

## TABLE RONDE

### CAUSES ET CONSÉQUENCES DES CRISES IMMOBILIÈRES

Participaient à cette table ronde :

André Antolini, *Président de la Fédération nationale des promoteurs constructeurs*

Jean-Claude Colli, *Sous-Gouverneur du Crédit Foncier*

Claude Giraud, *Président du Groupement Foncier Français*

Philippe Lagayette, *Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations*

Roger Papaz, *Directeur général honoraire des AGF*

Hélène Ploix, *Présidente de l'Association d'économie financière*

Dominique Saglio, *Directeur des affaires immobilières de la BNP*

Yves Ullmo, *Secrétaire général du Conseil national du crédit*  
et

Jean-Michel Quatrepoint, *Rédacteur en chef de La lettre A*

355

*Jean-Michel Quatrepoint*

Philippe Lagayette vient de nous dresser une fresque des causes et des conséquences de la crise immobilière dans le monde. Je me souviens que dans les années 80 un grand journal anglo-saxon, le Financial Times, avait dépeint ce qui se passait avec la bulle financière en titrant un article : *Casino society*. On savait déjà qu'une bulle était en formation et que comme toute bulle, elle avait des risques de crever.

Les premiers craquements sont intervenus aux Etats-Unis, en ce qui concerne l'immobilier, ils ont été précédés par le krach d'octobre 1987. C'est aussi aux Etats-Unis, au début de 1988 que commence la dégringolade des prix de l'immobilier.

Philippe Lagayette, pourquoi a-t-on attendu au moins trois ans, en France, pour réagir à ce début de chute des prix de l'immobilier, puisque l'on savait en observant le marché américain puis le marché britannique, ce qui allait se passer mécaniquement sur le marché français ?

*Philippe Lagayette*

*A posteriori*, on essaie d'analyser globalement ces phénomènes, mais il y a quatre ans, on ne disposait pas de vues synthétiques.

D'abord, l'idée même de récession était contestée; elle n'était même pas émise. Il y avait en effet un ralentissement aux Etats-Unis que l'on s'efforçait de rendre le plus progressif possible ; c'était le *soft landing*. Il n'était pas acquis que le reste du monde, l'Europe en particulier, entre en récession. Rappelez-vous qu'au moment de l'éclatement de la crise du Golfe, il y a eu une accentuation du ralentissement de l'économie aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Mais l'interprétation immédiate de tous a été : dès que la crise politique sera surmontée, l'économie repartira. Rares étaient ceux qui affirmaient que la crise du Golfe ne faisait que se superposer à un cycle économique préexistant et conduisant à la récession.

Et quant au Japon, peu de Japonais pensaient que leur économie pouvait entrer dans une conjoncture très ralentie comme celle que nous connaissons en ce moment ; tout le monde pensait au contraire que l'économie japonaise était sous contrôle et qu'elle était immunisée contre la récession par l'action volontariste et efficace des pouvoirs publics . Et donc, pour répondre à votre question, je crois que l'appréciation portée à l'époque sur les phénomènes immobiliers était imprégnée de ces illusions que l'on avait sur l'activité économique.

Par ailleurs, il y avait, s'agissant des grandes capitales du monde, à Paris, à Tokyo, à New York, à Londres, un phénomène de rareté de bureaux, qui motivait des anticipations toujours plus fortes, sans que l'on voie clairement où cela allait s'arrêter. Les signes qui auraient dû attirer l'attention pouvaient être ailleurs. Un notamment était perceptible : l'abandon dans certains cas par les banques ou les intermédiaires financiers des règles de prudence habituelle dans l'octroi des concours. C'est là qu'on a vu des financements à risque.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Jean-Claude Colli, vous avez aussi quelques idées très précises puisque vous disséquez la crise en trois temps.

*Jean-Claude Colli*

Cette crise, nous l'avons vécue comme une période montante de 1985 à 1990 et une période descendante très rapide de 1990 à 1992 et 1993. Pour confirmer ce que vient de dire Philippe Lagayette et l'illustrer, j'apporterais deux indications.

Pourquoi est-ce qu'en France la crise s'est déclenchée en 1990 et pas en 1988 ? D'abord, il y a une raison de fond sur laquelle je reviendrai peut-être plus tard est que cette crise n'était pas tout à fait française. C'est que les Français continuaient à penser que la structure traditionnelle de la France allait continuer à s'appliquer dans une crise comme celle-là. Traditionnellement, la France n'est pas un pays de grande crise immobilière comme on

peut en voir à Londres, New York ou Tokyo. Cette crise «n'était pas pour nous».

Deuxième considération, c'est qu'il ne faut pas oublier que dans les années 1988 et même 1989, le produit intérieur brut était encore en croissance de 4,8 à 4,9%. C'est en 1990 qu'il est tombé à 2,8 et même en-dessous.

Enfin dernier point, la crise de New York, par exemple, a provoqué un repli des investisseurs internationaux sur Paris. En 1989 encore, à Paris et dans l'Île de France, l'ensemble des investisseurs internationaux, notamment les Japonais et les Suédois investissaient 12 milliards de francs. En 1992, ils n'en investissaient plus qu'1,4 milliard.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Vous avez parlé l'un et l'autre du 2 Août 1990 qui est la date de l'invasion du Koweït par l'Irak. Est-ce que vous pensez que cela a constitué un facteur déclenchant ?

