

CRISE IMMOBILIÈRE ET RISQUE SYSTÉMIQUE

CLAUDE GIRAUD*

Une crise immobilière a toujours un aspect inquiétant parce qu'elle fait peser une menace imprécise sur l'activité économique générale. On voit des immeubles de bureaux vides, des stocks de logements invendus qui sont les aspects visibles de la crise de liquidité du marché. Mais on ne voit pas immédiatement que les marchands de biens «collés» et les promoteurs qui ont emprunté, les uns pour acheter, les autres pour construire, sont ou seront peut-être défaillants et que les banques créancières auront des provisions à passer pendant plusieurs années, ce qui modifiera leur rentabilité et leur propension à consentir de nouveaux crédits.

Ce qui distingue une crise immobilière d'une crise boursière, c'est l'incontournable délai nécessaire à sa digestion. Les marchés de valeurs mobilières s'effondrent parfois, mais il ne s'agit que de la variation du niveau de la valeur de sociétés qui ne sont pas à vendre en totalité et qui continuent leur activité dans le cadre de la conjoncture du moment.

231

Lorsque l'espérance d'une reprise économique s'amorce, il suffit d'un faible excès de demande de titres pour que la valeur des entreprises cotées retrouve des niveaux plus élevés. On le constate en ce moment où la crise économique bat son plein pendant que les valeurs boursières atteignent des sommets.

Dans le même temps, la crise immobilière développe ses effets dévastateurs et chacun pressent que la reprise n'est pas pour demain.

Les immeubles sont là, trop chers, et il faudra longtemps pour que l'amortissement des pertes autorise les «porteurs» à les mettre sur le marché.

En outre, quand il y a un excès physique de mètres carrés - ce qui est le cas des bureaux parisiens aujourd'hui - il est évident qu'une partie de ces bureaux restera forcément inoccupée. Il ne suffit pas d'absorber les pertes comptables, il faut louer ou vendre des biens *physiques* en surnombre, ce qui prendra un temps imprévisible.

* Président du Groupement Foncier Français. Secrétaire général de l'Association Nationale des Docteurs es-Sciences Economiques.

Il y a aujourd'hui 4 à 5 millions de m² de bureaux disponibles dans la région parisienne pour un marché qui peut absorber 1 million de m² en situation d'évolution favorable de l'économie, ce qui n'est pas encore le cas.

Pour apprécier différemment cet excédent, on peut dire que pour occuper ces 5 millions de m², il faudra créer au moins 250 000 emplois dans la région parisienne ! Or, cette région perd plus de 100 000 emplois chaque année de crise. C'est donc plusieurs centaines de milliers d'emplois qu'il faudra créer pour occuper ces bureaux ! Il y en a pour... dix ans ?

Enfin, pour ajouter au drame, les immeubles inoccupés vont peser sur les loyers. Certains propriétaires ou porteurs, devront supporter non seulement le coût des crédits, mais les charges annuelles inhérentes à l'entretien de ces immeubles. Ils seront prêts à tous les sacrifices pour alléger des frais qui s'accumulent irrémédiablement. A travers la baisse progressive des loyers de bureaux, c'est évidemment la valeur des immeubles qui se dépréciera. C'est pourquoi le taux de capitalisation - taux d'escompte des loyers futurs - doit baisser en temps de crise, pour compenser autant que possible la baisse des revenus et alléger le poids des charges financières.

On sait par exemple que si les loyers passent de 100 à 80 et que le taux d'escompte diminue de 10 à 8, la valeur mathématique de l'immeuble ne changera pas (en dehors de tout autre paramètre).

Cette esquisse simplifiée du mécanisme de crise et de son incidence sur le fonctionnement général de l'économie fait entrevoir la nature des risques qui peuvent bloquer un système économique en équilibre dynamique :

- si le poids des dettes contractées par les promoteurs et marchands de biens, multiplié par le volume des actifs concernés, faisait s'écrouler un marché fragile parce qu'en état de catalepsie, l'effondrement des valeurs patrimoniales qui s'ensuivrait aurait des effets en chaîne incontrôlables du type crise de 1929 ;

- si les banques doivent porter longtemps des créances irrécouvrables et donc amortissables en quantité très importante, elles y consacreront des capitaux propres dont elles ne disposeront plus pour consentir de nouveaux crédits. Or, sans croissance des crédits, il n'y a pas de reprise économique durable.

L'effondrement du marché immobilier est un scénario considéré aujourd'hui comme improbable : les autorités judiciaires et bancaires ont suffisamment retenu la leçon des années 30 pour éviter de précipiter les débiteurs insolvables dans les abysses de la faillite dont il ne ressort rien de favorable.

