

**Un exemple de malinvestissement  
et de politique de crédit aventureuse des banques,  
le cas de l'immobilier parisien, 1985 - 1996.**

Antoine Gentier<sup>1</sup>

Adresse électronique : [angenti@aol.com](mailto:angenti@aol.com)

**Résumé**

La théorie du malinvestissement ne doit pas être réservée à la description de grands mouvements conjoncturels comme la crise de 1929 ou celle 1974. On peut en effet l'étendre à l'analyse de marchés spécifiques, lorsque ceux-ci connaissent d'éphémères bulles spéculatives financées par le crédit bancaire. Le marché de l'immobilier parisien a connu une importante inflation entre 1985 et 1991, puis une très forte déflation. Les prix se sont à peu près stabilisés au cours de l'année 1996. Cette inflation a été largement engendrée par l'afflux excessif de crédits bancaires.

L'article montre aussi que l'analyse habituelle de la politique monétaire n'est pas en mesure de prévoir de tels phénomènes parce qu'elle fait l'hypothèse que la monnaie entre uniformément dans l'économie. En fait, la création monétaire est à l'origine de cette fluctuation parce que la monnaie n'entre pas uniformément dans l'économie et dans le cas étudié, le secteur immobilier a "bénéficié" de cet afflux de financements.

---

<sup>1</sup> Allocataire de recherche, Centre de Théorie économique Jean-Baptiste Say, Université Paris Dauphine.

## Introduction

Le cadre théorique d'interprétation des cycles économiques proposé par Wicksell Mises et Hayek est toujours utile pour comprendre les phénomènes de malinvestissement. Le cœur de cette analyse suppose que la monnaie n'entre pas uniformément selon les secteurs de l'économie. Cette hypothèse qui est en conformité avec les faits permet d'expliquer des crises aussi différentes comme la crise de 1929 ou celle de 1974. L'objet de l'article est de reprendre ce cadre théorique et de le transposer sur un marché particulier d'actifs patrimoniaux. Les inflations patrimoniales des années 1980 peuvent s'analyser à l'aide de la théorie autrichienne du cycle. Le premier point est de montrer que la création monétaire des années 1980 ne s'est pas répartie uniformément sur l'économie mais s'est concentrée sur des secteurs particuliers provoquant une fluctuation de l'activité économique.

Tableau 1<sup>2</sup>

| Années  | 1986  | 1987  | 1988  | 1989   | 1990   | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   |
|---|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Chiffres bruts                                      |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
| C.A. des ventes MF                                  | 42911 | 56920 | 65410 | 105119 | 113236 | 67728  | 54928  | 58667  | 57442  | 43881  | 40000  |
| Nombre de Ventes                                    | 57841 | 62924 | 61824 | 68421  | 58196  | 38779  | 36061  | 38591  | 44167  | 37090  | 37000  |
| Encours promoteurs Mds                              | 18    | 27    | 42    | 73     | 135    | 175    | 143    | 126    | 93     | 70     | 61     |
| M1(Mds)   | 1309  | 1358  | 1407  | 1488   | 1530   | 1525   | 1518   | 1503   | 1574   | 1582   | 1652   |
| M2(Mds)   | 2481  | 2554  | 2669  | 2772   | 2783   | 2759   | 2715   | 2682   | 2823   | 2931   | 3125   |
| M3(Mds)   | 3299  | 3576  | 3932  | 4285   | 4643   | 4929   | 5155   | 5203   | 5089   | 5301   | 5297   |
| Progression en %                                    |       |       |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
| M1(n/n-1)   | 9,27% | 3,74% | 3,61% | 5,76%  | 2,82%  | -0,33% | -0,46% | -0,99% | 4,72%  | 0,51%  | 4,42%  |
| M2(n/n-1)   | 6,80% | 2,94% | 4,50% | 3,86%  | 0,40%  | -0,86% | -1,59% | -1,22% | 5,26%  | 3,83%  | 6,62%  |
| M3(n/n-1)   | 7,81% | 8,40% | 9,96% | 8,98%  | 8,35%  | 6,16%  | 4,59%  | 0,93%  | -2,19% | 4,17%  | -0,08% |
| Encours promoteurs                                  |       | 50%   | 55,6% | 73,8%  | 84,9%  | 29,6%  | -18,3% | -11,9% | -26,2% | -24,7% | -12,8% |
| Inflation(n/n-1)                                    | 2,7%  | 3,2%  | 2,7%  | 3,4%   | 2,8%   | 3,2%   | 2,4%   | 2,2%   | 2,1%   | 1,6%   | 1,8%   |
| Indices des prix de l'immobilier (Base 100 en 1993) | 47,3  | 56,7  | 64    | 78,7   | 103,3  | 116,3  | 108,3  | 100    | 98,7   | 96     | 90,3   |

Le tableau 1 montre que l'analyse macroéconomique de la politique monétaire est inadaptée à l'explication du phénomène. En effet, la croissance de la masse monétaire peut apparaître comme raisonnable en regard de la croissance économique et a priori ne laisse pas supposer l'existence d'un désajustement lié à la création monétaire sur un marché particulier. Ce cycle est "autrichien" parce que c'est la création monétaire qui finance la hausse des prix. En effet on pourrait très bien observer une hausse des prix sans qu'il y ait de création monétaire. C'est le cas de la ville assiégée avec un stock de vivres et un stock de pièces d'or: au fur et à mesure que le siège dure, le stock de

<sup>2</sup> Observatoire national des marchés de l'immobilier, *Tableau de bord de l'immobilier*, 4ème trimestre 1996, n°16 et Statistiques monétaires de la Banque de France, *Bulletin de la Banque de France*, juin 1998.