*André Antolini*

Oui, je crois que c'est ce qui fait le lien avec la crise du logement puisque l'on a parlé beaucoup d'immobilier d'entreprise, mais il ne faut pas oublier que le retournement s'est opéré aussi sur le marché du logement.

La crise est peut-être moins grave en terme de surproduction, encore que la surproduction en matière de bureaux soit, pour l'essentiel, limitée à l'Île de France et représente *grosso modo* deux ans de placements des années dites de non-crise.

Quatre millions de mètres carrés disponibles n'est pas un chiffre catastrophique puisqu'il représente à peine 10% du parc, même s'il est vrai qu'il pèse très lourdement sur le marché. Mais je veux dire qu'août 1990 a marqué le retournement des anticipations qui a duré jusqu'au printemps 1993. Il s'est accompagné de l'annonce de la récession. Et nous, professionnels, avons vu nos courbes de ventes s'effondrer littéralement à partir de ce mois d'août 1990. Nous avions des indicateurs qui nous ont permis de dire : la crise est là.

*Yves Ullmo*

Une autre remarque : il me semble que l'on manquait d'indicateurs sur ce qui se passait en France. J'ai l'impression, en observateur extérieur, que l'on n'a pas vu venir la crise parce que l'on ne connaissait pas bien le niveau des ventes ni celui des prix, ni les besoins de bureaux. Cette absence de connaissance générale a fait que les anticipations positives ont pu se renforcer jusqu'au moment où elles se sont retournées, comme le disait M. André Antolini.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Mais, est-ce qu'il n'y a pas eu des absences d'anticipation, une méconnaissance pour toute l'économie. Est-ce qu'il n'y a pas eu des erreurs de modélisation de macro-économie. On s'en aperçoit en tous cas aujourd'hui pour la France.

*Yves Ullmo*

Les erreurs de prévision macro-économique sont venues après, fin 1992 quand on a continué à prévoir une année 1993 positive alors que le vers était dans le fruit.

*André Antolini*

Les erreurs d'anticipation ont plutôt eu lieu dans le domaine macro-économique qu'en micro-économie de l'immobilier d'entreprise. A une époque où l'on plaçait régulièrement deux millions de mètres carrés par an et où on sait qu'un point de croissance représente un million de mètres carrés de plus, c'est l'erreur sur la prévision en terme de croissance du PIB qui explique pour l'essentiel l'erreur d'anticipation.

*Jean-Michel Quatrepoint*

358 Jean-Claude Colli, je reviens sur la spécificité française, car je crois qu'il y a un problème de réglementation aussi.

*Jean-Claude Colli*

J'ai dit que cette crise n'était pas française. Je m'explique.

Traditionnellement, l'économie du logement, de la construction et de l'immobilier en France a toujours été marquée par un certain degré de réglementation d'une part et une place du secteur public aidé par l'Etat d'autre part.

Or, à partir des années 1984, plusieurs événements se sont produits. D'abord, la masse de l'activité publique du logement social, notamment, a commencé à baisser en pourcentage et donc le rôle éventuellement anti-cyclique qu'il pouvait jouer s'est un peu affaibli; puis plusieurs déréglementations sont arrivées : la désintermédiation qui a mis les banques françaises en «sur-ressources» puisque des crédits pouvaient être désormais conclus entre les entreprises elles-mêmes, donc en contournant les banques. Elles ont donc cherché de nouveaux secteurs pour placer ces crédits. Et elles ont naturellement rencontré l'immobilier dans lequel elles avaient toujours travaillé mais sur lequel elles ont massivement appesanti leur présence. C'est comme cela que l'immobilier s'est retrouvé rapidement avec une offre de crédit extrêmement abondante.

Deuxième déréglementation qui constitue une exception à l'habitude

française, c'est la fameuse décision de 1985. Il faut savoir que depuis 1960, à Paris et en région parisienne, il était très difficile de créer un bureau car cela était soumis à des procédures administratives dissuasives. A partir de 1985, cette réglementation a été supprimée. C'est une crise de type américain au sens où elle s'apparente à la fin de la prohibition. Il y a eu un phénomène d'agression euphorique du marché. Et en même temps, les anticipations ont soudain pris conscience que l'économie traditionnelle de la France qui était faite d'une croissance et d'une inflation plutôt fortes, changeait de nature. C'est à cette époque que les deux phénomènes, croissance et inflation, se sont affaiblis. Et il a bien fallu se rendre compte, en 1990 précisément, après avoir cédé à l'euphorie, que désormais on ne pouvait plus spéculer sur l'inflation pour alléger les crédits souscrits. D'où le retournement.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Est-ce qu'il n'y a pas eu une surenchère imprudente de la part des banques ?

*Jean-Claude Colli*

Avec humilité, on peut répondre oui. Dans l'ensemble du système bancaire et financier, les commerciaux l'ont emporté sur les stratèges.

359

*Roger Papaz*

On peut dire que chacun a cherché le levier financier maximum. Peu de fonds propres, beaucoup de crédits. En finançant même les fonds propres. Si bien que lors du retournement, cela a été d'autant plus sévère. Il faut ajouter aussi qu'à l'époque on baignait tous, y compris les institutionnels, dans l'idée inflationniste. Jamais on ne pouvait perdre sur l'immobilier. Il pouvait y avoir des rémissions mais à long terme, on s'y retrouvait toujours. Et on n'avait pas encore bien perçu que nous entrions dans une ère de non-inflation.

