la forme de la dynamique conjoncturelle : la reprise sera-t-elle en V ou en U ? Le rebond se fera-t-il avec ou sans inflation ?

L'Après-crise est l'occasion d'une interrogation sur la dynamique *structurelle* des économies, sur le nouvel ordre qui va émerger durablement de ce choc. En quoi sera-t-il différent de l'ordre structurel des économies d'avant la crise sanitaire, qui prévalait début 2020, il y a seulement deux ans. C'est un travail de prospective qui cherche à identifier les nouveautés qui sont celles qui vont durablement façonner le fonctionnement de nos économies post-industrielles, et qui vont structurellement modifier les comportements des entreprises et des investisseurs qu'ils soient particuliers ou professionnels.

Ce type d'interrogation sur la dynamique qui se met dorénavant en place est simple : y aura-t-il poursuite de l'évolution antérieure ou rupture ? La crise introduit-elle une cassure durable ? Evoquer une continuité est évidemment un paradoxe puisqu'une crise est en elle-même une rupture. C'est sans doute un premier paradoxe qui pourrait découler des débats de cette table-ronde.

Une crise n'est pas forcément porteuse d'un changement de direction dans l'évolution structurelle des économies et des comportements. S'il n'y a pas rupture, il peut y avoir une considérable accélération des évolutions des mentalités et des comportements. En ce sens, l'après-crise peut nous projeter beaucoup plus vite dans le monde de demain alors que ce demain était lointain hier. Il y a alors un changement de paradigme car nous avons peut-être vécu 10 ans en seulement 2 ans. C'est en cela que le monde d'aujourd'hui n'est pas celui d'hier, car il est déjà le monde de demain. C'est l'une des thèses que je soumettrai à la sagacité de nos Experts présents ici.

Les problématiques ont pu changer de rythme ; elles sont nouvelles dans leur immédiateté et leur urgence plus que dans leur identification. Ainsi les problèmes de Responsabilité Sociale et Environnementale (dite RSE) ou de finitude des ressources énergétiques ont été identifiés et analysés depuis longtemps. Les premiers écrits du Club de Rome datent de 1972, mais ce qui est nouveau est sans doute leur irruption massive dans le monde Après-Covid.

Ces interrogations seront développées dans les trois dimensions économiques, managériales et patrimoniales ; elles seront partagées avec trois experts reconnus.

## I- Les intervenants

- M. Philippe Ithurbide est économiste en chef du Groupe Amundi Asset Management. Amundi est un des géants mondiaux de la gestion d'actifs. Economiste de formation, Monsieur Ithurbide est Docteur en Sciences Economiques de l'Université de Bordeaux. Son activité professionnelle l'a mené dans divers pays étrangers au Canada notamment. Il enseigne ou a enseigné dans de nombreuses

Universités, notamment à Paris Dauphine. Ses travaux sont particulièrement nombreux et ouverts. Dernièrement il s'est par exemple signalé par une publication majeure sur les cryptomonnaies.

- Mme Isabelle Delattre après des études d'économie et de finance à l'Université a poursuivi une carrière d'analyste financier spécialisée dans les actions des entreprises européennes. Elle a travaillé dans diverses institutions internationales proposant des activités de gestion de portefeuilles tant pour les particuliers que dans le cadre de la gestion dite institutionnelle. Sa démarche est ce qu'on pourrait appeler « macro return ». Depuis plus d'une dizaine d'années avant même que ces termes deviennent à la mode elle a mis en place un processus de gestion qui identifie les déterminants extra-financiers de la performance, ce qu'on appellerait aujourd'hui la RSE. Entrée au Crédit Mutuel CIC Asset Management en 2019, elle est en charge au niveau le plus élevé de l'analyse RSE dans le processus de gestion de portefeuille-actions. Ce poste important sanctionne sa compétence dans ce domaine

- Maître Alexandre Levillain n'est pas au sens strict un professionnel de la gestion d'actifs financiers. Son domaine de compétence est celui de l'ingénierie juridique et patrimoniale. Il est notamment spécialiste de l'immobilier. Notaire, avocat, il développe une analyse en intégrant les dimensions juridiques, fiscales et patrimoniales. Il privilégie une approche stratégique du point de vue du particulier investisseur. Maître Levillain développe cette vision globale qui intègre l'ingénierie financière dans son activité professionnelle au profit d'investisseurs et d'épargnants, mais aussi de manière pédagogique à destination des étudiants. Il est ainsi professeur-référent à la Faco en charge d'une filière de niveau Master en Droit patrimonial et ingénierie financière.

Pour mettre à profit leurs compétences il faut introduire les débats en identifiant des interrogations sur ce qui pourrait être les traits structurants de l'économie post-Covid et sur les nouvelles attentes financières et patrimoniales.

## II- Certitudes et incertitudes ?

Pour s'interroger avec profit sur les conséquences futures de la crise sanitaire dans les trois domaines économiques, financiers et patrimoniaux, il faut procéder au départ en identifiant ce qui semble d'ores et déjà acquis. On fera trois constats liés :

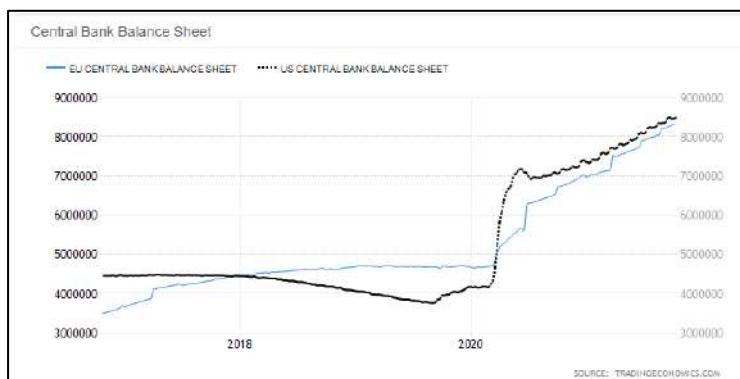
- Des économies développées qui semblent renouer avec l'inflation. Il y a juste 1 an les banques centrales intervenaient sur la base d'un scénario de reprise d'une inflation modérée. La BCE affiche toujours un objectif d'un peu moins de 2% d'inflation. En septembre 2021 elle est à 4,9% (en rythme annuel) en zone Euro. Au-delà de l'effet « matières premières » propre au rebond de la croissance en 2021, la raréfaction des matières premières et les changements de mix énergétique semblent relancer la dynamique économique vers une inflation de coût assez durable.<sup>2</sup> C'est une situation nouvelle alors que l'économie pré-Covid était marquée par une inflation nulle, voire négative. Cette situation n'est pas sans conséquences notamment pour les banques centrales. Quid des objectifs monétaires de la BCE ?

- Des politiques monétaires massivement créatrices de liquidités. En application du « Quantitative Easing » ou de la

---

<sup>2</sup> La hausse des prix des importations en Zone euro est 8% en rythme annuel en Septembre 2021

« Modern Monetary Theory », les banques centrales procèdent à un approvisionnement monétaire massif des économies européennes, nord-américaines et japonaises. Le bilan de 4 premières banques centrales mondiales (USA, ZE, Japon, UK) a progressé de 8 Trillions de dollars en 2020. La figure 1 présente l'évolution du bilan de l'Eurosystème des banques centrales Européennes et de celui de la Réserve fédérale des Etats-Unis. Hausse totale depuis le Covid environ 10 Tr USD.



**Figure 1 - Taille des bilans banques centrales BCE et Fed (en M € et \$)**

S'ajoute à cela la politique dite de « forward guidance » qui consiste à annoncer sur un horizon de 1 à 2 ans de la politique monétaire suivie par la banque centrale. En voulant supprimer l'incertitude, cet engagement de « forward guidance » referme le piège. L'engagement d'approvisionnements monétaires et de taux bas est durablement mis en place.

La conséquence de l'approvisionnement massif en liquidités est l'existence de dépôts bancaires colossaux qui sont présents sans emploi dans les bilans des banques commerciales. La figure 2 montre l'évolution des dépôts bancaires au passif des banques de Zone Euro (source BCE).

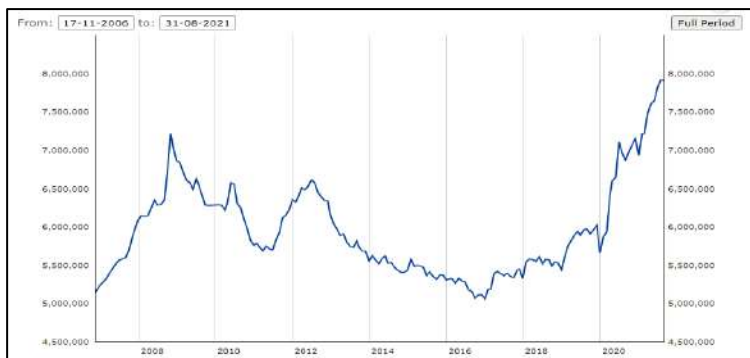


Figure 2 - Encours cumulé de dépôts bancaires dans le bilan des banques de la Zone Euro (Source: BCE, M €)

- Un monde de taux d'intérêt réels durablement nuls.  
Sans inflation, avec un déversement de liquidité massif des banques centrales, avec une politique de monétisation de la dette publique, les taux d'intérêt sont appelés à rester durablement nuls en termes réels.

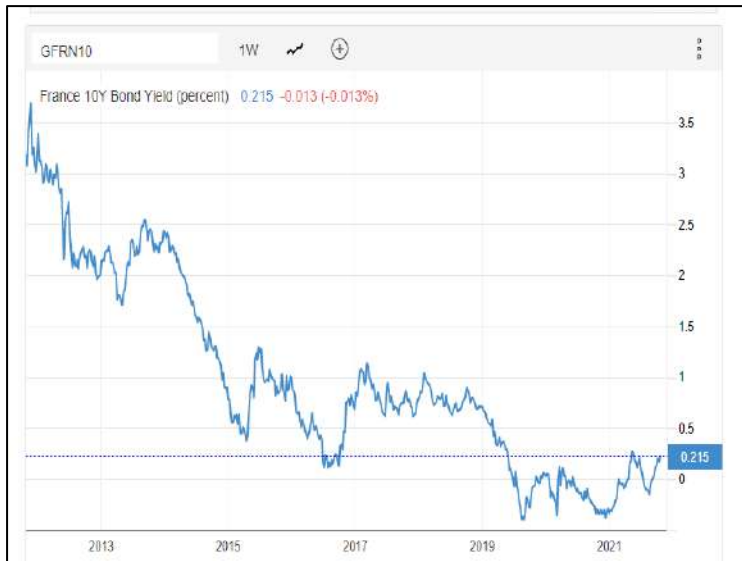


Figure 3 - Evolution du taux des Emprunt d'Etats OAT à 10 ans 2011- oct. 2021

(Source : tradingeconomics.com)

La politique de taux zéro rend la dette, notamment la dette publique, durablement soutenable. Cette fuite en avant a été critiquée par certains économistes car elle met en place une vision de la politique monétaire qui ignore le rôle effectif des taux d'intérêt dans la croissance en ce qu'ils maintiennent une exigence de rentabilité réelle. Ces taux nuls rendent indolore la dette des Etats. Ils aident les emprunteurs : Etats, entreprises, ménages. C'est un jeu de perpétuel report sur le futur puisque le temps ne vaut rien.

On distinguera trois grandes séries de questions : celles relatives à des interrogations sur la macroéconomie post-Covid (A), des interrogations sur la dynamique des secteurs économiques, la RSE et la structure des marchés financiers (B), et des interrogations sur les actifs immobiliers et les nouvelles stratégies patrimoniales(C).



### III- Des interrogations sur la macroéconomie post-Covid

Deux questions difficiles s'adressent à l'économiste.

#### ***1. La dynamique d'un retour à la croissance peut-elle cohabiter avec des taux d'intérêt nuls ?***

La croissance est un mouvement schumpétérien qui s'articule sur la création, l'innovation et l'investissement... mais aussi la destruction de structures obsolètes. Les taux d'intérêt zéro ignorent l'exigence de rentabilité comme filtre qui permet de sélectionner les projets innovants. Au contraire les taux nuls jouent un rôle de subvention implicite et permettent de maintenir en vie des canards boiteux. C'est ainsi que Patrick Artus évoque « des entreprises zombies », mortes-vivantes.

La crise Covid a entraîné le maintien à moyen terme d'une politique monétaire de liquidité massive et de taux réels nuls. Que signifie une économie où le prix du temps est nul ? Comment décider des investissements ? Comment s'habituer à une telle incitation à l'immédiat ? La motivation d'épargne se limite alors à l'aversion au risque et la précaution. Il devient rationnel de thésauriser et de ne pas investir. L'actif sans risque n'est plus l'obligation d'Etat, mais la liquidité. Que signifient des économies hyper-liquides avec des montants colossaux qui ne savent où et comment s'investir ?

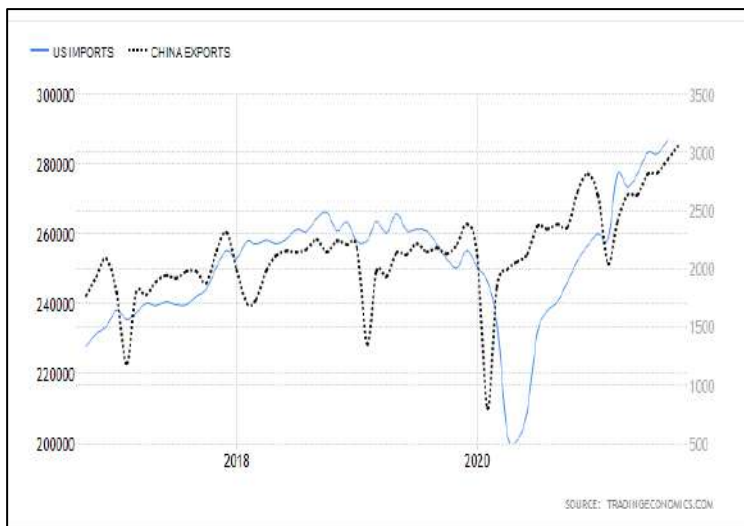
Comment construire une rationalité pour faire des choix d'investissement et orienter des ressources vers l'avenir puisque le prix de l'argent, le cout du capital, n'est plus un

indicateur d'allocation pertinent. C'est une première interrogation que je soumets à votre questionnement.

## **2. Vers une régionalisation du commerce mondial, source de déséquilibres durables ?**

Le commerce mondial a été florissant jusqu'au début des années 2010 avec l'entrée de la Chine dans l'OMC. Maintenant les choses sont différentes. En 2020 le FMI prévoyait une baisse du commerce mondial de 13% en volume. C'est un coup d'arrêt brutal que l'on retrouve dans les scénarios de l'OMC qui évalue la chute entre 13 et 32% en 2020. La Conférence des Nations Unies pour le Commerce prévoit pour sa part -20%.

Cette chute sera-t-elle un simple choc ou au contraire la marque durable d'une diminution des échanges de biens et de services entre pays ? Au-delà, le principe même de mondialisation des échanges économiques ne doit-il pas être revu en profondeur ? L'Après-Covid met-il en place une « re-régionalisation » des flux d'échanges et le retour à un bilatéralisme économique. Les arguments sont connus : économiques (coûts des transports et de la délocalisation), environnementaux (bilan carbone de la mondialisation des échanges) et sociétaux avec la valorisation de la proximité et du local. Le nom de cette tendance est bien connu, c'est le renouveau d'un mercantilisme qui est à l'œuvre depuis longtemps. Si les français évoquent Colbert, les chinois utilisent le terme de « Route de la soie ». Cela revient au même. Illustration *a contrario* de ce renouveau mercantiliste : Le déficit commercial américain a atteint un niveau plus haut historique à -81 Mds USD en septembre 2021. Exportations chinoises et importations américaines progressent de consort. La guerre commerciale « Trump » a été perdue.



**Figure 4 - Exportations chinoises (306 Mds USD Sept 2021)  
et Importations USA (287 Mds USD aout 2021)**

Le caractère violent de ce changement et du déséquilibre commercial régional apparait dans le prix du transport maritime. L'unité est le prix du container. Dans le sens Chine/Asie vers l'Europe, il en coûte 13 ou 14000 USD. Soit 8 fois plus qu'il y a 1 an. Le trajet inverse coûte 10 fois moins. Le déséquilibre importations-exportations est patent entre régions du monde.



Figure 5 - Prix du cout de transport maritime d'un container  
(Source : Site Freightos Data Octobre 2019- Octobre 2021)

Peut-on en conclure que la crise sanitaire a puissamment accéléré la restructuration des échanges économiques internationaux ? Si oui, cette tendance durable conduit-elle à des zones multipolaires où le libre-échange et la dynamique des moindres coûts cède durablement la place au mercantilisme et à la géopolitique ? Ce sera ma deuxième question avec une question subsidiaire. Si la réponse à la question précédente était positive, la logique d'un déséquilibre commercial structurel qui se traduirait par un renforcement de la Chine et qui conduit à remplacer commerce par géopolitique, n'entraîne-t-elle pas la domination des rapports de force ?

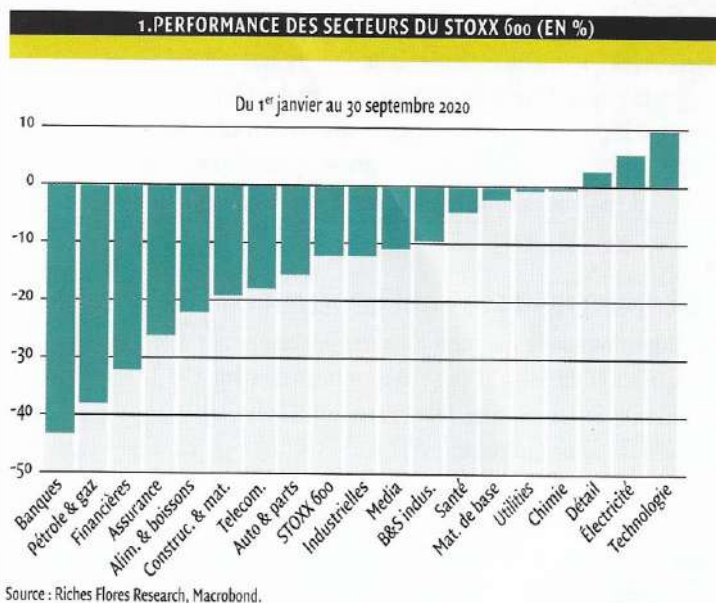
#### **IV- Des interrogations sur la dynamique des secteurs économiques, la RSE et la structure des marchés financiers**

On adressera à l'analyste financier trois questions.

