

# **La financiarisation de l'immobilier : atout ou risque pour l'investisseur final et son conseil ?**

## **Conférence n°3**

*Intervenants :*

*Alain BECHADE, Président d'Atisreal International*

*Guy MARTY, Directeur Général de l'IEIF (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière)*

*Joël METAIS, Professeur à l'Université Paris-Dauphine*

*Frédéric TEMPEL, Gérant de l'une des premières SICAV investissant sur le secteur de l'immobilier coté*

*Jean-Claude VANNIER, Conseiller du Directeur Général du Crédit Foncier*

*Les débats étaient animés par Eric BENGEL, Rédacteur en chef - Gestion de Fortune*

### **Eric BENGEL**

Bonjour à toutes et à tous. Le programme de cette conférence est dense. Bien qu'ayant été défini il y a un certain temps, il se trouve être au centre de l'actualité. Celle-ci, en effet, est marquée par la crise des *subprimes*. Bien évidemment, la titrisation de l'immobilier ne se résume pas à cette dernière. En tant que conseillers quoi qu'il en soit, cette tendance doit-elle modifier votre façon d'appréhender l'actif immobilier ? Ce dernier est-il ouvertement devenu un actif financier ? Si tel est le cas, comment le traiter aujourd'hui ?

Pour évoquer ces sujets, j'appelle à me rejoindre :

- Alain Bechade, Président d'Atisreal International ;
- Guy Marty, Directeur Général de l'IEIF (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière) ;
- Joël Metais, Professeur à l'Université Paris-Dauphine ;
- Frédéric Tempel, Gérant de l'une des premières SICAV investissant sur le secteur de l'immobilier coté.

Au terme des débats, Jean-Claude Vannier, Conseiller du Directeur Général du Crédit Foncier, nous présentera, en exclusivité, les résultats d'une étude conduite par l'Université Paris Dauphine pour le compte du Crédit Foncier. Elle porte sur l'impact du choc sociologique sur la demande de logements.

Sans plus attendre, je laisse à la parole à Guy Marty.

## **I. Fondamentaux de l'immobilier**

### **Guy MARTY**

En économie comme en immobilier, tout commence par la démographie ! *Quid* du besoin ou de la demande de logements en France ? Les mises en chantier, en 2002 et 2003, ont généré nombre

d'alertes émises par des économistes ou des experts, lesquels estimaient que les constructions étaient trop nombreuses. De fait, diverses études conduites par l'Insee ont constaté un arrêt des « Périssol » au regard du surcroît attendu de la demande de logements.

Quoi qu'il en soit, les mises en chantier ont continué et il n'y a pas eu, au niveau global, de surproduction. Cela étant, il existe une tension très forte, comme si les constructions n'étaient pas en nombre suffisant. A cet égard, deux facteurs sont à considérer.

- En 1997-1998, la plupart des observateurs considéraient que le marché du logement n'avait pas d'avenir. Dix ans plus tard pourtant, les prix ont été multipliés par 2,5.
- Le flux des ménages rejoignant les logements nouvellement construits ne s'est jamais tari.

## 1. Marché du logement en France

Il y a 20 ans, l'on ne faisait pas d'enfants. 20 ans plus tard pourtant, de nombreux jeunes ménages arrivent sur le marché du logement. Tel est le paradoxe auquel se sont heurtés les pouvoirs publics, ainsi qu'un certain nombre d'observateurs.

Comment la population peut-elle croître fortement du fait de la natalité, alors même que le taux de fécondité est de 1,6 ? En évoquant le taux de fécondité, l'on pense, généralement, à un père, à une mère et à deux enfants. Or ce n'est pas parce que le taux de mortalité baisse que plus personne ne meure. Dans le même ordre d'idée, le taux de fécondité n'exprime une tendance qu'une année donnée. Mais il ne dit pas combien les femmes auront d'enfants tout au long de leur vie. C'est cela, qui est à l'origine de la croissance de la population !

Alors que les couples avaient leurs premiers enfants à l'âge de 17 ou 18 ans par le passé, ils les ont désormais à 25 ou 28 ans. Dans ce contexte, la baisse du taux de fécondité est naturelle. Cela, toutefois, ne modifie en rien le nombre d'enfants par femme. Dans les années 90, la population apparaissait stable et vieillissante, alors que le taux de renouvellement de la population française était supérieur à 2. De ce fait, la population a continué à croître en dépit d'un taux de fécondité de 1,6. Tel a été le premier problème !

Par ailleurs, les données disponibles entre 2001 et 2004 correspondaient-elles aux anticipations ? L'Insee, de fait, a modifié ses méthodes de recensement pour deux raisons.

- Premièrement, certains de ses recensements étaient peu précis.
- Deuxièmement, la pertinence d'une méthode consistant à effectuer un recensement de l'ensemble de la population posait question. Aussi l'Insee effectue-t-elle désormais, chaque année, une partie du recensement.

Par la suite, l'immigration s'est avérée supérieure aux prévisions. De plus, l'Insee a renoncé à sa définition du ménage, un ménage étant le nombre de personnes habitant à un endroit donné. Lorsqu'un couple divorce désormais, sa séparation induit l'existence de deux ménages et de deux logements. Cette évolution familiale, mécaniquement, a contribué à la croissance de la demande de logements.