vivres diminue alors que la quantité de pièces d'or en circulation reste constante. Le prix des vivres va augmenter, il y aura inflation, la monnaie perdra de son pouvoir d'achat. Cette situation n'est pas celle du cas de l'immobilier parisien entre 1985 et 1996 où la croissance des fonds investis dans l'immobilier est la cause de la hausse des prix. Les indicateurs habituels de création monétaire globaux (M1, M2, M3) ne permettent pas d'observer que cette création monétaire peut se concentrer sur un seul secteur de l'économie. L'effet de levier de la création monétaire joue ainsi : en 1987, M1 progresse de 3,74 %, M2 de 2,94 % et l'encours promoteurs (EP) de 50 %, en 1988 M1 progresse de 3,61, % M2 de 4,5 % et EP de 55,6 %, en 1989 M1 progresse de 5,76 %, M2 de 3,96 % et EP de 73,8 %, en 1990 M1 progresse de 2,82 %, M2 de 0,4 % et EP de 84,9 %<sup>3</sup>. La monnaie n'entre pas de manière uniforme dans l'économie et une création monétaire faible peut provoquer de graves déséquilibres si elle se concentre sur un secteur particulier. Le second point c'est l'incapacité de l'indice général des prix à rendre compte d'une inflation sectorielle. Au regard de l'indice général des prix et de la variation des agrégats monétaires, on pourrait accorder un satisfecit à la politique monétaire. Toutefois, c'est à partir de cette création monétaire que le système bancaire va financer sa politique aventureuse dans l'immobilier.

La littérature sur les fluctuations économiques se concentre de manière essentielle sur les cycles macroéconomiques. Si les travaux de Mises et de Hayek sur les cycles ont montré que les secteurs d'activité n'évoluaient pas tous de la même manière, cette approche reste orientée sur l'analyse d'une conjoncture globale. Dans une économie de marché, il y a certes des mouvements d'ensemble liés au « cycle des affaires » mais aussi des mouvements spécifiques à chaque industrie et au comportement de la politique de crédit des banques envers ces industries. En effet, les théories monétaires du cycle schématisent le mouvement d'expansion et de contraction d'une économie à l'aide d'une offre globale de monnaie et de crédit pour l'économie. Nous allons analyser dans le cas de l'immobilier parisien l'effet spécifique aux marchés de l'immobilier de l'accroissement d'une offre de crédit artificiel<sup>4</sup>. Cette approche élargit le modèle Mises Hayek selon lequel la monnaie n'entre pas à la même vitesse en fonction de la situation des secteurs de l'économie dans la structure de production. Toutefois ce qui est observable dans le cas de

---

<sup>3</sup> Voir le tableau 1

<sup>4</sup> Ou circulation credit au sens de von Mises, crédit qui n'est pas financé par de l'épargne réelle. Cette notion est synonyme des notions de crédit financé par de la "fausse monnaie" de Victor Modeste et Henri Cernushi ou des "faux droits" de Jacques Rueff.

l'immobilier parisien, c'est le désajustement d'un marché par la surémission artificielle de crédit bancaire. Ce désajustement est analogue à ceux observés pour les biens d'équipement et dont l'origine provient d'une politique de crédit expansionniste de la banque centrale. Nous appellerons ces désajustements des malinvestissements, ou mauvaise allocation des investissements.

L'inflation des actifs patrimoniaux dans les années 1980, comme celle du marché des actions ou du marché de l'immobilier est une illustration moderne du malinvestissement. Afin de mieux cerner les conséquences sociologiques et structurelles de cette inflation, nous allons exposer le modèle Wicksell Mises Hayek puis analyser les deux aspects principaux de cette fluctuation : le marché de l'immobilier et le rôle des banques.

### **Plan de l'étude :**

- Première partie : le modèle Wicksell Mises Hayek
- Deuxième partie : l'analyse du marché de l'immobilier parisien
- Troisième partie : l'analyse du rôle des banques

### **Première partie : le modèle Wicksell Mises Hayek, la théorie autrichienne du cycle<sup>5</sup>**

#### **Introduction**

La théorie autrichienne du cycle est fondée sur le cadre de l'économie tracée par Carl Menger, notamment sur la classification entre les biens en fonction de leur distance temporelle par rapport

---

<sup>5</sup> Cette partie est conçue à partir du recueil d'articles, *The Austrian Theory of the Trade Cycle*, L. von Mises Institute, Auburn, 1996, comprenant les articles de L. von Mises « The Austrian theory of the trade cycle », de G. Haberler « Money and the business cycle », de M. Rothbard « Economic depressions: their cause and cure », de F.A. Hayek « Can we still avoid inflation ? » et de la présentation de R. Garrison.

Ces articles sont un condensé de la théorie exposée par Mises dans *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianapolis, 1981, Réédition du texte de 1924 complété par un ajout lors de l'édition de 1953, *On the Manipulation of Money and Credit*, Traduction du texte de 1928 par B. Greaves, Percy L. Greaves (éd.), Jr. Dobbs Ferry, Free Markets Books, New York, 1978, *L'action humaine*, PUF Libre Échange, Paris, 1985, Traduction par R. Audouin de la 3ème édition de *Human Action*, Chicago, 1966 et pour Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Traduction de N. Kaldor et de H. M. Croome, Jonathan Cape, Londres, 1933. (1928/29 en allemand), *Prix et production*, Calmann Lévi, Paris, 1975 [1931], "The Maintenance of Capital", *Economica*, New Series vol. 2, 1935, *The Pure Theory of Capital*, 4ème édition, Routledge and Kegan Paul, Londres, 1962. [1941], *Individualism and Economic Order*, Routledge and Kegan Paul, Londres, 1949.