*Jean-Michel Quatrepoint*

C'est la première fois que l'on perd autant sur l'immobilier en France.

*Roger Papaz*

A mon sens oui.

*Jean-Claude Colli*

Je crois qu'il faut remonter à 1890.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Est-ce que l'on peut faire un bilan financier aujourd'hui des engagements pris par les établissements financiers sur l'immobilier de bureau. Est-ce que l'on peut estimer les encours de l'ensemble du système bancaire français ?

*Jean-Claude Colli*

Pour ce qui concerne l'ensemble des engagements immobiliers, au total on parle de 400 milliards environ.

*Dominique Saglio*

Dans ce chiffre, le pourcentage de l'immobilier de bureaux, par rapport au total immobilier avoisine les 60% soit entre 250 et 300 milliards de francs.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Sur ces 300 milliards de francs, est-ce que l'on peut estimer ce que l'on appelle les encours douteux ?

*Dominique Saglio*

C'est très difficile parce que cela dépend des établissements. Lorsqu'il y a des conciliations, puisque c'est le terme employé au Tribunal de Commerce, lorsque des créanciers bancaiers sont amenés à consentir des aménagements sur leurs créances, on s'aperçoit que ces aménagements sont très variés, et ils dépendent de la qualité de la créance et des biens.

On peut dire que les décotes vont de 15 à 70%. C'est-à-dire qu'il y a des créances qui valent 30% de leur principal. On peut dire cependant, pour simplifier, qu'il faut admettre une baisse de l'ordre de 25 à 30% sur la valeur qui avait été attribuée initialement à ces biens. Il faudra donc, d'une façon ou d'une autre, que les banques provisionnent 25 à 30% de leurs encours au moins d'encours douteux.

*Jean-Michel Quatrepoint*

C'est à dire 100 milliards. On en est à 40 milliards de provision, je crois à fin 1992. Il en resterait donc 60 à passer. D'où ma question : y a-t-il un risque de krach et je mets un petit k pas un grand, pour la place de Paris, compte tenu de ces provisions qu'il faut encore faire sur l'immobilier et qui s'ajoutent à celles que le système bancaire doit passer sur les PME, les créances étrangères, etc...

*Claude Giraud*

On ne peut effectivement pas éviter de poser cette question, quand il

s'agit de l'importance de la crise qui vient d'être évoquée, qui affecte un des secteurs les plus importants de l'activité économique ; on évalue à peu près à 8% du PIB, à près de 100 milliards comme on vient de le dire de créances douteuses. Cela dit, quand on parle de risque systémique, il faut distinguer deux aspects. Il y a évidemment la notion de krach de marché, c'est-à-dire que si un certain nombre de promoteurs trop engagés, de banques spécialisées ne pouvaient pas tenir leurs engagements à terme, on pourrait imaginer, en effet, des défaillances qui jettent sur le marché des milliards et des milliards d'immobiliers qui ne pourraient pas être absorbés par le marché, bien entendu. Donc, un effet de krach.

Mais je crois que ce risque a été écarté jusqu'ici avec la coopération intelligente des tribunaux, des banquiers, c'est-à-dire des créanciers qui ont accepté de reporter à plus long terme les échéances qui étaient en contradiction avec les marchés, de capitaliser des agios. Par conséquent, on peut penser que les choses s'étant jusqu'ici bien passées, il y a de bonnes chances qu'elles continuent de bien se passer. Tout le monde, tous les acteurs, y compris les pouvoirs publics, étant particulièrement conscients de la gravité de la situation, on peut déduire que la probabilité d'un krach est faible.

En revanche, il y a un deuxième aspect du risque systémique qui me paraît beaucoup plus important, même s'il est plus flou : je parle des conséquences de l'attitude des banques à l'égard du secteur immobilier et à l'égard des crédits en général, entraînées par les provisions que vous venez d'évoquer, 40 milliards jusqu'ici, encore 60 milliards à passer ; ce qui veut dire qu'il y en a sans doute encore pour deux ou trois ans de provisions à constituer qui vont s'ajouter, ou auxquelles vont s'ajouter, à peu près autant, 100 milliards dit-on, de provisions pour cause de défaillance des PME et PMI, ce qui veut dire qu'il y a 200 milliards de liquidités ou de disponibilités en termes de capitaux propres qui vont devoir être retirés de la capacité de crédits bancaires. Cela devrait conduire à des attitudes de défiance ou de paralysie à l'égard des crédits qui sont nécessaires à toute reprise économique.

On peut même ajouter que les banquiers ayant été confrontés brutalement à une situation extrêmement difficile, vont devenir de plus en plus réticents à consentir des crédits, d'abord à un secteur qui leur a causé tant de dommages et ensuite à d'autres entreprises, dans la mesure où elles auront moins de capacité d'intervention et donc avec une capacité probablement réduite.