Si les banques font constater par les tribunaux, l'insolvabilité de leurs

débiteurs parce que le marché est incapable d'absorber les actifs relatifs, elles devront amortir la totalité de la créance et gérer ensuite des actifs invendables.

Si les tribunaux appliquaient sans réflexion, les dispositions des lois sur la faillite, ils feraient s'effondrer le marché immobilier dans son ensemble, ce qui pourrait entraîner d'autres secteurs de l'économie, fragilisés par la crise générale.

Heureusement, chacun a compris qu'il fallait étaler dans le temps, la digestion d'un excès de fabrication et tous les acteurs concernés acceptent des «arrangements» dans le but de gagner du temps.

On a dit que le processus d'amortissement du choc, s'apparentait à celui mis en place pour absorber l'insolvabilité des pays emprunteurs moins développés dont le système bancaire a déjà fait l'expérience.

Ainsi, le risque systémique de l'effondrement d'un secteur de l'économie qui représente environ 8% du PIB, à cause des 100 milliards de pertes potentielles recensées dans les banques, paraît devoir être écarté, par optimisme raisonné. Mais rien n'est certain dans ce domaine et un accident peut toujours se produire, qui entraînerait tout le reste.

Le second risque systémique paraît aujourd'hui plus probable car la contrepartie du soutien du marché par les créanciers bancaires, c'est que les banques se trouvent paralysées par l'absorption des créances irrécouvrables. Or, elles reçoivent maintenant le second choc de la crise avec la défaillance croissante des PME-PMI qui représente la partie la plus importante des crédits consentis.

233

Les chiffres sont éloquentes :

- on estime les créances bancaires irrécouvrables sur l'immobilier, à 100 milliards de francs, amorties à hauteur de 30 milliards à fin 1992. Il en faudra autant en 1993 ;

- les défaillances d'entreprises PME-PMI vont entraîner des provisions en 1993 du même ordre de grandeur que celles passées sur l'immobilier,

- c'est donc un total de provisions de 90 milliards qui auront dû être constituées entre 1992 et 1993 ;

En supposant que 1994 ne demandera que la moitié des provisions 1993, c'est encore 30 milliards qu'il faudra ajouter, soit au total 120 milliards d'équivalent capitaux propres «durs» ;

- c'est capitaux «durs» au sens du ratio Cooke auraient permis, s'ils avaient été disponibles et après impôts de 34%, d'octroyer à l'économie $79 \times 25^{(1)} = 1\,980$ milliards de crédits...

1 La partie «dure» des capitaux propres bancaires pouvait ne représenter que la moitié des capitaux requis par le ratio de 8%, celui-ci permettant un encours de crédit de $100/8 = 12,5$, la première moitié doit être multipliée par 25.

Même si ces chiffres sont grossièrement théoriques (et peut-être absurde), l'ordre de grandeur est tel qu'ils sont significatifs puisque l'encours des crédits bancaires non spécialisés est de l'ordre de 3.600 milliards de francs.

- l'encours des crédits à l'économie étant de l'ordre de 6000 milliards de francs², on voit ce qui va «manquer» à la reprise économique car ce sont «les crédits qui font les dépôts» et donc constituent la partie la plus importante de la masse monétaire M3.

On sait qu'il y a une relation fondamentale entre l'évolution de M3 et la production industrielle (*voir graphique 1*). Les liquidités au sens large (M3) sont en baisse en termes réels sur un an. Cela ne peut avoir qu'un effet négatif sur la production.

Aujourd'hui, les banques affirment ne pas être gênées par le ratio Cooke (sauf le Crédit Lyonnais) mais avouent que c'est en raison de la faible demande de crédit.

Si demain le crédit repartait, le manque de fonds propres freinerait la reprise.

Les autorités américaines l'avaient bien compris quand elles ont baissé les taux du court terme de 400 points de base au dessous du long terme, permettent au système bancaire d'emprunter à 3% et de placer en bons du trésor américain à 7%.

234

Il a fallu 36 mois pour que les banques reconstituent des fonds propres suffisants pour leur permettre de prêter à nouveau. Pendant cette période, la reprise ne s'est pas manifestée. (*voir graphique 2*). La Réserve Fédérale a lutté avec succès contre le risque de dépression-déflation en menant une politique stimulative de baisse des taux d'intérêt à court terme et de croissance des agrégats monétaires qu'elle contrôle (M0 et M1).

Un second phénomène se greffe sur le premier : les banques sont extrêmement réticentes à prêter au secteur immobilier !

