

IMMOBILIER : SÉCURITÉ, VOUS AVEZ DIT SÉCURITÉ ?

Guy Marty

Directeur général, Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF)

Symbole de sécurité, l'immobilier se trouve être à l'origine – ou au moins avoir été le catalyseur – de deux crises bancaires majeures en moins de deux décennies. Comment interpréter ce paradoxe ?

Fin des années 1980, milieu des années 2000. Deux effervescences immobilières qui, à leur terme, mettent en danger le système bancaire, avec des conséquences importantes sur l'ensemble de l'économie. Entre les deux, une effervescence financière, la bulle internet, qui n'a pas représenté à elle seule une menace systémique mais qui a, elle aussi, entraîné des dégâts collatéraux significatifs.

Que deux des trois accidents majeurs en moins de deux décennies aient eu l'immobilier pour point de départ est un fait remarquable. La contradiction avec le sentiment de sécurité attaché aux actifs immobiliers est frappante. Nous ne pourrions pas prétendre avoir pleinement compris la crise actuelle née des « *subprimes* » et conjuré un *bis*, ou plutôt un *ter repetita*, si nous n'avons pas analysé les éléments de ce paradoxe.

Certes, on pourrait objecter à cet axe de réflexion que les deux crises sont en tous points dissemblables, aussi bien au regard des facteurs immobiliers que des mécanismes bancaires et financiers, et que chacune devrait donc être considérée dans ses propres ressorts et caractéristiques. Il est vrai que la première était mondiale dès le départ et concernait l'immobilier d'entreprise, tandis que la seconde est née dans un secteur très précis du logement américain. Il est vrai aussi que la première provenait d'une activité de crédit inscrite directement dans le bilan des banques,

tandis que la seconde est venue de leur hors-bilan dans un contexte de désintermédiation financière. Mais l'immobilier est à la source, en tout cas l'initiateur, de ces deux crises. Nous allons donc les examiner sous cet angle.

Pour une poignée de dollars : la crise des années 1980

Nous ne traiterons pas ici la première crise systémique bancaire en détail¹. Il nous suffira pour notre propos d'en reprendre les grandes lignes.

Elle se déclencha aux États-Unis en 1989, avec l'affaire des *Savings & Loans* (S&L) dont la grande majorité se trouvait en cessation de paiement. Voici le commentaire d'Alan Greenspan – alors président de la Réserve fédérale américaine (Fed) – à ce propos : « *Les banques commerciales aussi avaient de graves ennuis. Le problème était encore plus épineux que celui des S&L parce que les banques représentaient un secteur beaucoup plus vaste et important de l'économie. La fin des années 1980 était leur période la plus noire depuis la Grande Dépression ; des centaines de banques de petite et moyenne dimension faisaient faillite et des géants*

comme la Citibank et la Chase Manhattan étaient en péril. Leurs difficultés, comme dans le cas des S&L, tenaient à un excès de prêts spéculatifs – au début des années 1980, les grandes banques avaient misé sur la dette d'Amérique latine, puis, lorsque ces prêts avaient pris mauvaise tournure, comme des joueurs amateurs essayant de se refaire, elles avaient misé encore plus, entraînant tout le secteur dans une débauche de prêts sur l'immobilier commercial. »²

Le même constat peut être formulé, *mutatis mutandis*, pour les marchés immobiliers européens qui, eux aussi, avaient été inondés par les crédits bancaires.

On pourrait bien sûr apporter de nombreuses précisions, et en particulier évoquer la disparition progressive dans cette décennie du contrôle des changes et de l'encadrement du crédit, deux facteurs qui enserraient le crédit bancaire et dont la libération ne pouvait s'effectuer sans heurts. On pourrait aussi mentionner la désinflation mondiale à partir du début des années 1980, très perturbante pour les marchés immobiliers. Le mécanisme de « mémoire de marché » faisait perdurer dans les esprits le statut de valeur refuge de la pierre alors qu'il n'était plus fondé objectivement et nourrissait des espoirs de plus-value correspondant à une période inflationniste révolue. Les banques, comme l'ensemble des acteurs, étaient ainsi prédisposées à des excès. Mais, si le crédit bancaire a suivi puis entraîné la hausse des valeurs immobilières, on peut se demander pourquoi les banques dans leur ensemble sont sorties de leur cadre de prudence et ont créé une telle déferlante de crédits sur les marchés immobiliers. La question a été posée de savoir ce qui serait advenu en France, par exemple, si les banques, au lieu de jouer l'immobilier, avaient misé sur les petites et moyennes entreprises (PME) avec une frénésie équivalente : non seulement les pertes n'auraient vraisemblablement pas été de même ampleur, mais surtout les avantages pour notre économie auraient été considérables en termes de croissance, d'emploi, d'innovation. Alors, pourquoi l'immobilier ?