J'ajouterais un dernier point pour conclure : avec la baisse des taux d'intérêts indispensables pour financer le portage de l'ensemble de ces actifs immobiliers qui restent sur les bras des banquiers, apparaît en contrepartie la baisse de la marge financière des banquiers, c'est-à-dire ce

qui, précisément leur permet de constituer des capitaux propres de nature à revitaliser leurs capacités de crédit. Donc, on peut imaginer que pendant plusieurs années, on pourrait avoir, en conséquence de cette crise immobilière, une forme de paralysie bancaire empêchant la croissance des crédits qui sont le fondement et la constitution de la masse monétaire que l'on appelle M3, et sans laquelle il n'y a pas de capacité de reprise économique du tout.

*Jean-Michel Quatrepoint*

André André Antolini, c'est ce que vous craignez ?

*André Antolini*

Oui, je confirme les propos de Claude Giraud en lui disant que nous n'avons pas redouté que les banquiers cessent de faire des crédits à l'immobilier, c'est déjà fait. C'est une crainte que nous n'avons plus puisque l'opération s'est déjà produite. On comprend bien, avec tout ce que nous venons de raconter pourquoi, ils ont quelques circonstances atténuantes.

*Dominique Saglio*

362

Je ne suis pas d'accord avec ce qui vient d'être dit puisqu'on consolide les crédits en cours.

*André Antolini*

Je voulais parler, bien entendu, de crédits nouveaux. Mais j'y reviendrai dans un instant, parce que ça me paraît quand même un problème extrêmement grave ; on est en train de mélanger dans cette affaire, le bon grain et l'ivraie ce qui est toujours une opération extrêmement hasardeuse. Je voudrais aussi souligner un autre aspect que l'on n'a pas mis en lumière assez tôt, à mon avis, et qui est celui de l'effet récessif de la crise immobilière. Nous sommes dans un pays où les actifs immobiliers représentent plus de 60% de la valeur du patrimoine des ménages et des entreprises individuelles. C'est une des caractéristiques de la composition du patrimoine des Français.

Or, les Français ont vu, du jour au lendemain ou presque, la presse leur annoncer que leurs actifs avaient perdu 20 ou 30% de leur valeur. Ils ne se sont pas préoccupés de savoir si c'était vrai ou faux, ils ne se sont pas préoccupés d'étalonner leurs propres actifs ; ils ont acquis brutalement en quelques semaines, la conviction que ce qui constituait l'essentiel de leur patrimoine avait perdu 30% de sa valeur. C'est dire dans quel état de sidération ils ont été placés... On n'a pas assez mesuré dans ce pays, combien il était dangereux, dans un pays aussi immobilier que le nôtre, de

laisser les valeurs immobilières chuter brutalement comme elles l'ont fait.

*Roger Papaz*

N'était-il pas plus dangereux de les laisser monter ?

*André Antolini*

Certainement... mais une fois que le mal était fait, il fallait prendre garde, en tous cas à atténuer la chute.

*Dominique Saglio*

Le pire étant derrière nous, Monsieur André Antolini va être satisfait parce que je pense que les valeurs immobilières vont remonter.

*André Antolini*

C'est mon point de vue en ce qui concerne le logement, pas encore les bureaux.

*Yves Ullmo*

Quelques remarques sur ce qui vient d'être dit pour atténuer le côté un peu pessimiste, je ne dirais pas catastrophiste. Pour le premier point, j'appuie ce qu'a dit Monsieur Giraud sur l'absence de risque de krach. Philippe Lagayette, récent Sous-Gouverneur de la Banque de France le dirait mieux que moi, la place de Paris est très bien équipée pour empêcher des défaillances bancaires. Elle l'a montré récemment et je ne suis pas inquiet car les banques, en France, ont des actionnaires de référence. C'est-à-dire des banques plus importantes qui prennent, et tiennent, l'engagement moral d'apporter des fonds propres quand la banque connaît des difficultés. Ceci s'applique peut-être aussi aux assurances...

363

*Jean-Michel Quatrepoint*

Vous êtes d'accord, Monsieur Papaz ?

*Roger Papaz*

Tout à fait, mais selon des pratiques différentes.

*Yves Ullmo*

...et l'expérience a montré que telle banque, qui, dans un autre contexte serait tombée purement et simplement en faillite, a été sauvée par ses actionnaires de référence, même si eux-mêmes l'ont quelque peu senti.

Sur la question des ratios Cooke, c'est un vrai problème mais qui n'est pas immédiat. Ceci dit, on se pose régulièrement la question pour les banques françaises qui ne sont pas très rentables, de savoir si elles

satisferont aux ratios cooke qui permettront de faire face à une croissance plus rapide de la demande de crédit. Et la question reçoit toujours finalement, une réponse positive.

Actuellement la situation n'est pas mauvaise, Monsieur Giraud l'a dit. Nous avons vu dans la période récente qu'un nombre important de banques sont revenues à la profitabilité à travers le développement des activités de marchés. Et on peut penser que ceci n'est pas simplement lié aux caractéristiques propres de l'année 1993 mais peut avoir un caractère plus permanent.

D'autres activités, d'autres centres de profits nouveaux apparaissent ; je pense à la gestion de patrimoine encore qu'il s'agisse certainement d'éléments moins importants. Il faut aussi dire que les banques françaises vont poursuivre une politique de rationalisation de leur gestion telle que leur coût de fonctionnement va croître de façon très ralentie à travers un réexamen drastique des dépenses informatiques, des problèmes de personnel etc. La mutation est en cours.