à la consommation<sup>6</sup>. Cette vision a été développée par Eugen von Böhm Bawerk dans l'analyse de la production comme un processus utilisant du capital<sup>7</sup>. Cette théorie incorpore aussi des éléments des écoles suédoises et britanniques<sup>8</sup> dans les travaux de Ludwig von Mises et de F.A. Hayek<sup>9</sup>. Ainsi l'apport de Knut Wicksell, qui a montré comment les prix réagissaient à une divergence entre le taux d'intérêt naturel et le taux d'intérêt de marché, est intégré à la théorie autrichienne pour expliquer la mauvaise allocation du capital durant l'expansion. Le processus de marché qui révèle la mauvaise allocation intertemporelle et provoque le retournement du cycle ressemble en fait au processus décrit par la Currency School. Ce processus montre que les mauvaises allocations internationales induites par une expansion du crédit sont éliminées par les variations des termes de l'échange et le flux des encaisses métalliques entre les banques centrales. La théorie autrichienne du cycle émerge simplement de la comparaison entre une croissance fondée sur l'épargne qui est durable, et une croissance liée à une expansion artificielle de crédit qui ne l'est pas. Une augmentation de l'épargne de la société et une expansion du crédit artificiel orchestrée par la banque centrale envoie au marché le même signal qui affecte de manière similaire l'allocation des ressources dans l'économie. Cela provoque l'orientation de la production vers les biens d'ordre supérieur. Cependant, les conséquences ultimes sont opposées : l'épargne est à l'origine d'une croissance véritable tandis que l'expansion de crédit artificiel provoque un cycle expansion et contraction.

### 1. 1 Présentation de la théorie dans les termes de la macroéconomie moderne

On peut présenter une partie des aspects de la théorie autrichienne du cycle dans les termes de la macroéconomie moderne avec l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Le niveau de l'investissement est déterminé par l'offre et la demande de fonds prêtables sur le marché. L'offre de fonds prêtables est fonction des préférences des agents pour le futur, c'est-à-dire de leur

---

<sup>6</sup> C. Menger, *Principles of economics*, 1871, réimpression New York University Press, 1981.

<sup>7</sup> E. von Böhm Bawerk, *Capital and interest*, 3 vols. *History and Critique of Interest Theories*, traduit par George D. Huncke et Hans F. Sennholz, Libertarian Press, South Holland, Illinois, 1959.

<sup>8</sup> Les apports britanniques ne se limitent pas aux analyses monétaires du cycle mais les travaux de Jevons sur le capital (en particulier les triangles de Jevons) sont utilisés par Hayek pour représenter une structure de production.

<sup>9</sup> Il existe d'autres précurseurs de la théorie autrichienne du cycle comme Hildreth, Carey, Coquelin, Courcelle-Seneuil, Horn, Cernushi, Hubner, l'école de la circulation (Overstone, Torrens et Peel). Les inspirateurs directs de Mises sont Menger, Böhm –Bawerk et Wicksell.

volonté à épargner. La demande est fonction du comportement des entrepreneurs en matière d'investissement qui empruntent pour les financer.

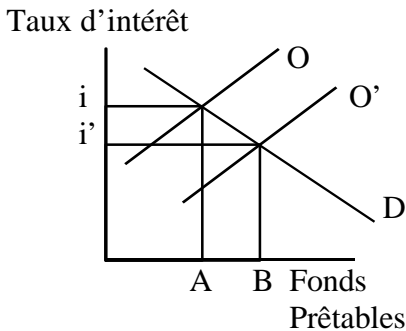


Figure 1a

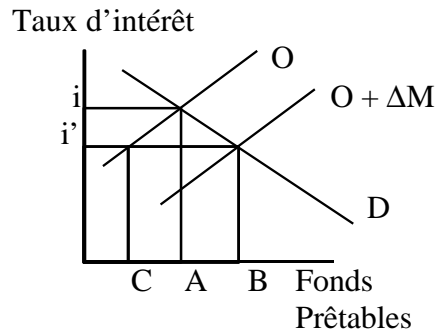


Figure 1b

Chaque figure représente un état de l'équilibre sur le marché des fonds prêtables. Le taux d'intérêt d'équilibre est  $i$  représenté en ordonnée. Le montant  $A$  du revenu épargné et emprunté est représenté en abscisse.

Une augmentation de l'offre de fonds prêtables, montrée sur les deux figures, a le même effet initial sur le taux d'intérêt et sur le niveau d'emprunt pour l'investissement. Cependant le mécanisme de marché joue différemment si l'augmentation de l'offre de fonds prêtables provient de l'augmentation de l'épargne des individus ou si elle provient de la création de crédits due à la politique monétaire de la banque centrale.

La figure 1a montre la réaction du marché à une augmentation de la préférence pour le futur des agents, représentée par le déplacement de la courbe d'offre de  $O$  vers  $O'$ . Les agents préfèrent renoncer à leur consommation présente pour la différer dans le futur. La conséquence est l'accroissement des fonds prêtables disponibles, provoquant une baisse du taux d'intérêt de  $i$  vers  $i'$ . Cette baisse du taux d'intérêt permet aux entrepreneurs de mettre en place des projets d'investissements considérés jusque là non rentables. A ce nouveau niveau du taux d'intérêt, le montant des fonds prêtables augmente de  $AB$ . Cette augmentation de la capacité productive de l'économie constitue une croissance authentique.

La figure 1b montre l'effet d'une augmentation de la création de crédit "impulsée" par la banque centrale, représenté par le déplacement de la courbe de  $O$  à  $O + \Delta M$ . On suppose que les agents n'ont pas modifié leurs préférences sur le futur. La banque centrale a juste augmenté le montant des fonds prêtables en injectant de la nouvelle monnaie sur les marchés de crédit. Le taux

d'intérêt passe alors de  $i$  à  $i'$ . Les entrepreneurs sont incités à augmenter leurs emprunts du montant  $AB$  pour accroître leurs investissements. Cependant, l'épargne diminue du montant  $AC$ . L'écart entre l'épargne et l'investissement est momentanément comblé par la monnaie nouvellement créée ce qui maintient artificiellement bas le taux d'intérêt. La baisse du taux d'intérêt a stimulé la croissance malgré l'absence d'épargne additionnelle. Cette expansion liée au crédit est insoutenable. Il s'ensuit une récession inévitable liée à la diminution de l'investissement.