Et pourquoi « *comme des joueurs amateurs essayant de se refaire* » ? L'accusation est excessive, mais les apparences sont symptomatiques. Le contexte, d'une

part, permettait aux banques de développer leur activité de crédit, et, d'autre part, les incitait – sans doute plus que dans des conditions normales – à rechercher des sources de rentabilité. Or, la marge sur les crédits immobiliers était élevée, beaucoup plus élevée par exemple que pour les crédits aux entreprises. Et cette rémunération s'obtenait dans le cadre de crédits par nature moins risqués puisque correspondant à des actifs réels. Une opportunité stratégique se présentait. Le développement du crédit immobilier semblait logique dans sa motivation et pertinent dans son articulation entre le risque et sa rémunération.

La démarche aurait été valide si elle n'avait été entachée de plusieurs erreurs d'appréciation, aussi bien sur la rentabilité que sur le risque.

Sur la rentabilité tout d'abord. Si le crédit promoteur générait des marges nettement plus substantielles que le crédit aux entreprises, il aurait fallu s'interroger sur la raison de cette trop belle opportunité. Ce n'est qu'à l'issue du phénomène de bulle, et seulement en raison de cette bulle, que les pertes ont finalement été considérables. En réalité, l'aubaine aurait dû être interprétée comme une alarme. Les marges étaient trop élevées, elles n'auraient pas dû servir de base à une stratégie de grande ampleur. Cette erreur de *pricing* trouve vraisemblablement son explication dans le fait que le crédit promoteur étant marginal, au départ, dans la masse des crédits bancaires, le secteur de la promotion n'était pas en position d'influer sur son prix. Nous verrons qu'un défaut de *pricing* inverse était présent dans le creuset de la crise des « *subprimes* ». Mais cela nous amène à l'évaluation du risque. Tout d'abord, comme nous l'avons vu précédemment, les banques, ou plus factuellement les individus dans les banques, à tous les échelons depuis les opérationnels jusqu'aux états-majors, ont participé dans les années 1980 de cette « mémoire de marché » qui donnait à l'immobilier un statut de valeur refuge. Cet anachronisme fut bien compris ensuite, « *mais un peu tard* » dirait notre ami La Fontaine. Toujours est-il que cette erreur de l'époque ne se retrouve pas dans la crise actuelle : il est dorénavant bien établi que la valeur d'un actif immobilier ne procède que de son flux de revenus.

Une autre erreur relative au risque a consisté à ignorer la nature d'actif de rareté des biens immobiliers. Parce que la matière n'est pas extensible, ou du moins parce qu'elle ne l'est que très lentement, tout consensus à son égard peut rapidement se transformer en bulle par l'afflux de capitaux, pour peu que le contexte soit propice, autrement dit que la croissance monétaire soit plus forte que la croissance économique. Notons que ce facteur figure également dans la mécanique de la crise actuelle.

Enfin, les banques ont sous-estimé la difficulté de réaliser l'actif immobilier. Quand le retournement du marché a fait plonger les valeurs en dessous du niveau de la dette, les positions n'ont pas pu être dénouées rapidement et les provisions correspondantes n'ont fait qu'augmenter au fur et à mesure que le marché se grippait. C'est ce qui a fait la nécessité, aussi bien que la fortune, des investisseurs et des fonds que l'on qualifie d'opportunistes, appellation qui serait juste si elle n'était réductrice. En effet, ceux-ci n'ont pas simplement pris la relève des banques en difficulté, ils ont engagé un processus parfois complexe de remise sur le marché, qui relevait d'un savoir-faire différent de celui de prêteur. Il est intéressant de constater que cette erreur d'évaluation, commise à la fin des années 1980 avec l'immobilier d'entreprise, est présente, cette fois-ci avec l'immobilier résidentiel aux États-Unis dans la difficulté de résolution de la crise actuelle.

Pour quelques dollars de plus : la crise des « *subprimes* »

La bulle des années 1980, de caractère mondial, fut celle du crédit promoteur et de l'immobilier d'entreprise. La crise des « *subprimes* » est née aux États-Unis, dans le secteur très spécifique du crédit logement à des ménages relativement fragiles.