##### *3- Quels sont les secteurs économiques gagnants et perdants ?*

Les économies ont été touchées de manières très différenciées par la pandémie. L'Après-Covid en changeant la donne va bénéficier davantage à certains secteurs qu'à d'autres. Certains secteurs s'en sortent bien en raison de perspectives devenues plus favorables ou créatrices d'opportunités. C'est le cas du secteur des technologies ou de l'industrie pharmaceutiques. A

l'inverse, les activités financières sont questionnées ; le secteur pétrolier ou l'automobile sont mis en question.



**Figure 6 - Performance des secteurs économiques (entreprises européennes membres de l'indice Stoxx 600, Année 2020)**

La Figure 6 illustre cette diversité en hiérarchisant les variations sectorielles de l'indice boursier européen Stoxx 600 des plus grandes valeurs cotées européennes. Que penser de cette dynamique des secteurs d'activité. Consacre-t-elle de manière irréversible des gagnants et des perdants. Y a-t-il depuis le Covid apparition d'une « Nouvelle économie » et d'une vieille économie, la seconde étant vouée à périr ?

*4- Quel est le rôle de la RSE dans ces mouvements sectoriels ?*

Dans cet aggiornamento des secteurs économiques, les préoccupations RSE (ou ESG) prennent une place plus forte - en tout cas plus apparente - comparée à hier. La moindre dépendance énergétique, une consommation plus frugale, une économie moins vorace, plus « inclusive » deviennent la « norme ». S'y ajoute un rejet du court-termisme financier. Ces nouvelles « valeurs « RSE » expliquent-elles la hiérarchie entre secteurs d'avenir et ceux qui sont moins dans le mouvement.

Mais derrière des « valeurs affichées », il y a souvent l'industrie du moralisme. Est-ce un verdissement ou un « greenwashing » ? S'agit-il d'un mouvement de fond vers une économie plus « verte » ou d'une gesticulation ? Les stratégies d'entreprises et les décisions des managers sont-elles réellement impactées par la RSE ?

Si tel était le cas, les entreprises orientées RSE devraient intégrer les préoccupations environnementales et sociétales dans leurs choix stratégiques. Si ces préoccupations étaient devenues des obligations, les actionnaires auraient rappelé aux dirigeants - parfois un peu autiste ou casanier dans leur comportement - que les temps ont changé...

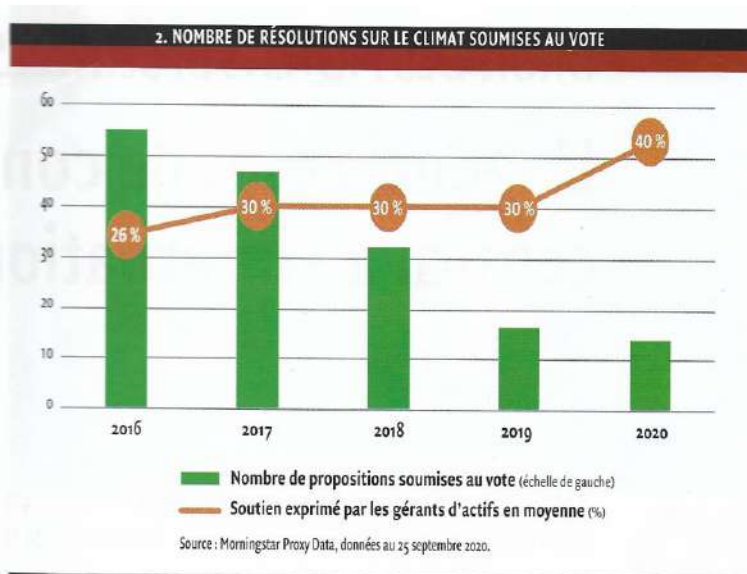


Figure 7 - Nombre de résolutions sur le climat soumises aux professionnels gérants d'actifs aux USA et pourcentage de vote favorable (source : Morningstar)

La Figure 7 dénombre les résolutions orientées RSE soumises aux Assemblées Générales des actionnaires : il y en a de moins en moins ! Elle présente aussi le pourcentage de vote favorable à ces résolutions émanant des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs. Avec 40% de soutien (et donc 60% de votes négatifs ou d'abstention...) les professionnels de l'investissement et de la gestion d'actifs font preuve d'un soutien ... assez timide. Les préoccupations RSE restent-elles de l'ordre du verbe et de l'affichage. Au moment de passer à l'acte il en va différemment. La crise Covid a-t-elle changé les processus de décision au sein des entreprises ? Telle est la question.



Celle-ci peut aussi se formuler de la manière suivante, un peu plus générale : Le Covid a-t-il hâté la mise en œuvre d'une « finance plus verte » ?

5- *L'hyper-concentration des actions et des gestions mène -t-elle à une disparition des marchés financiers ?*











Rank	Name	Market Cap	Price	Today	Price (30 days)	Country
1	 Apple AAPL	\$2.467 T	\$149.26	0.34%	0.34%	us USA
2	 Microsoft MSFT	\$2.308 T	\$307.41	-0.27%	-0.27%	us USA
3	 Alphabet (Google) GOOG	\$1.895 T	\$2.848	-0.96%	-0.96%	us USA
4	 Amazon AMZN	\$1.744 T	\$3.415	-0.84%	-0.84%	us USA
5	 Facebook FB	\$960.80 B	\$340.78	0.23%	0.23%	us USA
6	 Tesla TSLA	\$867.33 B	\$865.80	0.18%	0.18%	us USA
7	 Berkshire Hathaway BRK.A	\$651.02 B	\$432.495	1.03%	1.03%	us USA
8	 NVIDIA NVDA	\$550.80 B	\$221.83	-0.84%	-0.84%	us USA
9	 Visa V	\$507.82 B	\$231.42	-0.90%	-0.90%	us USA
10	 JPMorgan Chase JPM	\$504.88 B	\$170.84	-0.25%	1.35%	us USA

Tableau 1 - Les 10 premières capitalisations boursières USA (Octobre 2021 ; <https://companiesmarketcap.com/usa>)

Le tableau précédent présente les actions des premières entreprises américaines par la taille de leur

capitalisation boursière. Il s'agit des très célèbres GAFAM. Ces cinq entreprises du secteur des technologies représentent une capitalisation totale de l'ordre de 9 Trillions (Tr) de dollars (Alphabet (Google) 1,9Tr USD, Apple 2,5 Tr, FaceBook 0,9 Tr, Amazon 1,7 Tr Microsoft 2,3 Tr). S'y ajoute un petit dernier qui "monte", AliBaba entreprise chinoise cotée à New York pour 0,7 Tr de dollars. La seule entreprise industrielle du lot est le fabricant automobile Tesla.

En mettant ces entreprises en rapport avec la capitalisation totale des marchés boursiers américains et mondiaux, on est étonné de l'importance prise par cette dizaine de titres si on considère la capitalisation boursière totale de 40 à 50 Tr de dollars aux Etats-Unis (marchés NYSE et Nasdaq)<sup>3</sup>. Le nombre de titres cotés reste relativement faible ; il est d'ailleurs en diminution : 2400 titres cotés au NYSE, 8100 titres cotés au Nasdaq.

Ces 10 titres représentent 10% de la capitalisation boursière américaine. Derrière quelques mastodontes, l'offre de titres boursiers est relativement pauvre. Ce paradoxe est encore plus marqué en Europe où les Bourses du groupe EuroNext (Paris, Amsterdam...) représentent une capitalisation de 4 Trillions d'euros et ne proposent que 1500 titres.

La concentration de l'offre et la raréfaction des actifs rejoint une hyper-concentration des gestions d'actifs entre quelques grands investisseurs institutionnels. Le phénomène est particulièrement marqué aux USA où une étude de Bebchuk et Hirst (2019) évoque les "trois géants", à savoir les gérants de fonds Vanguard, State Street, et Blackrock.<sup>4</sup> Ces

---

<sup>3</sup> 28,2 Tr \$ pour le premier et 13 Tr \$ pour le second (données avril 2020). 50 Tr \$ en Octobre 2021 en raison de la hausse des cours. Aux deux bourses précédentes, il faut ajouter Amex 300 Mds \$.

<sup>4</sup> The Specter of the Giant Three, Lucian A. Bebchuk, Scott Hirst NBER 2019

derniers ont développé une expertise de gestions de fonds pour compte de tiers. Ces fonds d'investissement sont - telles les SICAV - ouverts à tous les investisseurs. Or ces fonds mutuels ("mutual funds") sont de plus en plus souvent des fonds indiciels qui visent à répliquer des indices boursiers connus de tous. Les ETFs ("Exchange Traded funds") offrent clarté, apparence de liquidité, transparence et faibles coûts de gestion. Les 50 premiers fonds indiciels représentent 1,8 Tr de dollar (données 2019) ; parmi ces 50 fonds indiciels américains, 45 sont gérés par les « trois géants ». Ces derniers représentent 82% des souscriptions brutes de parts de fonds mutuels américains par les investisseurs au cours de la période 2009-2018.

La concentration des gestions entre trois mains conduit à une concentration des pouvoirs. En prenant l'indice Russell de 3000 entreprises cotées américaines, les fonds détenus/gérés par Vanguard, State Street et BlackRock représentent 16,5% de la détention totale des actions, mais 22% des droits de vote en 2019.

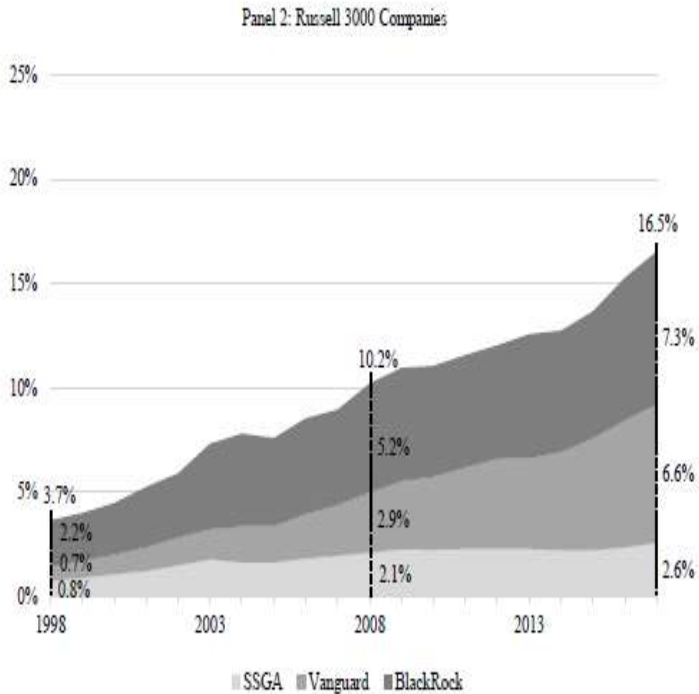


Figure 8 - Pourcentage de détention d'actions par Vanguard, State Street et BlackRock aux Etats-Unis (Actions de l'indice Russel 3000, Ssource : Bebchuk et al., 2019)

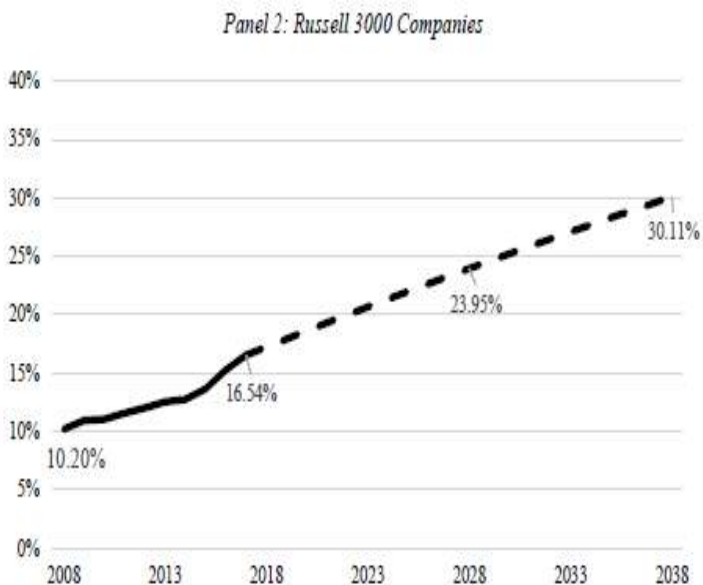


Figure 9 - Perspective d'évolution de la détention d'actions par Vanguard, State Street et BlackRock aux Etats-Unis (Actions de l'indice Russel 3000, source : Bebchuk et al., 2019)

La tendance à la concentration des investissements boursiers vers la gestion indicielle et les grands gérants professionnels d'actifs était fermement à la hausse en 2019. La figure 9 prévoyait pour les « Trois géants » une détention de 30% des actions de l'indice Russel en 2038. La prévision était même de 37% pour les droits de vote.

Cette évolution structurelle conduit à la négation même d'un marché financier : une offre et une demande très concentrée où quelques grands investisseurs détiennent une forte majorité des titres d'un petit nombre de grandes entreprises mondiales. C'est la négation de la vraie gestion et

de la prise de risque car la gestion indicielle est passive : elle cherche à acheter « le » marché et non à arbitrer entre des stratégies d'entreprises.

Cette tendance a-t-elle été interrompue par la crise Covid ? Le retour vers la proximité, le reflux de la mondialisation et la nécessité d'une gestion active pourraient l'expliquer. Les start-up, le capital-risque, les fonds d'investissement hors bourse marquent un développement alternatif qui se fait « hors bourse » et qui était déjà à l'œuvre avant la crise. Y a-t-il depuis la crise Covid une accentuation de cette finance « privée » qui est parfois une finance « opaque » puisqu'on évoque le « shadow banking », par exemple en Chine. Remarquons qu'il s'agit d'une finance à la fois de proximité et de projets. Ou l'Après-Covid marque-t-il un retour vers des marchés financiers « officiels » qui ne se sont jamais aussi bien portés ? La question est donc de s'interroger en quoi la structure financière du capitalisme financier a-t-elle été modifiée ? Ce n'est pas une question simple.

A côté des actifs financiers bien connus, actions et obligations, il existe d'autres actifs qui sont des supports de l'investissement financier. Ce sont les actifs alternatifs ou les actifs réels, tel l'immobilier.

## **V- Les actifs immobiliers et les nouvelles stratégies patrimoniales**

Le spécialiste de la Gestion patrimoniale fait face à trois interrogations majeures.

On les introduira par quelques remarques sur des comportements nouveaux apparus avec la crise sanitaire. Celle-ci a développé le télétravail des salariés. Ce nouveau mode de relation au travail est parfois présenté comme le cadre merveilleux qui permet d'améliorer à la fois le bien-être des

salariés et la marge des entreprises. L'immobilier est un outil de production qui représente au niveau national 67% des actifs non financiers ou 22% des actifs totaux.<sup>5</sup> Ces actifs sont, soit détenus directement par les entreprises, soit loués. Ils sont de plus en plus en détention directe plutôt que loués car les entreprises propriétaires (tout comme les ménages) ont voulu conserver par devers elles les plus-values immobilières pendantes. C'est ainsi que les loyers de bureaux, de bâtiments de production ou d'entrepôts représentaient 8,3% de la valeur ajoutée en 2017 (en valeur médiane), contre 13,5% en 2000 au début du siècle.

A la hausse des prix de l'immobilier qui favorise les détenteurs s'ajoute la baisse des taux d'intérêt depuis 2015 qui favorise l'achat par emprunt. Les conditions d'une bulle immobilière sont ainsi réunies depuis longtemps.

La crise sanitaire a réévalué ce modèle avec de brutales sanctions boursières pour le secteur des sociétés foncières propriétaires de bureaux et de locaux commerciaux. L'exemple de l'action Klépierre l'illustre avec une baisse de 24% de sa valeur boursière comparée à une hausse de l'Indice CAC de 30% sur la même période de 18 mois.

---

<sup>5</sup> Lettre du trésorier n°281 octobre 2020 p. 3, citant une étude Banque de France.



Figure 10 - Cours de l'Action Klépierre (Début mars 2020- Octobre 2021)

### 6- Vers la fin de la bulle immobilière ou vers une adaptation de l'immobilier professionnel ?

La première question est celle de la fin de ce qui a été appelé une bulle immobilière. Les actifs immobiliers sont-ils durablement impactés par un changement structurel de l'offre et de la demande initié par la crise sanitaire ? Un parc immobilier professionnel en sur-offre, confronté à une moindre demande de location de la part des entreprises conduit à des loyers durablement dépréciés. L'attraction des investisseurs institutionnels pour l'immobilier professionnel diminuant, ce secteur boursier ne va-t-il pas rester durablement déprécié ?

L'analyse précédente ignorerait cependant les possibilités d'adaptation des acteurs de l'immobilier professionnel : bailleurs, locataires, investisseurs, juristes. Les bailleurs sous la pression des locataires ont montré l'exemple



au cours de la crise Covid. L'aspect légal et contractuel doit ici être pris en compte. La crise a mis à mal l'intangibilité des contrats. Les loyers ont été révisés à la baisse. Le rapport de force a évolué en faveur des locataires. La renégociation est une voie de résolution de ces tensions. Mais cela n'a-t-il pas engendré un contentieux spécifique avec une dynamique propre au système judiciaire ? Faut-il développer une analyse comparatiste plus large entre les réactions des systèmes contractuels et judiciaires face à la mise en cause des contrats ? Comment apparait la France ? Est-ce que la fragilité des contrats de location a changé depuis la crise ? Cette fragilité est-elle différente selon les types de locataires ? Au contraire cette flexibilité des baux et contrats de location n'est-elle pas un atout qui permet un retour à un équilibre et donc un rebond du secteur ?

### *7- Immobilier professionnel contre immobilier résidentiel ?*

La question précédente en appelle immédiatement une troisième. A l'inverse de l'immobilier professionnel, le secteur de l'immobilier résidentiel reste toujours soutenu par les taux d'intérêt quasi nul. La demande de la population restant forte, n'y a-t-il pas alors divorce entre l'immobilier professionnel et l'immobilier résidentiel ?