Jusqu'à présent, l'Insee supposait que l'indice du taux de fécondité ne remontait pas. Or les comportements des Français se sont modifiés. Dans les années 90, il est vrai que le taux de fécondité avait diminué, ce qui avait quelque peu ralenti la croissance de la population. A partir de 1995 toutefois, un changement, relativement unique en Europe, s'est opéré parmi la population française : la natalité est repartie vigoureusement à la hausse.

En 2006, l'Université Paris Dauphine, avec le Crédit Foncier, a donc conduit une étude en reprenant les chiffres liés au nouveau recensement et en revoyant toutes les hypothèses de projection de l'Insee. De fait, cette structure avait réalisé consciencieusement l'étude de 2001. Mais entre 2001 et 2006, les méthodes de recensement ont été affinées et la perception des comportements adaptée à la réalité.

Enfin, la France est confrontée à la problématique du vieillissement de sa population et du financement des retraites en découlant. Mais elle doit également faire face à une problématique liée à la natalité.

## 2. Financiarisation

En préalable, il convient de noter que l'expression « bulle financière » renvoie indirectement à la démographie. Tous ici en effet, nous sommes en charge de la gestion de l'épargne. Or les sommes ont été épargnées du fait de l'absence de guerre, de l'allongement de la durée de vie et de l'augmentation de la prospérité. Cette augmentation du stock d'épargne, en touchant des millions de personnes, représente une somme considérable.

Au total aujourd'hui, les actifs financiers des investisseurs institutionnels de l'OCDE représentent environ 50 000 milliards de dollars. C'est cela que l'on appelle la « bulle » : une quantité d'argent. Traditionnellement en économie, la finance pouvait s'apparenter à « l'huile dans les rouages d'un moteur ». Désormais, le « moteur nage dans l'huile ».

De même, cette quantité d'argent, traditionnellement, allait vers les actions et les obligations. L'inflation d'autrefois, en effet, emportait une préoccupation pour les valeurs refuges comme l'immobilier. De fait, la spécialisation « financière » des financiers est récente. Avant la guerre de 1914, ils s'occupaient aussi bien d'immobilier que de valeurs mobilières. Mais l'inflation avait créé une distinction. Celle-ci étant désormais maîtrisée, les financiers ont conquis le secteur de l'immobilier. Aujourd'hui en conséquence, ils considèrent qu'il convient d'augmenter de 1, 2 ou 5 % leurs allocations d'actifs vers l'immobilier. Or 1 % de 50 000 milliards de dollars représente 500 milliards de dollars. Depuis quelques années, le marché de l'immobilier d'entreprise est marqué par un afflux de capitaux. Quoi qu'il en soit, ce rééquilibrage des allocations d'actifs vers l'immobilier s'inscrit dans une tendance longue !

Dans ce contexte, les prix ne risquent-ils pas de dérapier ? Existe-t-il un repère permettant de définir le niveau des prix ? Pour évoquer cette problématique, laissez-moi vous projeter un graphique qui peut s'appliquer à tous les pays : il illustre l'évolution des prix des logements à Paris depuis 1982. Posons l'hypothèse que le logement relève d'un placement à long terme, hypothèse téméraire. A Paris en effet, la durée de détention moyenne des appartements est de 16,4 ans. Cet actif « logement » peut être comparé à la référence obligataire, à savoir un emprunt d'Etat à coupon 0. Jusqu'à fin 2005, la hausse des prix du logement à Paris n'avait fait que refléter la baisse historique des taux d'intérêts.

En comparant les différents placements et en comparant l'immobilier au placement sans risques, où est le vertige ? Pourquoi les investisseurs institutionnels se précipitent-ils vers l'immobilier d'entreprise ? Parce le prix des bureaux n'est pas, pour eux, élevé dans une approche d'allocations d'actifs où aucun investissement n'est, en valeur absolue, bon ou mauvais. Même dans un secteur où les particuliers sont aussi dominants, ce facteur est étonnant. Quoi qu'il en soit, les taux d'intérêts sont identiques dans tous les pays du monde : aussi les prix du logement y ont-ils progressé au même rythme. A cet effet, il convient de noter que les situations de Paris et de Stockholm sont, en la matière, identiques.

Bien évidemment, la finance est mondiale. Mais pourquoi l'immobilier évolue-t-il autant ? Aujourd'hui, la problématique des délocalisations est centrale. En France en la matière, l'on emploie, comme de coutume, un mot pour un autre. Ainsi, les entreprises ne délocalisent pas : elles cessent de produire ! Par exemple, Alcatel n'a pas délocalisé ses usines : elle n'en possède plus. C'est un fait : nos pays ont décidé de laisser à d'autres le soin de produire.

Les cycles économiques sont essentiellement difficiles pour l'industrie. La volatilité de l'emploi, aux Etats-Unis, a fortement baissé depuis des années. Lors du 2<sup>nd</sup> trimestre 2005, la croissance du PIB, en France, a été nulle. Pourtant, cela n'a pas spécialement affecté le taux de chômage. Par le passé à titre de comparaison, il aurait fortement progressé. La nouvelle répartition du travail peut se résumer à la formule suivante : « *à nous les services, à eux la production* ». Nous avons exporté la dureté du cycle économique. Economiquement parlant en conséquence, les sociétés sont en train de se transformer et de réduire la volatilité.

