

INTERVENTION DE M. PHILIPPE LAGAYETTE

EN OUVERTURE DU SÉMINAIRE
«L'ÉPARGNE IMMOBILIÈRE INSTITUTIONNELLE
DANS LE MONDE»
ET DU DÉBAT «LA CRISE IMMOBILIÈRE»

Lundi 6 décembre 1993
Hôtel Lutétia, 18 h 00

Sur l'ensemble des marchés immobiliers institutionnels aux États-Unis, au Japon, en Europe, l'ampleur et la persistance de la crise ont fait naître une interrogation profonde sur la place de l'actif immobilier dans les portefeuilles des grandes institutions gestionnaires de l'épargne dite du cycle de vie, en particulier les compagnies d'assurances et les fonds de pension.

Dans un contexte de désinflation durable et de réévaluation du risque immobilier, ces interrogations vont au delà de l'attentisme caractéristique des périodes où les anticipations de baisse des valeurs ne sont pas stabilisées. Elles sont l'expression de l'exigence des investisseurs institutionnels qui ont un devoir de sécurité et de résultat vis-à-vis de leurs mandants ou clients.

Reconnaître cette exigence et chercher à y répondre en provoquant le débat des experts et des professionnels, voici le sens de ce séminaire «L'épargne immobilière institutionnelle dans le monde» que j'ai le plaisir d'ouvrir ce soir. La Caisse des dépôts, gestionnaire important de l'épargne en France, tenait à susciter cette rencontre internationale. De nombreuses institutions étrangères ont répondu à notre invitation. Je les en remercie tout particulièrement.

Notre conviction est qu'à l'avenir, l'allocation de fonds institutionnels à l'immobilier dit de rapport ne pourra se confirmer qu'à la condition d'une meilleure intégration de l'actif immobilier dans les décisions d'allocation. Or, seule l'organisation de l'efficacité technique et allocative du marché immobilier entendu comme marché d'investissement peut le permettre.

Ces évolutions doivent être discutées.

J'évoquerai:

– la promotion d'une approche institutionnelle des problèmes d'évaluation,

- une plus grande transparence des marchés grâce au développement des banques de données et des indices de performance tels qu'ils existent aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne,
- une meilleure maîtrise des diversifications possibles,
- la promotion de nouveaux véhicules d'investissement afin d'améliorer la liquidité du marché,
- et enfin, sûrement le recours aux techniques de titrisation des créances bancaires immobilières.

Je ne développerai pas plus ces questions, vous laissant le soin d'en discuter lors de la journée de demain.

Pour ma part, je souhaiterais vous livrer quelques réflexions que m'inspire le débat de ce soir, organisé par la Revue d'Economie Financière, sur le thème de la crise immobilière.

Il est nécessaire d'approfondir l'analyse de la dimension financière de cette crise internationale, riche d'enseignements, me semble-t-il, sur le fonctionnement des marchés financiers dans un contexte de finance libéralisée et les principes de la régulation monétaire qui en découlent.

La crise immobilière: dérive du prix des actifs et implications pour le fonctionnement des systèmes financiers

350

1. La dérive du prix des actifs patrimoniaux: une nouvelle approche de la crise immobilière

Dans un premier temps, les analyses, essentiellement attachées à la situation de l'immobilier d'entreprise ont interprété la crise immobilière comme une crise de surproduction, somme toute classique, après quelques années de forte croissance économique, marquée par une tertiarisation très nette des activités productives, en particulier dans les grands centres urbains.

Les commentateurs ont mis en avant d'une part, le caractère traditionnellement cyclique de l'immobilier lié à l'inertie de l'outil de production, et d'autre part, les conséquences du ralentissement économique que connaissent dans un premier temps les pays anglo-saxons puis plus tard l'Europe continentale (exception faite de l'Allemagne) et le Japon. La baisse de l'activité frappe de plein fouet à la surprise générale - les secteurs de services. On parle de récession de cols blancs.