Sur l'observation de Monsieur Antolini sur l'effet patrimonial récessif de la chute des valeurs immobilières, il me semble que c'est davantage vrai pour le logement des particuliers, car la diffusion de la propriété immobilière est plus large que pour l'immobilier de bureau.

364

*André Antolini*

Je suis tout à fait d'accord.

*Philippe Lagayette*

On a vu nombre d'effets récessifs qui vont certainement se prolonger, même si des agents économiques étaient conscients de la hausse artificielle de la valeur de leurs actifs. Ce qui atténue tout de même leurs réactions quand arrive la baisse. Effet récessif dans les comportements bancaires aussi. A l'inverse, il y a un effet qui lui, se produit dans l'autre sens, c'est la baisse des taux d'intérêts, en particulier à long terme qui a été très forte. Maintenant qu'ils sont à des niveaux inconnus depuis très longtemps et qui modifient la solvabilité de nombreux emprunteurs, ils élargissent la demande potentielle.

*André Antolini*

Je pense qu'il y a deux crises et que l'on emploie à tort le même mot. Il y a une crise de surproduction en matière de bureaux, une crise de surproduction provisoire, à mon avis, qui n'est pas prête de se terminer. Mais il y a une crise du logement, de sous-production. Nous sommes dans une situation inverse. Ce n'est pas parce qu'il y a eu une sur-évaluation des prix des logements en même temps que des bureaux dans les années 1989

à 1991 que l'on peut dire qu'il y a eu sur-production de logements. C'est l'inverse.

Non. Nous construisons dans ce pays 250.000 logements ; c'est le record historique à la baisse depuis plus de trente ans. Et c'est ce qui me fait penser que de toutes façons nous allons sous certaines conditions vers une sortie de crise en matière de logement. Et nous le voyons dans les rythmes de vente que nous constatons d'ores et déjà depuis l'été 1993, grâce aux taux d'intérêts, aux mesures qui ont été prises.

*Roger Papaz*

Sans doute, vous déstockez, mais le niveau de prix n'est pas satisfaisant. Il faudra donc remettre sur le marché des biens qui soient accessibles à ceux qui en ont besoin.

*André Antolini*

Oui, encore que l'on constate aujourd'hui que les biens de qualité subissent par rapport aux valeurs qui recelaient de très fortes anticipations il y a deux ans, des décotes qui sont de l'ordre d'à peine 10%. Pour ce qui reste aujourd'hui sur le marché ce qui a été vendu à moins 30% n'est plus sur le marché. Mais je ne suis pas sûr qu'ils n'auraient pas trouvé preneur aujourd'hui avec des décotes moins importantes que celles qui ont été consenties l'an dernier. Je crois que l'on assiste à un rééquilibrage, y compris au niveau des prix, mais qu'il faudra encore quelques mois.

365

*Claude Giraud*

Je voudrais faire remarquer que la sous-production dont vous parlez en matière de logements provient d'une crise d'insolvabilité des acheteurs. Et c'est parce que les acheteurs n'ont plus les moyens de payer, qu'ils ont cessé d'acquérir des immeubles de logements ou autres immobiliers dans les conditions précédentes. Et je voudrais aussi vous rappeler que l'on ne pourra pas relancer l'immobilier justement sans améliorer ce pouvoir d'achat ou ces capacités d'investissements. C'est encore une fois les capacités de crédit et tout ce qui vient d'être dit qui milite en faveur de la réticence des banquiers à consentir des crédits.

Par conséquent, nous sommes très probablement à un palier de la crise mais rien ne nous dit aujourd'hui que nous aurons les moyens de sortir de cette crise aussi rapidement qu'on ne le croit.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Est-ce que l'on est sur un palier de la crise ?

*Dominique Saglio*

C'est difficile de répondre. Le marché est quasi inexistant. On n'a pas encore de sanction véritable d'un niveau de prix qui permettrait de trouver l'équilibre entre l'offre et la demande. Ce qui m'inquiète, c'est la possibilité de ne plus jamais le retrouver. Nous allons assister à un phénomène complètement nouveau, celui des vides locatifs permanents en région parisienne. Jusqu'à présent, cela existait en province, mais pas à Paris. Il va donc falloir s'habituer à ce qu'il y ait des friches ou au moins des vides locatifs dans les bureaux. D'abord parce que l'on en a fait un peu trop et ensuite parce qu'il doit exister une évolution du besoin vrai des entreprises, des modes de travail qui fait que les normes traditionnelles des vingt mètres carrés par tête ne sont peut-être plus aussi valables.

*Claude Giraud*

Il n'empêche que s'il fallait occuper les quatre millions de mètres carrés, il faudrait créer deux cent mille emplois en Ile de France. Nous ne sommes pas du tout dans cette conjoncture-là. Par conséquent, les friches seront importantes.

*Roger Papaz*

366

Oui, le niveau de prix nous l'avons, à l'inverse, par les loyers. S'il n'y a pas de transaction sur le prix du mètre carré, il y en a par contre sur les loyers. Et quand on capitalise les loyers à l'inverse, on se rend bien compte du prix auquel il y aurait des transactions sur les immeubles de bureaux. Les loyers, nous les discutons tous les jours, au moment des renouvellements de baux.