Les biens immobiliers dans ces conditions font l'objet de deux marchés cloisonnés avec éventuellement des sous-marchés, ce qui n'était pas (ou moins) le cas hier. Peut-on toujours parler d'un marché de l'immobilier et « du » prix de l'immobilier ? Faut-il demain distinguer durablement entre les actifs immobiliers (et éventuellement les actifs financiers dérivés de l'immobilier, tels les SCPI) soumis à un prix de l'immobilier résidentiel par exemple en centre-ville toujours orienté à la hausse, et le prix de l'immobilier professionnel en baisse avec une bulle qui éclate. Si tel est le cas n'y a-t-il pas

émergence d'une gestion d'arbitrage entre les deux compartiments ? Faut-il acheter maintenant l'immobilier professionnel en vendant l'immobilier résidentiel ? Ce sera la seconde question.

Ce questionnement d'arbitrage au sein des actifs immobiliers se pose aussi en considérant l'ensemble des actifs d'investissements qu'ils soient financiers ou réels, cotés ou non.

### *8- Le périmètre des actifs d'investissement va-t-il changer ?*

Cela conduit à formuler la dernière question de la manière suivante : dans une stratégie patrimoniale y a-t-il de nouvelles classes d'actifs nées de la crise ? A côté de valeurs mobilières cotées, les actifs RSE sont-ils devenus en eux même une classe d'actifs indépendamment des actions ? Après tout il existe des contrats cotés de CO2 que l'on peut acheter ou vendre, les contrats-carbone. Quid des actifs de continuité avec le foncier ? les terres agricoles ? les actifs non cotés : les fonds d'investissement fermés (encore appelés Private Equity), l'épargne de proximité ? le capital-risque ? les cryptomonnaies ?

Cette dernière question est bien évidemment une interrogation d'ouverture qui s'adresse à tous nos Experts.

## L'analyse du macro-économiste

Philippe ITHURBIDE<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Philippe Ithurbide est depuis 2020 senior economic advisor du Groupe Amundi Asset Management, un des géants mondiaux de la gestion d'actifs, après en avoir été pendant 10 ans le responsable mondial de la recherche, et le chef économiste. Economiste de formation, Monsieur Ithurbide est docteur en Sciences Economiques de l'Université de Bordeaux. Il a été notamment responsable global de la recherche change, taux et matières premières à la direction des marchés de capitaux de la Société Générale, et responsable des gestions taux, crédit et change de la Caisse des Dépôts et Placements du Québec à Montréal, Canada, également en charge des stratégies overlay et membre du Comité Exécutif. Il enseigne ou a enseigné dans de nombreuses universités, notamment à Paris Dauphine et HEC, en France et à l'étranger. Ses travaux de recherche sont particulièrement nombreux et variés. Récemment, il a notamment publié « *The end of traditional asset management* » (2020), « *Megatrends and disruptions: impact on asset management* » (2017), « *FX wars, currency wars and money wars : Fiat money vs. Crypto-currencies* » (2020), « *Europe, US and China tomorrow : Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps ?* » (2020) « *How Covid-19 and iconomics transform the world* » (2021), « *Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality* » (2021).

## I- Question 1 : La dynamique d'un retour à la croissance peut-elle cohabiter avec des taux d'intérêt nuls ?

Notons qu'habituellement, on craint plutôt l'impact des taux élevés sur la croissance. Le fait de poser la question différemment montre bien que le bas niveau des taux est désormais devenu une sorte d'angoisse : il reflète l'absence de croissance, et donc d'inflation, d'anticipation de croissance, d'anticipation d'inflation ... il rappelle également la nécessité de taux bas face à l'ampleur du mur de la dette, à la nécessité de rendre les entités solvables, avec pour conséquence la création d'entités zombies (banques, entreprises, ménages, Etats ...) et de risque d'instabilité financière. Voilà ce qui angoisse réellement.

Plusieurs points d'attention émergent, dont la stabilité financière, le canal des banques et le retour de l'inflation. Il faudra aussi y faire allusion.

*A - Taux bas et stabilité financière, paradoxe de crédibilité et paradoxe de tranquillité*

Des taux nuls (voire négatifs) ne peuvent plus servir de référence pour le prix du risque et du temps, c'est un fait. Mais la question de la cohabitation de taux nuls et d'une dynamique de croissance reste délicate car il n'y a pas de réponse absolue. Tout va dépendre du contexte, notamment en matière d'inflation et de stabilité financière. Si l'inflation s'envole, et surtout si elle n'est pas combattue, alors des taux

nuls deviendront dangereux pour la croissance. Et si la stabilité financière n'est plus correctement assurée, alors la croissance est en danger. Or, il est également établi que le maintien de taux bas peut avoir des conséquences lourdes en matière de stabilité financière.

Un environnement caractérisé par une inflation faible et stable, et donc des taux ultra-bas favorise la prise de risque, en particulier si la banque centrale est crédible. Les agents étant assurés de l'engagement de la banque centrale à assurer la stabilité des prix, leurs anticipations d'inflation sont plus fermement ancrées autour de l'objectif qu'elle poursuit, de sorte que la hausse du crédit et des prix des actifs ne se traduisent pas nécessairement par une inflation plus élevée. Le maintien de la stabilité des prix n'encourage pas la banque centrale à resserrer sa politique monétaire, de sorte que cette dernière laisse finalement les déséquilibres financiers s'accumuler de manière excessive : c'est le "paradoxe de la crédibilité". Mais ce n'est pas tout. Les banques centrales devraient également se préoccuper des conséquences sur la stabilité financière. Les crises financières étant endogènes, elles dépendent du comportement des investisseurs et des entreprises ... Et le principal moteur de la crise est le crédit / l'endettement. Les travaux de H. Minsky sont utiles à rappeler à ce stade. Selon lui, il existe trois types de financement (dette) :

- Le financement de couverture : le paiement de la dette et des intérêts est couvert par le rendement attendu de l'investissement. Il s'agit d'une dette saine et remboursable.
- Le financement spéculatif : le rendement attendu ne couvre que les intérêts. En conséquence, la dette est systématiquement reconduite.
- Le financement dit « Ponzi » : le rendement attendu ne couvre rien, ni la dette, ni les paiements d'intérêts. Dans ce cas, la dette augmente ou les actifs sont

vendus... c'est une dette très malsaine et dangereuse. Plus les taux sont bas, et plus le risque de voir ce type de dette progresser est élevé.

Minsky s'est également concentré sur l'ampleur de l'instabilité. Plus la période de stabilité est longue, et plus la crise financière est profonde (plus la part du financement spéculatif et du financement Ponzi est importante) : c'est ce que nous appelons le « paradoxe de la tranquillité ».

Au total, une situation de taux bas peut mettre en risque la croissance du fait de l'accumulation de dettes, des risques sur la stabilité financière notamment.

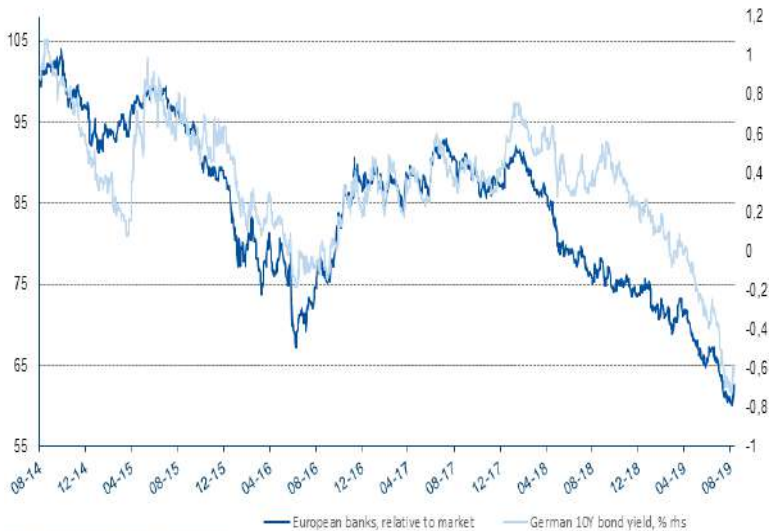
### *B - Taux bas et croissance économique : le canal des banques*

En quoi les taux bas peuvent-ils actuellement devenir un frein à la croissance ? La recherche économique s'est évidemment penchée sur cette question, et les résultats ne sont pas consensuels, c'est le moins que l'on puisse dire.

La baisse des taux a un impact favorable sur l'économie : elle améliore la solvabilité des emprunteurs (Etats, entreprises et ménages) et réduit donc les taux de défaut. Elle facilite par ailleurs la réalisation de projets d'investissement à long terme ... Pour les banques, la baisse des taux est toujours favorable, au moins dans un premier temps : elles bénéficient instantanément de coûts de financement très bas et, surtout, sans lien avec leur risque réel. En 2011-2012, par exemple, l'ensemble des banques ont vu leur cours de bourse s'effondrer, aussi bien aux États-Unis qu'au Japon ou en Europe, et certaines banques ont même eu des difficultés de refinancement sur le marché interbancaire. En faisant chuter les taux longs, les politiques monétaires non conventionnelles ont amélioré la profitabilité des banques, car la durée des

dépôts est par construction bien plus courte que celles des actifs que les banques ont en portefeuille.

Mais des taux bas ont aussi, dans un second temps, un impact négatif pour les banques. La période 2011-2012 est intéressante. Avec la baisse des taux et l'aplatissement de la courbe des taux, la marge d'intérêt des banques s'est écroulée en 2012 et leur profitabilité a décliné. Autrement dit, l'écart de taux d'intérêt entre les passifs (courts) et les actifs (longs) a quasiment disparu. La dégradation de la profitabilité des banques peut ainsi conduire à une contraction du crédit et de l'activité économique. Au-delà d'un certain niveau, la baisse des taux ne stimulerait donc plus la distribution du crédit : il y a une relation positive et significative entre le taux à court terme, la pente de la courbe des taux, et la profitabilité des banques. Et plus les taux baissent, plus les banques sous-performent les indices boursiers ... c'est immédiat. Le graphique ci-dessous met en évidence cette relation lorsque les taux ont fortement chuté et sont passés en territoire négatif, ce qui était alors la grande crainte des marchés financiers.



Source: Datastream, Amundi Research

### Graphique 1 - Performance relative des banques européennes (par rapport à l'indice boursier global) et taux longs allemands (2018-2019, période de passage des taux en territoire négatif)

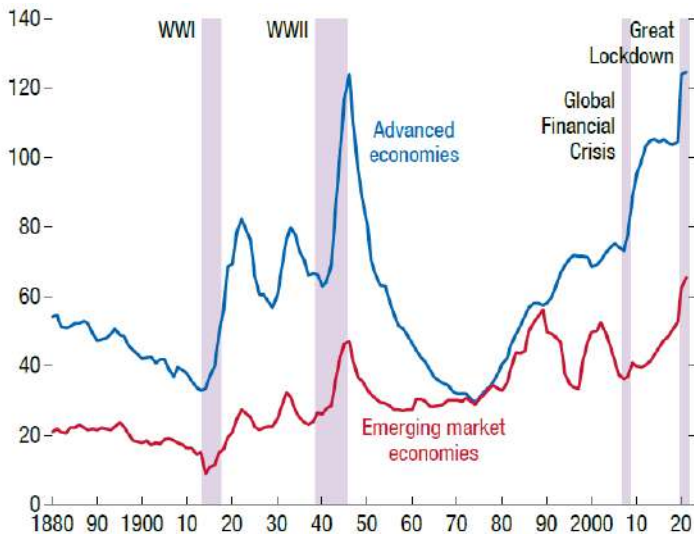
Autrement dit, si le premier effet (hausse du prix des obligations et donc hausse des fonds propres, baisse des défauts des emprunteurs et donc baisse des provisions des banques) est positif, le second effet (baisse des marges d'intérêt, opérations de transformation moins lucratives, et donc baisse de la profitabilité) est négatif. Et comme il est plus important et plus durable, il finit par l'emporter. Les banques prennent alors moins de risque, elles réduisent leur offre de crédit, ce qui vient peser sur la croissance. Au total, des taux durablement bas peuvent donc bien être contre-productifs pour la croissance. Si l'on ajoute à cela que l'abondance de liquidités et le maintien des taux bas ont tendance à retarder le nettoyage des bilans de certaines banques, on comprend mieux



pourquoi le coût du capital des banques n'a pas rapidement baissé suite à la crise de 2011-2012. Les crises bancaires laissent des traces durables, la création de banques « zombies » est néfaste, la difficulté à discriminer les systèmes bancaires (ampleur du risque systémique) réelle, et les « retours à la normale » sont longs.

On pourrait également ajouter le risque de taux, qui peut devenir totalement asymétrique : plus les banques considèrent que les taux vont durablement rester bas, et plus elles sont encouragées à réduire le risque et à aller à l'encontre de la politique monétaire.

Voilà pour le corpus « théorique ». Il convient cependant de préciser de quels taux d'intérêt il est question : des taux nominaux ou des taux réels ? Les taux réels sont plus importants que les taux nominaux. Dans une situation de faible croissance et de dette élevée, avoir des taux d'intérêt nominaux faibles et taux d'intérêt réels élevés est un problème. Faire face à des taux nominaux faibles et des taux réels faibles est préférable, et faire face à des taux nominaux faibles et taux réels négatifs, c'est encore mieux ! Il faut bien avoir en tête que le mur devant nous est avant tout un mur de la dette, publique ET privée. Le graphique ci-dessous montre clairement l'envolée de la dette publique ratio dette / PIB) au cours des 150 dernières années, et notamment suite à la crise financière de 2008 et à la pandémie COVID-19. Cela vaut aussi bien pour les pays avancés que pour les pays émergents. Les ratios de dette publique sont au-dessus des niveaux atteints après la seconde guerre mondiale, et avoir des taux bas (nominaux et réels) est inévitable et souhaitable.



Sources: IMF, Historical Public Debt Database; IMF, World Economic Outlook database; Maddison Database Project; and IMF staff calculations.

Note: The aggregate public-debt-to-GDP series for advanced economies and emerging market economies is based on a constant sample of 25 and 27 countries, respectively, weighted by GDP in purchasing-power-parity terms. WWI = World War I; WWII = World War II.

## Graphique 2 - La dette mondiale a explosé entre 2018 et 2020

La dette publique grecque est actuellement proche de 200% du PIB, l'Italie est à 160%, le Portugal à 130%, l'Espagne et la France à 120% ... et l'Allemagne à 70% (France et Allemagne avaient le même ratio il y a un peu moins de 15 ans !). Le poids de la France dans la dette européenne est supérieur à son poids dans le PIB, tout comme l'Italie, l'Espagne, la Belgique, la Grèce et le Portugal. Ce n'est pas le cas des autres pays européens.

Les taux longs sont encore bas (1,5% aux Etats-Unis, négatifs en Allemagne, proches de 0 au Japon et en France, inférieurs à 1% au Royaume Uni), et ce même si le l'inflation

est remontée de façon significative. Les prévisions de taux d'intérêt restent à des niveaux faibles.

Au total, si les taux bas ne sont pas toujours bons pour la croissance, dans le contexte actuel ils sont nécessaires. Rappelons que l'économie américaine a connu des *credit crunch* (contraction concomitante de l'offre de crédit et de la demande de crédit, à ne pas confondre avec un marché rationné par l'offre ou rationné par la demande) avec des taux à 15% mais aussi avec des taux à 2% ... Ce qui est sûr, c'est que dans des économies endettées, des taux élevés seraient fortement préjudiciables à la croissance, à la stabilité financière ...

*C - La reprise actuelle de l'inflation peut-elle changer radicalement la donne ?*

Les taux d'inflation repartent à la hausse, c'est un fait. Et un peu d'inflation, c'est bon pour la croissance : si l'on pense que les prix vont monter, alors les achats sont déclenchés, et l'activité économique progresse. Mais beaucoup d'inflation, cela s'avère toujours néfaste à la croissance. Qu'en est-il exactement ?

Rappelons que l'inflation se définit comme une hausse générale et cumulative des prix. C'est cela que les banques centrales combattent. Une hausse de TVA, ou une hausse sur quelques mois d'une des composantes de l'inflation, ce n'est pas à proprement parler de l'inflation. Les banques centrales ne luttent jamais contre de tels événements. Actuellement, la hausse des prix provient essentiellement des matières premières. Selon l'estimation publiée par Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne, le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 4,1% en octobre 2021, contre 3,4%

en septembre, soit un niveau deux fois supérieur à celui toléré par la BCE. Il y a beaucoup d'écart entre les 19 pays de la zone euro : 5.4% en Belgique, 4.6% en Allemagne, 3.2% en France, 3.1% en Italie, 5.5% en Espagne, 1.8% au Portugal, 8.2% en Lituanie, 7.4% en Estonie, 1.4% à Malte ... ce qui ne simplifie pas le travail de la BCE. S'agissant des principales composantes de l'inflation de la zone euro, l'énergie connaît le taux annuel le plus élevé en octobre (+23,5%), suivie des services (+2,1%), des biens industriels hors énergie (+2,0%) et de l'alimentation, alcool & tabac (2,0%). Hors énergie, l'inflation semble encore maîtrisée, ce qui explique l'attentisme de la BCE. Tant qu'elle considèrera que l'inflation est transitoire et/ou que les anticipations d'inflation restent modérées, elle restera attentiste. Mais si ce n'est plus le cas, alors le « trade-off » entre inflation et croissance – dette reviendra au premier plan, et il faudra vraiment s'en inquiéter.

*D - Les conséquences post-COVID plaident-elles pour un retour de l'inflation et des hausses de taux?*

Plusieurs facteurs vont dans ce sens ... mais il faut quand même rester mesurés.

- L'adoption de nouvelles normes, notamment sanitaires (santé et sécurité alimentaire), est susceptible d'alimenter la hausse des prix. Cependant, ces mesures sont un peu comme une hausse de la TVA, responsable d'une hausse des prix « une fois pour toutes ». Il s'agirait alors d'une "simple" hausse du niveau des prix et non d'une hausse générale et

cumulative des prix (ce qui est la vraie définition de l'inflation).

