

## Note sur l'éclatement de la bulle immobilière américaine

Isaac Johsua

(Note ayant servi de base à l'exposé fait à l'Université d'été 2007 de la LCR)

### A) Les effets de l'éclatement d'une bulle immobilière

Une bulle spéculative peut porter sur des actifs réels (logements, terrains, etc.) ou financiers (actions, etc.) ; elle se manifeste par une montée des prix de ces actifs de plus en plus rapide. Ceux-ci finissent par atteindre des niveaux tels qu'ils paraissent excessifs même si on fait une évaluation optimiste des profits futurs qu'on peut en attendre. L'éclatement de la bulle se manifeste, en sens inverse, par une chute continue, souvent brutale, de ces prix. Dans le cas de la bulle immobilière, elle s'accompagne d'une chute, logique, de la construction de logements. Tel est le cas aux Etats-Unis depuis le premier trimestre de 2006. Le point à souligner est que **l'éclatement d'une bulle immobilière peut avoir des effets bien plus graves que l'éclatement d'une bulle boursière**. Mais, avant d'entrer dans le détail, il faut préciser que ces effets ne représentent qu'autant de risques : ils est impossible de dire s'ils se manifesteront, et, s'ils se manifestent, avec quelle ampleur.

**On peut relever trois effets :**

#### 1) Un effet « réel », sur l'activité économique.

La surproduction d'un bien quelconque entraîne une chute du prix de ce bien. La surproduction se résorbe alors de deux côtés à la fois : du côté de l'offre, qui chute (puisque le prix baisse, c'est moins rémunérateur d'offrir le produit) et du côté de la demande, qui augmente (puisque le prix baisse, il est plus intéressant d'acheter). Ces deux effets sont très longs à se manifester dans le cas de l'immobilier. En effet, il est impossible de réduire l'offre tout de suite, tout chantier qui a été entamé devra aller à son terme, si on ne veut pas perdre toute la mise de fonds. Ce qui veut dire que pendant des mois, voire des années, de nouveaux logements continueront à arriver sur un marché encombré, faisant encore chuter les prix (dans la crise américaine actuelle, ce sont des millions de maisons qui, déjà, ne trouvent pas preneurs). Du côté de la demande, elle ne va pas nécessairement augmenter, car les acheteurs potentiels peuvent reporter leur décision, attendant que les prix baissent encore plus. Ce report est possible, car nous ne sommes pas en présence de biens « quotidiens », dont la consommation s'impose jour après jour, mais de biens dont l'usure peut s'étaler sur une durée particulièrement longue. Si on occupe un vieux logement, on pourra attendre encore un peu avant d'en occuper un neuf. **L'impact d'une bulle immobilière est donc très long à se résorber**. Or, cet impact est important : on connaît la formule : « quand le bâtiment va, tout va », elle donne le ton et joue aussi en sens inverse.

#### 2) Un effet financier.

En règle générale, il est presque impossible d'acheter ou de faire bâtir un logement sans un emprunt : les sommes en jeu sont trop importantes pour qu'un ménage puisse en faire l'avance intégrale. S'il y a des difficultés pour la construction résidentielle, elles ne peuvent donc qu'avoir des effets sur le secteur financier. Des organismes (spécialisés ou pas) accordent ces emprunts, avec comme « garantie » le logement vendu (hypothèque). Ces organismes peuvent à leur tour emprunter auprès d'autres, qui les « refinancent ». Le premier danger financier est là, c'est « **l'effet domino** » : si ces organismes, alléchés par les taux d'intérêt élevés, ont consenti ces prêts de façon laxiste à des ménages peu solvables, à la moindre difficulté, ces ménages font défaut sur leurs obligations (voir Annexe 1, sur les crédits *subprime*). S'ils sont très nombreux dans ce cas, l'organisme prêteur s'effondre et il peut à son tour entraîner dans sa chute celui qui l'a refinancé. C'est ce qui s'est passé aux Etats-Unis, où 84 sociétés de crédits hypothécaires ont fait faillite ou cessé complètement ou partiellement leur activité depuis le début de l'année jusqu'au 17 août, contre seulement 17 sur toute l'année 2006. En Allemagne la banque IKB et l'Institut public *SachsenLB* n'ont été sauvés que d'extrême justesse. Un

peu partout sont annoncées des pertes d'importance liées au *subprime*. Dans la foulée, les procédures de saisie de logements ont atteint 180 000 en juillet aux Etats-Unis, soit deux fois plus qu'en juillet 2006, et dépassent la barre du million depuis le début de l'année, soit 60% de plus qu'il y a un an. Il devrait y avoir au total 2 millions de procédures de saisie en 2007.