*Philippe Lagayette*

Mais là aussi, un autre indice favorable est que les rendements ont augmenté et les rendements immobiliers se comparent maintenant de façon beaucoup plus favorable aux rendements financiers, à condition que l'on accepte les diminutions de prix dont vous parliez.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Quel est le rendement actuel, Monsieur Papaz ?

*Roger Papaz*

C'est difficile à dire. Mais je constate qu'en matière de logement, à l'heure actuelle, beaucoup d'institutionnels souhaiteraient acquérir des immeubles. Ils n'en trouvent pas. On trouve des appartements, mais des immeubles complets dans les niveaux actuels de taux, correspondant aux taux de l'argent à long terme qui actuellement est d'un peu plus de six, ce

qui met avec une inflation de deux, un taux de rendement pour l'immobilier de quatre environ. A ces conditions, on ne trouve pas d'immeubles en parfait état de location.

*Philippe Lagayette*

Ce qui va nous amener, à la Caisse des dépôts, à en construire et j'espère que d'autres construiront. Ce à quoi nous assistons devrait déterminer des attitudes d'investissements nouvelles dans les secteurs du logement qui sont susceptibles de produire des rendements très réguliers et à long terme, mais pas du tout dans les secteurs spéculatifs.

J'ajoute aussi un point qui apparaît dans toutes ces évolutions, comme c'est le cas habituellement en période de crise, la sélectivité va être très forte. Sélectivité dans les décotes comme dans les nouvelles opérations. Tout sera probablement mieux choisi et étudié que ce qui se faisait avant.

*Jean-Claude Colli*

Il est vrai, comme le disait André Antolini, que l'on construit moins de logements. Mais ce qui est tout aussi important, c'est que depuis dix ans environ, 60.000 logements par an en moyenne disparaissent du parc locatif ancien. Cela veut dire que les propriétaires, souvent des particuliers, ne les mettent plus en location. Et cela veut donc dire que l'effort collectif pour répondre aux besoins de logements doit être augmenté de ces 60.000 par an, moyenne statistique. Naturellement, comme l'investissement privé n'y répond pas, on assiste à un transfert de la responsabilité sur le secteur public et le budget de l'Etat.

367

Et au plan fiscal, selon une loi bien connue dans tous les pays, on frappe de préférence les biens ou activités auxquels les peuples sont les plus attachés.

La culture française étant immobilière, c'est l'immobilier qui est le plus frappé ! Je crains que maintenant le seuil de tolérance ne soit atteint et par conséquent, c'est la raison pour laquelle, lorsque le ministre du logement, M. de Charrette annonce un programme d'égalisation du régime fiscal de l'immobilier avec les produits financiers, à mon avis, il est sur la bonne voie. Qu'il réussisse ? J'en suis moins sûr, mais il est sur la bonne voie.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Au Ministère de l'Economie, on n'est pas forcément du même avis. Quels enseignements peut-on tirer de cette crise ? On a vu que nous sommes à un palier, il commence à y avoir quelques lueurs ici ou là mais que cela reste sombre, notamment dans le domaine du bureau en Ile de France et quels enseignements peut-on en tirer ?

*Dominique Saglio*

On peut commencer par le marché. En tous les cas, en ce qui concerne les bureaux, je suis frappé par le fait que c'est un marché que l'on connaît finalement très mal. Voilà un domaine dans lequel l'appréciation de la demande s'effectue au jugé. Il n'y a pas de véritables études d'analyses de la demande. Il manquait d'observatoires, de points de repères ou d'indicateurs.

Le deuxième enseignement que l'on peut tirer, c'est que l'excès du crédit selon votre expression que je ne reprends pas à mon compte, a été probablement accentué par l'oubli de règles habituelles, des règles prudentielles : il y en avait une classique, qui était la quotité par rapport à la valeur du bien. Ce que l'on fait toujours avec les acquéreurs, il fallait avoir le même comportement avec les promoteurs. Malheureusement, elle a été souvent oubliée. Je pense que cette règle prudentielle va revenir et rendra d'autant plus aigu le problème évoqué tout à l'heure par Monsieur Giraud : les professionnels devront détenir des fonds propres. Comment les auront-ils ? Sauf si on a une contrepartie qui est soit l'utilisateur, soit l'acheteur final, ce qui est évidemment la position dans laquelle Monsieur Lagayette se met car il a souvent la contrepartie immédiate, les banques, elles, ne l'ont pas. Il va donc falloir que l'on trouve, je présume avec les investisseurs institutionnels, un mode de travail et une méthode d'approche de ces besoins qui nous permettent de les financer. Faute de quoi, la crainte qu'évoquait Monsieur Giraud pourrait s'avérer fondée.

368

*André Antolini*

Je voulais intervenir justement sur ce point parce que je dois dire très clairement que mon analyse, en tant que représentant de la profession de promoteurs, est que les fonds propres de cette profession ont totalement disparus. C'est le résultat le plus clair de la crise immobilière. Si l'on veut tirer un solde global des fonds propres de la profession, je crains que le solde soit inférieur à zéro. Or, c'est un enjeu tout à fait considérable, parce que la profession construisait bon an mal an une centaine de milliers de logements par an.