Même dans le cadre du modèle de fonds prêtables, plusieurs aspects de la théorie autrichienne du cycle sont mis en valeur. Le taux d'intérêt naturel est celui qui réalise l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. Le taux de la banque centrale diverge du taux d'intérêt naturel comme résultat de l'expansion de crédit. Quand de la "nouvelle monnaie" entre dans les marchés de crédits, Cela provoque un surplus d'investissement. L'excès d'investissement par rapport à l'épargne désirée, représentée par  $CB$ , constitue "l'épargne forcée" (forced savings).

## 1.2 L'apport de la conception autrichienne du capital

La création monétaire a des conséquences réelles en déformant la structure de production, ce qui provoque des malinvestissements. Pour comprendre l'ensemble des implications de la théorie autrichienne du cycle, il faut remplacer le simple concept d'investissement (de la partie 1.1) par celui de la vision autrichienne de la structure de production. Cette structure de production comporte plusieurs étapes et retrace un processus temporel. Le taux d'intérêt détermine non seulement le niveau d'investissement mais aussi les allocations de l'investissement à l'intérieur de la structure de production. La perspective temporelle de la structure de production signifie qu'il existe des biens qui sont plus éloignés que d'autres de la sphère de la consommation. Ce sont les biens d'ordre supérieur<sup>10</sup> qui sont produits par les étapes les plus éloignées de la consommation. Des étapes de la production comme la recherche développement ou l'industrie minière, sont temporellement plus éloignées que la production de biens de consommation.

Le taux d'intérêt commande l'allocation intertemporelle des ressources. Pour une économie l'équilibre intertemporel signifie que l'allocation des ressources doit s'ajuster avec les

---

<sup>10</sup> Pour reprendre la classification de C. Menger sur les biens d'ordre inférieurs (prêts à être consommés) et les biens d'ordre supérieur.

changements des préférences de consommation. Une augmentation du taux d'épargne signifie que les agents préfèrent décaler leur consommation dans le temps. Une diminution du taux d'intérêt suite à une augmentation de l'épargne favorise l'investissement dans les étages supérieurs de la structure de production. C'est l'ensemble de ces changements qui sont nécessaires pour adapter la structure de production, pour produire moins de biens disponibles dans le présent et plus de biens disponibles dans le futur.

Le déplacement du capital vers la production de biens futurs peut aussi être induit par la création de crédit. Cependant, la baisse du taux d'intérêt engendre une disparité entre l'usage intertemporel des ressources et les préférences de consommation. Les mécanismes de marché qui allouent les ressources dans la structure de production sont suffisamment imparfaits pour permettre des déséquilibres substantiels. Comme les préférences de consommation n'ont pas changé, la production du supplément de biens futurs est destinée à ne pas trouver preneur sur le marché. Il y a un conflit entre le mode d'épargne des agents et l'allocation intertemporelle des ressources dans la structure de production qui génère les revenus des agents. Cette incompatibilité intertemporelle entre l'épargne et les revenus conduit à transformer l'expansion en contraction<sup>11</sup>. Il s'agit d'un réajustement inéluctable. Le taux d'intérêt artificiellement bas a stimulé l'expansion remonte à un niveau supérieur au niveau naturel, obligeant les entrepreneurs à faire face à des ressources de plus en plus rares. La contraction est la réaction du marché face à la non soutenabilité de l'expansion. Cette contraction est inévitable, elle permet la liquidation et la restructuration du processus de production dans une optique plus conforme aux préférences de consommation.

La question centrale est l'allocation du capital au sein de la structure de production. L'expansion est caractérisée non pas seulement par un sur-investissement dans la production de biens d'ordre supérieur mais aussi par un sous-investissement dans les industries de biens d'ordre inférieur. C'est pour cela que l'expansion induite par la création de nouveaux crédits se traduit par un malinvestissement. Avec l'allocation du capital dépend la répartition de la main d'œuvre dans les différents secteurs de la structure de production. Une crise de malinvestissement peut conduire à un chômage massif dans certaines industries, suite à une allocation erronée de la main d'œuvre à des projets qui ne sont pas rentables.

---

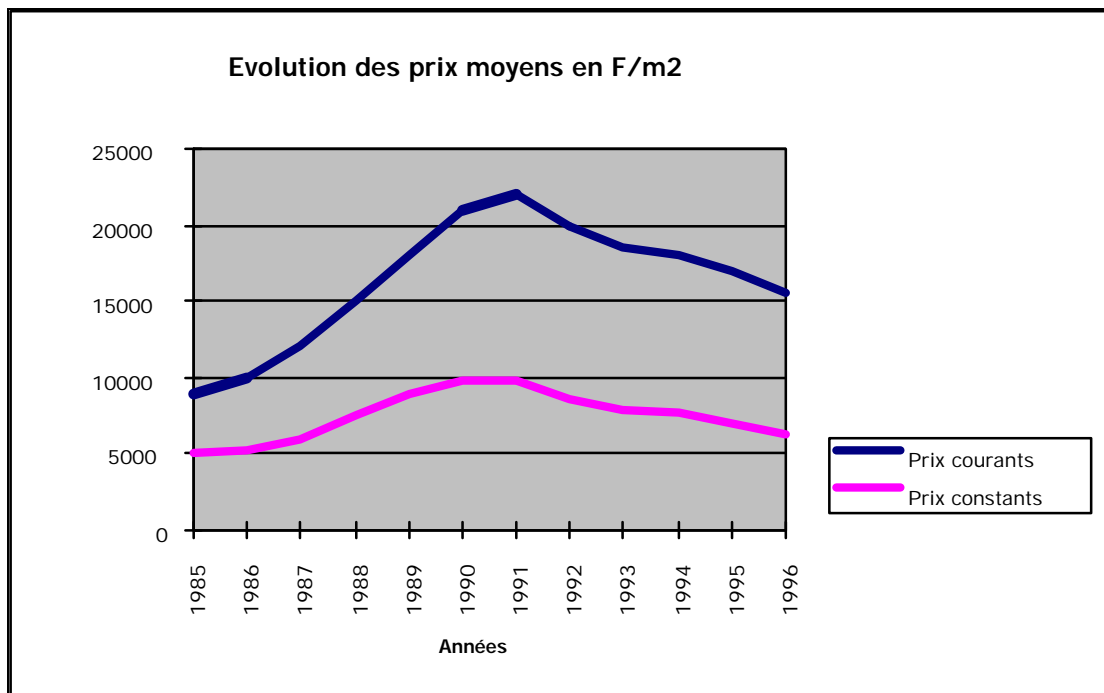
<sup>11</sup>Boom and bust cycle.

