



## V / Globalisation des cycles immobiliers et déséquilibres financiers

*Thomas Grjebine\**

**E**n 2013, les prix immobiliers ont augmenté de 8 % en moyenne dans le monde, rythme le plus élevé depuis la fin des années 1990 et qui laisse craindre le retour de bulles immobilières et de déséquilibres financiers. L'expérience des trente dernières années justifie cette inquiétude. Si la crise initiée en 2007 est souvent comparée à celle de 1929, elle présente des similitudes très importantes avec un épisode récent mais peu étudié : la crise qui a touché presque tous les pays de l'OCDE suite au retournement du premier cycle immobilier globalisé au début des années 1990. À partir de 1985, plusieurs marchés immobiliers nationaux ont évolué de façon synchrone du fait du développement d'un système financier déréglementé et globalisé. Depuis cette date, deux cycles immobiliers globaux se sont ainsi succédé (1985-1995, 1997-2012), le second cycle apparaissant comme une reproduction amplifiée du premier. Dans les deux cycles, les booms immobiliers ont conduit à une montée des déséquilibres macroéconomiques et financiers, avant que le retournement n'entraîne crises bancaires et récessions. Tirer les enseignements de ces trente ans de globalisation des cycles immobiliers s'avère nécessaire au moment où un troisième cycle globalisé semble s'amorcer.

---

\* Thomas Grjebine est économiste au CEPII.

## Comment expliquer l'émergence de cycles immobiliers globalisés ?

La globalisation des cycles immobiliers se caractérise par une synchronisation des cycles nationaux et par une ampleur très forte des variations des prix immobiliers. La déréglementation financière et la libéralisation des mouvements de capitaux sont à l'origine de ces cycles globaux.

La déréglementation financière a permis un changement simultané des conditions de financement du logement dans la plupart des pays de l'OCDE, à l'origine de la synchronisation des cycles immobiliers nationaux. Jusqu'au début des années 1980, de nombreux pays de l'OCDE avaient recours à l'encadrement du crédit. Les banques avaient peu accès au marché hypothécaire ; le financement du logement reposait souvent sur des sociétés spécialisées dans les prêts aux ménages : *building societies* au Royaume-Uni, *savings and loans* aux États-Unis, *jusen* au Japon. Le financement du logement était limité par les ressources propres de ces institutions. La demande de prêts étant supérieure à l'offre, une file d'attente se formait et il n'était pas rare de devoir attendre plusieurs mois avant d'obtenir un prêt.

À la suite de la déréglementation financière menée dans de nombreux pays — aux États-Unis et au Royaume-Uni dès 1980, en France à partir de 1985 —, la suppression des freins directs et indirects à la distribution de crédits et la concurrence nouvelle entre ces établissements protégés jusqu'alors et les banques ont relancé l'offre de prêts. Il en a résulté des hausses simultanées du crédit qui ont nourri des booms immobiliers en rendant solvable une demande potentielle. La déréglementation financière fut ainsi un déterminant important de l'ampleur des hausses des prix immobiliers. L'Allemagne apparaît à cet égard comme un contre-exemple : l'absence de déréglementation financière dans ce pays peut expliquer que son cycle immobilier soit, depuis les années 1980, désynchronisé du cycle global (encadré 1).

La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux est le second facteur explicatif de l'apparition de cycles immobiliers globalisés. En permettant le développement des investissements étrangers dans le secteur immobilier, elle a favorisé la synchronisation des cycles *via* l'arbitrage des investisseurs. Ceci explique que, lors du premier cycle globalisé (1985-1990), l'immobilier de bureau a été le secteur le plus affecté par les hausses de

### Encadré 1. L'Allemagne, un cycle désynchronisé du cycle global

Aussi bien dans la période récente que dans les années 1980, l'Allemagne se démarque par un cycle immobilier qui n'est pas en phase avec le cycle global. Ainsi, ce pays n'a pas connu de boom immobilier entre 1985 et 1990, probablement en raison de l'absence de libéralisation financière significative. Les sociétés de crédit ont continué à exercer leurs activités dans le même environnement réglementaire. Ceci explique que l'Allemagne sera également l'un des rares pays de l'OCDE à ne pas connaître de crise bancaire au début des années 1990. Alors que les prix de l'immobilier vont commencer à se retourner dans la plupart des pays de l'OCDE en 1989, un boom des prix des logements va, au contraire, se développer à partir de cette date avec la réunification, une évolution surtout sensible à Berlin. Cette désynchronisation du cycle allemand avec le cycle global se poursuit encore aujourd'hui. Les prix immobiliers allemands ont baissé de 23 % entre 1995 et 2007, avant d'augmenter de 4 % entre 2007 et fin 2013.