### 3. Evolutions économiques

Aujourd'hui, la démographie mondiale est positive, tant du côté de la production (croissance du nombre de jeunes) que du côté de la demande (progression du nombre de citoyens âgés). De fait, elle n'a jamais été aussi bien positionnée. De plus, des progrès techniques sont réalisés et les frontières s'estompent.

L'Europe avait connu une telle situation au lendemain de la seconde guerre mondiale. Nous sommes entrés dans des 30 glorieuses mondiales. Partout, l'on assiste à une diminution de la volatilité et à une augmentation de la croissance : l'immobilier va devoir suivre. Au sein de certains pays – comme la Chine, le Mexique ou le Brésil – l'agriculture fait place à l'industrie. Ce mouvement emporte un essor de la croissance et une réduction de la volatilité de l'économie. En effet, l'agriculture est plus sujette à des cycles violents que ne l'est l'industrie. Aux Etats-Unis, en Grande Bretagne ou en Europe, l'industrie laisse place aux services, ce qui accroît le rythme de croissance et réduit très sensiblement la volatilité. L'immobilier, également, doit suivre !

Au sein de la région Ile-de-France, il n'y a pas spécialement de bureaux vides ! Les emplois qui utilisent des bureaux ou des entrepôts ont fortement progressé. Il ne s'agit pas d'emplois uniquement tertiaires : Alcatel, par exemple, a créé des emplois de bureau qui restent comptabilisés dans le secteur secondaire. Dans toutes les économies, qui se transforment aujourd'hui très rapidement, l'immobilier doit suivre ! Telle est la chance de ce secteur, qui évolue considérablement à l'heure où les mutations de l'économie doivent être accompagnées.

**Eric BENGEL**

Je vous remercie. La parole est à Alain Bechade.

## **II. Titrisation et bancarisation**

**Alain BECHADE**

Il est hors de question de jeter la financiarisation de l'immobilier avec l'eau salie des excès financiers. En effet, celle-ci a beaucoup apporté à l'immobilier en général. Elle s'inscrit dans le cadre d'une internationalisation, qui ne peut être niée sous prétexte qu'elle nous dépasserait. Elle ne nous dépasse d'ailleurs pas.

Aujourd'hui, nous sommes entrés dans une phase de crise correctrice, extrêmement connue dans la théorie des cycles en général et des cycles immobiliers en particulier. De fait, elle sera inévitablement suivie d'une phase d'ajustement. En économie immobilière, les turbulences, si elles sont désagréables, ne sont pas dangereuses.

### **1. Réduction des taux de placement**

Les actifs financiers, dans l'OCDE, représentent aujourd'hui une manne considérable (plus de 40 000 milliards de dollars). Ils ont doublé en 14 ans. Nombre de ces capitaux proviennent de Russie et de Chine notamment. Le marché immobilier, partout en Europe, est marqué par des afflux de capitaux, ce qui emporte une concurrence croissante. De fait aujourd'hui, tout gestionnaire d'actifs doit choisir entre les différentes catégories de placements. Les sommes en jeu génèrent des investissements, notamment dans l'immobilier d'entreprise, ce qui a emporté une concurrence croissante entre les investisseurs et, par extension, entraîné une réduction des taux de rendements des placements initiaux. Cette réduction est liée à la concurrence, mais également au *benchmark* comparatif des placements.

Quoi qu'il en soit, toutes ces tendances se sont opérées dans un contexte marqué par un financement facile et pas cher, tout au moins jusqu'à cet été.

### **2. La crise des *subprimes***

La crise n'est pas tant liée à la baisse des taux de placement, qui est normale, qu'à la déstructuration des taux. Celle-ci, dangereuse, explique en partie la situation actuelle, prévisible et inévitable. Elle devrait, dans l'histoire, conserver le nom de crise des *subprimes*. Les interrogations ne portent pas sur les *cash-flows* générés par les placements. Les niveaux des loyers et des mètres carrés « transactés » n'emportent pas de craintes spécifiques. A hier ainsi, plus de 2 millions de m<sup>2</sup> de bureaux commercialisés étaient dénombrés en région Ile-de-France.

La problématique réelle est liée à la structuration des taux : le *benchmark* de référence traditionnel, jusqu'à aujourd'hui, était les OAT. Or les taux de placement de ces dernières ont diminué, passant, en 15 ans, de 9 à 4 %. En parallèle, les capitaux disponibles doubleraient. Par simple effet de *benchmark*, les taux de rendement des placements dans l'immobilier ont diminué, parallèlement à l'évolution des taux d'emprunt.

Ainsi, la crise des *subprimes* marque le retour de la prime de risque. Celle-ci est aux placements immobiliers ce qu'une femme amoureuse est à la vie : si elle est trahie, elle commence par pleurer mais fini toujours par se venger !