- La baisse de productivité est également un facteur d'inflation. En baisse pendant le confinement (du fait du maintien de l'emploi en période d'entrée en récession), il y a fort à parier que les mesures sanitaires liées à la crise du COVID sont susceptibles de réduire encore la productivité du travail, et avec elle, une baisse de l'offre, une baisse de des profits et/ou une augmentation des prix... Un argument à nuancer également : toute augmentation du taux d'emploi et/ou des heures de travail permettrait de contrer la baisse de la productivité horaire. C'est également le cas pour les investissements de productivité, qui conduisent à une plus grande numérisation et robotisation.
- L'augmentation des salaires. Le COVID a montré la vulnérabilité de certaines catégories et l'inégalité de traitement entre secteurs, certains d'entre eux étant particulièrement exposés (santé, distribution, transport, etc.), et d'autres fortement protégés. On pourrait voir des revendications salariales dans les secteurs d'activité à risque, voire une augmentation des salaires minima. Ce n'est pas improbable, mais le pouvoir de négociation des salariés reste limité, les entreprises ont un besoin crucial de restaurer leur rentabilité... et il n'est pas certain que le partage de la valeur ajoutée soit désormais en faveur des salariés, surtout dans un monde économique aussi ouvert.
- La création monétaire se poursuit, et elle pourrait conduire à une augmentation de la demande de biens et services, et donc à une hausse des prix. C'est en théorie vrai, à moins que ce ne soit encore une fois la demande d'actifs financiers qui en profite. Depuis 30

ans, la (forte) création monétaire n'a pas entraîné d'inflation dans les pays de l'OCDE.

- Les relocalisations d'entreprises. Parce qu'elles sont considérées comme stratégiques, ou parce qu'il est nécessaire de renforcer les chaînes de valeur, les relocalisations peuvent être nécessaires, et coûteuses. C'est vrai... sauf s'il s'agit d'entreprises fortement robotisées/automatisées. De nombreuses sociétés offshore ne sont pas celles qui ont demandé le plus de compétences. Les récentes statistiques montrent que la France crée (en net) des entreprises, relocalise, mais sans impact sur l'emploi, et donc sur les salaires.

Au total, il ne faut pas confondre inflation et taux d'inflation : ce n'est pas parce que le second progresse que la première devient nécessairement inquiétante. En creux, les prix peuvent progresser sans qu'il s'agisse d'une hausse cumulative et générale. En outre, actuellement, les taux d'inflation remontent, mais l'inflation sous-jacente reste modérée.

Pour conclure, il est indéniable que le niveau bas des taux d'intérêt est une source d'angoisse, mais il faut bien admettre que, dans le contexte actuel d'endettement, des taux d'intérêt élevés seraient bien plus inquiétants, sources d'instabilité ou de crise financière, facteur de crise économique et moteurs de crises de solvabilité. Quand les taux d'intérêt sont nuls voire négatifs, le prix de l'argent n'est certes plus un très bon indicateur d'allocation du capital, mais c'est le prix à payer pour sauvegarder au maximum la stabilité financière. Et si l'allocation du capital est sous-optimale, cela n'empêche pas les bons investissements de voir le jour.

Il ne faut pas non plus oublier que la baisse des taux d'intérêt a permis des économies en paiements d'intérêt colossaux dans l'ensemble des pays, Europe en tête, ainsi que le montre le tableau ci-dessous, des économies qui sur 10 ans représentent pas moins de 15% du PIB dans le cas de la France, 11% pour l'Allemagne, près de 30% pour la Grèce ...

Pays	«Economies» en Mds d'euros	Economies cumulées en 10 ans, en % du PIB 2008	Taux d'intérêt moyen 2008	Taux d'intérêt moyen 2018
Allemagne	367,98	10,85%	4,2%	1,5%
Autriche	50,42	13,06%	4,5%	2,1%
Belgique	61,78	13,57%	4,5%	2,3%
Chypre	3,14	15,11%	5,5%	2,7%
Espagne	101,29	8,35%	4,2%	2,5%
Estonie	0,54	2,14%	5,1%	0,5%
Finlande	20,94	9,01%	4,3%	1,5%
France	350,25	14,89%	4,4%	1,9%
Grèce	54,97	29,73%	4,6%	1,8%
Irlande	19,04	5,90%	3,8%	2,6%
Italie	261,54	14,80%	4,9%	2,8%
Pays-Bas	94,25	12,19%	4,3%	1,5%
Portugal	17,84	8,85%	4,5%	2,9%
Slovaquie	5,42	5,99%	4,7%	2,6%
Slovénie	3,58	7,80%	5,1%	2,8%
Zone Euro	1417,4 5	11,79%	4,5%	2,2%

Tableau 1 - Économies d'intérêt sur dette gouvernementale (2008-2018)

## II- Question 2 : Vers une régionalisation du commerce mondial, source de déséquilibres durables ?

La crise sanitaire va-t-elle accélérer la restructuration des échanges économiques internationaux, et en quoi ? Cette question revêt une importance capitale dans un monde où la puissance économique et commerciale définit une grande partie de la géopolitique.

La pandémie Covid pousse à de grandes réflexions :

- Des réflexions sur la nature et l'efficacité des frontières : qu'est-ce qui, en matière de santé notamment, relève du régional, du national, du supra-national ... ?

- Des réflexions sur la globalisation et ses excès : la globalisation économique génère des excès colossaux quand elle repose sur des avantages comparatifs artificiellement créés. Elle peut mener à la délocalisation, au dumping, aux conflits commerciaux, à la baisse de qualité, à la concurrence déloyale, et à des infractions sur les brevets ... Le domaine de la santé a malheureusement été davantage inspiré par la globalisation économique (basée sur l'optimisation des chaînes de valeur) que par la globalisation financière (qui s'attache à réduire les risques et à les prévenir). Les politiques de santé ne peuvent raisonnablement pas être à la merci de la recherche du profit, de la production à moindre coût, même si c'est à des milliers de kilomètres ... La santé est un secteur stratégique, au même titre que la défense ou le digital ... C'est ce que la crise COVID a mis en évidence. Le tableau ci-dessous met en exergue l'écart entre d'une part la réforme des



hôpitaux sur la base de la rentabilité et d'autre part la prise de conscience liée au COVID-19, sur leur rôle effectif (une prise de conscience insuffisamment prise en compte, quasiment deux ans après le début de la pandémie).

	Période de libéralisation	Post COVID
Paradigme	<p>Un secteur jugé non productif et mal géré par manque de concurrence</p> <p>Son financement public réduit le profit du secteur productif, et donc la croissance et le bien-être</p>	<p>Un secteur essentiel dans la préservation de la santé publique</p> <p>Une condition de l'activité économique : une population en bonne santé, mobilisable pour la production de biens et de services, l'innovation et la culture</p>
Objectif des politiques publiques	<p>Introduire les outils de gestion moderne à l'hôpital</p> <p>Limiter administrativement la progression du coût de la santé</p>	<p>Affranchir l'hôpital de la logique marchande</p> <p>Lever le plafond de dépenses fixé par le budget, au moins transitoirement</p>
Conséquences	<p>Réduction du nombre de lits</p> <p>Sous-investissement dans la prévention et «rationalisation</p>	<p>Augmentation en hâte du nombre de lits de réanimation</p> <p>Commande de respirateurs et</p>

	<p>taylorienne» du travail des équipes médicales</p> <p>Dysfonctionnement du système : absence de coordination public / privé</p> <p>Difficulté de recrutement : faible rémunération, intensification du travail, engagement moindre, stress, démissions ...</p>	<p>réorganisation des équipes hospitalières à leur initiative en dépit du coût</p> <p>Perception de l'intérêt d'une coordination de la médecine de ville, des hôpitaux publics et cliniques privées</p> <p>Octroi de primes exceptionnelles à ces « héros de la nation »</p>
Question d'éthique	<p>En théorie, accès de tous au système de santé</p> <p>En fait sélection « silencieuse » par le revenu et le statut social</p>	<p>Tant que subsiste l'insuffisance des moyens, explicitation d'un critère d'âge comme condition d'accès aux soins intensifs, d'où vigoureux débat dans la société</p>

Tableau 2 - L'hôpital : avant – après COVID-19 (Source : R. Boyer, 2021)

- Des réflexions sur l'essence même du capitalisme. Il existe de nombreuses formes de capitalisme, telles que le capitalisme anglo-saxon, le capitalisme rhénan, le capitalisme

nordique, le capitalisme japonais, le capitalisme européen, le capitalisme familial, le capitalisme chinois, le capitalisme GAFAM... Le capitalisme japonais (où l'accent est mis sur l'éducation et la santé, sur les familles et les entreprises), le capitalisme nordique (avec le soutien universel à la protection sociale), le capitalisme rhénan (basé sur l'ordo-libéralisme allemand, selon lequel l'État est chargé de créer le cadre juridique et institutionnel pour l'économie) ou le capitalisme européen (avec des actions menées au nom d'un groupe de pays) semblent bien plus adaptés au contexte actuel que les capitalismes chinois, Gafam ou anglo-saxon purs (basés sur la recherche de profit, les meilleurs coûts de production, une protection réduite au strict minimum, à des conditions de travail plus que discutables ...)

- Des réflexions sur la régionalisation. La pandémie Covid pousse également à la régionalisation des échanges via trois thèmes :

1. *La souveraineté* : en matière de médicaments et de santé en général, en matière alimentaire ... Produire national ou régional s'impose.
2. *L'indépendance* : Parallèlement à la création d'une «industrie de guerre contre les virus », la création d'écosystèmes régionaux plus forts et plus efficaces est également souhaitable. Le rôle des politiques publiques devrait être de promouvoir une certaine décentralisation des services, notamment sanitaires et médicaux. Créer des écosystèmes régionaux plus forts et plus performants serait également positif en termes de développement régional, pour attirer les entreprises, développer l'emploi... autant de critères cruciaux pour une éventuelle industrialisation des territoires.
3. *La réindustrialisation* : nous assistons à un long déclin de l'industrialisation (et de l'emploi dans l'industrie) dans la quasi-totalité des pays avancés du monde, et

plus particulièrement en Europe (tableau 3). Pourquoi une telle tendance ? Plusieurs raisons autour de la planète (par ordre décroissant d'importance) :

- La transition des pays de l'industrie vers les services, tendance de long terme dans les pays avancés ;
- La concurrence internationale et les nouveaux arrivants comme la Chine et d'autres pays asiatiques ont eu un impact négatif sur de nombreuses activités traditionnelles dans la plupart des pays ;
- La délocalisation d'activités, via l'abandon de certaines productions, voire dans certains cas de filières entières et de chaînes de production (automobiles sur l'Asie ou l'Europe de l'Est et centrale). La recherche du profit ou du moindre coût de production a ainsi atteint les limites du supportable pendant la crise du Covid dans le secteur de la santé ;
- Les transferts de technologie vers des pays à faibles coûts de main-d'œuvre dans certains secteurs ;
- La capacité des pays à privilégier l'innovation, la R&D (R&D plus élevée chez Huawei qu'Apple ou Intel, R&D plus élevée chez Samsung que Microsoft...) ... a eu un impact sur la production à haute valeur ajoutée dans les pays en développement (Chine et Espace, Brésil et aéronautique, Chine et véhicules et batteries numériques et électriques (plus de 65% des batteries étaient produites en Chine il y a 2 ans...)) ;
- Le recours à la robotisation : Singapour, la Corée du Sud, l'Allemagne et le Japon sont les premiers

pays en termes de robotisation, ce qui a un impact sur les emplois industriels ;

- La fin de certaines activités où le pourcentage d'ouvriers non qualifiés était important (mines de charbon en Europe dans les années 70 et 80...).
- L'inorganisation ou l'absence de vision. L'exemple de la filière bois française est emblématique concernant la dépendance et la durée de cette

Pays	2015	1995	Variation en % entre 1995 et 2015
République	32.10	31.40	+2.20%
Hongrie	27.0	25.40	+9.40%
Slovénie	27.30	28.90	-5.50%
Slovaquie	27.00	31.60	-14.60%
Roumanie	26.40	31.70	-16.70%
Pologne	26.30	24.30	+8.20%
Allemagne	25.90	26.10	-0.80%
Bulgarie	23.50	21.20	+10.80%
Lituanie	22.60	24.40	-7.40%
Autriche	21.90	24.10	-9.10%
Croatie	21.40	26.40	-18.90%
Estonie	21.20	25.30	-16.20%
Finlande	20.60	28.80	-28.50%
Suède	20.40	26.40	-22.70%
Union Européenne (28)	19.30	23.30	-17.20%
Italie	18.80	23.90	-21.30%
Danemark	18.70	20.90	-10.50%
Portugal	18.20	21.60	-15.70%
Espagne	18.00	21.40	-15.90%
Belgique	16.70	23.70	-29.50%
Lettonie	16.70	25.60	-34.80%
Pays-Bas	15.40	21.70	-29.00%
France	14.10	19.20	-26.60%
Grèce	13.30	16.00	-16.90%
Royaume Uni	13.30	22.20	-40.10%

Malte	11.40	23.10	-50.60%
Chypre	7.00	12.60	-44.40%
Luxembourg	7.00	14.80	-52.70%

- dépendance. Un tiers de notre territoire est boisé (16.9 millions d'hectares, soit la 4<sup>ème</sup> plus grande superficie d'Europe, derrière la Finlande, la Suède et l'Espagne), mais la filière bois représente à elle seule plus de 10% du déficit commercial français. Mal exploitée (beaucoup de petits propriétaires particuliers), ne correspondant pas à la demande (un tiers de résineux en France (pins, épicéas, sequoias, sapins de Douglas ...) et deux tiers de feuillus (peupliers, tilleuls, chênes, châtaigniers ...), l'inverse de l'Allemagne, leader du bois en Europe. La France exporte moins, et importe davantage (voire même dans certains cas ne transforme pas le bois produit localement), et est à la merci d'autres pays en termes d'approvisionnement, comme cela fut le cas en 2021.

Tableau 3 - Taux d'industrialisation en Europe (Part de l'industrie dans la valeur ajoutée brute (1) des pays de l'UE entre 1995 et 2015 Source : Eurostat, (1) La valeur ajoutée brute correspond à la valeur de la production moins la consommation intermédiaire)

Pour ces trois raisons, il est hautement probable que la crise COVID pousse à la réduction de certains échanges et à leur régionalisation. Ce changement est structurel, il représente le passage d'un équilibre à un autre ... un mouvement qui va souvent de pair avec une phase de déstabilisation, voire de crise. Il ne faut toutefois pas oublier que la régionalisation des échanges n'est pas un fait nouveau.

Elle est même un des facteurs essentiels de la dé-globalisation, qui nécessite des adaptations et la recherche d'un nouvel équilibre.

La grande crise financière de 2008 et la fin de la « mondialisation heureuse » notamment ont radicalement modifié le contexte économique, financier, politique et social sous-jacent à la globalisation. Tout ceci a eu pour conséquence un repli de la globalisation économique, commerciale, financière et industrielle. La pandémie de Covid-19 a renforcé cela, ajoutant la nécessité d'une plus grande indépendance, voire d'un retour à une certaine souveraineté.

Au-delà des crises économiques et financières, et de la pandémie, ce sont les chaînes de valeur mondiale qui ont fortement changé depuis 10 - 15 ans.

Pour rappel, et pour faire simple, une chaîne de valeur mondiale comprend toutes les activités et tous les intrants utilisés pour créer un bien ou un service final. En pratique, chaque activité au sein d'une chaîne de valeur repose sur des milliers de décisions prises par des entreprises individuelles, potentiellement dans de nombreux pays, concernant les opportunités, les stratégies, les risques, les opérations, les étapes de production, le rôle des fournisseurs, l'emballage, la distribution... Presque tous les produits impliquent une chaîne de produits. Cependant, dans certains cas (alimentaire, boisson, ciment...), les chaînes de valeur sont relativement simples. Même dans les industries primaires telles que l'agriculture et l'exploitation minière, un certain degré de flux commerciaux existe à travers les chaînes de valeur, en raison de la nécessité d'engrais, de tracteurs, de camions, d'équipements... La majorité du commerce mondial concerne en fait des produits intermédiaires plutôt que des produits finis. Les chaînes de valeur de l'industrie peuvent être très complexes. Les automobiles, les ordinateurs, les smartphones ... par exemple nécessitent des centaines d'intrants et couvrent des dizaines de pays. Une chaîne de valeur manufacturière



mondiale est un processus multi-étapes, multi-entreprises, multi-intrants et multi-pays. Les chaînes mondiales de valeur concernent également les services. Les chaînes de valeur de services ne suivent évidemment pas le même processus séquentiel que les chaînes de valeur du secteur manufacturier : elles rassemblent des outils et des réseaux (logiciels, logistique...).

Depuis une quinzaine d'années, trois forces motrices majeures expliquent les changements structurels dans les chaînes de valeur :

- Un changement de la géographie de la demande mondiale, avec notamment une demande croissante en Chine et dans les pays en développement (au-delà de +50% depuis 2007). La croissance de la Chine, par exemple, n'est plus tirée par les exportations, mais par la demande interne. Ce développement va de pair avec une hausse de la consommation et l'insertion dans la demande internationale de produits.
- L'essor des chaînes d'approvisionnement nationales en Chine et dans d'autres économies émergentes. Cet essor réduit d'autant l'intensité du commerce mondial.
- Les flux de données transfrontaliers et les nouvelles technologies (plateformes numériques, internet, intelligence artificielle ...) remodelent les chaînes de valeur mondiales. Cela alimente la croissance du commerce des services, et freine celle du commerce des biens. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochaines décennies.

