

Le marché immobilier et la ville : réflexions à partir de la crise des subprimes

Angle mort de la recherche.

Tirer parti du travail de thèse pour réfléchir à la crise des *subprimes*.

1. retour sur la crise des *subprimes*
2. discussion

Un événement majeur : pour la première fois depuis 1929, on a une crise qui réunit toutes les composantes de la Grande Dépression :

- krach boursier
- crédit *crunch*
- crise immobilière (ici effondrement des prix. Le problème de la crise immobilière, c'est qu'on est toujours en crise : quand les prix sont hauts, c'est la crise, quand ils sont bas, c'est la crise)
- ajustement des stocks/capacités de production : les stocks s'épuisent (on vend les stocks) et on ne produit pas (Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, 2010).

Crise intrinsèque à l'organisation du marché, notamment aux rôles des banques.

Contexte de dérégulation bancaire : Abrogation fin 1990's d'une loi qui servait à séparer les activités de dépôts et d'investissement (abrogation du *Glass-Steagall Act* par le *Gramm-Leach-Bliley act* en 1999). Les banques s'essayaient alors au « transport » : elles jouent les dépôts sur le marché. La conséquence, c'est une interpénétration des activités de banque et d'organisation du marché. Les *subprimes* jouent dans ce processus un rôle fondamental. Mais la « bulle immobilière », symptôme de la crise, n'est pas sa cause, de même que la faillite de *Lehman Broser* n'est pas un déterminant.

La crise est largement due à des caractéristiques structurelles de l'économie nord-américaine et du modèle social nord-Américain qui l'accompagne depuis une trentaine d'années : l'affaiblissement de la production de bien au détriment des services et la montée des inégalités (cf. étude de l'OCDE de 2008 sur les inégalités). En outre, les UEA sont les plus grands consommateurs du monde grâce à un fonctionnement fondé sur l'endettement.

Le marché foncier et très lié au marché immobilier et le marché immobilier a un rôle fondamental comme condition de possibilité et pas seulement comme simple cause : on ne peut pas dire que c'est la faute au marché immobilier. Il y a une série de conditions systémiques en amont et en aval qui expliquent la crise et la nourrissent. Il est donc nécessaire de prendre cet événement étatsunien puis très vite mondial comme lentille grossissante pour questionner les concepts et méthodes pour penser le rapport entre espace et valorisation économique.

Plan

1. La crise des *subprimes*

2. Le rôle fondamental du modèle d'accession à la propriété

Discussion

- L'économie résidentielle et des territoires. Il faut ici rappeler que la part des transactions foncières et immobilières dans le PIB a connu une évolution pour le moins surprenante : si on prend la France, on est à 1% en 1948, en 2006 à 14%. Sous la Restauration, on était à 11%. Cela signifie que la place économique du foncier et de l'immobilier est plus importante aujourd'hui que sous Balzac, alors qu'on pourrait penser que ces secteurs sont archaïques et réservés à des sociétés rurales.
- Valeur de l'espace et prix de l'immobilier.

1. La crise des *subprimes*

Les signes avant-coureurs : croissance de l'écart entre les taux d'intérêt des prêts interbancaires et le cours des bons du trésor : signe de défiance des banques. Les banques vont se financer ailleurs que chez leurs confrères car elles ont peur que celles-ci fassent défaut.

À l'automne, les prix immobiliers sont au plus bas. La crise pointe. Or, on nie la possibilité de la crise, pendant la phase de maturation et lors de sa réalisation.

La crise se nourrit de la dérégulation bancaire évoquée précédemment qui permet la création de nouveaux produits. À partir des années 1980 en effet, les États se financent sur les marchés ne pouvant plus demander à leurs banques centrales de fabriquer de la monnaie. Les banques centrales étant indépendante, les États sont obligés de se financer sur les marchés et paient donc comme tout le monde.

L'abrogation de la GSA permet les fusions bancaires et favorise la concentration. Celle-ci crée énormément de concurrence. Ceci favorise la création de produits hautement rémunérateurs. Le but est de « battre le marché », c'est-à-dire de trouver des produits qui dépassent le rendement moyen sur le marché car alors, on attire les clients contre les concurrents.

Ces nouveaux produits, les dérivés, sont fondés sur la titrisation, c'est-à-dire l'échange de créances de dettes sur les marchés. La titrisation, c'est la transformation en produits financiers des dettes. On transforme en liquidité (chose qu'on peut s'échanger) des stocks. Cela permet de faire de l'argent puisque quand on s'échange des produits, il y a des intermédiaires qu'on paie, ce qui crée de la plus-value.