### 3. Les taux longs en question

Nous sommes revenus à une tendance historique longue après les exceptions des années 60 et 80 – qui ont marqué toute une génération au fer rouge de l'inflation. Récemment ainsi, une personne expliquait qu'il convenait de relancer l'inflation pour relancer l'immobilier : « les bras vous en tombent et le cœur avec » !

Historiquement, il est normal que les obligations d'Etat affichent des taux annuels compris entre 4 et 5 %. La moyenne historique, datant de 1802, le situe aux environs de 5 %/ Depuis les années 90, l'on est revenu à une tendance historique longue. Mais la déstructuration des taux de placement est anormale. Ainsi, l'écart entre l'OAT et le placement sans risque a battu des records en août (3,6 % à Paris). Cela semble déraisonnable !

Certes, l'indexation des loyers protège le *cash-flow* de l'inflation. Mais le *spread* ne devrait jamais atteindre les niveaux des placements *primes* constatés. La différence entre le placement OAT et le taux de placement initial en immobilier, en effet, résume à elle-seule la notion de prime de risque. La concurrence, suite à l'importance des liquidités, a dégradé la structuration des taux par écrasement des deux primes liées à tout investissement immobilier au motif que l'emprunt était très bas. En placement immobilier quoi qu'il en soit, le taux de crédit ne doit jamais fonder la valeur d'un actif immobilier.

### 4. Prime de risque et prime de volatilité

L'OAT affiche un taux de 4,4 %. Doivent être ajoutées une prime de risque destinée à protéger le *cash-flow* et une prime de volatilité qui protège la valeur en capital. Ces primes ne doivent jamais être nulles.

En immobilier, la prime de risque vise la protection du *cash-flow* et son incidence sur la valeur. Je le redis : sans locataire, pas de *cash-flow* ! Il ne s'agit pas de vendre, pour des questions fiscales, des immeubles qui ne produiront pas de *cash-flow*. En matière fiscale en effet, souvent loi varie et bien fol qui s'y fie ! Même un bail commercial ferme - de 12, 15, 18 ou 99 ans - ne protège pas de la faillite d'un locataire.

La prime de liquidité concerne la volatilité de la valeur. Elle vise la modification de l'exposition à la volatilité en capital, ainsi que la protection du stock. Ainsi, un immeuble est captif de son marché. Il est, de même, soumis à des aléas économiques et financiers. Mathématiquement, aucun placement immobilier ne devrait se faire à un taux inférieur à 6 %.

La création de valeur répond à une mécanique exogène à l'immobilier, quand la création de richesse lui est endogène. La mécanique endogène renvoie à la qualité du produit, à son positionnement sur le marché, au loyer associé. Tout loyer, en immobilier d'entreprise, est corrélé à la valeur ajoutée par poste de travail. Les loyers les plus chers, ainsi, sont versés par les avocats. La création de richesse répond à une analyse en stock, quand la création de valeur relève d'une analyse en flux. La mécanique financière, ainsi, repose sur les loyers espérés (actualisation des loyers futurs), sur

l'évolution des taux et les capitaux disponibles. En matière de création de valeur, l'on court plus de risques dans l'espoir de réaliser des gains. La mécanique financière relève de la gouvernance analytique, donc de la gestion de la création de valeur. La mécanique endogène, pour sa part, renvoie à la gouvernance actuarielle, à savoir à la gestion de la prise de risques.

L'une des conséquences des évolutions constatée serait que le *benchmark* ne se ferait plus en prenant pour base les OAT : il serait porté par la notion de création de valeur. Les temps qui nous attendent, en immobilier, seraient alors beaucoup plus volatiles qu'escomptés. L'immeuble devient sous-jacent. L'actif devient un prétexte. Le financement devient un fondement. Le risque devient marginal. La volatilité devient forte. S'il ne s'agit pas d'une révolution, dites-moi ce que c'est ?

La crise traversée depuis 2 mois est la correction d'un excès d'euphorie par excès de confiance. Dans des mécaniques de création de valeur à base de dispersion des risques, le risque du crédit n'est plus directement à l'actif. Le crédit n'est plus directement rattaché à l'acquéreur. La crise actuelle marque donc le retour de la prime de risque !

Enfin, les princes de la finance ressemblent à ceux de Machiavel : « *seul le présent compte et l'avenir est toujours sacrifié* ». Or l'avenir en question, c'est notre épargne. Et ces magiciens sortent rarement un lapin de leurs chapeaux. Et c'est tant mieux car s'ils en sortent un, le lapin, c'est nous, dans une position ridicule, tenus par les oreilles et incapables de réagir !

## **Eric BENGEL**

Les phénomènes de titrisation et de financiarisation ont été évoqués. *Quid* du fonctionnement du principe de titrisation ? Je laisse la parole à Joël Metais

### **III. L'industrie bancaire mondiale malade du prion des *subprimes* ?**

#### **Joël METAIS**

La crise à laquelle nous assistons depuis 3 mois n'est pas sans rappeler les grandes crises déclenchées par des épidémies comme celle de la vache folle par exemple.

