



**Intervention de Monsieur Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France,  
au Forum de l'Immobilier CBRE le 19 février 2008**

-----  
**Quelques réflexions sur l'immobilier et les turbulences financières**

Nous avons deux raisons majeures, aujourd'hui, de nous intéresser spécialement à la situation de l'immobilier dans le monde.

D'abord, parce que le secteur immobilier aux Etats Unis est une source d'incertitude et d'inquiétude pour la croissance américaine, et, par contagion, pour la croissance mondiale.

Ensuite, parce que nous connaissons actuellement une période de turbulences financières fortes et prolongées. Ces turbulences ont trouvé leur origine dans une crise du crédit immobilier, toujours aux Etats Unis (dans le secteur dit des "subprime"). Mais leurs effets se sont diffusés, au sein de la sphère financière et, avec une rapidité et une ampleur surprenante, dans l'ensemble du monde industrialisé.

Je me concentrerai principalement, aujourd'hui, sur ce deuxième aspect : les turbulences financières. Mais il est clair qu'elles sont indissociables de l'évolution macroéconomique et immobilière, avec laquelle elles interagissent en permanence, et dont je parlerai aussi.

Je suis heureux de pouvoir partager avec vous quelques réflexions. Nos concitoyens s'interrogent légitimement sur la finance, son rôle, son utilité et ses dangers. Nous serons d'accord, je pense, pour dire que notre économie a besoin d'un secteur financier puissant, innovateur et dynamique ; mais aussi, comme toute activité humaine et peut être plus que d'autres, la finance peut donner lieu à des excès quand les principes fondamentaux d'une saine gestion du risque sont oubliés ou ignorés.

Il faut donc trouver le bon équilibre, tâche d'autant plus difficile que l'innovation vient constamment modifier l'environnement, créer de nouvelles techniques financières, faire apparaître de nouveaux acteurs.

L'immobilier illustre bien cette dynamique. Au cours des dernières décennies, le financement du logement et de la construction a bénéficié d'une vague forte et continue d'innovations.

Nous avons pu, en France, tirer tous les avantages de cette évolution. Je citerai en exemple la réforme de l'hypothèque, introduite en 2006, qui a créé deux nouveaux produits : l'hypothèque rechargeable, qui permet d'hypothéquer son bien immobilier pour obtenir des liquidités ; et le prêt viager hypothécaire, qui permet d'hypothéquer son bien immobilier et d'en extraire des versements réguliers. Ces deux réformes permettent aux ménages de mieux gérer leur patrimoine et d'utiliser plus facilement leur bien immobilier comme garantie pour obtenir le financement d'achats non nécessairement liés au logement.

Ces réformes ont été conduites avec prudence : le « rechargement » des crédits hypothécaires étant limité au montant initial mentionné au moment de l'inscription de l'hypothèque ; ceci permet d'éviter toute spéculation sur l'évolution future des prix de l'immobilier et, d'empêcher, en cas de hausse puis de chute des prix, un effet cumulé de surendettement puis d'appauvrissement et de l'emprunteur.

Un autre exemple est la mise en place récente des Organismes de placement en immobilier (OPCI). Ces instruments de gestion collective à prépondérance immobilière, conçus dans un cadre juridique largement inspiré de celui des OPCVM, permettent aux épargnants d'investir dans la pierre avec une faible mise de départ, une mutualisation et une certaine "dé-corrélation" des risques. Ils leur permettent également d'obtenir des revenus réguliers sans subir les contraintes de la mise en location. Ils présentent enfin des avantages liés à la « pierre-papier », notamment en termes de liquidité (actif immobilier complété d'instruments financiers et de liquidités pour assurer les souscriptions - rachats).

Ces nouveaux produits ont été élaborés dans un cadre sécurisé : les produits et les acteurs – notamment les sociétés de gestion – sont agréés par l'AMF ; des ratios prudentiels et des exigences de transparence ont été imposés. Mais, en même temps, ces produits sont adaptés aux différents publics auxquels ils s'adressent : les exigences applicables sont allégées pour les OPCIs destinés aux seuls investisseurs institutionnels.

Bien d'autres changements sont également intervenus : la durée des crédits s'est allongée, les formules ont gagné en souplesse et en diversité, le système s'est de mieux en mieux adapté aux besoins des emprunteurs.