À l'échelle des banques américaines qui ont produit des « *subprimes* », on peut dire qu'il y a eu répétition du scénario précédent en termes de

stratégie : recherche de rentabilité et faiblesse du risque puisque celui-ci était pour l'essentiel transféré à la sphère financière.

Constatons tout d'abord que la nature d'actif de rareté de l'immobilier – et donc sa prédisposition à la formation de bulles – de même que la difficulté de réalisation des actifs dans les cas de défaillance n'avaient toujours pas été identifiées comme des risques sérieux par les établissements prêteurs. Récidive d'autant plus regrettable que la conjonction des deux facteurs suffit pour créer une crise sévère. Mais cela n'explique pas la contagion à l'ensemble du système bancaire mondial. Il faut comprendre l'édifice de la titrisation.

Admettons qu'il n'y ait pas de victime sans bourreau et que les banques productrices de « *subprimes* » se soient rendues coupables. Mais il n'y a pas non plus de bourreau sans victime, et la question que l'on est en droit de poser est celle-ci : Pourquoi la sphère financière a-t-elle si avidement consommé des fonds à base de « *subprimes* » ?

De toute évidence, le premier motif fut la recherche de rentabilité. La baisse généralisée des taux a créé une demande pour des rendements plus élevés. Il était normal dans ce cas d'accepter que les produits sous-jacents, avant alchimie financière, soient plus risqués. D'où les « *subprimes* ». Les investisseurs finaux étaient dans leur logique naturelle en voulant optimiser les rendements. Les concepteurs de produits restaient dans la leur en voulant développer leur *business* et proposer aux investisseurs des produits attrayants. Les banquiers produisant et titrisant des « *subprimes* » étaient tout aussi fidèles à leur vocation en voulant augmenter le volume de leurs commissions. Tout semblait donc pour le mieux dans le meilleur des mondes possibles... jusqu'au dérapage.

Selon la version couramment admise aujourd'hui, les producteurs de « *subprimes* » et les promoteurs de produits titrisés – d'ailleurs encouragés plutôt que freinés par les agences de notation – ont été poussés au crime par l'appétit des investisseurs. Jusqu'à l'implosion du système et ses conséquences sur la titrisation, puis sur le bilan des banques.

Néanmoins, le mécanisme était vicié dès le départ, lorsque le marché des « *subprimes* » était encore

relativement sain. Même s'il n'y avait pas eu de bulle du logement aux États-Unis, même si la titrisation des « *subprimes* » avait été de moindre ampleur, il y aurait eu un accident. Le processus reposait en effet sur une profonde ambiguïté en ce qui concerne le risque et sa rémunération. Pour le banquier prêteur, le risque n'est que dans un sens. Son espoir optimal de rémunération est fixe, seul son degré de perte par rapport à cet objectif est incertain. S'il considère que son risque est plus élevé, il fixera un taux plus important. De toute façon il subira des pertes, sa seule incertitude est sur leur montant. Pour le financier, le risque se définit comme une volatilité, donc une incertitude de nature différente. Le risque est la probabilité de s'écarter de la rentabilité moyenne dans le temps. Il est parfois mal compris qu'un investissement dont la rentabilité serait forte mais irrégulière serait par définition risqué, alors que celui qui perdrait chaque année de la valeur dans la même proportion serait considéré comme « sans risque » : l'écart par rapport à la moyenne, tel est le critère pour un financier. L'exigence de rentabilité élevée va de pair avec une volatilité plus forte, donc le risque de perdre... ou celui de gagner.

Le taux de crédit immobilier plus élevé du banquier n'est donc pas directement transposable au rendement plus élevé de l'investisseur, ce qui crée une difficulté : la répartition du risque dans un portefeuille n'a pas non plus la même signification. En additionnant des crédits à haut risque, on ne peut pas demander à la statistique de créer un portefeuille équivalent à celui d'emprunteurs robustes. Tandis que les techniques statistiques de l'allocation d'actifs permettent couramment, avec des placements très volatils mais décorrélés entre eux, de réduire effectivement le risque.

De ces considérations qui relèvent de notions de base bien connues, il ressort que la titrisation des « *subprimes* » s'est développée à partir d'un malentendu sur l'efficacité des portefeuilles pour la maîtrise du risque.