Dans un premier temps, je démontrerai que la crise à laquelle nous sommes confrontés s'inscrit dans une longue succession de crises, dont certaines trouvent leur origine dans le financement de l'immobilier. Dans un second temps, j'essaierai de montrer en quoi la crise des *subprimes* est une crise à la fois traditionnelle et originale. Dans ce cadre, le processus de titrisation sera évoqué. Dans un troisième temps enfin, nous nous interrogerons sur les vrais responsables de la crise, laquelle a déclenché une véritable psychose.

#### **1. Une longue succession de crises**

Les crises financières naissent généralement de débordements dans le financement, et plus particulièrement dans celui de l'immobilier. L'analyse des 30 dernières années en atteste. Ainsi, la crise américaine des *real estate investment trusts* de 1974 – sorte de sociétés civiles immobilières – en est un exemple. Des investisseurs empruntaient pour investir dans ces dernières, ce qui n'avait pas manqué de faire plonger les banques à l'occasion d'un retournement du marché immobilier.

En 1985, les Etats-Unis connaissaient la crise des Caisses d'Epargne Construction. Elle a coûté, selon les estimations, de 600 à 1 200 milliards de dollars, une fois soldée cette sinistre opération.

En principe, toute crise résulte généralement de deux choses. Dans un premier temps, apparaît la volonté de « solvabiliser » de nouvelles catégories d'emprunteurs. Ce mouvement survient généralement dans la phase haussière du cycle : les financiers œuvrant dans le domaine de l'immobilier résidentiel cherchent à financer de nouvelles catégories sociales. Cela se fait souvent au prix d'une prise de risque excessive. Mais l'on ne s'en aperçoit que dans un second temps, lorsqu'il est déjà trop tard. Ce dernier survient lors d'une hausse des taux d'intérêt en fin de cycle, laquelle peut être déclenchée par les autorités monétaires. Cela emporte une dépréciation des actifs généralement pris en garantie des prêts et une croissance des coûts des remboursements, au regard de la souscription d'emprunts à taux variable.

La crise des *subprimes* ne déroge pas à ces règles. Toutefois, elle est ce qu'elle est car nous sommes aujourd'hui en présence d'un mécanisme financier de titrisation et d'investissements en aval. C'est en cela qu'elle est originale par rapport aux précédentes : elle renvoie au gonflement de la sphère financière.

## 2. Chronique d'une crise financière annoncée

En analysant les mécanismes de financement qui s'étaient mis en place depuis quelques années, notamment aux Etats-Unis, il était évident qu'une crise était inéluctable. Son ampleur, toutefois, a dépassé les prévisions.

Le mécanisme que nous allons essayer de comprendre comprend plusieurs phases. Dans la première, un établissement de crédit spécialisé octroie un crédit hypothécaire – *mortgage* – à taux variable. Il est accordé en contrepartie du bien immobilier acquis. Le créancier, *a priori*, en est donc le propriétaire. Au cours des années récentes aux Etats-Unis, l'on a cherché à solvabiliser des ménages qui n'auraient, par le passé, pas eu accès aux crédits immobiliers. D'ailleurs, des institutions de crédit s'étaient spécialisées dans ce domaine : elles ont été les premières impactées par la crise lorsque celle-ci est survenue. Un certain nombre de banques faisaient de même : mais cette activité n'était que l'une des composantes de leurs portefeuilles de prêts.

Par la suite, l'établissement de crédit cède les *mortgages* à un fond commun de créance selon un processus de titrisation. Dans ce cadre, ce dernier émet des titres en contrepartie pour lever les capitaux qui lui permettent d'acheter le portefeuille et de remettre l'épargne aux instituts prêteurs. Cette phase de transformation du crédit initial en titres adossés aux crédits hypothécaires est encore traçable. Traditionnellement toutefois, le processus de titrisation, qui existe aux Etats-Unis depuis les années 80, ne visait que les bons crédits. Mais les *subprimes* ont commencé, au fil du temps, à se glisser parmi ces derniers.

Dans une deuxième phase, les crédits titrisés sont acquis par des investisseurs institutionnels, dont certains ont des objectifs spéculatifs : cela renvoie notamment aux *hedge funds* qui n'ont cessé de défrayer la chronique. Cette attitude était réellement compréhensible : en effet, les titres adossés à des crédits *subprimes* titrisés affichent généralement des rendements supérieurs à la moyenne. Mais ils s'accompagnent toutefois de primes de risque également supérieures à la moyenne. A cet effet, il convient de rappeler que les agences de notation doivent noter les créances titrisées. Au cours des

années passées toutefois, elles ont fait preuve d'un optimisme qui n'était pas forcément de nature à rassurer les investisseurs.

Dans une troisième phase, les titres adossés aux créances titrisées, déjà acquis par des investisseurs, sont re-ventilés à travers le marché secondaire les visant. A ce moment, les acheteurs des créances sont-ils en mesure de gérer les risques en question ?

