

## **CRISE IMMOBILIERE ET CRISE FINANCIERE**

Jean-François GOUX

Professeur d'économie et de finance

Université Lyon 2

La crise que nous sommes en train de subir s'apparente plus à la crise japonaise des années 90 qu'à la crise de 1929. Elle trouve donc ses origines dans une crise immobilière qui a dégénéré en crise financière. Elle risque fortement d'atteindre l'économie réelle et de conduire à la déflation, si le précédent japonais est la bonne référence.

### *1. Les racines de la crise*

La raison profonde de la crise actuelle est un partage des fruits de la croissance défavorable aux revenus du travail, et au contraire en faveur de ceux de la propriété et de l'entreprise, aggravé par les prélèvements rentiers (rente foncière, immobilière, pétrolière, etc.). Face à l'insuffisance des débouchés à laquelle conduisait une telle situation, des politiques non keynésiennes de stimulation de l'économie ont été mise en place, en jouant principalement sur deux moteurs :

- injection massive de crédits
- effet de richesse (effet positif du patrimoine sur les dépenses et l'octroi de crédits)

### *2. Les mécanismes de la crise*

Le point de départ est donc l'injection massive de crédits qui a permis tout d'abord des achats de titres en quantité considérable et ensuite des achats de biens immobiliers (logements, mais aussi bureaux et locaux commerciaux). Cela a conduit à un phénomène qu'il faut bien qualifier d'inflation financière et immobilière et que l'on désigne habituellement par le terme bulle, mais c'est la même chose. On a en effet tous les ingrédients de l'inflation : impulsion monétaire, hausse entretenue et cumulatives des prix sans lien avec les fondamentaux économiques.

Une situation de surliquidité mondiale s'en est suivie, comme en témoignent des taux de croissance de la masse monétaire de l'ordre de 8 à 10 % par an. Des taux d'intérêt très bas n'ont fait qu'amplifier le processus. Les plus values considérables obtenues sur le marché financier vers le milieu des années 90 aux Etats-Unis ont progressivement quitté ce marché, conduisant à son retournement après 2000, pour se fixer sur le marché immobilier, désormais doublement alimenté, par le crédit et les plus values financières. On retrouve là, le mécanisme

classique de transmission des impulsions monétaires du modèle monétariste, qui avait déjà fonctionné ainsi au Japon, et qui s'est répété aux Etats-Unis.

D'un point de vue plus théorique, le mécanisme à l'œuvre sur le marché immobilier est celui de la rente (foncière et/ou immobilière). Lorsqu'un bien est peu ou pas reproductible (le sol ou une localisation) le prix est déterminé par la demande marginale, c'est-à-dire celle portant sur la moins bonne qualité offerte. Les terrains ou les immeubles de meilleure qualité bénéficient d'une rente par différence, d'autant plus forte que la demande est importante et l'offre peu élastique. Cette rente se capitalise en prix. Elle peut devenir considérable pour certaines localisations. Aux Etats-Unis, les prix dans l'immobilier ont ainsi augmenté, en termes réels (c'est-à-dire corrigé de l'inflation), de + 32 % cumulés de 2002 à 2006, soit un taux de croissance de plus de 7 % par an.

Dans une telle situation, la richesse ainsi créée est en partie virtuelle et ne correspond à aucun supplément de production (sauf la partie bâtiment pour les constructions neuves). Quelle est alors sa contrepartie ? Il n'y en a pas, d'où l'inflation (du prix des biens et services) inévitable pour les monétaristes. Ce n'est pas exactement ce qui s'est passé.

### 3. La panne

L'effet d'entraînement du secteur de la construction sur le reste de l'économie a, pendant quelque temps, masqué la crise qui s'annonçait. « L'aveuglement au désastre », selon les termes des économistes post-keynésiens, a également contribué à masquer l'ampleur du phénomène.

La cause apparente de la crise, c'est évidemment la découverte par les investisseurs de montages financiers extrêmement risqués, ou plutôt de montages dont le risque était impossible à évaluer. Les *subprime loans*, les *Alt A loans*, à taux variable, titrisés avec des *prime loans*, dans des véhicules comme les MBS (*mortgage backed securities*) et les CDO (*collateralized debt obligations*), vont d'abord être vendus à perte dès le début de l'année 2007, puis vont devenir invendables à partir d'août de la même année. La contagion gagne ensuite tout le compartiment des produits titrisés et progressivement le secteur tout entier des banques d'investissement.

En réalité, la crise vient d'abord du marché immobilier où les prix atteignaient des sommets que tous les experts considéraient comme extravagants. Le marché tournait en rond. Personne ne savait où investir les plus values ainsi accumulées ? Le marché financier ne voulait pas repartir à la hausse et les marchés de matières premières s'avèrent vite limités. Il n'y avait pas d'autre alternative que l'implosion. La sortie sur le marché des biens et services (l'atterrissage en douceur recherché par les banques centrales) est une illusion popularisée par

les monétaristes qui ne fonctionne pas et qui n'a pas fonctionné, ni dans le cas japonais, ni dans le cas américains. Les prix des logements ont alors chuté de 15 % en 2007, et 2008 devrait se terminer sur une dégringolade de l'ordre de 30 %. Début septembre 2008, le gouvernement des Etats-Unis est contraint de mettre sous tutelle les deux géants du refinancement immobilier Fannie Mae et Freddie Mac. Preuve que la crise du secteur est énorme. On estime la perte de richesse, sur le seul marché immobilier, à environ six mois de PIB aux Etats-Unis.

La crise bancaire, comme souvent, a une sœur jumelle ; ici, la crise immobilière. Il ne faudra pas l'oublier lorsqu'on en aura terminé avec la première.