L'effet domino pourrait se manifester même pour des banques qui n'accordent pas de prêts hypothécaires, car les banques se prêtent les unes aux autres : si une banque a de graves difficultés dans l'immobilier, une autre banque qui n'en a pas pourra être suspectée à son tour, si elle a prêté beaucoup d'argent à la première, qui ne pourra peut-être pas la rembourser.

Comment distinguer les banques dont il faut se méfier des autres ? C'est très difficile, non seulement parce que les banques dissimulent leur exposition au risque, mais aussi parce qu'il n'est pas si facile de dire à l'avance quel débiteur fera défaut : où faire passer la frontière entre débiteurs qui ne se distinguent les uns des autres que par un degré plus ou moins grand d'insolvabilité ? Par ailleurs, si la situation économique se dégrade, celui qui était jusque-là un bon débiteur pourra entrer dans la catégorie des prêts risqués. C'est certainement là un des plus gros problèmes créés par une bulle immobilière : **il est très difficile de délimiter, dans les actifs des banques, les « mauvaises créances » des autres**. Après l'éclatement de sa propre bulle immobilière, le Japon a tenté de le faire pendant des années sans y parvenir. Cela explique la **profonde méfiance** qui s'est installée entre banques, qui empoisonne l'atmosphère, et contribue très certainement à l'aggravation de la crise actuelle. Le vendredi 10 août, en Europe, aux Etats-Unis, il s'est produit cette chose inouïe : des banques sont devenues en 24 heures suffisamment méfiantes les unes à l'égard des autres pour se refuser tout prêt, quel qu'il soit, contraignant les banques centrales à des interventions massives. En 4 jours, jusqu'au 14 août 2007, la BCE a dû fournir au marché près de 230 milliards d'euros de liquidités. Il faut cependant souligner qu'il s'agit de création monétaire et non de sommes prélevées dans la poche de tel ou tel pour les transmettre aux banques en difficulté (voir Annexe 2).

Dans un tel contexte, c'est chacun pour soi : chaque banque, en tentant de se sauver, peut contribuer à l'effondrement général. Une banque a, d'une part, des dépôts (elle doit cet argent aux déposants, particuliers ou entreprises). D'autre part, elle a : 1) les crédits de tous types qu'elle a accordés aux particuliers ou entreprises, crédits qui représentent pour elle autant de créances 2) les placements qu'elle a réalisés, en actions ou obligations (l'action est un titre de propriété et donne lieu à la distribution de dividendes ; l'obligataire, par contre, est un créancier, qui a prêté de l'argent et attend le versement d'intérêts). En cas de difficultés, la banque sera tentée de quitter ce terrain de financement de l'économie : d'une part, la suspicion étant généralisée et la prudence s'imposant, elle va restreindre la masse des crédits accordés (c'est le *credit crunch* dans la terminologie anglo-saxonne) ; d'autre part, elle va privilégier dans ses placements les obligations plutôt que les actions (considérées comme plus risquées). C'est là un double mouvement qui peut avoir de graves conséquences, car délaisser les actions contribue au krach boursier et **la restriction des crédits peut carrément paralyser l'économie et la précipiter dans la récession**. Dans la crise américaine actuelle, on a déjà constaté le glissement en faveur des obligations ; parallèlement, des organismes ayant subi des pertes sur l'immobilier chercheront peut-être à combler les trous en vendant des titres en leur possession, ce qui devrait accentuer la chute du cours de ces titres. Quant à la restriction des crédits, essentielle, elle devrait logiquement se manifester, mais il est impossible d'en dire l'ampleur à l'avance. En tous les cas, l'effet sur l'investissement des entreprises ne peut être que négatif, sans compter la difficulté pour ces dernières à se financer sur une Bourse orientée à la baisse.

Nombre de banques américaines ont, il est vrai, pris leurs précautions, en transformant les crédits qu'elles ont accordés en titres de créances, qu'elles ont vendus. L'avantage est d'éviter la concentration dans les bilans des banques de créances douteuses. L'inconvénient est de disséminer le risque dans toute l'économie nationale, voire internationale : les milliards et milliards de créances douteuses n'ont pas disparu, ils sont logés quelque part, mais où ? La méfiance devient universelle. Les fonds spéculatifs sont tout particulièrement dans le collimateur : or, il y en a 9500 dans le monde, qui gèrent la bagatelle de 1400 milliards d'euros.

### 3) Un effet, enfin, sur la dépense des ménages américains.

Cet effet est **essentiel**. Il se décompose en deux :

**a)** sur l'investissement des ménages, c'est-à-dire **sur leurs achats de logements**. Les ménages américains auront maintenant les plus grandes difficultés à financer l'achat d'un logement, par l'obtention de prêts hypothécaires auprès de banques rendues super méfiantes.