Dans la quatrième phase, les taux d'intérêt remontent, les débiteurs sont étranglés et les biens immobiliers sont saisis et liquidés. De ce fait, la valeur des biens immobiliers ne cesse de se déprécier et le marché baisse. Aux Etats-Unis, cela implique également un « effet de richesse » sur la consommation des ménages. Une fois cette phase de descente enclenchée, les établissements financiers enregistrent des pertes et certains d'entre eux font faillite. Ce mouvement a emporté une psychose réelle, chacun soupçonnant l'autre de détenir des titres adossés à des créances titrisées. Les agences de notation baissent leur note et les titres perdent leur liquidité. Le processus est cumulatif et le comble est atteint lorsque les banques sont suspectées à un point tel que des déposants en retirent leur épargne. Cela a récemment été le cas en Angleterre !

Durant tout l'été, les marchés interbancaires, devant cette défiance, sont devenus « illiquides ». Les banques centrales ont dû approvisionner les marchés en intervenant comme prêteur en dernier ressort. *In fine*, les banques redécouvrent les vertus de l'analyse du risque, ce qui les conduit à rationner le crédit. C'est à cela que nous faisons face, notamment dans le secteur du crédit immobilier.

### 3. A la recherche du coupable idéal

Trop rapidement, l'on a voulu rechercher un coupable idéal. La crise, qui dure depuis 3 mois maintenant, n'a pas toujours été bien diagnostiquée. Elle semblait, au départ, être une crise boursière, certaines valeurs bancaires commençant à se déprécier sur les marchés financiers. A mon sens, elle renvoyait plus fondamentalement à une crise bancaire. A cet effet, ont été accusés les établissements de crédit qui avaient généré nombre de crédits à *subprimes*. Par la suite, ont été montrés du doigt :

- les banques, qui avaient octroyé des crédits et investi ;
- les *hedge funds*, avides de rendements élevés et peu regardants sur les risques ;
- les agences de notation, qui ont souvent dégradé leurs notes trop tard ;
- les banques centrales et les instances de régulation.

A la décharge de ces dernières, force est de constater qu'elles contrôlent de moins en moins la situation, au regard de la grande complexité des produits.

A mon sens en conclusion, le processus de titrisation a été dévoyé : alors que les créances de bonne qualité étaient titrisées au départ, tel ne fut plus le cas par la suite, avec l'émergence des *subprimes*. La crise est-elle terminée ? Elle semble au moins sous contrôle et l'on assiste à une correction : à cet effet, les crédits devraient devenir plus rares et le prix de l'immobilier se tasser.

**Eric BENGEL**

La parole est à Frédéric TEMPEL, lequel va nous présenter le point de vue d'un gérant de fond. Quels sont les atouts et les inconvénients de ce principe d'allocations d'actifs immobiliers.

**IV. Allocations d'actifs immobiliers****Frédéric TEMPEL**

Bonjour à toutes et à tous. La titrisation, précédemment, a été pointée du doigt comme étant responsable de la crise financière actuelle. A mon sens, elle a été l'un des grands vecteurs du changement du marché immobilier. Elle l'a transformé en lui apportant ce qui lui manquait pour en faire un placement parfait : la liquidité. Plus c'est liquide plus c'est cher, comme l'indiquait Alain Bechade précédemment. Or l'immobilier coté, aujourd'hui, est à la fois très liquide et très peu couteux.

**1. L'immobilier coté**

Du fait de la crise aujourd'hui rencontrée, il faut peut-être passer par une étape de digestion des prix après une période d'euphorie. Mais le marché demeure intéressant. Pourquoi investir dans l'immobilier coté ? Par rapport aux autres placements immobiliers, il présente les avantages suivants :

- une meilleure liquidité ;
- une valorisation des actifs en temps réel ;
- des coûts de transaction faibles ;
- une diversification des placements immobiliers ;
- une gestion active de portefeuilles.

Sur ce dernier point, il convient de préciser que les foncières cotées s'appuient sur des professionnels qui ne font pas que de la création de valeur, créant également de la richesse. En effet, ces personnes savent faire croître les loyers dans le temps notamment, ce qui est un élément-clé de la performance, dans la durée, d'un actif immobilier.

Les dettes immobilières, rapidement, ont été titrisées. Force est de constater, à l'inverse, que les actifs immobiliers ne l'ont que peu été. La titrisation de l'immobilier, ce sont les foncières cotées. A ce jour, les marchés immobiliers commerciaux sont estimés à 15 milliards de dollars au niveau mondial, ce qui est conséquent. Toutefois, ils sont peu représentés dans le monde de l'investissement, comme en atteste le graphique projeté. Ce marché peut se décomposer en 3 catégories :

- les immeubles détenus pas leurs occupants ;
- les immeubles détenus par des fonds d'investissement non cotés ;
- les immeubles et commerces titrisés.

Le poids de ce dernier poste est encore faible. A titre personnel, j'ai le sentiment que le poids des immeubles cotés et liquides va aller croissant. Aux Etats-Unis, où le phénomène de titrisation des

actifs est plus ancien qu'en France, 11 % du total des immeubles, bureaux et commerces sont titrisés. Ce taux n'est que de 3 % en Europe continentale : aussi ce marché devrait-il avoir un bel avenir.