Ayant fait la cruelle expérience des retombées de l'excès des crédits à ce secteur, elles adoptent maintenant l'attitude inverse. Par exemple, les Sicomi non-adossées à un grand groupe financier, ne trouvaient plus de crédits bancaires et il est extrêmement difficile de constituer «un tour de table» immobilier, même pour des opérations de logements.

Le secteur du bâtiment perdra encore 30 000 emplois en 1994, d'après la FNB...

Ainsi, le secteur de la construction ne sera pas le moteur de la reprise économique, pourtant recherché par les Pouvoirs Publics.

La cause devra être recherchée du côté du secteur bancaire, dont les Pouvoirs Publics nient qu'ils puissent ne pas avoir les moyens d'augmenter leur capacité de crédits.

2 Bulletin mensuel de la Banque de France, novembre 1993.

Ainsi, à chaque baisse des taux d'intérêts, on adjure les banques d'en répercuter les effets sur les taux du crédit.

Pourtant sans reconstitution de marges bénéficiaires suffisantes pour compenser les pertes passées, il n'y aura pas reprise du crédit et donc pas de reprise économique durable.

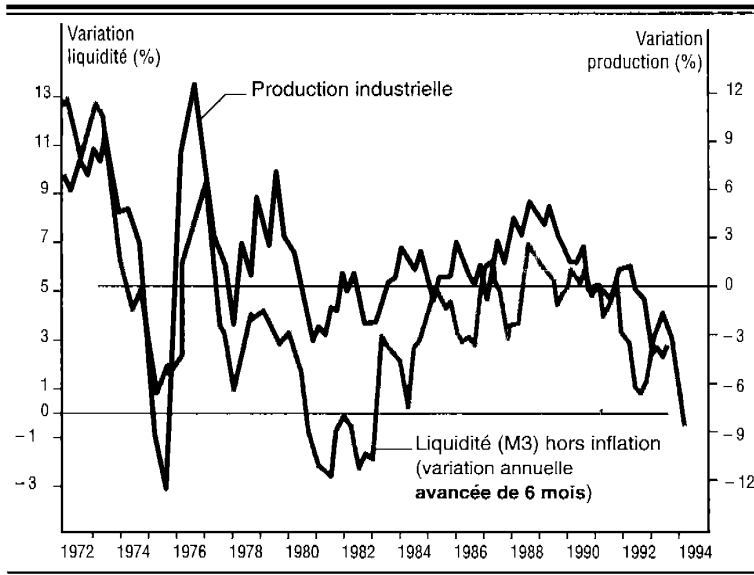
Le risque systémique de la crise immobilière - couplée avec les effets de la crise économique la plus forte depuis la guerre - n'est donc pas là où on l'attendait (l'effondrement des prix du marché) mais plus subtilement du côté d'un système bancaire paralysé par ses efforts pour éviter l'effondrement du marché.

Pour avoir voulu éviter un choc épouvantable à court terme, les banques vont devoir en faire peser le poids pendant plusieurs années sur l'ensemble de l'économie.

Le choc évité du court terme, pourrait bien être payé par une langueur économique de longue durée.

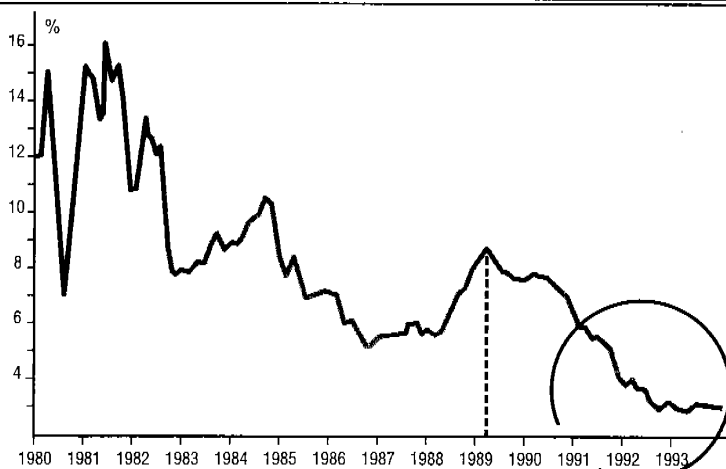
Graphique 1
Liquidité (M3) hors inflation
et production industrielle en France

235



Source : Extrait des Cahiers de conjoncture de l'ANDESE.