**b) sur la consommation courante**. Ici convergent les effets recensés plus haut. **Effet réel** : le bâtiment licencie déjà massivement, ce à quoi s'ajoutent les risques pesant sur l'investissement des entreprises, le tout entraînant une hausse du chômage (faible pour l'instant) ou une peur du chômage, toutes choses qui peuvent peser sur la consommation. **Effet financier** : la restriction des crédits, qui peut peser lourd pour des ménages américains habitués à consommer à crédit. Encore faut-il y ajouter le comportement de ménages endettés craignant de perdre leur logement, qui veulent faire face à leurs engagements et réduisent pour ce faire leur consommation. N'oublions pas « **l'effet richesse** », qui postule que la consommation des ménages ne dépend pas seulement de leur revenu courant, mais aussi de l'évolution de leur patrimoine, c'est-à-dire de la valeur des actifs réels et financiers qu'ils possèdent. Si cette valeur monte, ils se sentent plus riches et sont tentés de consommer plus. Mais si (comme c'est le cas actuellement aux Etats-Unis), c'est l'inverse, et que portefeuille d'actions et valeur du logement baissent tous deux, on peut s'attendre à un impact négatif sur la consommation, surtout pour des ménages habitués à « adosser » leurs crédits à la consommation sur la valeur de leur maison. Le risque ne doit pas être sous-estimé : la consommation des ménages occupe une place exceptionnelle aux Etats-Unis, représentant près de 70% du PIB (55% seulement en France). **Elle est le pilier sur lequel tout repose en définitive**, non seulement pour l'économie américaine, mais même, aussi incroyable que cela paraisse, pour l'économie du monde entier.

Si l'économie américaine entrait en récession, elle le ferait **dans un contexte particulièrement délicat**, car elle a vécu jusqu'ici au-dessus de ses moyens, **à crédit**, en s'endettant à tout va. Le taux d'épargne des ménages américains est pratiquement nul (ce taux rapporte l'épargne des ménages à leur revenu disponible), alors que, par exemple, celui des ménages français s'élève à 15,5% en 2006. Le taux d'endettement de ces ménages américains atteint en 2006 l'extraordinaire niveau de 140% (ce taux rapporte leur endettement à leur revenu disponible). Quant au déficit extérieur (financé jour après jour par le reste du monde), devenu abyssal, il représente 6,5% du PIB en 2006. Autant de traits qui sont plus ceux d'une puissance finissante, qui tente coûte que coûte de se maintenir, que ceux de l'hyperpuissance habituellement décrite.

Si l'économie américaine entrait en récession, **l'impact serait très fort pour le monde entier**, car elle joue le rôle de locomotive pour l'économie mondiale, et il n'y en a pas d'autre. Du coup, des pays émergents comme la Chine ou l'Inde, parce qu'ils ont choisi l'insertion dans la mondialisation libérale et le modèle « tiré par les exportations », peuvent voir leur économie s'effondrer, étant devenus entièrement dépendants de leurs exportations, en particulier en direction des Etats-Unis. Ainsi, la part des exportations dans le PIB chinois, de 10% il y a 20 ans, s'élève aujourd'hui à près de 40%.

### B) D'où vient la bulle immobilière américaine ?

Elle ne tombe pas du ciel, n'est pas la conséquence de la spéculation, d'une mauvaise gestion ou encore le résultat de l'irresponsabilité de « ceux qui ont joué avec le feu ». En réalité, la bulle immobilière américaine, **c'est la crise de la « nouvelle économie »**, celle de la bulle des nouvelles technologies (2001) **qui continue**. En 2000, l'éclatement de la bulle boursière a entraîné, comme on pouvait s'y attendre, une chute particulièrement sévère de l'investissement des entreprises et une montée rapide des licenciements. Mais la récession ne s'est pas transformée en véritable dépression, grâce aux dépenses des ménages. D'énormes moyens ont été mis en œuvre pour y parvenir. Le premier d'entre eux a été une baisse extraordinaire du taux de la banque centrale américaine (voir

Annexe 2), taux ramené en un temps très court de 6% à 1% (soit un taux réel négatif, si on tient compte de l'inflation). Prolongeant une fuite en avant depuis longtemps engagée aux Etats-Unis, **le robinet du crédit a été ouvert à fond**, ce qui a grandement facilité le crédit hypothécaire et **lancé la bulle immobilière**. Le médicament pour soigner la bulle boursière est devenu la drogue de la bulle immobilière : on n'est sorti d'une bulle que pour tomber dans l'autre, et parce qu'on est tombé dans l'autre. C'est ainsi que le taux d'endettement des ménages américains a bondi de 107% en 2001 à 140% en 2006, ouvrant la voie à **la crise de surendettement que nous observons aujourd'hui**.