## 2. Des opportunités

La titrisation des actifs immobiliers renvoie à un phénomène mondial. En France ainsi, les SIC et les performances boursières en découlant ont capté l'attention des médias. Entre 1994 et 2006, l'équivalent du statut SIC s'est développé en tout point du globe. Cela atteste de l'existence d'opportunités réelles pour les investisseurs. En effet, il est désormais possible, en quelques minutes, d'acheter un portefeuille d'immeubles au sein de zones à très forte croissance économique, comme l'Asie par exemple.

Comme en atteste le graphique projeté également, les encours des sociétés foncières cotées, au cours des dernières années, ont progressé. Leur croissance s'est accélérée au cours des cinq dernières années du fait de l'appréciation des prix des immeubles et de la multiplication des opérations de titrisation d'immeubles. Il s'agit d'un phénomène de fond qui devrait surmonter la crise actuelle d'ajustement des prix. Ce dernier ne devrait pas s'arrêter.

A mon sens, la titrisation des actifs immobiliers constitue une formidable opportunité pour diversifier les portefeuilles sur un actif patrimonial clé. Comment les foncières cotées abordent-elles la crise ? Cette année, leurs résultats ont beaucoup baissé. Jusqu'au début de l'année, elles avaient, partout dans le monde, affiché des performances extraordinaires. Mais l'année 2007 a marqué un tournant. De fait, la liquidité investie en immeubles de bureaux et de commerces devrait être inférieure aux prévisions car :

- le système bancaire traverse une crise ;
- il est plus difficile de financer une acquisition d'immeubles à un prix élevé.

Devrait, par conséquent, s'opérer un rééquilibrage entre les acheteurs et les vendeurs d'immeubles à un nouveau niveau de prix. Ce phénomène de crise annoncée n'est pas encore réellement ressenti : en effet, les marchés immobiliers physiques ont une vitesse de réaction longue.

En bourse, les investisseurs, pour leur part, ajustent les prix immédiatement. La crise des *subprimes*, de fait, a emporté une baisse de 10 % dans les 15 jours suivants dans les foncières cotées. Aujourd'hui, celles-ci envisagent une baisse de l'ordre de 15 à 20 % des prix des actifs immobiliers de bureaux et de commerces dans les deux prochaines années. Historiquement, leurs variations ont toujours eu 12 à 18 mois d'avance sur celles du marché physique. Quoi qu'il en soit, les foncières cotées présentent un attrait majeur : il est possible d'y entrer de manière liquide, à un niveau de prix qui *price* l'ajustement nécessaire.

Aujourd'hui, les valorisations, en Europe, sont dans des situations diverses. La Grande Bretagne a affiché la déconnection la plus forte entre les coûts de financement d'un immeuble et le niveau de la rentabilité courante. Sur ce marché, la rentabilité courante des immeubles était inférieure aux coûts de financement. Aujourd'hui, les foncières cotées britanniques traitent avec des décotes sur leurs valeurs d'actifs de l'ordre de 30 à 40 %. De fait, la Grande Bretagne devrait être la zone la plus touchée par le phénomène d'ajustement des prix. Aussi constitue-t-elle un marché dangereux.

En Europe continentale, les *spreads* entre la rentabilité courante des immeubles et les coûts de financement sont encore positifs. Sur le plan boursier, le marché anticipe, pour la zone euro, une baisse des prix de l'ordre de 10 % environ sur les 12 prochains mois.

En conclusion quoi qu'il en soit, l'immobilier reste un élément-clé de tout dispositif patrimonial, ainsi qu'un formidable placement à long terme. Il est vrai que nous traversons une crise financière marquée par le nécessaire ajustement des prix. Selon nos analyses toutefois, elle a l'avantage d'être réactive et rapidement *pricée* par les marchés. Peut-être a-t-elle atteint son *summum*. En conséquence, il convient de garder un œil sur le long terme et de saisir les opportunités se présentant.

## **Eric BENGEL**

La parole est à Jean-Claude Vannier, qui va évoquer l'impact du choc sociologique sur le marché immobilier.

## **V. Présentation des résultats de l'étude engagée par le Crédit Foncier**

### **Jean-Claude VANNIER, Conseiller du Directeur Général du Crédit Foncier**

Bonjour à toutes et à tous. Mon intervention porte sur le logement, sous l'angle de la demande associée et de son évolution au cours des dernières années. Le Crédit Foncier, il y a deux ans désormais, a demandé à l'Université Dauphine de réaliser une étude sur l'évolution de la demande. Celle-ci, en effet, a été trop souvent étudiée par l'Insee sous un angle statistique et sous un angle démographique, ne prenant pas suffisamment en compte les composantes sociologiques.

Pourquoi le Crédit Foncier a-t-il lancé cette étude ? Depuis la dernière guerre mondiale, la demande de logements a connu trois grands chocs :

- le choc de la reconstruction ;
- le choc de l'urbanisation ;
- le choc des rapatriés et des mouvements migratoires.

Ces trois événements ont tous donné naissance à des mouvements importants de construction, d'abord dans les années 50, 60 et 70, dont certains effets sont encore visibles. Dans les années 80-90, les professionnels se sont dits, au regard de la croissance démographique et du parc, qu'il serait raisonnable de construire 300 000 logements par an. Dans les années 2000 de ce fait, est apparue une réelle tension sur les prix, avec des problèmes de logements toujours plus importants.