Le retournement du cycle est traditionnellement décrit dans le cadre de l'effet Ricardo<sup>12</sup> retraçant l'évolution des prix relatifs du travail et du capital au cours du cycle. Cette évolution détermine le choix des entrepreneurs entre des processus de production plus ou moins longs. On n'étudiera pas ce point parce qu'il n'est pas directement transposable à l'analyse de la fluctuation des prix dans l'immobilier parisien. Pour analyser ce retournement (voir infra) on présentera les différents éléments plus ou moins objectifs expliquant l'éclatement de la bulle.

Remarque : L'achat d'un bien immobilier se fait aujourd'hui généralement à crédit, ce qui permet de l'analyser comme un bien d'équipement dont le prix est considéré par la tradition autrichienne à la fois pour le prix nominal mais aussi le coût du crédit qui finance cet achat.

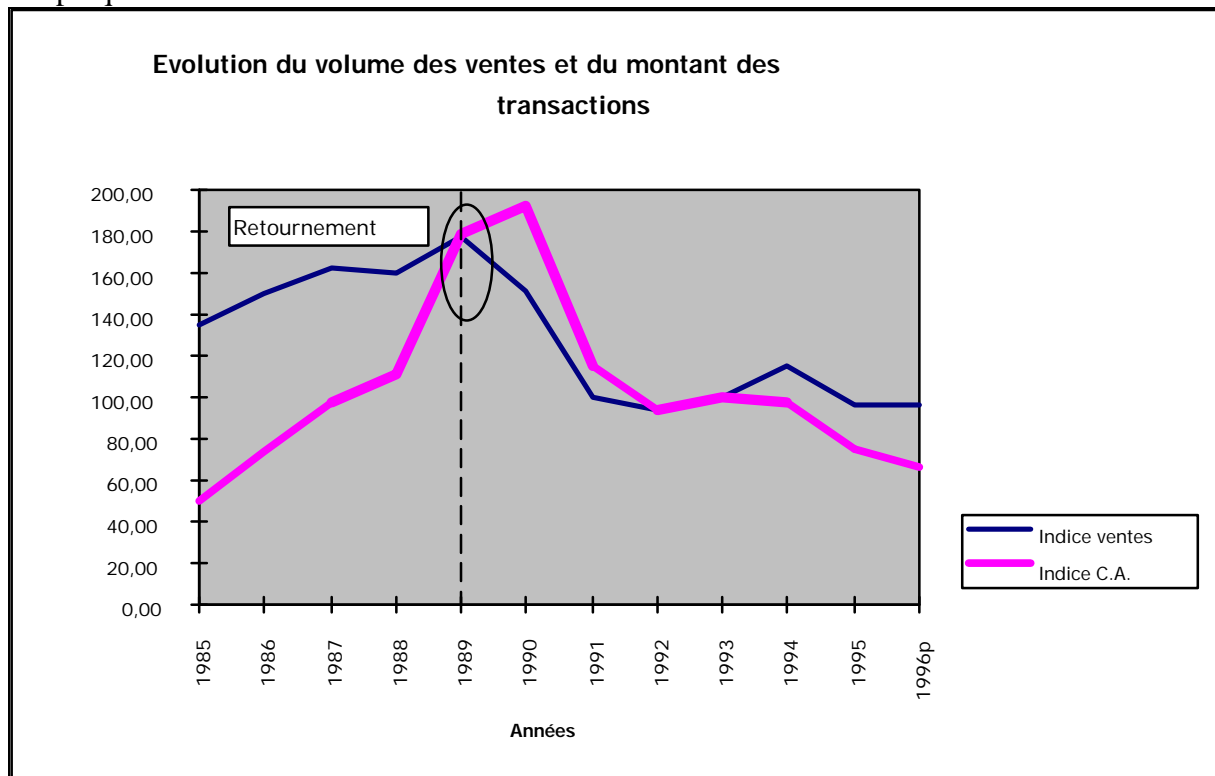
## Deuxième Partie : l'analyse du marché de l'immobilier parisien

Graphique 1



<sup>12</sup> F. A. Hayek, *Individualism and economic order*, Routledge and Kegan Paul, Londres, 1949, reprend l'article « The Ricardo effect » de 1942 paru dans *Economica*.

Graphique 2



La structure des ventes par types de biens (Paris et petite Couronne)<sup>13</sup>

- Tableau 3: répartition par type de bien du nombre total de ventes

|                      | <b>1990</b> | <b>1994</b> | <b>1995</b> |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|
| Appartements         | 78,7%       | 71,11%      | 68,62%      |
| Maisons              | 10,8%       | 11,76%      | 11,96%      |
| Parking individuels  | 2,5%        | 6,67%       | 7,49%       |
| Chambres de service  | 0,9%        | 4,3%        | 4,85%       |
| Immeubles de rapport | 1,5%        | 1,38%       | 1,28%       |
| Locaux d'activité    | 2,8%        | 2,61%       | 3,26%       |
| Terrains             | 2,8%        | 2,16%       | 2,54%       |

<sup>13</sup> Extraits du Bulletin d'Informations Economiques Notariales N°1 - Mars 1995.