### C) Quelles leçons en tirer ?

La succession des bulles (et de leurs effets) est une question de système. A partir du début des années 1990, on note une succession de crises financières : celle du Mexique en 1995, de l'Asie du sud-est en 1997, de la « nouvelle économie » en 2001, et l'actuelle enfin. Des crises financières de ce type, on n'en avait pas connu depuis la grande dépression. De la même façon, le seul précédent à la bulle boursière des nouvelles technologies de la fin des années 1990 est celle de 1929 : entre les deux, il n'y a rien de comparable. La conclusion coule de source : **le grand responsable, c'est la mise en place de la mondialisation libérale**, guidée par la recherche acharnée du profit. Ce n'est qu'à partir de son instauration que tout a commencé (ou, plutôt, recommencé). Ce système est miné par l'instabilité. Quand il marche, c'est au profit d'une minorité, aux dépens de ceux qui produisent les richesses. Quand il ne marche pas, il entraîne toute la population dans sa chute.

S'il y a une récession américaine, il faut agir de toute urgence. S'il n'y en a pas, ce n'est pas une raison pour rester les bras croisés : il y a eu suffisamment d'avertissements pour que nous en tenions compte avant qu'il soit trop tard. Il faut tout reprendre de A à Z, balayer la mondialisation libérale, le tout marché, l'inadmissible liberté laissée à la rapacité du profit. La banque centrale américaine (la Fed), la BCE, celle du Japon, etc., qui se scandalisent dès qu'on évoque la moindre intervention sur le terrain économique, n'ont pas hésité à déverser des milliards d'euros ou de dollars pour sauver le système qui leur tient tant à cœur (Annexe 2). Il y a donc un devoir d'ingérence économique, mais cette fois en faveur de l'immense masse de la population, les travailleurs, de façon à ce qu'ils ne supportent pas les conséquences d'une crise provoquée par la recherche insatiable du profit, et que l'on ouvre enfin la voie à un système tourné vers la satisfaction des véritables besoins sociaux.

## **Annexe 1**

### **Les crédits *subprime***

Le terme désigne des prêts immobiliers dits « à risque », car consentis (souvent à taux variables) à des ménages à la solvabilité fragile. Avec l'augmentation générale des taux d'intérêt, les obligations de versements de l'emprunteur sont devenues de plus en plus élevées, certains se retrouvant dans l'impossibilité d'y faire face. Tant que les prix des logements montaient, il était possible de repousser les échéances, en empruntant à nouveau avec comme garantie un logement valant plus cher qu'avant. Avec l'éclatement de la bulle et la chute du prix des logements, cela n'a plus été possible, il n'y avait plus d'échappatoire.

## **Annexe 2**

### **Injection de liquidités**

Le système bancaire est organisé de façon pyramidale : au sommet la banque centrale, en dessous les banques dites de second rang (par exemple, Société Générale, BNP, etc.). Aux Etats-Unis, la banque centrale est la Federal Reserve Bank (dite aussi la Fed). En Europe, il y a un rang supplémentaire : BCE, Banques centrales des divers pays, banques de second rang. Les dépôts sont pour les banques de second rang des dettes « courtes » : les sommes qu'ils contiennent peuvent être retirées par les déposants immédiatement ou dans des délais brefs. Par contre, les crédits qu'elles accordent le sont pour un temps « long » (plusieurs mois, peut-être plusieurs années). Quant aux placements, ils ne sont pas faits pour être liquidés du jour au lendemain. En somme, la banque transforme du « court » (à échéance courte) en du « long » (à échéance longue). On voit tout de suite le problème qu'il y a dans le décalage entre les deux : bien qu'ayant de bons débiteurs et de bons placements, une banque peut se trouver à **court de liquidités** (c'est-à-dire, pour aller vite, des euros émis par la BCE ou des dollars émis par la Fed). Dans ce cas, elle peut s'adresser aux autres banques (marché interbancaire), ou, de façon plus générale, au marché monétaire (où interviennent aussi les entreprises) ou enfin à la banque centrale. Celle-ci, si elle le décide, accorde des crédits en sa monnaie aux banques de sa zone. Elle le fait à un certain taux, fixé à l'avance. On dit de la banque centrale qu'elle est « le prêteur en dernier ressort » et qu'elle « refinance » les banques de second rang.

La BCE et la Fed ont été contraintes d'alimenter ainsi en liquidités, et pour d'extraordinaires montants, les banques de leurs zones, parce que le marché interbancaire a brusquement cessé de fonctionner : la méfiance était telle que les banques refusaient désormais de se prêter de l'argent les unes aux autres. Si la crise de liquidité est écartée, cela ne veut pas dire que toute crise bancaire le soit. Une **contrainte de rentabilité** particulièrement lourde pèse sur les banques: les capitaux qui y sont investis doivent être rémunérés au meilleur taux et tout crédit non remboursé ou tout mauvais placement sont durement sanctionnés. Les pertes liées à la crise immobilière viendront en déduction des profits, ou seront couvertes par de nouveaux apports de capitaux (s'ils sont possibles) ou mèneront à la faillite.