Il faut souligner l'importance de ces innovations pour l'économie, le bien être de nos concitoyens et la satisfaction de leur aspiration légitime à la propriété. Par contraste, il existe encore, dans le monde, des pays émergents - et non des moindres - dans lesquels l'absence de crédit contraint les ménages à préfinancer intégralement l'achat de leur logement sur une épargne déjà constituée.

Mais ces progrès ne vont pas de soi. Derrière les produits financiers simples, en apparence, qui sont offerts aux emprunteurs, se cache une ingénierie financière développée et sophistiquée. Par exemple, autoriser un particulier à rembourser son prêt par anticipation est équivalent à lui offrir une option de taux d'intérêt ce qui implique, en permanence et sur une longue durée, de gérer le risque et la position qui en découlent.

La fonction essentielle de toute cette ingénierie financière est, en définitive, de mieux répartir les risques entre les agents économiques. Grâce à cette répartition, les emprunteurs peuvent bénéficier d'un meilleur accès aux capitaux. Les épargnants sont mieux à même de diversifier et de gérer leur portefeuille. L'économie toute entière en bénéficie. En particulier, les projets les plus innovants, souvent plus risqués, sont ainsi mieux financés.

Les innovations financières des dernières décennies ont favorisé cette distribution du risque dans l'économie, avec, en particulier, la combinaison de produits dérivés et de la titrisation des actifs. Je dirai un mot de celle-ci car, tout le monde le sait, elle joue un rôle central dans les turbulences actuelles.

Le processus de titrisation consiste à regrouper des créances pour les céder à une entité – un « véhicule » ad hoc – spécialement créée à cet effet. Ce véhicule émet ensuite des titres destinés à être souscrits par les investisseurs. Le risque de crédit est ainsi transféré au marché, en même temps que celui-ci prend en charge le financement. La titrisation permet donc à des entreprises d'obtenir des financements à un meilleur coût ou même parfois des financements qui ne leur auraient pas été accordés autrement. Par exemple, une PME ayant un accès restreint au crédit bancaire pourra, en titrisant les créances qu'elle détient sur des grandes entreprises réputées, se refinancer à moindre coût et engager ainsi les nouveaux investissements nécessaires à son développement. Cela s'applique également dans le cas

d'opérations immobilières. Unibail a ainsi refinancé l'immeuble Cœur Défense par une opération de titrisation à hauteur de 820 millions d'euros (sur une valeur totale de 1300 millions d'euros pour financer le projet).

### *Les conditions d'une titrisation efficace*

Il existe toutefois des conditions pour que le processus de marché sur lequel se fonde la titrisation produise des résultats bénéfiques à l'économie : les risques doivent être correctement mesurés et appréciés ; la transparence des marchés doit être assurée ; et, finalement, le système doit présenter une robustesse suffisante face aux chocs. Force est de dire que, s'agissant des crédits immobiliers dans la période récente et dans certains pays, ces conditions n'ont pas toujours été réalisées.

A la base de la crise des subprimes, on trouve tout d'abord de graves défaillances dans l'évaluation des risques. Celles-ci apparaissent dès l'octroi des prêts assuré par des courtiers, non supervisés, et non par des banques. Ces courtiers sont d'autant moins incités à évaluer le risque que celui-ci est très rapidement (en moins de trois mois) transféré dans son intégralité au secteur bancaire. Les banques elles-mêmes, cédant les prêts au marché sont très faiblement incitées à s'assurer de leur qualité. C'est donc finalement au stade de la titrisation que s'effectue, en principe, le contrôle du risque.

D'où l'importance d'une évaluation fiable et transparente. Or, cette transparence s'est révélée insuffisante. La crise immobilière puis financière a montré que les investisseurs manquaient de repères et d'informations fiables pour effectuer des choix avisés.

Cela tient, en partie, à la nature même des produits titrisés, de plus en plus complexes, dont la structuration est fondée sur des modèles et dont la valorisation nécessite une expertise poussée. Mais aussi aux malentendus créés par le processus de notation.

La notation est en principe une technique simple, permettant à tous les opérateurs de disposer conjointement d'une information simple, lisible et synthétique sur le risque de crédit attaché aux diverses classes et catégories d'instruments financiers. L'activité de notation s'est développée parallèlement à celle des marchés obligataires. Mais un pas supplémentaire a été franchi avec le développement des produits structurés. Les agences ont trouvé là un rôle qui dépasse très largement celui de fournisseur d'informations. La notation est partie intégrante de la conception et de l'ingénierie financière de ces produits. Les agences fournissent les

méthodes et les modèles qui permettent d'évaluer les risques et leur corrélation. Elles imposent les caractéristiques (de liquidité, de réhaussement de crédit) auxquelles doivent satisfaire les véhicules de titrisation pour pouvoir émettre. Cette extension de leur rôle et de leurs fonctions leur vaut désormais d'être rendues responsables des excès, des dysfonctionnements et des turbulences qui affectent, depuis trois mois, les marchés de produits structurés.