- Tableau 4: répartition par type de bien du montant total de ventes

|                      | <b>1990</b> | <b>1994</b> | <b>1995</b> |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|
| Appartements         | 50,4%       | 55,29%      | 55,72%      |
| Maisons              | 9,5%        | 11,83%      | 12,59%      |
| Parking individuels  | 0,3%        | 0,7%        | 0,87%       |
| Chambres de service  | 0,1%        | 0,68%       | 0,79%       |
| Immeubles de rapport | 26,9%       | 21,8%       | 18,15%      |
| Locaux d'activité    | 4,0%        | 3,87%       | 4,20%       |
| Terrains             | 8,8%        | 5,84%       | 7,67%       |

Tableau 5: répartition du nombre de ventes d'appartements anciens vendus libres à usage d'habitation à Paris (les répartitions pour le 92, 93 et 94 sont similaires)

|                          | Les vendeurs | Les acquéreurs |
|--------------------------|--------------|----------------|
| Particuliers             | 83,1%        | 92,1%          |
| Marchands de biens       | 8,1%         | 3,6%           |
| Secteur public           | 0,2%         | 0,4%           |
| Secteur social, HLM      | 0,1%         | 0,1%           |
| S.C.I.                   | 1,6%         | 2,6%           |
| Autres personnes morales | 6,9%         | 1,2%           |

Le marché de l'immobilier ancien est caractérisé par le poids des particuliers tant du côté de l'offre que du côté de la demande. Les prix à Paris sont trop élevés pour permettre l'installation des classes populaires, ce qui explique la part des cadres et des professions supérieures. La discrimination par les prix fait que les cadres achètent à Paris et dans les Hauts de Seine, les professions intermédiaires et les employés achètent moins à Paris mais plus dans le 92, 93 et 94. Les ouvriers achètent le plus dans le 93.

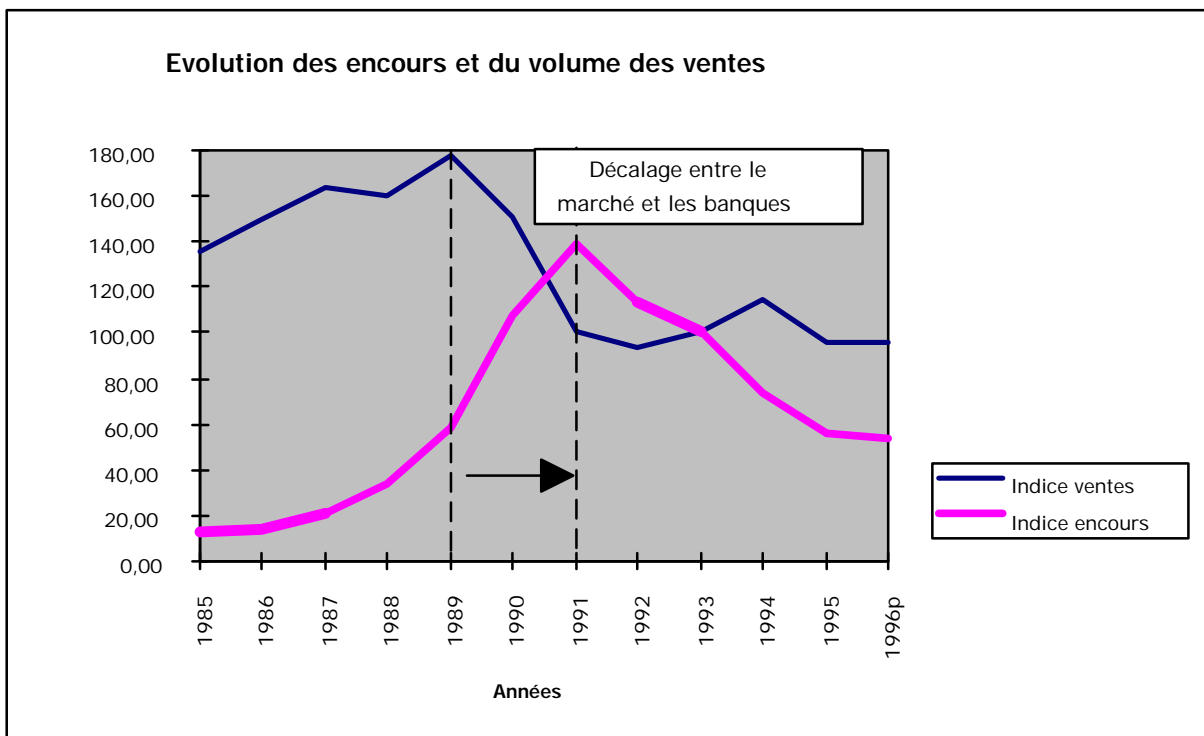
Enfin, l'origine de propriété du bien mis en vente montre que dans les 3/4 des ventes il s'agit d'un bien acquis par le vendeur. Cela veut dire que si le marché donne des perspectives de moins value, il y aura certainement un rationnement par l'offre: les agents attendront une remontée des prix pour mettre en vente leur bien, ne serait-ce que pour amortir le coût de l'imposition.

**Troisième partie : Analyse du rôle des banques**

Tableau 6: le décalage entre le marché et les banques

| Années              | 1986  | 1987  | 1988  | 1989   | 1990   | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996p |
|---------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| C.A. des ventes MF  | 42911 | 56920 | 65410 | 105119 | 113236 | 67728 | 54928 | 58667 | 57442 | 43881 | 40000 |
| Nombre de Ventes    | 57841 | 62924 | 61824 | 68421  | 58196  | 38779 | 36061 | 38591 | 44167 | 37090 | 37000 |
| Encours Crédits Mds | 18    | 27    | 42    | 73     | 135    | 175   | 143   | 126   | 93    | 70    | 61    |