Pour montrer comment le commerce, la production et la participation des pays aux chaînes de valeur mondiales ont évolué au cours de ces dernières années, McKinsey Global

Institute a analysé 23 chaînes mondiales de valeur, réparties sur 43 pays, couvrant 96% du commerce mondial, et sur la période entre 1995 et 2017. Leur étude met en évidence plusieurs mutations structurelles dans la mondialisation :

1. Même si la production et les échanges continuent d'augmenter en valeur absolue, l'intensité des échanges diminue dans presque toutes les chaînes de valeur produisant des biens. Ainsi, entre 2007 et 2017, dans les chaînes de valeur de production de biens, les exportations ont chuté de 28,1% à 22,5% de la production brute.
2. Les services transfrontaliers croissent plus de 60 % plus vite que le commerce des marchandises. Ils représenteraient désormais plus de valeur dans le commerce mondial que les biens.
3. Le coût de la main-d'œuvre ne serait plus l'élément déterminant de la localisation et donc du commerce. Moins de 20 % des échanges de biens reposent sur l'arbitrage des coûts de main-d'œuvre, et dans de nombreuses chaînes de valeur, cette part a diminué au cours de la dernière décennie. Le besoin en connaissances et en main-d'œuvre qualifiée s'est intensifié.
4. Les chaînes de valeur dans la production de biens (en particulier l'automobile ainsi que l'informatique et l'électronique) sont de plus en plus concentrées au niveau régional, en particulier en Asie et en Europe. Autrement dit, face aux coûts et aux risques liés aux évolutions des échanges mondiaux, les entreprises rapprochent de plus en plus leur production de la demande.

Tout changement structurel fait référence à un nouvel équilibre et à des adaptations nécessaires.

### *A- Comment peut-on s'adapter à ce nouveau contexte ?*

- Ces tendances favorisent les économies avancées, compte tenu de leurs atouts en matière d'innovation et de services ainsi que de leur main-d'œuvre hautement qualifiée.
- Les pays (avancés et en développement) ayant une proximité géographique avec de grands marchés de consommation peuvent être favorisés à mesure que la production se rapproche des consommateurs ;
- Ceux qui ont des atouts dans les services échangés ont également tout à gagner ;
- Les défis s'intensifient pour les pays qui ont raté la dernière vague de mondialisation. Comme l'automatisation réduit l'importance des coûts de main-d'œuvre, la fenêtre se réduit pour que les pays à faible revenu utilisent les exportations à forte intensité de main-d'œuvre comme stratégie de développement. L'intégration régionale (Amérique latine par exemple) offre une solution possible, et les technologies numériques offrent une autre solution

L'enjeu pour les pays émergents est donc multiple :

- Bâtir des secteurs de services solides,
- Se préparer à l'automatisation, en particulier dans les chaînes de valeur à forte intensité de main-d'œuvre,
- Approfondir les liens commerciaux régionaux,
- Investir dans la R&D et les compétences,
- Moderniser les opérations douanières et les accords commerciaux,
- Rechercher de nouvelles opportunités à mesure que les chaînes de valeur évoluent,
- Adopter une stratégie à long terme.

Si le commerce des biens est en repli, le commerce des services progresse ... et les déficits commerciaux revêtent toujours une importance capitale. Nombre de pays européens ont purgé leur déficit commercial « grâce » aux politiques d'austérité, d'autres (comme l'Allemagne ou les Pays-Bas) ont des excédents courants hors norme, tandis que les Etats-Unis n'en finissent pas de voir leur déficit se creuser vers de nouveaux records. Sur ce point, en effet, la guerre commerciale a été perdue par Trump. Le conflit entre la Chine et les Etats-Unis n'est pas terminé, mais il se déplace constamment : pour « justifier » leurs déficits commerciaux et courants, les plaintes de l'Administration américaine se sont portées de la sous-évaluation du yuan, au manque d'ouverture du marché, en passant par la non convertibilité du RMB, à l'accumulation excessive de réserves de change, à la non libéralisation du compte en capital, à la difficulté de rapatriement de profits, au vol de brevets, aux mesures de contrôle des changes et aux restrictions en matière de sortie des capitaux en général, à la concurrence déloyale ... La Chine, désigné « rival stratégique » des Etats-Unis, serait, par son attitude déloyale, responsable de tout. Sur ce point, l'Administration Biden n'est pas très différente (hormis dans le style et la forme) de l'Administration Trump.

*B- La logique d'un déséquilibre commercial structurel qui se traduirait par un renforcement de la Chine et qui conduit à remplacer le commerce par la géopolitique, n'entraîne-t-elle pas la domination des rapports de force ?*

Sans aucun doute, oui. Et les occasions ne manquent pas : l'emprise sur Taïwan, la domination en mer de Chine, la « guerre » du digital, le poids dans des instances internationales comme l'Organisation Mondiale du Commerce ou l'ONU, la « guerre » des métaux rares ... De nombreux pièges se profilent. La question n'est pas de savoir si – et en quoi – la Chine et les Etats-Unis sont des rivaux, mais plutôt de savoir sur quel type de relations cette rivalité peut déboucher.

Si la Chine devient trop forte aux yeux des Etats-Unis et oblige ces derniers à durcir leurs positions pour maintenir leur place de leader, alors la guerre pourrait devenir inévitable. C'est la vision la plus pessimiste des relations géopolitiques à venir entre ces deux géants. Ce piège, dit « piège de Thucydide », que les Etats-Unis doivent éviter, fait référence aux guerres du Péloponnèse décrites par l'historien d'Athènes du 5<sup>ème</sup> siècle avant JC et remis au goût du jour par Graham Allison en 2017. Scénario peu probable compte tenu des dommages et des coûts qu'il représenterait. En réalité, en termes de PIB, de forces militaires, de puissance nucléaire, de niveaux éducatifs et techniques, de niveau de vie et de puissance financière, l'Europe, et non la Chine, peut être considérée comme le principal challenger potentiel des États-Unis. L'Europe et l'Amérique ne sont pas, et ne seront probablement jamais, sur la voie de la guerre.

Le « piège de Kindleberger » est sans doute plus palpable. Kindleberger (1973) considérait que la décennie des années 1930 fut désastreuse car les États-Unis, qui remplaçaient la Grande-Bretagne comme puissance mondiale dominante, ont échoué à assumer pleinement leur rôle, notamment à fournir des biens dans le monde entier et à garantir la préservation des biens communs. "*Le résultat a été l'effondrement du système mondial dans la dépression, le génocide et la guerre mondiale*" (J. Nye). A l'image des États-Unis des années 1930, la Chine serait aujourd'hui bien trop faible pour exercer des fonctions internationales (et non trop forte si l'on se fie au piège de Thucydide). La Chine semble d'ailleurs en avoir conscience, son attitude au sein des organisations internationales (OMC, ONU notamment) montrant sa volonté de s'insérer dans l'ordre mondial existant et non de le diriger ... du moins jusqu'à présent.

Autrement dit, les États-Unis ne doivent pas se désengager de leur rôle international, car celui-ci serait pris par des nations trop peu puissantes. Mais ils ne doivent pas non plus s'engager dans une voie menant au conflit. Un équilibre précaire, à l'évidence.

Cela est d'autant plus vrai que le retrait relatif des États-Unis (dans son rôle de gendarme mondial par exemple) peut générer ou renforcer des ambitions territoriales, politiques ou autres de la part des anciennes puissances, nostalgiques d'un passé plus glorieux. Parmi eux, la Turquie, dont le président ne cache pas sa nostalgie de l'Empire ottoman ; l'Iran, qui voudrait, entre autres, être une référence religieuse ; la Russie, dont le président est nostalgique de l'Union soviétique et rêve d'un projet eurasiatique ; et bien sûr, la Chine, avec notamment la reconstruction d'une nouvelle Route de la Soie, qui pourrait englober à terme plus de 70 pays représentant 4,5 milliards d'habitants et près de 50 % du PIB mondial. Et il y a d'autres pays avec des tendances similaires qui recherchent plus de puissance régionale ou continentale en

fonction de leur héritage. En effet, pour certains dirigeants, les conflits ou la guerre permettraient de « corriger » les évolutions récentes, de restaurer un ordre ancien et de représenter une sorte de « revanche de l'histoire ». Jusqu'où peut aller un tel retour dans l'histoire ? C'est le « piège d'Hérodote » (le père de l'histoire, historien et géographe grec du 5<sup>ème</sup> siècle avant JC), soit l'apparition de conflits fondés sur la supériorité supposée d'une culture ou d'une religion rendue possible par la multipolarité actuelle et la faiblesse relative ou supposée du pouvoir hégémonique - ou son désintéret pour la régulation de l'ordre mondial.

Le « piège de Tacite » (du nom de l'historien et sénateur romain du 1<sup>er</sup> siècle après JC qui, ne voulant flatter personne, disait du mal de tout le monde) concerne essentiellement la Chine, et le président chinois n'hésite pas à y faire référence. Il s'agit d'une situation dans laquelle toute action ou déclaration est considérée comme mauvaise ou malveillante. Quoi que la Chine dise ou fasse, elle est désormais systématiquement critiquée ou mal comprise, voire - à tort ou à raison - pointée du doigt (D. Trump était (est) également dans une situation similaire). Dernier exemple en date ? La crise du Covid-19, devenue le péché originel de la Chine. La Chine serait également responsable des méfaits de la mondialisation, des désalignements des taux de change, des pressions déflationnistes, du chômage dans les pays avancés ... Comment en sortir ? Grâce à une plus grande transparence, une plus grande libéralisation, la démocratie, l'acceptation des contraintes que voudraient imposer les Etats-Unis ? Décisions pas faciles pour le Parti Communiste chinois ...

Le piège de la complaisance ou « piège de Chamberlain - Daladier », si désireux d'éviter la guerre et pressés d'annoncer la paix qu'ils en avaient oublié l'essentiel ; la méfiance, l'analyse, la pression, la négociation ... Les accords de Munch de 1938 ont montré la complaisance des ministres anglais et français, leur faiblesse, leur bêtise ... ou les trois à la fois. Ce

piège a une très faible probabilité aujourd'hui. La pandémie a ouvert les yeux sur certains aspects de la Chine et même des États-Unis.

Autre piège, le « piège de la guerre froide », qui en fait a déjà débuté. Il s'agit d'une situation menant les États-Unis et la Chine à réduire toute relation (économique, politique, diplomatique) à l'essentiel (ou au strict minimum). En fait, si l'essence d'une guerre froide est une lutte mondiale, multidimensionnelle et à long terme entre deux superpuissances, alors nous vivons déjà dans une nouvelle guerre froide. Ce sera certainement le cas si la Chine et les États-Unis ne parviennent pas à améliorer la confiance mutuelle et à réduire l'opposition idéologique. L'histoire, en particulier l'histoire récente entre les États-Unis et l'URSS, nous montre combien il a été difficile d'établir une relation de confiance mutuelle tout au long de cette période. Pour les États-Unis et la Chine, ce sera également difficile, d'autant plus que les relations sino-américaines n'ont jamais été bonnes ces dernières décennies. Le contexte actuel ne favorise pas les échanges et les discussions. Ces deux pays peuvent-ils se comprendre, ou bien allons-nous vers une guerre froide profonde ? Ce piège peut-il aussi concerner l'Europe ?

Tous ces pièges sont réels, ce ne sont pas de simples constructions intellectuelles. Ils ont des conséquences économiques potentielles de grande ampleur, notamment pour la Chine, qui doit absolument éviter le « piège du revenu moyen » (l'incapacité de combler l'écart avec les autres grandes puissances, les États-Unis et l'Europe), qu'ont connu de grands pays comme le Brésil ou l'Argentine. Rappelons que ce qui a fait la puissance de la Chine au cours des dernières décennies, c'est certes son ouverture sur le monde, mais aussi et surtout son rythme de croissance : tous deux ont permis de placer la Chine sur la scène internationale, de lever une part importante de la population de la pauvreté (le taux de pauvreté extrême a chuté de plus de 95% en 20 ans), et de peser sur le



commerce mondial... Que l'un ou l'autre (ou les deux) s'arrête, et ainsi la place et le rôle de la Chine s'étioleront. La recherche d'une croissance plus équilibrée en Chine, c'est aussi et surtout la recherche d'une croissance suffisante pour suivre les deux grandes puissances économiques. Le contexte actuel complique le cas de la Chine : la poursuite de la démondialisation, le retour des frontières, la volonté de réduire sa dépendance vis-à-vis de la Chine, la relocalisation d'entreprises (européennes et américaines) dans des secteurs clés, l'incapacité des pays dits « avancés » à renouer avec une croissance forte... tout cela représente un risque majeur pour la Chine et ses ambitions à moyen et long terme : pour mémoire, d'ici 2025, Xi Jinping veut que la Chine soit la puissance économique dominante sur les principaux marchés de dix technologies de pointe, notamment l'intelligence artificielle et les ordinateurs quantiques ; d'ici 2035, l'objectif est d'être leader de l'innovation dans toutes les technologies de pointe ; et d'ici 2049, pour le centenaire de la République populaire de Chine, d'être numéro un mondial.

En un sens, la géopolitique a bien pris le relais des échanges commerciaux. La capacité à éviter les pièges mentionnés ci-dessus déterminera l'ordre mondial, il n'y a aucun doute là-dessus. Rien n'est vraiment écrit à l'avance ... et ce d'autant plus que la situation est compliquée du fait que le pouvoir est devenu moins fongible, moins coercitif, moins tangible et plus « co-optif ». Il est moins fongible qu'avant car il est désormais plus difficile de le transformer en influence (comment utiliser le soft power pour acquérir une puissance militaire ?). Il est également moins coercitif que par le passé : l'usage de la force militaire est devenu extrêmement coûteux et aurait des effets collatéraux dans l'ensemble des pays ... La négociation et la diplomatie sont préférables. En ce sens, le piège de Thucydide n'est pas crédible. Le pouvoir est par ailleurs moins tangible qu'avant : le pouvoir ne repose plus seulement sur la puissance économique, le nombre de soldats

ou de chars, l'armement ... ou même la taille de la population, la puissance des banques, le nombre de multinationales. Des éléments immatériels comme la cohésion sociale, l'universalité d'une culture, difficiles à mesurer, font cependant partie du pouvoir et renforcent l'influence d'un pays. Enfin, comme le rappelait J. Nye, le pouvoir est devenu de plus en plus « co-optif » : il n'est plus question de forcer les pays à adopter notre vision, mais de reconnaître la puissance du soft power, qui « pousse des pays à adopter volontairement notre vision et à faire ce que l'on veut qu'ils fassent. Notez que cela renvoie aux idées d'Hérodote, de Braudel et de Huttington, qui chacun à sa manière avançait l'idée que ce sont davantage les différences culturelles (auxquelles on peut ajouter les différences religieuses) que les aspirations territoriales qui sont le plus susceptibles de générer des conflits entre pays.

### **III- Question 3 : Quels investissements ? Le périmètre des actifs d'investissement va-t-il changer ?**

La crise de 2008 et la pandémie COVID-19 n'ont bien évidemment pas « créé » des classes d'actifs comme le private equity, l'immobilier, les terres agricoles, les forêts, les contrats carbone, les crypto-actifs (quoique, pour ces derniers, la crise de confiance n'est pas totalement étrangère à leur apparition et à leur développement) ... mais le besoin de diversification et le contexte de taux bas ont sans conteste amplifié l'attrait de ces actifs. Ils ont ainsi facilité leur développement et parfois même leur standardisation, ce qui est un gage incontournable d'adoption par les investisseurs. Le périmètre des actifs a donc

évolué, mais il n'est pas seulement question de produits ou de classes d'actifs, mais aussi de processus d'investissement. Comment ne pas évoquer par exemple l'ESG, ou encore l'investissement thématique et les mégatendances en général, dont la révolution digitale et les infrastructures en particulier ... ou sur les nouvelles façons de diversifier les portefeuilles ?

*A - L'ESG est (enfin) devenu un véritable facteur d'investissement*

Il a longtemps été difficile d'embarquer le mode économique et financier dans la thématique ESG : pourquoi devrait-on sacrifier de la performance ? Comment expliquer cela aux actionnaires ? Sans parler du scepticisme envers l'impact des inégalités, le changement climatique, les abus en termes de gouvernance ... Or, l'ESG n'est pas seulement une façon de donner du sens aux investissements, et de prendre en compte des critères ESG, en sus des critères financiers ... Il s'agit désormais d'une tendance lourde, et ce pour plusieurs raisons :

- L'ESG est depuis peu passé d'un marché d'offre (à marketing souvent excessif et parfois trompeur) à un marché de demande (modifications des comportements, changements de réglementations ...), une tendance qui était indispensable pour la durabilité du thème ;
- Les nouvelles générations sont souvent plus sensibles à certains aspects liés au sujet, comme la parité, l'environnement, l'inégalité ... ;
- Les entreprises sont désormais incitées (forcées) à communiquer sur ces sujets et à fournir analyses, indicateurs de mesure et plan à moyen et long terme. Ne pas souscrire et ne pas répondre à ces

incitations fortes équivaut dans bien des cas à alimenter le risque de réputation ;

- L'ESG apparaît comme un véritable facteur d'investissement, au même titre que la taille, le dividende ... c'est un phénomène nouveau que l'on peut désormais démontrer sur le plan empirique ;
- Les valeurs éthiques sont identifiées comme une mégatendance sur laquelle se portent les investisseurs, et qui génère donc de véritables produits d'investissement ;
- Les thèmes « Environnement / climat », « Social » et « Gouvernance » sont par ailleurs devenus des sujets ultra-médiatiques pour les entreprises et pour les investisseurs. Peut-on encore perdre de l'argent en investissant dans des entreprises « délinquantes » ? Le risque de réputation est devenu trop fort ;
- Des études montrent par ailleurs que les entreprises bien notées en ESG ont eu tendance à surperformer durant la période COVID ;

La dynamique est désormais bien enclenchée, et rien ne semble pouvoir l'arrêter désormais. Ne pas sous-estimer, toutefois, la mauvaise qualité des données brutes, un domaine dans lequel doivent se porter davantage d'efforts.

*B - L'investissement  
thématique est réellement une  
façon différente d'investir*

Les mégatendances (tableau 5) déterminent des thématiques précises et offrent des opportunités d'investissement assez uniques et extrêmement variées.