Cent mille logements par an, ça fait cent milliards. Et cent milliards à vingt pour cent de fonds propres, cela représente quelque vingt milliards. Mesdames et Messieurs, il y a vingt milliards à trouver...

*Dominique Saglio*

Il ne faut pas croire qu'à l'heure actuelle, il y ait une absence totale de financement par les banques du secteur du logement. Ce serait inexact de le dire, il y en a, mais dans les secteurs que l'on considère comme évidemment peu risqués, à moins de dix mille ou douze mille francs le

mètre carré. Là il existe une demande permanente dans laquelle jusqu'à présent, il n'y a pas eu de difficulté. Ce n'est certes pas la grande masse des opérations des promoteurs, notamment en région parisienne. Si les banquiers sont anxieux, c'est parce qu'ils veulent être assurés d'une sortie finale.

Si dans le même temps, ils peuvent refinancer ce qu'ils ont en stock, – parce qu'il y a un bon nombre de milliards d'actifs qui, d'une façon ou d'une autre, retombent sur les bras des banques –, s'ils peuvent les refinancer à des taux d'intérêts faibles, je ne vois pas de risque grave, tel que l'évoquait tout à l'heure Monsieur Giraud.

*Claude Giraud*

Pour tempérer le pessimisme que vous évoquez, j'ajouterais que c'est un problème de marché. Il y a de l'argent partout. On citait encore ce matin 1.044 milliards dans les SICAV de trésorerie, c'est dire que les particuliers ont de l'argent, les entreprises aussi. Le jour où l'offre deviendra inférieure à la demande, on retrouvera des conditions de marchés propices au retour de l'investisseur. Et je pense que cette période, si mes prévisions ne sont pas complètement fausses, devrait se situer vers la fin de l'année 1994. A partir de ce moment-là, les stocks de logements disponibles auront disparu, pratiquement devenus très rares, et on va retrouver des conditions de marchés favorables à l'investissement en logements. Pour les bureaux, on en reparlera beaucoup plus tard.

369

*Yves Ullmo*

Un mot sur un autre aspect du problème dont Philippe Lagayette a dit un mot dans son exposé initial : les conséquences pour la politique monétaire.

Je crois que la conséquence principale de cette crise immobilière, c'est qu'il faut que les responsables de la politique monétaire se mettent à regarder d'autres objectifs ou d'autres indicateurs. Jusqu'à présent, l'objectif final de la politique monétaire. C'est un objectif de prix des flux de biens et services. Nous nous sommes rendus compte avec le marché immobilier, que l'inflation peut parfaitement se manifester par l'augmentation du prix des actifs, même si les prix des biens et services eux, connaissent une croissance très modérée.

Un autre problème, peut-être moins important et sans doute moins immédiat, est celui de la définition même de la monnaie. La monnaie a connu une définition extensive dans les dernières années. Il s'agissait des actifs à prix fixes et puis tout ce qui concernait les liquidités, c'est-à-dire ce que l'on peut échanger contre de l'argent, permettant de payer, avec un faible risque de perte en capital telles les SICAV monétaires, considérées

comme faisant partie de la masse monétaire M3. Et le développement souhaitable de la pierre-papier pourrait avoir des conséquences sur le contenu et donc l'amplitude de M3.

*Claude Giraud*

D'ailleurs si les SICAV monétaires s'investissaient dans l'immobilier, la masse monétaire baisserait.

*Dominique Saglio*

Vous avez bien remarqué que le ministre s'est opposé au Sénat, à ce qu'il y ait un passage des SICAV monétaires sur les SCPI.

*Yves Ullmo*

D'un point de vue non professionnel de l'immobilier, on peut dire que la fluidité des marchés aurait conduit à ce que ce passage se fasse.

*Roger Papaz*

Ce que l'on peut regretter c'est qu'il n'y ait pas sur le marché de Paris de très grandes foncières. Il y a certes de très grandes SCPI mais le marché de Paris est très pauvre en foncière. Aucune ne figure dans le CAC 40. Deux seulement se trouvent dans le CAC 120. Elles atteignent d'ailleurs des montants de capitalisation modestes. L'essentiel de leur capital étant détenu par des institutionnels, il serait bon pour l'avenir que l'on envisage la création de très grandes foncières, disons de plus de dix milliards de francs, de manière que demain, les grands investisseurs internationaux puissent éventuellement s'intéresser à notre marché. Ce n'est pas avec des marchés de dix ou vingt titres par jour que l'on attirera les Japonais, les Américains et surtout les gérants de grands fonds type fonds de pension.

*Hélène Ploix*

La situation boursière française est d'ailleurs un paradoxe puisqu'en France, l'immobilier représente 6% de la capitalisation boursière française, alors qu'à l'étranger il représente 1,5 à 2%. Et pourtant, nous n'avons pas de grandes foncières et je soutiens ce qu'a dit Monsieur Papaz. L'un des objectifs est de progressivement regrouper les actifs de même nature et les placer en bourse, dans le cadre de grandes foncières.

*Jean-Michel Quatrepoint*

N'est-ce pas parce que les montages en cascades font qu'à chaque fois il y ait une décote de la holding ?

*Hélène Ploix*

Cela joue sûrement. Une autre raison est la dimension de la capitalisation boursière française.