prix : c'est le secteur le plus sensible aux flux internationaux de capitaux et la première composante de l'immobilier à se globaliser. Le Japon fut alors le principal pourvoyeur de capitaux sur les marchés internationaux. Au Royaume-Uni par exemple, alors que l'ensemble des banques étrangères détenaient, en 1993, 43 % de l'encours global des créances immobilières, les seules banques japonaises en détenaient 12 % [Renaud, 1995].

À partir des années 1980, le développement de produits financiers adossés aux crédits immobiliers a facilité ces investissements internationaux. Jusqu'alors, investir dans l'immobilier passait essentiellement par l'acquisition directe d'immeubles (investissement direct) ou par l'achat de parts dans un fonds immobilier, coté ou non en Bourse (investissement indirect). Les années 1980 vont permettre l'émergence de supports d'investissement (la « pierre-papier ») permettant aux institutionnels de diversifier les supports de leurs placements immobiliers. Ces produits financiers, plus accessibles aux investisseurs internationaux, vont être un facteur important de synchronisation des cycles *via* l'arbitrage des investisseurs. Ce phénomène va s'accroître lors du second cycle. Fin 2007, les investisseurs étrangers détenaient près de 66 % de l'encours des créances immobilières espagnoles par le biais d'obligations adossées aux prêts. Entre 2000 et 2007, l'immobilier a attiré près de 40 % des investissements directs entrant en Espagne. En France, les investisseurs étrangers ont financé, en moyenne,

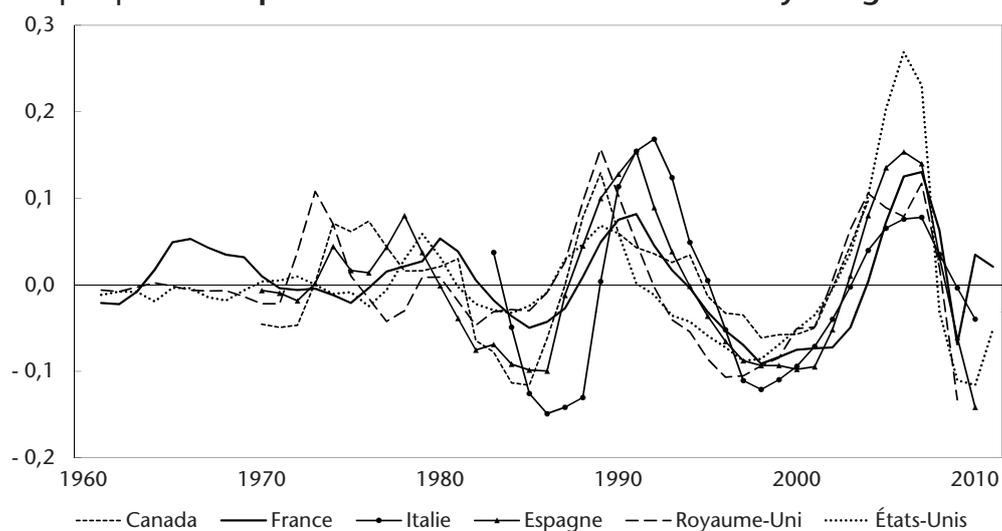
depuis le début des années 2000, près de 50 % des investissements directs en immobilier d'entreprise — plus des deux tiers en 2001 et 2002.

### Le cycle des années 2000 : une reproduction amplifiée du premier cycle immobilier globalisé

Le vaste mouvement de libéralisation des marchés de capitaux et de déréglementation financière des années 1980 a permis l'émergence de cycles immobiliers globalisés, le cycle des années 2000 apparaissant comme une reproduction amplifiée du premier cycle globalisé. À l'exception notable du Japon, les pays qui ont connu des booms immobiliers lors du premier cycle connaîtront de nouvelles bulles immobilières dans les années 2000 (graphique 1). Si les hausses de prix ont été particulièrement spectaculaires entre 1997 et 2007, elles furent également importantes lors du premier cycle : 96 % au Royaume-Uni en termes réels, 83 % au Japon, 57 % au Canada, 33 % en France ; en Espagne et en Italie, l'augmentation des prix immobiliers fut même plus importante entre 1985 et 1990 que lors du dernier boom (tableau 1).