Ces pratiques sont très risquées quand on les prend individuellement mais sont justifiées par la théorie moderne du portefeuille (en gros, on ne met pas tous ses œufs dans le même panier) : si on diversifie les actifs, on peut viser l'indépendance statistique des risques. Si on compose bien son portefeuille, on peut tempérer le risque d'un produit par les autres. Par ailleurs, on divise les actifs financiers et on les disperse pour là encore réduire les risques. Du coup, tout le monde en possède.

Autre pratique, la dérivation. Les dérivés sont des produits financiers dont le prix dépend de celui d'un autre actif, appelé le sous-jacent. Par exemple, de la maison qu'on a hypothéqué pour accorder le prêt. Il s'agit au début de contrats à termes (*future*) : par exemple, on fait des contrats sur la future récolte, c'est-à-dire sur le blé qui n'est pas encore là (le blé est le sous-jacent).

Très vite, on complexifie : on dérive des produits déjà dérivés de produits dérivés (dérivation au carré, puis au cube) : on arrive à des options d'achat sur des options d'achats de produits qui n'existent pas. Cela marche quand la confiance est là, mais si il y a un problème, on ne sait plus à qui s'adresser.

On crée par ailleurs des produits structurés, c'est à dire des actifs composites. Les produits structurés s'appellent ainsi car ils résultent de la combinaison des diverses tranches de sous-jacents, classées en fonction de leur risque de non remboursement. Les tranches sont plus ou moins risquées : les premières tranches sont les moins risquées (ce sont les tranches qu'on va rembourser au moment de la contraction du prêt), mais les dernières sont très risquées (dans 30 ans, est-ce qu'on pourra rembourser ?) et du coup, ont des plus-values énormes.

Le problème se pose pour les tranches du milieu. On va les diviser car on n'arrivait pas à la vendre : les tranches les plus élevées sont très risquées, mais très demandées car les plus-values sont énormes. La première tranche très sûre est très demandée aussi. En revanche la tranche intermédiaire ne se vend pas : donc on la divise et les premières tranches de cette division, on les note AAA, comme la dette souveraine de l'Allemagne, alors qu'on a un produit divisé d'un actif déjà risqué.

Si l'on revient au marché, peu à peu, les créances (par exemple les prêts immobiliers) titrisées deviennent les sous-jacents des produits structurés. Quand on fait cela, le prêt qu'on a accordé n'est plus dans les comptes de la banque : c'est un produit qui s'échange sur les marchés. C'est donc particulièrement intéressant pour les banques, cet avantage s'ajoutant aux précédents déjà décrits de la titrisation et de la dérivation.

Les *subprimes* seront l'un des ingrédients de base de cette innovation financière qui marque le capitalisme financier à partir des années 1980. Les *subprimes* sont des prêts hypothécaires risqués. On hypothèque le bien pour l'acheter. Ce sont des actifs de mauvaise qualité :

- ratio entre l'apport et le prix final du bien est mauvais (*loan to value*) : l'emprunteur a un apport très faible alors que la valeur du bien immobilier est élevée.
- score FICO est mauvais : évaluation de l'emprunteur qui montre que le profil de l'emprunteur fait qu'il risque d'avoir du mal à rembourser.

La banque pouvait refuser le prêt, mais en pratique, ne le fait jamais.

Fin 2006 : la part des *subprimes* était de 12% sur les 10000 milliards d'encours totaux. Cela paraît faible mais ce chiffre prend en compte tous les encours, par exemple, les prêts souscrits il y a trente ans. Si on regarde 2006, juste sur les prix de l'année, on est à 21% de *subprimes* contre 50% de *primes*.

Cette augmentation s'explique par la détérioration du pouvoir d'achat et par l'explosion des prix de l'immobilier.

Or, ces *subprimes* favorisent des mécanismes à la Ponzi : les endettés ne peuvent s'en sortir que par le refinancement de leurs prêts, rendu possible par l'appréciation des biens immobiliers (et effectivement, les prix s'envolent). Problème : en 2003, les taux directeurs de la FED étaient au plus bas, ceux des banques aussi : les taux ne pouvaient que varier. Or les prêts étaient à taux variables. Les taux montant, les emprunteurs ne peuvent plus rembourser. Du coup, les emprunteurs ont dû à nouveau emprunter pour financer leurs remboursements. Et les banques accordaient les prêts car elles pensaient que l'immobilier continuerait à croître. Les banques se rembourseraient de toutes façons sur le bien hypothéqué. Sans compter que c'est très rémunérateur car sur un prêt il y a des intérêts : donc on prêtait des capacités de désendettement, nourrissant la fameuse spirale du « surendettement ». C'est tragique pour l'emprunteur. Mais c'est aussi catastrophique pour les banques car elles prêtaient de l'argent qu'elles n'avaient pas puisqu'elles se fondaient sur les hypothèques contractées (elles se fondaient donc sur la valeur d'un bien immobilier qu'elles ne possédaient pas et qui pouvait baisser).