Mégatendances	Quelques thèmes
Les grandes tendances démographiques	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vieillessement de la population</li> <li>• Progression des classes moyennes dans le monde</li> <li>• Urbanisation et migrations</li> <li>• Besoins en infrastructures</li> <li>• Le rôle croissant des femmes</li> <li>• Les nouvelles générations (X, Y, Z)</li> <li>• ...</li> </ul>
Tendances macro-économiques	<ul style="list-style-type: none"> <li>• « Stagnation séculaire »</li> <li>• Marchés émergents et flux de capitaux</li> <li>• Ecarts de croissance (the « global divide »)</li> <li>• Ecarts en matière de numérique (« digital divide »)</li> <li>• ...</li> </ul>
Les grandes tendances en technologie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amazonisation (la puissance des plates-formes)</li> <li>• Uberisation (l'émergence de nouveaux modèles d'affaires)</li> <li>• Twitterisation (possibilité de faire des affaires dans un monde de plus en plus connecté et collaboratif)</li> <li>• Googlisisation (big data)</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Watsonisation (Intelligence Artificielle ...)</li> </ul>
Les grandes tendances de l'industrie de l'AM	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Changements réglementaires à venir</li> <li>• E-trade</li> <li>• L'expansion des portefeuilles passifs</li> <li>• L'expansion des investissements en actifs réels et alternatifs</li> <li>• La concentration de l'industrie de l'AM</li> <li>• ISR / ESG : une tendance de fond</li> <li>• ...</li> </ul>

Tableau 5 - Mégatendances : opportunités, challenges et/ou disruptions

Il est utile de rappeler que dans les investissements «traditionnels», on utilise des indices de référence et les investissements sont relativement « faciles » : liquidité, régions et secteurs sont bien définis ... Mais un tel investissement n'est jamais optimal car les benchmarks font la part belle aux gagnants du passé (actions) ou aux entités qui sont le plus endettées (taux et crédit).

L'investissement thématique est très différent :

- Il n'implique aucune vue ex ante en termes de benchmarks
- L'idée est de se focaliser sur les futurs gagnants sans contrainte de benchmark (notamment en termes de capitalisation boursière), sans contrainte régionale ou sectorielle prédéfinie. Notez cependant que la

diversification sectorielle et régionale est encore possible

- L'investissement thématique offre une certaine dé-corrélation par rapport aux betas classiques et aux facteurs d'investissement, ce qui est un atout important
- Ce sont de véritables investissements à long terme, dans un monde dominé par le court terme (la durée moyenne de détention d'un titre est passée de 48 mois dans les années 50 à huit mois en 2000 et ... à 22 secondes au début des années 2010 (S. Patterson (2013))
- Investir dans les mégatendances, c'est réduire son exposition aux facteurs purement cycliques, s'éloigner des investissements traditionnels, qui s'effectuent dans un environnement de faible croissance. C'est également s'exposer davantage envers la croissance séculaire, et de fait une bonne façon de s'éloigner des thématiques de stagnation séculaire et de s'éloigner de l'environnement de taux bas,
- C'est enfin une bonne façon de rechercher un rapport rendement risque plus favorable, car c'est dans ces actifs que le risque est le mieux rémunéré

Ainsi, quand on parle d'urbanisation, on pense à la construction (sélectionner les entreprises exposées à l'infrastructure, à la construction résidentielle et de bureau, à la mobilité urbaine, dans les pays émergents mais aussi dans les pays développés) et aux smart cities (sélectionner les entreprises leaders ou prometteuses dans le développement et la gestion des réseaux intelligents, la gestion du trafic, les escaliers mécaniques, la climatisation ... autant de secteurs qui devraient bénéficier de l'émergence de villes durables et intelligentes).

Dans le domaine de la santé et du vieillissement de la population, on pense à la santé (sélectionner les entreprises exposées aux nouvelles tendances en matière de diagnostic et de traitement des maladies, et en particulier les maladies liées à l'âge, ainsi que les entreprises permettant l'accès aux soins dans les pays en émergence, la médecine personnalisée et la cyber-santé) et aux modes de vie (sélectionner les entreprises liées aux loisirs des seniors, à l'alimentation saine et aux cosmétiques dédiés).

La surpopulation entraîne des changements majeurs dans la gestion de l'énergie (sélectionner les entreprises exposées aux nouvelles tendances de la consommation mondiale d'énergie, y compris l'augmentation de la demande d'énergie dans les marchés émergents et les nouvelles sources d'énergie), la gestion de l'alimentation (investir dans les technologies qui fournissent des solutions efficaces pour augmenter la productivité agricole, y compris les machines agricoles, l'agriculture de précision, les cultures et les engrais) et la gestion de l'eau (investir dans les entreprises leaders dans le traitement de l'eau, la filtration, l'approvisionnement et la distribution, et dans les entreprises innovantes dans le dessalement des eaux de mer)

Dans le domaine des réseaux et de l'automatisation, on privilégiera d'une part les entreprises exposées à l'hyperconnectivité, y compris le stockage de données, la communication de personne à personne et de personne à machine, ou les modules et dispositifs sans fil, et d'autre part les machines et systèmes de contrôle qui visent à accroître la précision et l'efficacité des processus de fabrication, y compris les interfaces homme-machine, les robots industriels et les véhicules autoguidés.

La gestion des ressources naturelles est un enjeu particulièrement important. La recherche de ressources renouvelables devient essentielle (privilégier les producteurs de sources d'énergie alternatives, notamment le vent, le



solaire, l'hydroélectricité et la biomasse). Idem pour la gestion des déchets et le recyclage (collecte, transport, transformation et recyclage des déchets), et pour la recherche de nouveaux matériaux (producteurs de composites avancés, nanotechnologies et matériaux biologiques ou biodégradables) Quant au changement climatique, il va pousser de plus en plus à la recherche de solutions pour faire face à ses effets néfastes, y compris l'assurance climatique, l'infrastructure résiliente et les systèmes d'alerte précoce.

Il faut également noter que lorsque nous parlons de thèmes futurs, nous pensons à des processus innovants, que nous trouverons dans les grandes entreprises mais aussi et surtout dans les petites entreprises. C'est en ce sens que les thématiques apportent un renouveau dans l'investissement et un espoir pour le marché du travail, alors même que les petites et moyennes entreprises sont, en Europe, responsables de plus de 80% des emplois depuis trente ans.

### *C - Investissements en infrastructures : des besoins colossaux*

Ces thématiques ont également une incidence à un niveau plus global via les infrastructures. Les investissements en infrastructures sont en effet étroitement liés aux mégatendances, qu'il s'agisse de réseaux routiers ou ferroviaires, de « smart cities », d'infrastructures résilientes aux conséquences du changement climatique, de la gestion des ressources, de la recherche de nouveaux matériaux, de la gestion de l'énergie et de l'eau, du vieillissement de la population ... il s'agit de financer d'énormes besoins qui, s'agissant des seules infrastructures hors changement climatique, représentent près de 100 000 milliards de dollars

dans le monde sur la période 2016 – 2040 (plus de 50 000 milliards USD en Asie, 12 000 milliards USD en Amérique du Nord, 15 000 milliards EUR en Europe, 8 000 milliards en Amérique du Sud et centrale, 6 000 milliards EUR en Afrique, 2 000 milliards EUR en Océanie). L'encadré ci-dessous explicite une partie des enjeux.

L'immobilier apparaît toujours en premier lieu dès qu'il s'agit d'actifs réels, et cela est bien normal : c'est une classe d'actifs très riche, avec de nombreuses sous classes d'actifs, des qualités intéressantes (protection contre l'inflation, une certaine décorrélation des actifs traditionnels, un positionnement intéressant dans les cycles d'inflation et de croissance, un bon comportement en période de crise ...). Mais à côté de l'immobilier, on retrouve d'autres classes d'actifs intéressante comme le private equity, les infrastructures ... Ce qui est sûr, c'est qu'il y a désormais un alignement quasi-parfait entre la recherche de produits long terme (décorrélés du cycle économique) et l'offre de ces produits. Il s'agit donc d'orienter l'épargne interne vers des initiatives à long terme (y compris des partenariats public-privé) : cela passe par une réglementation plus favorable permettant de créer de vrais investisseurs à long terme ...

#### Encadré - Infrastructures : les enjeux

Il y aura 8,5 milliards d'habitants en 2030, 9,2 milliards en 2040 et 9,7 milliards en 2050. Selon les Nations Unies, nous serons plus de 11 milliards avant la fin du siècle. Le nombre de personnes âgées de plus de 60 ans doublera d'ici 2050 (2,1 milliards) et fera plus que tripler d'ici 2100 (3,2 milliards). Jusqu'en 2050, 99% de la croissance démographique proviendra des pays actuellement considérés comme « en développement ». En 2009, les classes moyennes représentaient 27 % de la population mondiale, ce chiffre passera à 60 % en 2030. 58 % des classes moyennes vivaient dans des pays « en développement » en 2010, elles seront 80

% en 2030. À cette date, plus de 60 % de la population mondiale vivra dans les villes. En 2030, l'Asie sera plus puissante que les États-Unis et l'Europe réunis, et la Chine aura déjà dépassé les États-Unis. Plus de la moitié de la croissance démographique totale entre 2015 et 2050 aura lieu en Afrique (+1,3 milliard sur un total de 2,4 milliards). L'Asie viendra en deuxième position (+ 900 millions). En réponse à ces tendances, les besoins en infrastructures augmenteront à un rythme rapide dans de nombreux pays développés et émergents. Selon le rapport Global Infrastructure Outlook du cabinet indépendant Oxford Economics (2017), le coût de fourniture d'infrastructures pour soutenir la croissance économique mondiale et commencer à réduire l'écart d'infrastructure entre les pays s'élève à 94 000 milliards de dollars d'ici 2040, soit environ 40 fois le PIB français. Ajoutez les objectifs de développement durable (ODD) de fourniture universelle d'eau potable, d'assainissement et d'électricité, et le coût total s'élève à 97 000 milliards de dollars. Il s'agit d'un véritable défi pour les pays émergents en général, mais il faut noter que les besoins d'investissement varient considérablement d'un continent à l'autre. L'Asie devrait être la région qui a le plus besoin d'investissements d'ici 2040, suivie de l'Amérique. Selon le rapport d'Oxford Economics, trois des cinq pays qui ont le plus besoin d'investissements dans les infrastructures se trouvent en Asie. Il s'agit de la Chine, de l'Inde et du Japon (ces pays représentent 39 % des besoins mondiaux d'investissement en infrastructures). Pour la seule Chine, les investissements nécessaires sont estimés à 28 000 milliards de dollars, soit plus de la moitié des besoins en Asie et près d'un tiers du total : pour la période 2016-2040, les besoins d'investissements en infrastructures s'élèvent à plus de 50 000 milliards de dollars en Asie, plus de 20 000 milliards d'euros en Amérique (dont 12 000 milliards d'euros aux États-Unis et 8 000 milliards en Amérique du Sud et centrale), près

de 15 000 milliards d'euros en Europe, 6 000 milliards d'euros en Afrique et 2 000 milliards en Océanie.

Pour s'assurer du bon développement de ce marché, le risque politique (risque de changement de régime...), le risque financier (corruption ...) et le risque juridique (nationalisation, changement de lois...) doivent être réduits et la standardisation des contrats accélérée pour s'assurer que les investisseurs internationaux soient attirés par ces projets d'investissement à long terme. Il y aura par ailleurs une énorme concurrence entre les projets : une compétition entre pays développés et pays émergents (Afrique, Asie ou Latam vs. USA ou Europe), entre pays émergents (Asie vs. Amérique latine, Amérique latine vs. Afrique, Asie vs. Afrique ...) et entre pays d'une région (Brésil vs Colombie vs Bolivie vs Uruguay...). Le risque politique, le risque financier et le risque juridique entre autres, seront cruciaux pour déterminer les risques relatifs des différents projets :

#### *D - La diversification de portefeuilles, produits et process d'investissement*

Au-delà des « nouveaux » produits ou « nouvelles » classes d'actifs, c'est aussi la façon de diversifier les portefeuilles qui aura été impactée par les crises récentes et par le niveau ultra-bas des taux d'intérêt. Le bon côté des choses c'est qu'il y a désormais 4 façons différentes de diversifier un portefeuille :

- 1<sup>ère</sup> voie (voie traditionnelle) : Au sein des classes d'actifs traditionnelles (actions vs. obligations, obligations d'entreprises vs. actions ...) ... mais

cela est peu efficace en temps de crise, lorsque celles-ci sont fortement corrélées ;

- 2<sup>ème</sup> voie : Via des actifs alternatifs, comme les actifs réels par exemple, qui assurent très souvent une bien meilleure couverture contre l'inflation, une meilleure protection en termes de pertes maximales (maximum drawdowns), et qui offrent une plus grande décorrélation des marchés d'actions, un rendement plus attractif ... ;
- 3<sup>ème</sup> voie : via des processus d'investissement alternatifs, tels que le Smart Beta, l'investissement factoriel, les primes de risque alternatives, autant de façons de chercher des benchmarks plus performants ou de miser sur des moteurs de rendement plus spécifiques et plus originaux permettant d'ajouter de la valeur ;
- 4<sup>ème</sup> voie : En misant sur les mégatendances (démographie, technologie, changement climatique, valeurs sociales et éthiques) et sur les disruptions, technologiques et digitales ...



## Le point de vue de l'analyste financier

Isabelle DELATTRE<sup>7</sup>

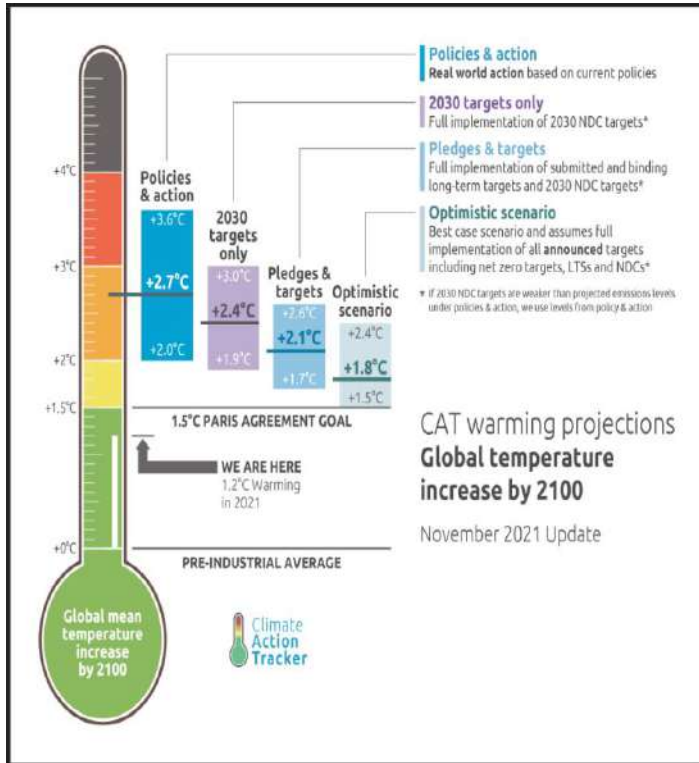
Seize mois après l'explosion d'une pandémie mondiale, les différentes parties prenantes que sont les secteurs d'activité, les entreprises et les salariés, les entités nationales et régionales sont appelées à se reconstruire différemment.

Parallèlement les scientifiques s'accordent toujours sur la nécessité de limiter le réchauffement climatique à 1,5°C. Le réchauffement actuel de +1,2°C en moyenne par rapport à l'ère préindustrielle a déjà des conséquences importantes...

Figure 1 – Réchauffement climatique (Source : Climate Action Tracker- 2021)

---

<sup>7</sup> Analyste financier, Responsable de l'analyse RSE, Crédit Mutuel Asset Management



Individuellement tous ne sont peut-être pas encore convaincus, mais la finance à un rôle essentiel à tenir dans ce cadre :

- Comme s'engager économiquement sur les domaines favorables à la transition climatique et sociale (systèmes énergétiques, terres agricoles, secteur industriel et déchets, infrastructures et aménagement des territoires),
- Comme répondre à l'impulsion des nouveaux investisseurs entrants : 2,5 Milliards d'individus souhaitent promouvoir la durabilité des marques, le don ou le partage. Ces nouvelles formes d'échange



devenant un défi structurel à la progression des actifs Environnementaux, Sociaux et de bonne Gouvernance (ESG)

- Comme accepter la réglementation européenne sur la transparence de l'analyse ESG et participer à l'orientation des flux des actifs financiers sur les domaines favorables à la Transition Climatique.

Face à ces défis, prendre en compte l'analyse des critères ESG, c'est se donner le choix de mieux appréhender les risques et les opportunités de croissance des entreprises et émetteurs face aux crises et face à la transition Climatique et Sociale. L'Investissement Durable ne concerne pas seulement la réussite financière d'une entreprise, mais aussi la manière dont elle y parvient. L'importance de prendre en compte toutes les parties prenantes (le citoyen, l'entreprise et les Etats) est intrinsèque à cette approche.

Sur ce point, la pandémie de Covid-19 a braqué les projecteurs sur la manière dont les entreprises traitent leurs employés, protègent leurs clients et guident leurs fournisseurs en période de crise mais également sur la capacité des états à pouvoir anticiper les risques liés au réchauffement climatique comme les risques physiques, de santé ou de géopolitique comme par exemple les déplacements de population.

## **I - La structure des marchés financiers s'en trouve modifiée**

La liste des changements économiques qui apparaissent irréversibles est impressionnante :

- Politiques de soutien économique

- Prise de conscience des effets induits négatifs de la globalisation de l'industrie et notamment des produits liés à la santé
- Rapatriement des outils de production
- Evolution des accords bilatéraux commerciaux
- Changement des habitudes de travail (travail à distance) et des attentes en termes de bien-être et de rémunération du travail
- Changement des habitudes de consommation (circuit court, seconde main, produits des territoires, économie circulaire et recyclage...)
- Une prise de conscience du réchauffement climatique potentiellement à l'origine de cette nouvelle crise...

Sans encore remettre en cause l'existant (utilisation des produits et services à impact sur le réchauffement climatique), une prise de conscience planétaire a émergé. L'un des aspects positifs de la crise est qu'elle a permis de multiplier les actions d'engagement auprès d'entreprises qui, auparavant, ne voyaient pas l'intérêt de s'investir dans la durabilité tant en termes de risques que de potentiel.

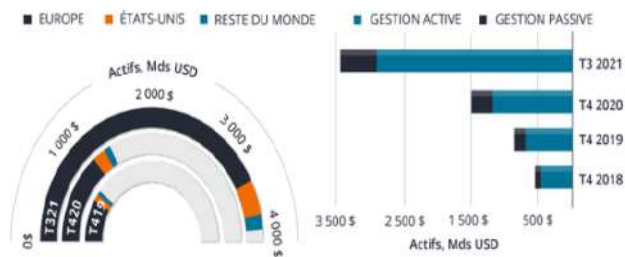
Il est par ailleurs intéressant de noter que les consommateurs de la génération X et Z se sentent plus engagés en matière de durabilité que leurs aînés dorénavant, rejetant l'inaction des états.