*Claude Giraud*

Je voudrais vous faire remarquer, pour revenir à la question que vous avez posée sur les enseignements que l'on peut tirer de cette crise, que la France est l'un des rares pays qui a subi cette crise, sans qu'on ait mis en place aucun mécanisme de contre-crise. Je veux dire par là qu'il n'y aura pas de reprise économique sans reconstitution des capitaux propres des banques, c'est-à-dire des marges bancaires. Dans d'autres pays, que ce soit aux Etats-Unis, en Suède, au Japon, on a mis en place des procédures qui désengageaient les banques pour éviter justement cette déperdition de capitaux propres.

En France, rien de tel n'est fait. Et au contraire, chaque fois qu'il y a une baisse de taux, on presse les banques et c'est normal, de les répercuter sur les consommateurs, mais au détriment de la reconstitution des marges.

*André Antolini*

Sur les leçons à tirer de la crise, je voudrais d'abord dire une chose qui n'a pas été dite ce soir et sur laquelle je voudrais insister, qui revient pratiquement à votre première question sur la *casino society*, c'est qu'une grosse partie des mécanismes de la crise a été le fait de ce que l'on appelle en France, les marchands de biens, qui ont été très souvent des non-professionnels, qui sont arrivés sur le marché de l'immobilier en sachant à peine signer leur nom, et qui en sont ressortis en ne connaissant pas leur signature.

371

*Jean-Michel Quatrepoint*

Mais que les banques ont financé...

*André Antolini*

Certes, mais je crois qu'il est important, à un moment ou à un autre, de distinguer entre les professionnels de l'immobilier qui font ce métier depuis trente ou quarante ans et qui souffrent aujourd'hui des mécomptes que les banques ont connu et rencontrés sur une autre activité qui n'était pas la leur.

Un dernier mot. Malheureusement mon pronostic sur la situation continue de pénurie en matière de logements risque de se vérifier. Car nous vivons dans un pays très administratif où il est devenu extraordinairement difficile d'obtenir des autorisations de construire, où nous constatons les difficultés que nous avons à adopter un schéma directeur pour l'île de

France. C'est pourquoi je pense que les terrains à bâtir vont devenir et sont déjà un produit rare et que la pénurie par l'offre sera relayée par la pénurie des terrains à bâtir.

*Jean-Claude Colli*

Si vous le permettez, je voudrais faire une observation personnelle sur les leçons que l'on peut tirer de cette crise. Surtout quand je la compare à la façon dont par exemple, aux Etats-Unis, a été résolue la crise des Saving and Loans, par exemple. Bien que la manière dont la collectivité française, pour ne parler ni des banques ni des pouvoirs publics, a géré cette crise n'est peut-être pas parfaite, je lui trouve personnellement une vertu remarquable, c'est que le contribuable n'a pas été mis à contribution.

*Philippe Lagayette*

Il y a une autre leçon à tirer : ces crises ressemblent à une tragédie grecque, les deux premiers actes annoncent la suite de l'action. Je veux dire que c'est dans les périodes où il y a montée spéculative des prix qu'il faut le plus s'inquiéter. Et malheureusement, cela n'est pas la tendance spontanée. Il me semble que pour la prochaine fois, il faut faire attention à ne pas encourager les montées spéculatives. Il conviendra en particulier de tirer le signal d'alarme quand les règles prudentielles traditionnelles de l'octroi des crédits seront transgressées.

De même, l'organisation des raretés qui poussent les prix à la hausse est un phénomène très inquiétant. Un des enjeux de l'aménagement du territoire en France, est de limiter des phénomènes de rareté, d'inciter à ce que l'on utilise correctement notre territoire, qu'on ne se mette pas dans la situation où il n'y a plus que dans le Triangle d'or où il soit possible de travailler quand on exerce une activité tertiaire.

*Jean-Michel Quatrepoint*

Hélène Ploix, vous voulez conclure ?

*Hélène Ploix*

Volontiers. Merci à tous les orateurs pour leur participation à cette table ronde. Merci à vous tous qui les avez écoutés. Je voudrais conclure très rapidement en reprenant dans ce débat toutes les notes d'optimisme que nous pouvons y trouver.

D'abord, les crises immobilières sont rares en France et la place de Paris est très bien outillée pour éviter les crises bancaires, les défaillances. Ensuite les intervenants nous ont expliqué que déjà dans le marché du logement il y avait une tension, et que d'ici la fin de l'année, sans doute, on verrait la demande devenir supérieure à l'offre en matière de bureaux, de

constructions d'entreprises, et que de ce fait, on pouvait s'attendre à un redémarrage du marché.

Autre note d'optimisme : les rendements à Paris. Les rendements sur le marché de bureaux varient malgré tout, selon la localisation dans Paris, entre 5 et 10%.

Enfin, dernière note intéressante, ce sont les enseignements que l'on a pu tirer de cette crise et en particulier le besoin d'avoir une information, une connaissance du marché immobilier plus importante en France qu'elle ne l'est aujourd'hui. Des efforts sont menés dans ce sens, et je suis sûre que dans peu d'années, tous les investisseurs internationaux, tous les grands investisseurs institutionnels, tous ceux qui sont intéressés par la place de Paris auront en main les éléments pour prendre de bonnes décisions.

A tous encore, merci beaucoup.