Ce système fonctionne tant que la confiance est là et que les prix de l'immobilier sont hauts. Mais si subitement on demande de rembourser, ça ne marche plus.

Et justement, on a assisté à un retournement du marché : subitement, il y a un renversement de la confiance. *Greed and fear*. Ce retournement des marchés n'est pas à l'heure explicable.

Tant que les prix de l'immobilier augmente, le système tient. Ce n'est plus le cas en cas de retournement : les emprunteurs se retrouvent sur l'eau car la maison vaut moins que prévu. L'emprunteur voit sa maison saisie et en plus, il doit rembourser la différence entre le prix de la maison au moment de l'hypothèque et le prix actuel de la maison, somme qu'il n'a évidemment pas.

Or, les *subprimes* avaient été divisés et distribués partout. La dissémination/l'indétermination des risques du fait de l'éparpillement des créances va bloquer les prêts interbancaires (dilemme du prisonnier : on aurait intérêt à coopérer, mais on ne le fait pas parce qu'individuellement ce n'est pas le cas). Les banques se méfient de leurs confrères (*cf. supra*). On a alors une crise des liquidités : les banques ne se prêtent plus entre elles.

La question qui se pose ici est de savoir pourquoi cette crise qui ne porte « que » sur 3000 MM\$ a eu des conséquences supérieures à la crise des nouvelles technologies qui portait sur 15000 MM\$? La réponse, c'est l'immobilier. Il ne s'agissait pas de gens qui jouaient en bourse qui perdaient de l'argent. C'était des gens qui perdaient leur maison.

2. L'accession à la propriété : modèle anthropologique facteur de blocages macro

Les origines de la crise des *subprimes* sont à rechercher largement dans la crise des nouvelles technologies. Bush avait utilisé cette crise pour réduire les impôts. L'efficacité de cette mesure avait été minime : en gros, quand on donne aux riches, ils thésaurisent et justement, les impôts (et donc leur baisse) concernent les riches. On a montré qu'aux EUA, seulement 1/5 des cadeaux fiscaux ont été investis.

Parallèlement, Greenspan baisse les taux directeur d'où un afflux de liquidités qui aurait dû relancer la consommation. Mais les capacités de production étaient déjà sous-utilisées : les entreprises américaines avaient déjà assez de capital fixe (machine, employés) pour répondre à une hausse de la demande. L'argent, les liquidités, ne sont pas investies dans le secteur productif comme prévu mais dans l'immobilier et la consommation ! Par parenthèse, cet afflux de liquidité était en plus facilité par le montant de l'épargne dans certains pays.

En outre, l'accession à la propriété est érigée en modèle. L'accession à la propriété permet de profiter de l'afflux de liquidités pour générer des plus-values sur les produits financiers par les processus évoqués ci-dessus. Le but était de « liquéfier » le plus possible le système pour permettre d'échanger le plus possible les produits. Il fallait donc prêter le plus d'argent et multiplier les opérations qui rapportent une commission. Les titres étant tous collatéralisés (adossés à un actif, maison ou crédit), on a cherché à multiplier les collatéraux. Pour cela, il y avait deux solutions : soit on multiplie les prêts, soit on multiplie les produits résultants des prêts en favorisant la dérivation.

D'où deux phénomènes de fond :

- 1) on a favorisé volontairement le développement du crédit immobilier par et pour la promotion de l'accession à la propriété
- 2) on a favorisé la dérivation, la titrisation et la structuration des produits financiers

Sous Bush, l'accession à la propriété privée a été vue comme une solution à la crise des nouvelles technologies, comme un moyen de créer des richesses. Ce modèle de l'accession à la propriété a été porté par tous les acteurs (promoteurs, politiques, etc.).

Quels sont les facteurs sous-jacents de cet idéal du « tout propriétaire »

- des racines idéologiques du « tous propriétaires ». C'est la tragédie des communs revisitée : article très connu de Garrett Hardin, qui montre que si existe des propriétés communes ou biens communs (les communaux), on aboutit à une détérioration du bien. Comme ce sont des biens publics, tout le monde en prend soin et donc les surexploite. C'est totalement faux. Le travail d'Hardin est *a priori*. Mais quand on regarde empiriquement, on voit qu'on a des communaux dans des sociétés holistes et non individualistes, qui donc par essence très structurées autour de la communauté, avec un fort contrôle du groupe sur l'utilisation de la ressource. Toutefois cette idéologie est très ancrée dans la droite conservatrice. Chez Nicolas Sarkozy par exemple devenir propriétaire, permet de bien entretenir les parties communes.