L'année 2021 a vu les marchés de capitaux récompenser les entreprises actives sur les questions de durabilité. La crise sanitaire a amené beaucoup de gens à réfléchir aux valeurs et à ce qui était le plus important pour eux.

Une nouvelle hiérarchisation de l'intérêt des investisseurs pour les secteurs d'activité s'est mise en place tout comme de nouvelles notions comme l'activisme, les controverses, les risques de réputation... La responsabilité

sociale et sociétale soit la RSE des entreprises va se trouver bouleverser.

Mais ce qui aura marqué l'année passée des marchés financiers principalement européens est le « big bang » du règlement de l'Union Européenne sur la Finance nommée Verte soit le pourquoi et le comment des financements dits durables dans le cadre de la transition climatique et sociale. Les actifs des fonds durables mondiaux, dans le sillage des années précédentes, ont presque doublé. En Europe les fonds classés Articles 8 et 9 au sein de la nouvelle réglementation européenne SFDR (promotion de l'intégration ESG avec objectifs) ont représenté 37% du marché pour la première année d'application. Dès le 1<sup>er</sup> trimestre plus de 50% de la collecte totale s'est concentrée sur des produits d'investissement durables en gestion active...et également en gestion passive.



Source : Morningstar Direct Manager Research, septembre 2021.

« Durable » comprend les fonds intégrant les facteurs ESG, d'impact et de secteur durable.

## Figure 2 – Intégration des facteurs ESG dans la gestion de fonds institutionnelle

## **II - L'analyste financier travaille maintenant sur trois dimensions : risque-rendement-durabilité**

Les primes ou décotes de marché intègrent progressivement les trajectoires et scores des entreprises en matière de transitions climatique et sociale. Le secteur des hydrocarbures séduit de moins en moins en termes d'ambition environnementale et l'industrie pharmaceutique récolte les suffrages à ce stade ; mais soyons honnête, les secteurs bannis durant la crise seront peut-être les secteurs offrant les solutions de demain (le cash-flow des hydrocarbures peine aujourd'hui à financer le développement des énergies renouvelables mais demain d'autres innovations vont apparaître...). Rappelons que les nouvelles sources d'énergie ne se substituent pas aux anciennes mais s'additionnent... La vieille économie va-t-elle financer la nouvelle économie ? L'ancienne économie doit surtout s'adapter.

La RSE de l'entreprise fait donc face à une forte demande d'informations ESG utilisée par les investisseurs pour mettre en avant les sources de surperformances économiques potentielles au travers de l'appréhension des facteurs de risque comme :

- Les risques physiques et opérationnels - dommages pour la main d'œuvre et les infrastructures, usines, matières premières...
- Les risques de marché - changement de la demande finale face à des actifs dits « bloqués » (*stranded assets*) comme les énergies fossiles,
- Les risques financiers et assurantiels - pertes financières après impacts climatiques, plaintes et litiges sur « risques de responsabilité »,

- Les risques de réputation ou de ne pas répondre aux attentes des principales parties prenantes quant aux transitions climatiques et sociales,
- Les risques réglementaires - hausse des prix des activités ou des énergies à forte intensité carbone suite à la mise en place d'un prix du carbone...

Les normes requises ont changé : transparence, mesures, validation par tiers, engagement et frugalité... le greenwashing est partout surveillé par toutes les parties prenantes (activistes, ONG, class action, dépôt de résolutions...) ; la réputation des émetteurs est en jeu, la fidélité des clients rapidement mise à mal par une mauvaise gouvernance.

Il reste qu'au-delà des valeurs comptables des entreprises analysées, la collecte d'informations complémentaires de durabilité pour identifier et analyser les facteurs clés de risques et d'opportunités pour apprécier la valeur intrinsèque de l'entreprise est un exercice encore instable. En effet, la démarche laisse une place importante aux éléments d'appréciation qualitatifs et subjectifs, qui ne faisant pas référence à une mesure type monétaire (quid de la valeur du capital humain, des enjeux de la biodiversité), ne résoudra pas la question de la valeur. De même, comment analyser les informations rétrospectives et les informations prospectives qui relèvent de l'engagement et d'ambitions communiquées par les entreprises ? Les analystes ont donc un rôle important à jouer dans l'exercice du contrôle a posteriori, gage de la pertinence de la donnée.

Par ailleurs beaucoup des managements restent détachés des aspects sociaux et sociétaux ; certains groupes hôteliers ont choisi de soutenir les démarches et coûts de leurs salariés non couverts en termes de santé pendant la crise sanitaire ; la fidélité conservée de leurs salariés leur a permis de ne pas avoir à faire face à des difficultés de recrutement lors de la reprise économique. D'autres n'ont pas fait ce choix et souffrent de démissions en chaîne. Le bien-être du salarié

prend une dimension nouvelle. Le management doit en tenir compte dans sa stratégie et ses objectifs financiers.

\* \* \*

Certains tireront de cette période la conclusion d'une « cassure durable » avec l'ancien monde. Il n'en est rien car ce nouveau monde ne remet toujours pas en cause l'existant (secteurs et habitudes à impact sur le réchauffement climatique ; vision court-termiste de l'investissement financier).

La différence est que la Planète est devenue le problème de tous et qu'elle devient ainsi la meilleure classe d'actifs à privilégier.

## **Le point de vue du juriste spécialiste des actifs immobiliers**

Me Alexandre LEVILLAIN<sup>8</sup>

L'intervention de Maître Levillain s'est attachée à répondre aux deux questions à lui posées par Hubert de La Bruslerie lors de son introduction à la table-ronde.

La première concernait la nécessaire adaptation de l'immobilier professionnel dans un monde marqué par la crise sanitaire et les nouvelles habitudes de travail (I). La seconde était celle des dynamiques différentes ou divergentes entre l'immobilier résidentiel et l'immobilier professionnel (II).

### **I - Vers la fin de la bulle immobilière ou vers une adaptation de l'immobilier professionnel ? (Question 6)**

L'immobilier d'entreprise comprend les biens loués à usage de bureaux, commercial, d'activités libérales, industrielles... On excluera ici les activités agricoles, en raison de la spécificité du régime juridique des baux ruraux.

Les baux concernés sont les suivants :

---

<sup>8</sup> Avocat à la Cour, professeur référent à la FACO

- Bail professionnel,
- Bail dérogatoire (précaire)
- Bail commercial.

Il est utile de se demander quel est le contexte actuel du secteur de l'immobilier d'entreprise (A), puis d'en analyser les effets en matière d'expertise immobilière (B), et enfin d'effectuer un succinct état de la jurisprudence et de la nécessité d'adapter les clauses contractuelles (C).

A- *Le contexte global actuel du marché de l'immobilier d'entreprise*

Fin février 2020, le Président de la République Emmanuel Macron annonçait un confinement à compter du 14 mars 2020, pour endiguer un nouveau virus dénommé Covid-19. La plupart des entreprises étaient à l'arrêt, en raison d'une interdiction administrative totale d'ouverture. Depuis, on a constaté une « *Uberisation* » de notre société. La crise s'est prolongée avec, notamment en France un second confinement du 30 octobre au 15 décembre 2020, puis un troisième partiel du 3 avril au 3 mai 2021. D'autres suivirent. Ce début d'année 2022 est marqué par une campagne active du rappel de vaccin et la mise en place d'un pass-vaccinal. Les non-vaccinés sont ainsi contraints à réduire leur consommation.

L'exemple le plus frappant est celui des restaurateurs administrativement amenés à fermer les portes de leurs établissements. Comment payer ses charges avec une activité à l'arrêt et notamment son loyer ?

A aucun moment, l'obligation de payer le loyer aux bailleurs n'a été suspendue. En revanche, une réglementation spécifique a été mise en place par le gouvernement. Les voies



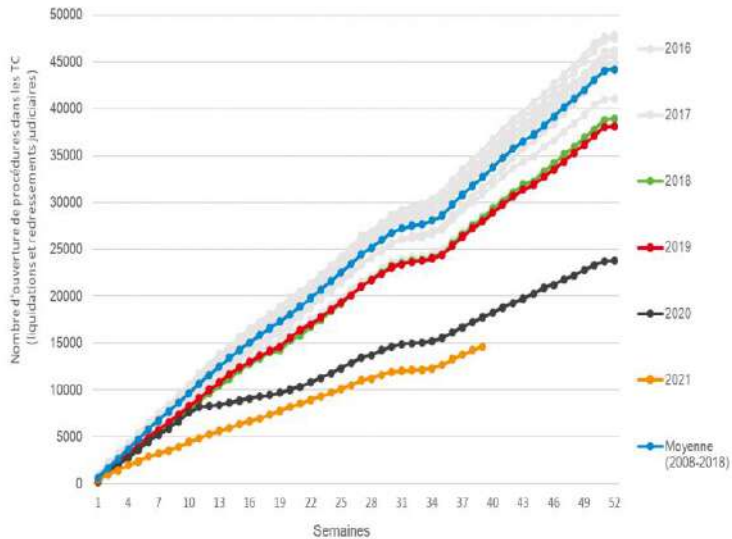
d'exécution à l'encontre des locataires étaient momentanément « gelées » comme les saisies ou autres expulsions.<sup>9</sup> Les bailleurs étaient invités à proposer aux locataires un étalement des loyers, ou des baisses temporaires. Des incitations fiscales étaient mises en place au profit des bailleurs, dispensant leurs locataires du paiement de certains termes de loyers.

Les restaurateurs ont développé l'activité de ventes à emporter pour tenter de « limiter la casse ». Le chômage partiel des salariés et autres mesures de soutien avaient pour but d'éviter des liquidations judiciaires, en cascade.

Le tableau ci-après laisse apparaître des défaillances d'entreprises inférieures en 2020 versus 2019 et la courbe de 2021 semble suivre celle de l'année précédente. Il faut rester prudent car certaines aides de l'Etat subsistent encore et les prêts garantis par l'Etat (PGE) devront être remboursés. Observation étant ici faite que le gouvernement a annoncé le 17 février 2022, que les PGE pourraient être remboursés sur dix ans au lieu de 5 ou 6.

---

<sup>9</sup> Ordonnance n° 2020-316 du 25 mars 2020, JORF du 30 mars 2020, suivie de l'ordonnance n° 2020-427 du 15 avril 2020

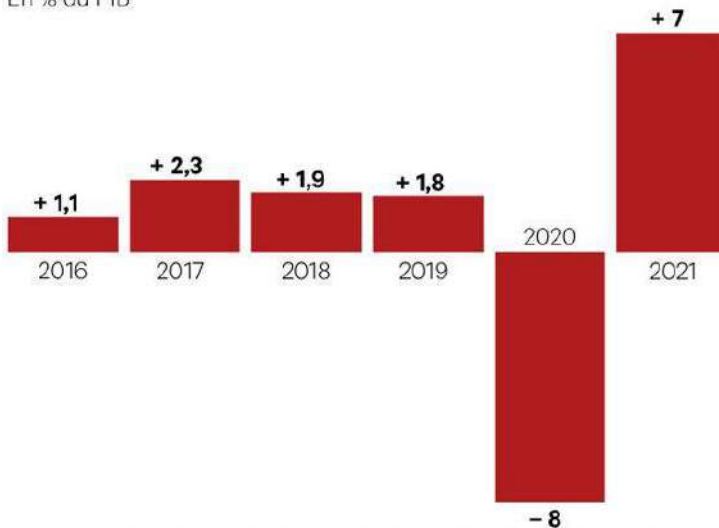


**Graphique 1 – Somme cumulée des défaillances d'entreprises (liquidations et redressements judiciaires, Source : [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr))**

L'économie semble repartir. Il résulte du tableau ci-après que la France semble revenue fin 2021 à la situation d'avant crise. La croissance est de retour mais l'inflation inquiète les experts. Tirer des conséquences, dès à présent, serait hâtif.

## La croissance de la France

En % du PIB.



\* LES ÉCHOS \* / SOURCE : INSEE

### Graphique 2 – Prédiction de croissance économique

Ce paysage économique incertain entraîne des conséquences très diverses. Une sortie de crise sanitaire semble apparaître. Les non-vaccinés sont souvent contraints à réduire leur consommation. Le développement du télétravail impacte les besoins en superficie des entreprises. Longtemps réticents, de nombreux employeurs dans le secteur des services n'hésitent plus à mettre en place cette pratique de manière récurrente.

Les prix du marché de l'immobilier d'entreprise sont très sectorisés. Un tassement et même une baisse sont apparus fin 2020. Les prix semblent repartir à la hausse. Les notaires de France viennent de publier sur leur site ([www.notaires.fr](http://www.notaires.fr)). Les derniers chiffres sont à la hausse de l'immobilier d'entreprise, au m<sup>2</sup> :

Evolution trimestrielle	Evolution sur 1 an	Evolution sur 5 ans
+ <b>0.1</b> %	+ <b>1.4</b> %	+ <b>25.9</b> %

La pandémie est désormais prise en compte pour l'évaluation de la valeur des biens immobiliers loués.

*B- Impact en matière d'expertise immobilière : la valeur pandémique*

La pandémie est désormais prise en compte pour l'évaluation de la valeur des biens immobiliers loués.

Le recours à l'expertise immobilière permet d'évaluer des biens immobiliers pour une vente, une donation ... Diverses méthodes sont utilisées et prises en compte par l'administration fiscale, en cas de contrôle. La méthode dite de capitalisation permet de déterminer la valeur d'un bien immobilier cédé loué, en tenant compte desdits flux financiers et de la rentabilité attendue par l'investisseur.

La crise pandémique actuelle est considérée par de nombreux économistes comme un accélérateur de la mutation du commerce. La vente en ligne est en hausse significative et la logistique est plus que jamais un élément incontournable de ces activités. La reprise du marché des bureaux est encore incertaine. Des prises de bail *post-covid* se feraient à des loyers en baisse.

La valeur locative d'un bien immobilier est la somme, à verser pour l'usage d'un bien immobilier. Cette valeur

dépend également du potentiel de rentabilité des murs pour occupation. Elle est appréciée à partir du potentiel de chiffre d'affaires (taux d'occupation et catégorie) à la date du renouvellement ou de la révision du loyer du bail. Une méthode par comparaison est envisageable. Un abattement forfaitaire sur une valeur *ante-covid* n'est pas justifiable.

L'incertitude découlant de décisions de justice très favorables aux locataires, fait apparaître en expertise, la notion de « loyer judiciaire », qui ne tient pas compte de l'économie et du taux d'effort.

Il serait plus opportun de tenir compte d'une valeur lissée, avec une approche prospective. Mme Françoise Magne-Gaborit, expert immobilier près de la Cour d'appel de Paris, en donne une définition détaillée et préconise d'en tenir compte pour évaluer la valeur locative d'un immeuble.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Maigne-Gaborit. F, BRDA, fev.2021, Ed. Francis LEFEVRE : « La valeur locative lissée consiste à appliquer aux premières années du bail un prix décoté pour revenir ensuite à une valeur telle qu'observée avant les débuts de la pandémie. La durée d'application des paliers bas est déterminée de manière prospective, mais motivée par des études cohérentes sur le délai de retour à une activité normale. L'intérêt de cette méthode est qu'elle est flexible et que l'on pourra ajuster la durée des paliers bas. La décote peut être appréciée par référence aux allègements temporaires effectivement consentis par les bailleurs. Les paliers sont définis par référence à un point bas pour rattraper de manière linéaire la valeur locative avant Covid-19. Le lissage de ces paliers sur la durée du bail renouvelé permet d'obtenir une valeur économique pertinente. Elle revient à soutenir l'exploitation du locataire pendant la période initiale la plus difficile et elle permet au bailleur, ce cap étant passé, de retrouver un loyer facial déprécié mais dans des proportions acceptables. ».

Au-delà de la valeur du bien, il est important de se pencher sur l'adaptation des contrats, en raison de la crise et des décisions récentes des juges.

*C- La jurisprudence « Covid-19 » : vers une adaptation des stipulations contractuelles ?*

La rédaction des baux de l'immobilier d'entreprise est impactée, d'ores et déjà, par la crise sanitaire actuelle. La sécurisation du contrat et l'anticipation des conflits entre les parties sont au cœur des problématiques traitées par les professionnels du droit. La jurisprudence *post-Covid* n'est pas encore totalement stabilisée, mais nous pouvons d'ores et déjà formuler des hypothèses.<sup>11</sup>

D'une part, le contrat de bail peut viser une clause dérogeant expressément aux dispositions de l'article 1218 du Code civil et imposant l'exécution du contrat malgré la survenance d'un cas de force majeure. En présence d'une telle clause dérogatoire, la demande du preneur ne pourrait prospérer devant le juge. Sa rédaction se doit d'être minutieuse. Les assurances ne couvrent pas ce type de sinistre. Il sera opportun de vérifier que les contrats souscrits auprès des compagnies couvrent les risques liés à une pandémie. L'identification des risques et des cas de force majeure est essentielle. Ici, ces cas devraient alors inclure la présence du virus qualifié de pandémie par les autorités, avec un confinement et une fermeture administrative de certaines activités. Il serait possible dans le cadre de la rédaction du

---

<sup>11</sup> A. Denizot, Covid-19 : entre droit de la peur et peur du droit. RTD civ. 2020. p 703

contrat de bail initial de mettre en place un cadre d'adaptation à l'exécution du contrat. Par exemple, un étalement de la dette pourrait être stipulé.

D'autre-part, le mécanisme de l'imprévision<sup>12</sup> peut faire l'objet d'aménagement conventionnel.<sup>13</sup> L'imprévision désigne la situation dans laquelle un contrat est déséquilibré par un changement de circonstances qui n'était pas prévisible lors de sa conclusion, la partie qui en est victime peut demander à son cocontractant de renégocier le contrat. En cas d'échec de la renégociation, les parties peuvent décider de la résolution du contrat ou saisir le juge afin qu'il procède à sa révision ou à son anéantissement. Notons que ce concept peut être considéré comme non applicable au statut des baux commerciaux par la jurisprudence.<sup>14</sup> Quoi qu'il en soit, les parties peuvent même l'exclure par une clause expresse.