Graphique 3



**Annexe**

| Années  | 1986  | 1987  | 1988  | 1989  | 1990  | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Mises en chantier de logements neufs en milliers</b>                       | 290   | 301   | 320   | 336   | 306   | 300    | 273    | 253    | 297    | 283    | 272    |
| N/(N-1)   |       | 3,8%  | 6,3%  | 5,0%  | -8,9% | -2,0%  | -9,0%  | -7,3%  | 17,4%  | -4,7%  | -3,9%  |
| <b>Immobilier d'entreprise: locaux commencés en milliers de mètres carrés</b> |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Locaux industriels  | 3925  | 4971  | 6647  | 7450  | 8459  | 7882   | 6394   | 4612   | 3983   | 4628   | 5154   |
| N/(N-1)   |       | 26,6% | 33,7% | 12,1% | 13,5% | -6,8%  | -18,9% | -27,9% | -13,6% | 16,2%  | 11,4%  |
| Aires de stockage   | 3370  | 4186  | 5389  | 6356  | 5937  | 6283   | 4872   | 3828   | 3672   | 3736   | 3598   |
| N/(N-1)   |       | 24,2% | 28,7% | 17,9% | -6,6% | 5,8%   | -22,5% | -21,4% | -4,1%  | 1,7%   | -3,7%  |
| Bureaux   | 3073  | 3907  | 4424  | 5943  | 5629  | 5536   | 4774   | 3343   | 2880   | 2668   | 2380   |
| N/(N-1)   |       | 27,1% | 13,2% | 34,3% | -5,3% | -1,7%  | -13,8% | -30,0% | -13,8% | -7,4%  | -10,8% |
| Commerces   | 2611  | 3161  | 4266  | 4208  | 4380  | 3945   | 3570   | 2738   | 2761   | 2442   | 2234   |
| N/(N-1)   |       | 21,1% | 35,0% | -1,4% | 4,1%  | -9,9%  | -9,5%  | -23,3% | 0,8%   | -11,6% | -8,5%  |
| Garages   | 797   | 1174  | 1242  | 1241  | 1498  | 1292   | 1340   | 1123   | 1014   | 860    | 730    |
| N/(N-1)   |       | 47,3% | 5,8%  | -0,1% | 20,7% | -13,8% | 3,7%   | -16,2% | -9,7%  | -15,2% | -15,1% |
| <b>Total</b>  | 13776 | 17399 | 21968 | 25198 | 25903 | 24938  | 20950  | 15644  | 14310  | 14334  | 14096  |
| <b>N/(N-1)</b>  |       | 26,3% | 26,3% | 14,7% | 2,8%  | -3,7%  | -16,0% | -25,3% | -8,5%  | 0,2%   | -1,7%  |
| <b>Aspects financiers</b>   |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Encours promoteurs Mds de francs  | 18    | 27    | 42    | 73    | 135   | 175    | 143    | 126    | 93     | 70     | 61     |
| N/(N-1)   |       | 50,0% | 55,6% | 73,8% | 84,9% | 29,6%  | -18,3% | -11,9% | -26,2% | -24,7% | -12,9% |
| Crédits à l'habitat   | 1404  | 1539  | 1672  | 1787  | 1892  | 1975   | 2017   | 2077   | 2131   | 2159   | 2185   |
| N/(N-1)   |       | 9,6%  | 8,6%  | 6,9%  | 5,9%  | 4,4%   | 2,1%   | 3,0%   | 2,6%   | 1,3%   | 1,2%   |
| Taux d'intérêt  |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |        |
| Emprunt d'Etat à long terme   |       | 9,5%  | 9,00% | 9,00% | 10,0% | 9,0%   | 8,7%   | 7,0%   | 7,1%   | 7,5%   | 6,5%   |
| Marché Interbancaire au jour le jour  |       | 8,0%  | 8%    | 9%    | 10%   | 10%    | 11%    | 9%     | 6%     | 6%     | 4%     |

Tableau 7 La fluctuation du marché de l'immobilier parisien (1986-1996): le marché et les aspects financiers.