Nous devons donc réfléchir au contenu des améliorations possibles permettant de restaurer le système de notation dans son intégrité, compte tenu de son rôle irremplaçable dans le développement de marchés financiers modernes.

Je citerai trois pistes, parmi d'autres : une plus grande transparence des méthodes de notation et de l'ensemble du rôle des agences dans le processus de titrisation. Une différenciation marquée des métriques entre notations obligataires et structurée, qui permettrait au marché de restaurer un certain degré de confiance dans les notations. Enfin, la mise en place d'une notation spécifique du risque de liquidité.

Nous avons découvert à l'occasion des récentes turbulences la fragilité des structures et des véhicules hors bilan sur lesquels repose la titrisation. Les conduits, notamment les véhicules d'investissements structurés (SIV), n'ont pas été conçus pour absorber les chocs. Ces véhicules ne détiennent pas de fonds propres et sont donc largement tributaires des mécanismes de couverture de liquidité fournis par leurs banques sponsors avec les quelles les relations sont parfois très ambiguës. Il peut exister un *hiatus* entre les engagements juridiques pris par les banques et le « véritable » niveau de responsabilité qu'elles ont estimé devoir assumer pour protéger leur réputation.

Cette combinaison de complexité et de fragilité a peut-être été trop lourde à supporter par le système. Il faut donc nous demander si nous pouvons éliminer ces vulnérabilités tout en conservant les avantages liés à la titrisation. Sans doute, pour que le modèle de titrisation fonctionne, ne peut-il y avoir une trop grande déconnection entre la répartition du risque et celle du capital dans le système. Il est significatif que les problèmes soient apparus sur les compartiments de marché (les conduits et en particulier les SIV) sur lesquels il n'y avait pas de capital disponible pour absorber les chocs.

Les mêmes innovations qui aident au financement de l'économie peuvent encourager la prise de risque excessif, produire une offre de crédit surabondante, accélérer la hausse des prix d'actifs, qui elle-même génère une demande accrue de crédit. Les conditions sont alors réunies pour un processus cumulatif éloignant progressivement le prix de sa valeur fondamentale, ce que l'on appelle communément une "bulle".

Au-delà de l'euphorie passagère qu'elle déclenche, les effets d'une telle bulle sont très délétères. Il y a, bien sûr des gagnants mais aussi des perdants et ceux-ci sont souvent les ménages les moins informés et les plus démunis. Le renversement de la tendance des prix peut engendrer des conséquences macroéconomiques néfastes.

Il est difficile de détecter précisément quand les prix immobiliers s'éloignent de l'équilibre. De fortes hausses peuvent être motivées par les données fondamentales de l'économie. La pression démographique, le désir légitime d'accession à la propriété, les contraintes d'aménagement du territoire sont autant de facteurs qui peuvent expliquer les hausses de prix. C'est dans ce contexte qu'il convient, me semble-t-il d'interpréter la situation française.

Le prix des logements, sur les 10 dernières années, a fortement augmenté en France [+7,1% par an en moyenne] mais moins vite que chez la plupart de nos voisins européens, à l'exception notable de l'Allemagne sans même évoquer la progression aux Etats-Unis, plus de 11 % par an de 1995 à 2006.

Cette hausse est cependant intervenue après cinq années de stabilité complète des prix. La demande a été soutenue par la démographie, la progression forte du pouvoir d'achat des ménages au cours des dix dernières années (2,7 % en moyenne contre 1,8 % dans la zone euro) ainsi que diverses mesures de politique économique telles que la baisse des droits de mutation.

L'innovation financière a aussi joué son rôle et il est bien évident, que, comme dans tous les pays, le faible niveau des taux d'intérêt a constitué une puissante incitation, comme l'illustre la croissance rapide des crédits à l'habitat, avec un rythme de progression annuelle proche de 16% en 2006 et qui est encore aujourd'hui de près de 13%, contre moins de 8% pour la zone euro dans son ensemble.