Dans le cadre de cette analyse, les difficultés du système bancaire ont été interprétées comme résultant d'une sous-estimation du risque de défaut sur un secteur mal apprécié des intermédiaires financiers. Le parallèle a été fait avec la crise de la dette des pays en voie de développement du début des années 80.

Telles ont été jusqu'à très récemment les interprétations les plus communément admises.

Pourtant, aujourd'hui, certaines études (référence aux travaux du FMI et de la Banque des règlements internationaux) nous amènent à élargir le champ de nos interprétations et à inscrire les avatars de la sphère immobilière dans un cadre beaucoup plus large, celui de la dérive du prix des actifs patrimoniaux caractéristique des évolutions financières de la seconde moitié des années 80.

Grâce à la construction d'un indice représentatif de l'évolution en termes réels du prix de l'ensemble des actifs patrimoniaux compris comme des droits de propriété - essentiellement les actions, l'immobilier résidentiel et d'entreprise - la Banque des Règlements internationaux confirme dans son dernier rapport annuel l'existence, au cours de la seconde moitié des années 80, d'une phase de hausse particulièrement prononcée du prix de ce type d'actifs dans la plupart des pays industrialisés.

Dans une perspective de moyen terme, de tels mouvements ne sont pas nouveaux. La précédente phase de hausse date du début des années 70. Néanmoins, la spécificité de ce cycle est triple:

- les hausses du début des années 70 ont généralement duré moins longtemps, deux à trois ans au maximum contre plus du double au cours des années 80,

- la contribution des prix immobiliers a été beaucoup plus importante que celle des actions dans les années 80, à l'exception de l'Angleterre et de l'Australie pour lesquels les prix immobiliers avaient déjà joué un rôle significatif dans les années 70,

- enfin, la baisse des prix en termes nominaux a été beaucoup plus forte en partie sous l'effet d'une inflation moins accentuée et malgré la prédominance des prix immobiliers traditionnellement moins susceptibles de fléchir à la baisse.

Nous avons donc subi un cycle plus «immobilier» et plus prononcé que lors de la décennie précédente. Cherchant à expliquer ces particularités, les experts de la BRI soulignent que la vigueur de la croissance économique n'explique que la durée du cycle et ne saurait en expliquer le caractère plus accentué. De même des considérations fiscales et du niveau des taux d'intérêt réels.

L'élément distinctif semble avoir été l'abondance du crédit disponible.

De telles liaisons - hausse du crédit et hausse du prix des actifs - sont compréhensibles. Les emprunts sont généralement motivés par des anticipations sur le revenu futur des investissements qui se reflètent dans les prix de ces actifs ou par des motifs plus spéculatifs lorsque les emprunteurs escomptent des plus-values. Par ailleurs, les intermédiaires finan-

ciers distribuent d'autant plus facilement des crédits que le prix des actifs qui servent de garanties est élevé.

Ce qui a été exceptionnel au cours de cette période est la part relative beaucoup plus importante *des crédits motivés par des considérations spéculatives comparée à celle des crédits d'investissement*. Force est de reconnaître, qu'à l'exception du Japon, les ratios d'investissement n'ont pas suivi les ratios d'endettement dans la plupart de nos pays dans les mêmes proportions.

Face à l'abondance des liquidités, la demande a privilégié le marché des actifs plutôt que celui des biens et services traditionnels. Ainsi, l'immobilier, entre autres avec les actions, les œuvres d'art et certaines matières premières est devenu l'un des supports de placement privilégiés par certaines catégories d'agents économiques.

En effet comme le suggèrent d'autres experts (F.M.I.), la libéralisation financière et l'innovation des années 80 auront créé un environnement dans lequel la liquidité excessive et le crédit ont été dirigés vers des catégories d'agents particulièrement dynamiques sur les marchés de droits de propriété, entre autres les ménages à revenu élevé, les grandes entreprises.