## Bibliographie

- [1] Babeau André, *Le patrimoine des Français*, Coll. Repères, La Découverte, Paris, 1989.
- [2] Barro R. J. et D.B. Gordon, « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary economics*, Juillet 1983.
- [3] Baslé M., *Histoire des pensées économiques: les contemporains*, Sirey, Paris, 1988.
- [4] Blaug M., *La pensée économique*, 4ème édition, Economica, Paris, 1992.
- [5] Böhm Bawerk E. von, *Capital and interest*, 3 vols. *History and Critique of Interest Theories*, traduit par George D. Huncke et Hans F. Sennholz, Libertarian Press, South Holland, Illinois, 1959.
- [6] Bulletin d'Informations Economiques Notariales N°1 - Mars 1995.
- [7] Bulletin d'Informations Economiques Notariales N°6 - Juillet 1996.
- [8] Burns A. et W.C. Mitchell, *Measuring Business Cycles*, NBER, 1946.
- [9] Carey H.C., *Answers to the Questions: What Constitutes Currency? What are the Causes of Unsteadiness of the Currency? And what is the Remedy?*, Carey, Lea and Blanchard, Philadelphie, 1840.
- [10] Carey H.C., *Financial Crises: Their Causes and Effects*, Henry Carey Baird, Philadelphie, 1864.
- [11] Carey H.C., *Principles of Political Economy. Past Record: Of the Causes Which Retard Increase in the Production of Wealth and Improvement in the Physical and Moral Condition of Man*, Carey, Lea and Blanchard, Philadelphie, 1837-1840.
- [12] Carey H.C., *The Credit System of France, Great Britain, and United States*, Carey, Lea and Blanchard, Philadelphie, 1838.
- [13] Cernuschi H., *La mécanique de l'échange*, Librairie Internationale, Paris, 1865.
- [14] Coquelin C., *Le crédit et les banques*, Guillaumin, Paris, 1876.
- [15] Courcelle-Seneuil J.G., *La banque libre*, Guillaumin, Paris, 1867.
- [16] Dowd K., *Laissez-faire Banking*, Routledge, Londres 1993.
- [17] Fisher I., *The Purchasing Power of Money*, Augustus M. Kelley, 1985.[1931], Mac Millan, New York.
- [18] Friedman M. et A. J. Schwartz, "Has Government any Role in Money ?", *Journal of Monetary Economics*, 17 January 1986.
- [19] Galbraith J.K., *The Great Crash*, Houghton Mifflin Compagny, Boston, 1972.
- [20] Garrison R., *The Austrian Theory of the Trade Cycle*, L. von Mises Institute, Auburn, 1996.
- [21] Goodhart C., *The Evolution of Central Banks*, MIT press, Cambridge (Massachusetts) et Londres, 1988.
- [22] Greaves Percy L., *Mises made easier*, Bettina Bien Greaves éditeur, Free Market Books, Irvington, [1974], 2ème édition 1990.
- [23] Guerrien Bernard, *Dictionnaire d'analyse économique*, La découverte, Paris, 1996.
- [24] Haberler G., *Prosperity and Depression*, 5ème édition, George Allen and Unwin Ltd, Londres, 1964.
- [25] Hayek F. A., "The Maintenance of Capital", *Economica*, New Series vol. 2, 1935.
- [26] Hayek F. A., *Choice in Currency : a Way to Stop Inflation*, IEA, Londres, 1975.
- [27] Hayek F. A., *Denationalisation of Money*, IEA, Londres, 1978.
- [28] Hayek F. A., *Individualism and Economic Order*, Routledge and Kegan Paul, Londres, 1949.
- [29] Hayek F. A., *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Traduction de N. Kaldor et de H. M. Croome, Jonathan Cape, Londres, 1933. (1928/29 en allemand)
- [30] Hayek F. A., *Prix et production*, Calmann Lévi, Paris, 1975 [1931].
- [31] Hayek F. A., *The Pure Theory of Capital*, 4ème édition, Routledge and Kegan Paul, Londres, 1962. [1941].
- [32] Hicks J., *Capital and Time*, Oxford University Press, 1973.
- [33] Hildreth R., *Banks, Banking, and Paper Currencies*, Whipple and Damrell, Boston, (1840).
- [34] Horn E., *La Liberté des Banques*, Guillaumin, 1867.
- [35] Jevons W. S., *The Theory of Political Economy*, Macmillan, Londres, [1871] 1879.
- [36] Juglar Clément, *Des crises commerciales et de leur retour périodique, en France, en Angleterre et aux États Unis*, Guillaumin et compagnie, Paris, 1862.
- [37] Kindleberger C. H. , *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, Economica, Paris 1986.
- [38] Kindleberger C. H. , *Histoire mondiale de la spéculation financière, (Manias, Panics and Crashes: an History of Financial Crises* Basic Books 1989) Édition P. A. U. 1994.
- [39] Kirzner I., *Perception, Opportunity and Profit*, University of Chicago Press, 1979.
- [40] Lucas R., *Models of Business Cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.
- [41] Lucas R., *Studies in Business Cycle Theory*, Basil Blackwell, Oxford, 1981.

- [42] Martinez M., Gravel N. et Trannoy N., « Une approche hédonique du marché des logements », *Etudes Foncières* n°74, mars 1997, (ADEF éditeur).
- [43] Menger C., *Principles of economics*, 1871, réimpression New York University Press, 1981.
- [44] Mises L. von, *L'action humaine*, PUF Libre Échange, Paris, 1985, Traduction par R. Audouin de la 3ème édition de *Human Action*, Chicago, 1966.
- [45] Mises L. von, *On the Manipulation of Money and Credit*, Traduction du texte de 1928 par B. Greaves, Percy L. Greaves (éd.), Jr. Dobbs Ferry, Free Markets Books, New York, 1978.
- [46] Mises L. von, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Classics, Indianapolis, 1981, Réédition du texte de 1924 complété par un ajout lors de l'édition de 1953.
- [47] Modeste V., "Le Billet des Banques d'Emission et la Fausse Monnaie", *Le Journal des Economistes*, Vol 3, 15 août 1866.
- [48] Mourgues N., *Le choix des investissements dans l'entreprise*, Economica, Paris, 1994.
- [49] Muet P. A., *Croissance et cycles*, Economica, Paris, 1994.
- [50] Muth J., « Rational Expecations and the Theory of Price Movements », *Econometrica*, 29, n°3 (july), 1961, pages 315 - 335.
- [51] Nataf P., « New England's Depression Proof Free Banking System: the Viewpoints of Henry Charles Carey and Charles Coquelin », dans *Perspectives on the History of Economic Thought, Volume IX*, Robert F. Herbert éditeur, Edward Elgar, 1991.
- [52] Nataf P., *An Inquiry Into the Free Banking Movement in Nineteenth Century France, with Particular Emphasis on Charles Coquelin's Writings*, San Diego, Williams Lyon University, 1987.
- [53] Nataf P., *La libre concurrence bancaire chez les économistes Français du dix-neuvième siècle*, Habilitation à diriger des recherches, Université Paris IX Dauphine, 12 juin 1992. Non publiée, traduction des travaux de [1987].
- [54] Observatoire national des marchés de l'immobilier, *Tableau de bord de l'immobilier*, 4ème trimestre 1996, n°16.
- [55] Patinkin Don, *Money, Interest and Prices*, 2ème édition, Harper and Row, New York, 1965.
- [56] Résultats de l'INSEE n°334-335, *Economie Générale* n°96-97, "L'industrie Française en 1993", Septembre 1994.
- [57] Rist C., *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie depuis John Law jusqu'à nos jours*, Sirey, Paris, 1938.
- [58] Rothbard M., *America's Great Depression*, 3ème édition, Sheed and Ward, Inc., Kansas City, 1975.
- [59] Rothbard M., *The Mystery of Banking*, Richardson and Snyder, New York, 1983.
- [60] Salin P., *La vérité sur la monnaie*, édition Odile Jacob, Paris, 1990.
- [61] Skousen M., *The Structure of Production*, New York University, 1990.
- [62] Snowdon B., H. Vane, P. Wynarczyck, *La pensée économique moderne*, Ediscience international, Paris, 1997.
- [63] Wicksell K., *Interest and Prices*, Macmillan, Londres, 1936, [1898], réédition Augustus M. Kelley, New York 1965.