De plus, comme lors de la crise précédente, le diable se cachait au tout début du processus, dans le *pricing* du risque par les banques, mais cette fois-ci dans le sens de la sous-estimation. Certes, le

gouvernement américain avait fortement encouragé les « *subprimes* ». Certes, le logement est un besoin primaire et l'on peut penser que même les ménages relativement fragiles sont attachés à rembourser leur crédit immobilier tant qu'ils le peuvent encore. Mais l'activité de banquier prêteur consiste à intégrer dans le prix des crédits pratiqués le poids des défaillances probables, sauf à être subventionné directement ou indirectement comme c'est le cas en France, par exemple, avec le prêt à taux zéro. Selon ce strict point de vue, les marges des banquiers producteurs de « *subprimes* » auraient dû être nettement plus élevées qu'elles ne l'étaient compte tenu du risque statistique de défaillances. Par voie de conséquence, à l'autre bout de la chaîne des titrisations, les investisseurs ont acheté un risque non rémunéré à sa juste mesure.

Mais, peut-être ont-ils d'autant plus facilement baissé la garde que derrière les crédits immobiliers, même à risques, il y a un actif possédant deux qualités propres ? La première est une volatilité historique relativement faible qui a pu les séduire, même s'il n'est pas rationnel d'assimiler le comportement des créances à celui des logements sous-jacents. La seconde est son caractère de bien tangible qui procure, quoi qu'il en soit, un certain sentiment de sécurité.

Les leçons de l'expérience

De cet examen des deux crises, il ressort que les systèmes bancaires ont été pénalisés très sévèrement pour une approche trop approximative de la chose immobilière, et que la sphère financière s'est rendue coupable aussi bien que victime de la même façon. Mais pouvait-il en être autrement ?

Reconnaissons pour le moins qu'il y avait un piège, et qu'il n'était pas nécessairement facile à identifier. L'immobilier d'entreprise, en effet, ne représentait qu'une proportion très marginale de l'activité de crédit au début des années quatre-vingts. Quant aux « *subprimes* », ils ne constituaient encore il y a quelques années qu'une faible partie des nouveaux crédits logement, eux-mêmes représentant une faible partie de la masse de crédit des banques américaines.

Enfin, l'immobilier ne compte pour la sphère financière que parmi les actifs alternatifs, et encore, depuis peu.

Dans ces conditions, comment aurait-on pu redouter des déflagrations aussi importantes ? Et comment résister à la tentation de transposer, sans les adapter spécifiquement, des méthodes éprouvées par ailleurs dans le domaine du crédit comme dans celui de la titrisation ? Tentation d'autant plus dangereuse que l'immobilier, malgré sa faible part dans les activités bancaires et financières, est susceptible de créer des chocs en retour considérables compte tenu de sa dimension propre : dans la plupart des pays développés, l'immobilier d'entreprise représente à lui seul l'équivalent du produit intérieur brut (PIB), et l'immobilier résidentiel près de trois fois.

Ce n'est pas faire preuve d'un optimisme inconsidéré que d'envisager un après-crise dans lequel les banques retrouveront progressivement le chemin de la titrisation, et dans lequel la circulation redeviendra fluide entre l'économie et les systèmes bancaire et financier. On peut imaginer aussi que les ressorts de l'immobilier seront mieux compris par les banques et la sphère financière, et que, ainsi, sera mis fin au paradoxe selon lequel l'immobilier possède un tel pouvoir de déstabilisation, alors même qu'il a toujours été un symbole de sécurité.

À l'issue de la bulle immobilière de la fin des années 1980 et de la crise qui a suivi, il est resté un parc immobilier d'entreprise : des actifs bien réels, renouvelés, au service des entreprises, un marché beaucoup plus mature et économiquement performant. À l'issue de la bulle internet et de son éclatement, la planète avait fait sa révolution technologique dont on mesure aujourd'hui l'importance et l'intérêt. Lorsque la crise née des « *subprimes* » sera derrière nous, y aura-t-il aussi, même si nous ne le percevons pas encore, un bénéfice durable ?

Notes

1. Le lecteur qui voudrait approfondir l'euphorie immobilière mondiale de la fin des années 1980 et la crise bancaire qui s'en est suivie, pourra se reporter utilement au numéro hors-série de la Revue d'Économie financière entièrement consacré à ce sujet sous le titre : « *L'épargne immobilière institutionnelle dans le monde – La crise financière de l'immobilier* », 1994. Notons également l'article très complet de G. Albanel « *Les banques françaises face à la crise de l'immobilier* » paru dans *Réflexions immobilières*, numéro 18, juillet 1997.

2. Alan Greenspan. *Le temps des turbulences*, J. C. Lattès, 2007.