- l'externalisation de la sécurité sociale : que ce soit réel ou que ce soit craint, il existe une inquiétude quand à l'assurance d'avoir une vieillesse sans risque. Disposer de son logement une assurance dans la société de l'État-Providence en crise pour la vieillesse en particulier. Pour la droite conservatrice, l'externalisation de la sécurité sociale permet de développer les « fonctions d'entreprises » : l'État en s'occupant de certaines choses qui ne le regardent pas prive les entreprises de cette charge qui générerait de l'emploi, etc. et donc des richesses pour les populations. On a pu montrer que c'était totalement faux et que le modèle de l'assurance privé était moins efficient, mais cette idée reste très prégnante.

Le rôle de l'État dans cette promotion du modèle d'accession à la propriété est fondamental : ce constat tend à relativiser les discours souvent entendus depuis la crise

sur le retour de l'État face au marché. Par ailleurs, ce modèle d'accèsion à la propriété n'est pas remis en question par les grands économistes.

Or, le crédit est une conséquence de ce modèle. Ceux qui sont propriétaires de capitaux ont tout intérêt à les prêter et ont donc intérêt à favoriser la consommation immobilière. Dans ce contexte d'ailleurs, les éventuels emprunteurs sont plus à même d'imposer leurs conditions : le banquier ne demande qu'à prêter et les emprunteurs sont en position de force pour négocier avec la banque puisque tout le monde veut prêter.

C'est pour cela que se développe tout une série de prêts risqués : les *cov-lites* (légers en avenants au contrat), *teaser rates* (prêts aguicheurs) et « prêts menteurs » (on ne vérifiait pas les garantis de l'emprunteur). Tout est fait pour favoriser l'emprunt. Et cela fonctionne. On a une croissance de l'endettement massive : la dette des ménages en % du revenu disponible passe de 105 à 140% aux EU, de 120 à 170% au RU, de 70 à 80% en Europe.

On a par ailleurs un décentrement de la perspective : on ne s'intéresse plus aux revenus des emprunteurs mais à la valeur du bien.

La conséquence de tout cela, c'est que la société change : le taux d'épargne moyen aux EU était tombé à 0%, donc certains ménages avaient des taux d'épargne négatif. Se crée une éthique de la dette : on passe d'une société où la valeur travail était fondamentale (effort/récompense) à une société de la dette où on raisonne en termes fautes/promesse (c'est la faute de celui qui emprunte : jugement moral sur l'opportunité des emprunts par des populations vulnérables).

Se développe aussi un pouvoir créancier qui se mesure à la capacité à transformer l'argent en dette et la dette en propriété. Ce pouvoir créancier se mesure aussi à sa capacité à influencer directement sur les rapports sociaux qui structurent nos sociétés.

Un effet direct de ces mécanismes, c'est la réémergence de la rente dans le discours : dans une société où la production n'est plus première, on réduirait le profit économique à des rentes, c'est-à-dire de la plus-value qu'on accapare du simple fait que l'on dispose au départ la propriété de l'argent, d'un capital. Le profit se transforme-t-il en rente ?

Ce qui est frappant en France, c'est que certes les banques ont fait leurs choux gras sur les emprunts et la hausse de l'immobilier, mais ce sont surtout les rentiers qui ont profité et nourrit ce système, en revendant des biens trois ou quatre fois plus chers sans avoir rien fait sur cet objet. Le seul fait de posséder un bien immobilier produit des plus-values sans rien avoir à faire de plus.

On voit ici tous les ressorts sociaux qui se cachent derrière la hausse des prix immobiliers et avec elle, la crise des *subprimes*. En France par exemple, la rente appartient aux retraités. Or, du fait de la déficience de la prise en charge de la dépendance, on entretient ce système : on achète pour se assurer sa retraite.

Bilan : Le modèle anthropologique de l'accèsion à la propriété est une contrainte macro, un pouvoir d'inertie, qui va peser ensuite sur l'aménagement du territoire. Il conduit à une privatisation de la politique du logement qui bloque beaucoup de choses qu'il s'agisse de politiques de la ville, de projets d'aménagement ou de ville durable. Cette privatisation et cette société de la rente explique les NYMBI par exemple puisque

la valeur du bien est fondamentale (si on construit un TGV, la valeur de mon bien s'effondre, donc je m'y oppose). La question est alors de savoir si l'on peut-on raisonner de la même façon sur l'espace à une époque où cet espace est patrimonialisé (au sens l'espace devient un patrimoine financier, pour la rente) par ce projet politique et anthropologique de l'accession à la propriété ? Cette explication va beaucoup plus loin que « c'est la spéculation » : il y a des blocages macro, qui sont liés à ce nouveau modèle anthropologique et politique qui a nourrit, produit, la crise des *subprimes* et qu'elle a révélé.