352

Telle aura été l'origine de la «bulle» immobilière, c'est-à-dire de l'envolée des prix d'actifs de moins en moins justifiée par la croissance des revenus locatifs futurs suivie d'un ajustement brutal des valeurs, au moment où les anticipations spéculatives se sont retournées. Puisqu'à terme, les rendements financiers et réels ne peuvent durablement s'écarter.

2. Les implications pour le fonctionnement des systèmes financiers

Il est certain que les prix des actifs jouent un rôle majeur dans le cycle conjoncturel actuel, tant à cause de l'amplitude de leurs fluctuations que par leur incidence sur les institutions financières et l'activité économique.

La vulnérabilité des systèmes bancaires à la variation du prix des actifs

Les incidences sont nettes sur la santé des systèmes bancaires dont la rentabilité, la qualité des actifs et la solvabilité ont été sérieusement érodées. C'est dans les pays où les variations des prix des actifs et l'expansion du crédit ont été relativement marquées que les banques ont été le plus sévèrement touchées. La crise immobilière a donc mis en évidence la vulnérabilité des systèmes bancaires aux variations des prix des actifs, en particulier immobiliers.

En effet, les prix immobiliers ont joué un rôle particulièrement important, non seulement en raison de l'utilisation des biens fonciers comme garanties, mais aussi parce que des prêts substantiels ont été accordés

pour financer des acquisitions et constructions de nouveaux projets.

Les répercussions pour l'économie réelle d'une telle vulnérabilité des systèmes bancaires sont incontestables. Elles peuvent se traduire par le tarissement de nouveaux crédits ou leur cherté, voire dans le pire des cas une moindre confiance dans les intermédiaires financiers et un retrait des fonds.

Si l'on considère que cette crise est le prix d'un ajustement à un environnement financier déréglementé et plus concurrentiel, il est nécessaire d'adapter à l'avenir les modes de financement. Des réponses prudentielles s'imposent en matière de capitalisation des intermédiaires, de modalités de financement (part des fonds propres) conjuguées à une surveillance accrue des risques de contrepartie.

La régulation économique et monétaire

La récession économique a des effets sur l'activité immobilière. Mais on a vu aussi que les fluctuations de l'activité immobilière sont un facteur important d'accroissement des fluctuations économiques.

Il y a certainement intérêt à ce que la régulation de l'activité économique et monétaire s'efforce de ne pas encourager les fluctuations immobilières.

Par exemple, l'appréciation de la situation monétaire dans un système financier libéralisé doit certainement tenir compte du prix des actifs; une envolée excessive du prix des actifs, même lorsque les prix des biens et services n'augmentent que lentement, peut être un indice que la monnaie est trop abondante; on peut mesurer, soit dit en passant, que si les taux d'intérêt dans les pays d'Europe continentale avaient été plus bas que ce qu'ils ont été dans les dernières années de la décennie 80, nous aurions certainement eu une spéculation immobilière encore plus forte que celle que nous avons eue.

De même, la fiscalité, dont il faut souligner l'importance, ne doit pas encourager les déplacements massifs d'épargne d'un compartiment à l'autre des actifs financiers possibles.

C'est ainsi qu'en France la politique fiscale a constamment et de façon accentuée défavorisé l'investissement en logements, de la fin des années 70 à maintenant.

Ceci a rendu disponible une partie de l'épargne pour des recherches d'investissements plus spéculatifs.

Ce qui s'est passé au début des années 90 montre clairement une mauvaise allocation des ressources: les capitaux, qui avaient retrouvé une très grande liberté d'affectation, se sont portés massivement sur le financement spéculatif de bureaux dans la région parisienne et ont déserté de plus en plus les logements pour lesquels il existe pourtant des besoins cons-

tants; ainsi, le nombre de logements libres mis en chantier et constituant un investissement locatif a baissé de 15% entre 1989, et 1990 et 1991.

Au total, un environnement financier mieux maîtrisé et un système fiscal aussi neutre que possible seront toujours le gage d'une allocation des financements à l'économie réelle plus satisfaisante.