Cette évolution ne peut se poursuivre sans danger, mais la situation française reste solide. L'endettement des ménages français est en effet très inférieur à celui de la plupart des autres pays. Cet endettement représente moins de 72 % de leur revenu disponible brut alors qu'il est de près de 100 % dans le reste de la zone euro, de près de 140 % aux Etats-Unis et de plus de 150 % au Royaume-Uni. Enfin, la part traditionnellement importante que revêtent en France les prêts à taux fixe, par rapport aux pays où l'offre bancaire est davantage tournée vers des prêts à taux variables, constitue une protection contre les risques d'insolvabilité des ménages en cas de tensions financières ou d'évolutions brutales et non anticipées du marché immobilier.

### *Perspectives économiques*

Je terminerai par quelques mots sur les perspectives économiques. Nous sommes encore au cœur des turbulences et la situation évolue chaque jour et très rapidement. Tout diagnostic est nécessairement incertain.

Depuis que les turbulences sont apparues dans l'été 2007, nous pouvons, je pense, distinguer trois phases différentes dans le déroulement des événements.

D'abord, à partir du mois d'août jusque vers fin octobre – novembre, le problème dominant est celui de la liquidité des marchés. Les marchés de "commercial papers", bien sur, mais aussi les marchés interbancaires. Ces problèmes de liquidités conduisent les banques centrales à intervenir avec l'ampleur et selon les modalités vous connaissez. Tout le monde reconnaît que ces interventions ont été un grand succès.

Une deuxième phase s'amorce au début du mois de novembre. La question se déplace de la liquidité des marchés vers une interrogation sur les pertes, la solidité, et parfois la solvabilité de certaines grandes banques (non françaises).

Enfin, depuis le mois de décembre, nous sommes entrés dans une troisième phase, marquée par des interrogations fortes sur la croissance américaine. Jusque-là, la chute des marchés immobiliers était restée sans conséquence en dehors du secteur de la construction. Depuis, la confiance des consommateurs apparaît entamée, et le ralentissement de la croissance plus général dans l'ensemble de l'économie. C'est ce doute fondamental sur la croissance américaine, et ses conséquences sur l'économie mondiale, qui explique les turbulences boursières auxquelles nous avons assisté récemment.

Les perspectives à court terme me paraissent donc dominées par une grande question : celle de l'impact du ralentissement américain sur l'économie mondiale, et notamment celle de la zone euro; ce que nous appelons, dans notre jargon, la question du " découplage". Ici, je ferai trois remarques :

- Toutes ces économies sont interdépendantes et, naturellement, aucune ne peut rester à l'écart d'un ralentissement américain. Les canaux de cette interdépendance sont multiples : le commerce, les flux de capitaux et, plus généralement, la confiance.
- D'un autre côté, une grande partie du monde - notamment les économies émergentes- manifestent un grand dynamisme; le taux de croissance de la Chine et de l'Inde avoisine ou dépasse 10 %. Ceci est nouveau, par rapport aux cycles économiques antérieurs, et peut contribuer à compenser le ralentissement américain.
- Enfin, s'agissant de la zone euro, nous avons des facteurs autonomes de croissance, qui incitent à un certain optimisme : l'emploi reste très dynamique ; les ménages, contrairement aux Etats-Unis, sont peu endettés ; et le marché de l'immobilier est, je l'ai dit, beaucoup moins fragile.

*Conclusion : quelles conséquences provisoires tirer des turbulences financières ?*

Nous vivons dans un monde où les marchés financiers sont étroitement interconnectés. C'est pour cela que nous ne sommes pas isolés de cette crise, et que nous en subissons les effets, y compris sur le plan boursier.

Dans tout système financier, il y a des maillons faibles et des maillons forts. Des maillons faibles étaient dans ces structures compliquées et assez opaques, à travers lesquelles les banques échangent des crédits. Ce sont ces structures qui ont craqué.

Mais il y a aussi des maillons forts. Nos banques, en France, sont robustes : elles ont enregistré des pertes bien sur, comme toutes les banques mondiales, mais leur structure est forte et leurs capitaux sont abondants (y compris après les incidents récents). Je reste confiant dans la situation financière en France et dans la distribution du crédit pour les ménages et les entreprises.

Nous devons bien sûr, une fois les choses apaisées tirer les leçons de cette crise. Il faut un système financier plus clair et plus transparent. Nous sommes pleinement engagés, avec le gouvernement, dans la concertation internationale en cours.