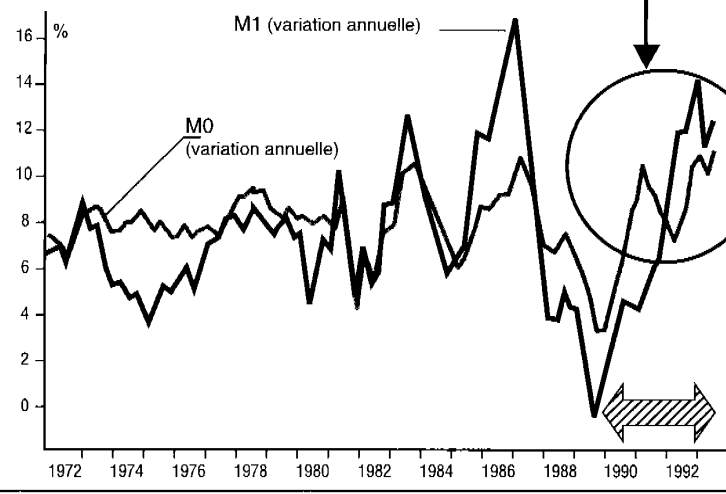
Graphique 2
Taux d'intérêt Etats-Unis à court terme




236

Deux conditions indispensables à une sortie de crise

M0 et M1 aux Etats-Unis



Source : Extrait des Cahiers de conjoncture de l'ANDESE.

 : Il a fallu 36 mois de croissance de la masse monétaire pour relancer l'économie

LES CRÉDITS A L'ÉCONOMIE - RÉPARTITION PAR RÉSEAUX

	JUIL 1992	AOÛT 1992	SEPT 1992	OCT 1992	NOV 1992	DEC 1992	JAN 1993	FEV 1993	MARS 1993	AVRIL 1993	MAI 1993	JUIN 1993	JUIL 1993
En milliards de francs	6247.2	6235.1	6224.0	6261.2	6268.9	6379.1	6320.5	6217.7	6218.4	6233.5	6214.9	6238.3	6239.0
CREDITS A L'ÉCONOMIE*	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
- BANQUE DE FRANCE													
-BANQUES	3621.2	3590.9	3608.6	3633.9	3641.8	3674.1	3648.6	3609.6	3591.4	3612.4	3580.1	3579.5	3581.1
Banques AFB	2254.9	2225.3	2239.3	2256.9	2267.0	2294.1	2266.2	2228.8	2215.8	2236.7	2215.4	2220.1	2217.8
Banque franç. du commerce extérieur	25.2	24.2	25.1	24.9	25.4	27.7	27.8	28.4	27.5	26.7	27.2	26.1	26.0
Banques mutualistes	1328.5	1328.8	1332.0	1340.0	1337.3	1341.0	1343.2	1341.1	1337.2	1338.2	1326.7	1322.3	1326.4
Banques populaires	204.7	203.1	203.6	206.3	204.1	202.7	205.7	203.5	200.4	201.2	201.9	198.9	203.0
Crédit agricole	910.0	911.8	913.0	918.2	917.7	918.8	918.1	918.1	918.2	918.3	906.1	904.7	904.7
Crédit mutuel & C.M.A.R.	191.9	191.9	193.4	193.4	193.4	197.2	197.2	197.2	196.7	196.7	196.7	196.7	196.7
Crédit maritime**	8.0	8.0	8.1	8.1	8.1	8.3	8.3	8.3	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
Banques de crédit coopératif**	13.9	13.9	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
Crédits municipaux**	12.6	12.6	12.2	12.2	12.2	11.3	11.3	11.3	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
-GROUPE C.D.C. ET CAISSES D'ÉPARGNE	908.6	916.5	916.9	922.5	917.9	962.0	938.2	890.9	929.3	914.3	924.7	940.2	933.9
-SOCIÉTÉS FINANCIÈRES ET MAISONS DE TITRES	802.4	810.5	803.7	806.3	808.9	822.4	811.2	800.1	811.2	814.6	818.0	821.5	826.9
-INSTITUT. FINANCIÈRES SPÉCIALISÉES	895.3	897.6	875.9	879.7	881.5	900.0	901.8	896.6	864.6	870.2	870.1	875.1	875.1
-INSTITUT. FIN. DIVERSES : F.C.C.**	8.7	8.7	7.9	7.9	7.9	9.7	9.7	9.7	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
-LA POSTE (CCP)	10.7	10.7	10.7	10.8	10.8	10.8	10.8	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9

* Données mensuelles estimées

** Données trimestrielles reportées aux mois intermédiaires

Source et réalisation : Banque de France - DESM - SASM - t.é. : + 33 (1) 42.92.49.28

LES CRÉDITS A L'ÉCONOMIE - RÉPARTITION PAR RÉSEAU