Le Crédit Foncier, en tant que premier expert foncier de France – via Foncier Expertise – a donc estimé qu'un véritable choc sociologique s'était produit : du fait de l'évolution de la société, la demande de logements s'est radicalement transformée.

Pour conduire cette étude, ont été réunis le professeur Batsch – qui vient d'être nommé Président de Dauphine, Denis Burckel, haut fonctionnaire du logement et ancien directeur de cabinet d'un Ministre du Logement, ainsi que deux sociologues. Durant un an, des travaux ont été conduits, au sein des différentes villes régionales notamment.

Comment ce choc psychologique s'analyse-t-il ? La demande est désormais impactée par des changements lourds de conséquences.

- Les séniors, pendant des années, poursuivaient leur vie de retraité en ne quittant pas leur domicile. Depuis quelques années, ils sont actifs et disposent de moyens financiers. En outre, ils sont attirés par le soleil. Aussi ont-ils fréquemment des doubles résidences, ce qui pèse sur la demande de logements.
- L'éclatement de la cellule familiale ne cesse de se poursuivre. Chaque divorce génère un besoin supplémentaire de 0,7 logement, en dépit des recompositions qui peuvent s'organiser par la suite. De plus, apparaît le phénomène croissant de l'habitat séparé choisi. Cela renvoie à ce que l'INED appelle les couples SDC (Sans Domicile Commun). Ce phénomène impacte également la demande de logements.
- Les changements ayant affecté le paysage professionnel ont été importants. Désormais, l'on s'inscrit dans une logique de mobilité des entreprises et des personnes. De fait, nombre de personnes travaillent en un endroit quand leurs familles résident dans un autre lieu : ce sont les célibataires géographiques, qui consomment deux logements.
- Le paysage européen, enfin, s'est modifié. Même le nord de la France est au sud de certains pays comprenant de nombreux *baby-boomers*. Ainsi, nombre d'Anglais sont attirés par la France, tant pour son soleil que pour sa sécurité sociale. Aussi les implantations des européens, en France, ne sont-elles plus anecdotiques.

Tous ces changements ont un dénominateur commun : la mobilité. Celle-ci est liée au paysage économique, mais également aux choix individuels des citoyens. Nous appartenons désormais à une société du *zapping* : par le passé, la vie s'organisait entre 20 et 25 ans, marquée par un mariage, un emploi et l'achat d'une maison. La vie ne répond plus aux schémas d'autrefois : aujourd'hui, les citoyens ont des vies multiples, soit en série, soit en parallèle.

Tous ces phénomènes emportent la croissance de la demande de logements, étant entendu qu'ils ont des effets cumulatifs. A population égale, la consommation de logements est de 10 à 15 % plus importante qu'elle ne l'était à la fin des années 80 ou au début des années 90.

Les défis résultant de cette situation sont de trois ordres : quantitatifs, qualitatifs et géographiques.

- Les chercheurs associés à l'étude ont conduit une analyse globale du besoin de logements. Pendant des années, l'Insee l'estimait à 300 000. Pour leurs parts, ils estiment que les besoins en logements devraient, au moins pour 10 ans, être de l'ordre de 500 000 par an. Là est le cœur de la crise. Alors que les constructions se limitaient à 300 000 logements par an – 400 000 par la suite -, la demande allait croissant. Le retard pris, de fait, sera long à combler. Cela étant, le Ministère du Logement, à notre grande satisfaction, a repris nos analyses. Ainsi, Madame le Ministre du Logement a retenu cet objectif de 500 000 unités, en précisant qu'il s'agissait d'un point de départ.
- L'offre a pris du retard par rapport à l'accélération de la demande. Le parc de 25 millions de résidences principales n'évolue pas et croît insuffisamment. Or, des mouvements de populations s'opèrent, ce qui emporte une réelle tension sur les prix.

La seule réponse à apporter à cette situation est l'accroissement de l'offre. C'est ce que précise Madame Boutin : il est nécessaire de construire. A cet effet, apparaissent des défis qualitatifs : en effet, les besoins diffèrent selon l'âge ou la situation familiale. Enfin, les défis géographiques sont de deux natures.

- Les mouvements interrégionaux, dont l'ampleur est inconnue, sont liés, pour partie aux entreprises et pour partie aux personnes.
- L'opposition des riverains aux constructions : de fait, les permis de construire sont très difficiles à obtenir. Cela renvoie à un sujet de fond en matière d'aménagement.

Pour conclure, la demande de logements devrait être durablement soutenue, ce qui n'exclut pas des problèmes de solvabilité, qui pourraient être liés :

- à une offre insuffisante de terrains du fait du malthusianisme des riverains ;
- à des évolutions de taux qui pourraient poser problème.

De plus, le parc existant devra être adapté et des questions de société ne manqueront pas de se poser : comment gérer la contradiction entre les besoins des consommateurs et les réticences des riverains ? Quel mode de construction promouvoir ? A cet effet, il convient de trouver un compromis entre les espaces verts souhaités par la population et le maintien d'une certaine densité pour s'affranchir des problèmes de transports.

Enfin, tous ces phénomènes seront un facteur de soutien du marché du logement très important.