Le principe de bonne foi<sup>15</sup> et, dans son prolongement le principe de loyauté dans l'exécution des relations contractuelles, peuvent faire l'objet d'aménagements contractuels. C'est depuis l'adoption de l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, que ces principes ont été renforcés comme principes généraux du droit des contrats. Le notariat a intégré des clauses traitant de ces points. En raison de la crise sanitaire, il apparaît donc essentiel de développer cela dans le cadre de la rédaction du bail. Rappeler ces principes est une chose, mais encore faut-il que les parties les appliquent ! Le bail commercial initial peut

---

<sup>12</sup> Article 1195 du code civil

<sup>13</sup> F. Kandarian, le droit des contrats civils et du bail commercial en temps de crise : l'exemple du Covid-19, RTD com.2020. p 265

<sup>14</sup> Versailles. 12 dec. 2019 n°18/07183 : « *Les dispositions générales de l'article 1195 du code civil devraient être écartées au profit du statut spécial des baux commerciaux* »

<sup>15</sup> Article 1104 du code civil

dédier divers articles au rappel de la négociation de bonne foi dudit contrat, en rappelant les étapes et faits importants de la phase des pourparlers.

Enfin, la perte de la chose louée a été souvent retenue par les juges de première instance.

L'article 1722 du Code Civil applicable aux baux visés ici, dispose que : « *si, pendant la durée du bail, la chose louée est détruite en totalité par cas fortuit, le bail est résilié de plein droit ; si elle n'est détruite qu'en partie, le preneur peut, suivant les circonstances, demander ou une diminution du prix, ou la résiliation même du bail. Dans l'un et l'autre cas, il n'y a lieu à aucun dédommagement* ».

Plusieurs Cours d'appel ont confirmé la perte de la chose en matière de paiement du loyer du bail commercial, même temporaire. La perte peut être juridique.<sup>16</sup>

*« La destruction de la chose louée peut s'entendre d'une perte matérielle de la chose louée mais également d'une perte juridique, notamment en raison d'une décision administrative<sup>17</sup> et la perte peut être totale ou partielle, la perte partielle pouvant s'entendre de toute circonstance diminuant sensiblement l'usage de la chose. La perte partielle de la chose louée peut n'être que temporaire. En l'espèce, la société (preneuse) a bien subi une perte partielle de la chose louée puisqu'elle n'a pu ni jouir de la chose ni en user conformément à sa destination pendant les périodes de fermeture administrative, notamment la période de confinement, l'absence de toute faute du bailleur étant indifférente. »<sup>18</sup>*

---

<sup>16</sup> Sur ce point Paris. 08 juil. 2021, n°20/02296 et Paris.29 sept 2021, n°21/00544 publiés au bulletin.

<sup>17</sup> Civ.3., 30 octobre 2007, pourvoi n° 07-11.939.

<sup>18</sup> Orléans. 22 juil.2021, n°20/021511.



Il est envisageable dans les baux commerciaux, professionnels et précaires, de sécuriser les parties par des clauses complémentaires à celles-ci-dessus envisagées. Il serait opportun de prévoir une clause de renonciation par les parties à se prévaloir de l'imprévision ou la perte de la chose louée. Dès lors, pourquoi ne pas prévoir, dès la signature du contrat de bail, l'application d'un abattement sur le loyer dans cette situation de pandémie mondiale et crise sanitaire ?

## **II- Immobilier professionnel contre immobilier résidentiel ? (Question 7)**

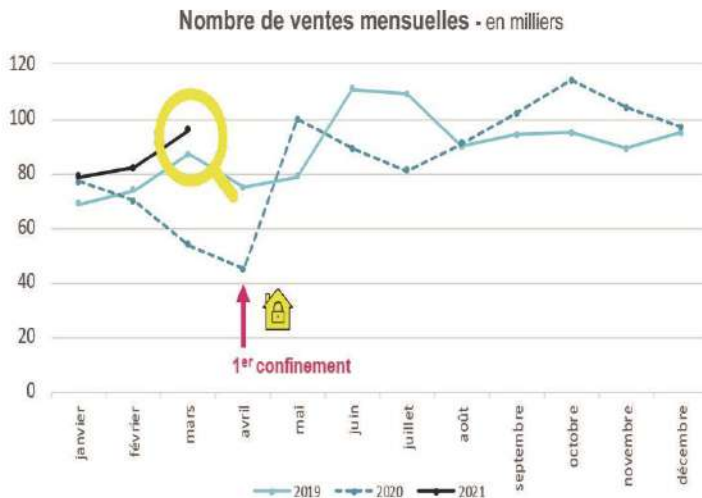
Le marché immobilier en France est désormais sectorisé. Deux principaux segments sont apparus au cours des trois dernières décennies le marché résidentiel et celui de l'immobilier d'entreprise. Nous traiterons, dans la présente étude, du marché résidentiel dans l'ancien, qui concerne les biens immobiliers achevés depuis plus de cinq ans.

Nous avons établi précédemment un état de l'actuel marché de l'immobilier d'entreprise. Qu'en est-il des prix du marché résidentiel (A) puis des sous marchés, sont-ils désormais identifiables ?

### A- Etat actuel des prix du marché résidentiel des logements anciens

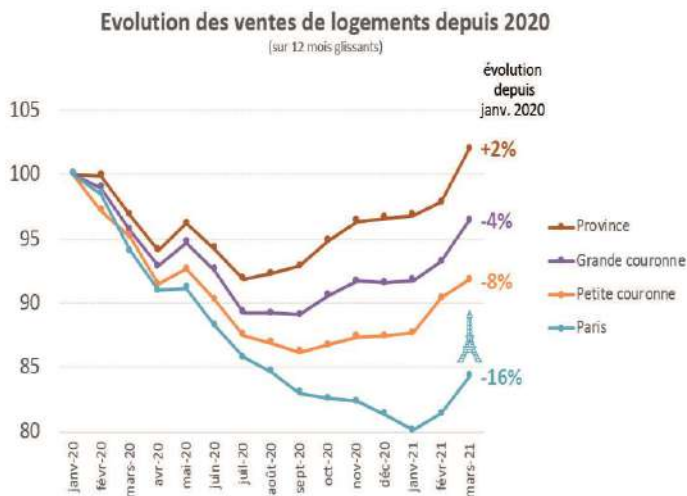
Le Ministère du logement estime que près d'un million quatre-vingt mille transactions ont été régularisées devant notaire entre mars 2020 et mars 2021. Les chiffres définitifs de l'année 2021 sont en cours de finalisation. Il y a eu un rattrapage, après la fin du premier confinement mais le marché se porte bien. Les taux d'intérêt restent, encore, manifestement bas.

Le tableau ci-après nous montre que le nombre de transactions immobilières au 1<sup>o</sup> trimestre 2021 est supérieur à celui à la même époque en 2019.



**Graphique 3- Marché de l'immobilier**  
(Source : [www.insee.fr](http://www.insee.fr))

Plus précisément, et en ce qui concerne les ventes de logements (secteur résidentiel) de grosses disparités sont apparues entre l'Île-de-France et la province.



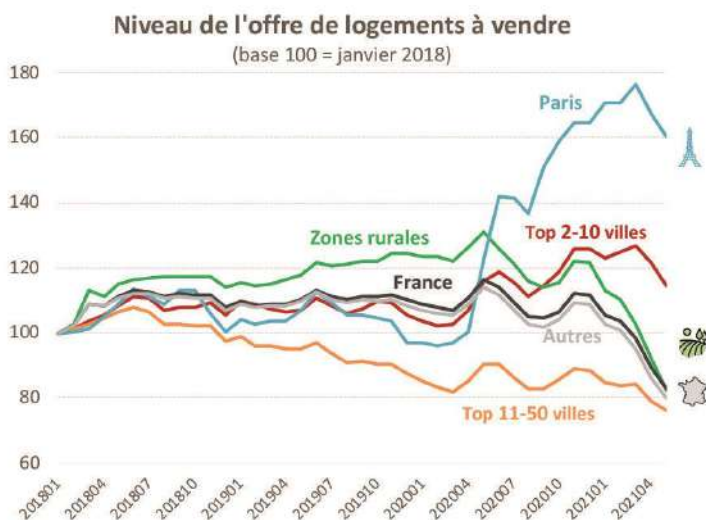
Graphique 4 - Marché de l'immobilier Paris – province  
(Source : [www.insee.fr](http://www.insee.fr))

En 2021, les prix étaient repartis à la hausse avec +5,1 % en France sur un an, à comparer à une inflation générale des prix de 1,4 %. Tous les territoires sont concernés à l'exception, toute relative, de Paris. En province, la hausse est même de 5,7 % sur un an. Contrairement aux années précédentes, les maisons voient désormais leurs prix augmenter plus vite que les appartements (5,2 % contre 5,0 %). C'est particulièrement vrai en Île-de-France où les maisons voient leur prix augmenter de 6,1 %.

Les prix se sont stabilisés, et baissent légèrement à Paris (-0,9 %), où ils avaient fortement augmenté ces dix dernières années. La crise sanitaire, mais surtout le développement confirmé du télétravail dans beaucoup

d'entreprises, incitent les français à s'éloigner des grandes villes et à rechercher davantage des maisons. Ainsi, ce sont les villes moyennes (entre la 11<sup>e</sup> et la 50<sup>e</sup> ville la plus peuplée) qui connaissent la plus forte hausse sur un an avec +7,2 %, tandis que les zones rurales connaissent également une hausse des prix (+2,4 %).

L'offre de logement se contracte et on constate des disparités entre les maisons et les appartements. Le tableau ci-après illustre bien cette tendance, qui impactera sans aucun doute, les prix des logements anciens.



Graphique – 6 – Offre de logements (Source : [www.insee.fr](http://www.insee.fr))

Pour 2022, en tenant compte d'une bonne partie de l'année précédente (en incluant les 3 premiers trimestres de 2021 pour les statistiques ci-après), il est difficile de se projeter, en la matière. Le tableau ci-après indique la variation des prix sur un an. Force est de constater, que le prix de

l'immobilier ancien a continué à augmenter de manière significative tout au long de l'année dernière. Une disparité notable de cette augmentation apparaît entre les appartements et les maisons.

Le critère géographique est un élément déterminant de l'analyse de l'évolution des prix dans l'ancien. On a pu imaginer, un flux « migratoire » des populations des grandes agglomérations, qui vivent plutôt en appartements vers les villes moyennes ou campagnes et ainsi acquérir des maisons. Certes, ce n'est pas flagrant mais certains acteurs locaux confirment ce flux, qui serait à certains endroits, très visible. La demande croissante de pavillons ou maisons, notamment dans l'ouest de la France, impacte sur le prix et la hausse est notable. Le second tableau ci-après illustre les variations par zones géographiques.



**Graphique 7 – Variation de prix** (glissement annuel, Logement anciens)

Variations des prix des logements anciens en France métropolitaine						
	Variations (en %) au cours des					
	3 derniers mois (CVS)			12 derniers mois		
	2021 T1 (d)	2021 T2 (d)	2021 T3 (p)	2021 T1 (d)	2021 T2 (d)	2021 T3 (p)
France métropolitaine	1,2	1,9	2,0	6,0	6,2	7,4
Île-de-France	0,5	0,5	1,3	4,8	3,5	4,0
Province	1,5	2,4	2,3	6,4	7,3	8,8
- Auvergne-Rhône-Alpes	2,0	1,6	2,5	7,0	7,1	8,8
- Hauts-de-France	0,6	1,5	2,3	5,6	5,2	7,0
- Provence-Alpes-Côte d'Azur	1,0	3,0	1,7	4,2	6,7	7,4

**Tableau 1 – Variation de prix par région (Logements anciens, Source : [www.notaires.fr](http://www.notaires.fr))**

L'année en cours a commencé sous de bons auspices. Une remontée significative des taux d'intérêt à long terme des prêts immobiliers inquiète les observateurs. La confiance des ménages ne semble pas non plus au plus haut. En outre, les professionnels de l'immobilier estiment qu'une année d'élections présidentielle et législative implique souvent un ralentissement du marché immobilier, au moins au premier semestre.

*B- Des « sous marchés »  
immobiliers bien identifiables.*

Il est acté, depuis fort longtemps, par les acteurs de l'immobilier, la distinction entre l'immobilier résidentiel et l'immobilier d'entreprise. De même, on établit une sous-distinction en matière d'immobilier résidentiel entre les logements anciens et neufs, c'est-à-dire achevés depuis moins de cinq ans.

La crise Covid-19 semble donc, ainsi qu'il a été démontré ci-dessus, avoir accentué les spécificités de l'immobilier d'entreprise et les éléments pouvant avoir des conséquences sur les prix de vente : développement du télétravail, une dématérialisation accentuée de certains services, ou encore une jurisprudence impactant l'équilibre contractuel initial.

En revanche, l'immobilier résidentiel ancien peut voir ses prix varier à la hausse par zones géographiques sur des critères totalement différents. Le besoin d'espace et des conditions de vie plus saines ou moins stressantes justifient ce flux de population vers les villes moyennes et une variation des prix actuellement à la hausse.

Les sous marchés sont bien identifiables eu égard à la destination du bien, ou quant à l'analyse des éléments, qui impactent les prix à la hausse ou à la baisse. La crise pandémique actuelle a accéléré ce constat. Chaque sous marché est donc lui-même décomposé par type de biens ou par zone géographique. Dans le secteur du logement ancien, les appartements et les maisons en sont la meilleure illustration. La notion de marché immobilier, exprimée de manière globale, n'est plus lisible et n'illustre plus un actif patrimonial très diversifié et en constante évolution. Les métiers sont eux-mêmes impactés. L'expertise d'un conseil en immobilier

d'entreprise est différente de celle d'un expert en immobilier résidentiel.

Les derniers textes liés au développement durable, et notamment la loi climat et résilience du 22 août 2021, devraient d'ailleurs accentuer la diversité des marchés immobiliers dans notre pays.

Bibliographie indicative :

- Textes :

Articles 695, 606, 1103, 1134-3, 1195, 1218, 1343-5 et 1722 du code civil

Articles L 145-5, L 145-5 et L 154-41 du code de commerce

Loi n° 2019-222 du 23 mars 2019 de programmation et de réforme de la justice

Déclaration conjointe MOT OMS, 27.fev. 2020

Ordonnance n° 2020-316 du 25 mars 2020, JORF du 30 mars 2020, suivie de l'ordonnance n° 2020-427 du 15 avril 2020

Loi n°2020-473 du 25 avril 2020, art. 3, JORF 26 avril 2020

Loi n°2020-1379 du 14 nov. 2020, JORF du 15 novembre 2020

- Articles :

A. Confino, le sort des loyers des entreprises au regard des textes d'urgence sanitaire. D. act, 30 mars 2020

A. Denizot, Covid 19 : entre droit de la peur et peur du droit. RTD civ. 2020. p 703

P. De Plater, Le bail commercial, la bonne foi et le juge face à la pandémie » D. act. 26 mars 2021



C. Grimaldi, la force majeure invoquée par le créancier d'exercer son droit. D. 2009. p 1298

F. Kandarian, le droit des contrats civils et du bail commercial en temps de crise : l'exemple du Covid-19, RTD com. 2020. p 265

F.Maigne-Gaborit, BRDA, fev.2021, Ed Francis LEFEVRE

- Jurisprudence :

Paris, 25 sept. 1996, n° 1996/08159

Cass. ass. plén., 14 avr. 2006, n° 02-11-168 publié au bulletin 2006 n°5 p 6 et D. 2006. 1577, obs. I. Gallmeister

Nancy, 22 nov. 2010, n° 09/00003

Besançon, 8 janv. 2014, n° 12/0229

Cass.com. 16 sept. 2014 n°13-20.306 F-PB : RJDA 12/14 n° 886

TJ Paris. 26 octobre 2020 n°s 20/53713 et 20/55901, RJDA 2/21 n°72

Grenoble, 5 nov. 2020 n° 16/04533: RJDA 5 /21 n°292

Versailles,12<sup>e</sup> ch., 6 mai 2021, n°19/08848

Paris, 12 mai 2021 n° 20/140949

Versailles,12<sup>e</sup> ch., 6 mai 2021, n°19/08848

Paris. 08 juil. 2021, n°20/02296

Orléans. 22 juil.2021, n°20/021511

Paris. 29 sept 2021, n°21/00544 publié au bulletin.

- Web :

[www.notaires.fr](http://www.notaires.fr)

[www.insee.fr](http://www.insee.fr)

[www.strategie-gouv.fr](http://www.strategie-gouv.fr)

[www.fnaim.fr](http://www.fnaim.fr)

*Forte de ses 52 années d'expérience, la FACO est une faculté*

*Forte de ses 52 années d'expérience, la FACO est une faculté privée d'enseignement supérieure dispensant deux parcours universitaires en **Droit et en Economie-Gestion**. À taille humaine et située dans le quartier universitaire, la FACO base sa pédagogie sur deux points fondamentaux :*

**1/ Un enseignement fondé sur des valeurs humaines et morales solides avec un enseignement académique similaire à celui des universités publiques**

**2/ Une formation qui professionnalise les étudiants par ses nombreux stages et ses ateliers de professionnalisation**

Numéros déjà sortis :

Cahiers de Recherche thématiques

1. L'Éthique
2. La Ville
3. La Puniton
4. Le Choix

Numéro spécial Mai 1968 – Mai 2018 : 50 ans d'évolution sociale

5. La Révolte

Cahiers de Recherche / Contributions

Cahiers de Recherche N°6 – septembre 2021

Cahiers de Recherche N°7 – avril 2022



Formations en Droit : post bac jusqu'au Masteres  
Formations en Gestion : Bachelor 3.  
2 doubles diplômes Droit franco-italien / droit patrimonial –  
droit expertise fiscale  
2 doubles cursus Droit – Gestion / Droit – Science politique  
4 formations en mastere 1 droit  
5 formations en mastere 2 Droit

Possibilité de présenter l'examen du barreau à l'issue d'une 4<sup>e</sup>  
année à la FACO  
Diplômes hors parcoursup

**FACO Paris**

115 rue Notre-Dame des Champs, Paris VI<sup>ème</sup>

[info@facoparis.org](mailto:info@facoparis.org)

[www.facoparis.com](http://www.facoparis.com)

01 53 10 24 75