L'amplification du second cycle par rapport au premier s'explique notamment par le développement de produits financiers qui ont permis de diversifier les sources de financement

Graphique 1. Les prix de l'immobilier dans les deux cycles globalisés



Note : déviations par rapport à la tendance des prix réels de l'immobilier (en %).

Source : OCDE, calculs de l'auteur.

Tableau 1. **Booms du crédit et booms immobiliers des deux cycles globalisés**

	1 <sup>er</sup> cycle (1985-90)		2 <sup>e</sup> cycle (1997-2007)	
	Crédit	Immobilier	Crédit	Immobilier
Canada	+ 41 %	+ 57 %	+ 79 %	+ 98 %
Espagne	+ 56 %	+ 141 %	+ 318 %	+ 110 %
États-Unis	+ 46 %	+ 21 %	+ 75 %	+ 85 %
France	+ 50 %	+ 33 %	+ 73 %	+ 125 %
Italie	+ 60 %	+ 63 %	+ 87 %	+ 60 %
Royaume-Uni	+ 143 %	+ 96 %	+ 107 %	+ 168 %
Suède	+ 78 %	+ 35 %	+ 97 %	+ 115 %
Allemagne	+ 22 %	+ 2 %	+ 8 %	- 13 %
Japon	+ 96 %	+ 83 %	- 10 %	- 46 %*

Note : croissances de l'encours réel du crédit et des prix réels de l'immobilier sur les deux périodes.

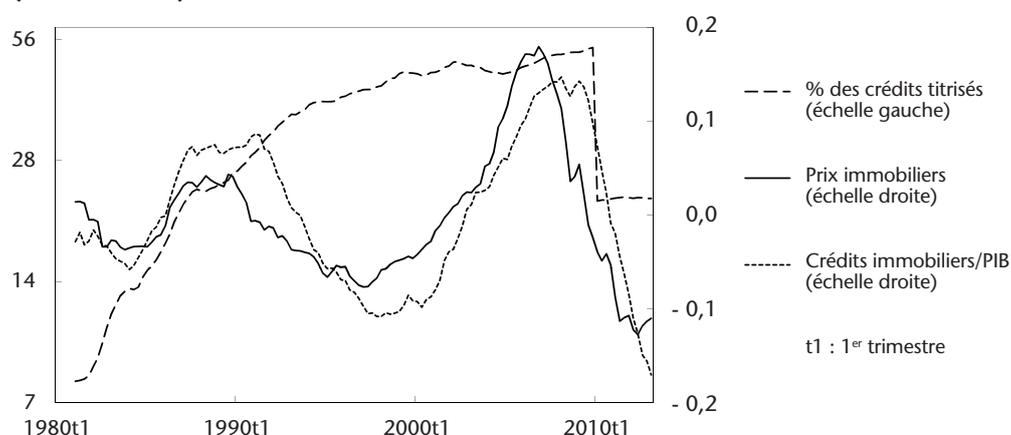
\* Baisse des prix immobiliers entre 1991 et 2012.

Sources : BRI, OCDE, calculs de l'auteur.

des crédits immobiliers. Jusqu'aux années 2000, le financement des crédits immobiliers se faisait essentiellement grâce aux dépôts. Le développement de produits financiers adossés à l'immobilier va permettre une diversification des sources de financement et une augmentation de l'offre de crédit. En Espagne, le boom du crédit des années 2000 a ainsi reposé sur le développement des obligations foncières, un instrument financier qui se rapproche de la titrisation puisqu'il permet de transformer un crédit immobilier hypothécaire en un titre financier. Mais, dans le cas des obligations foncières, contrairement à la titrisation, les créances hypothécaires ne sont pas sorties du bilan de l'émetteur (la banque). Cet instrument a connu un développement exponentiel en Espagne : moins de 6 % des crédits immobiliers étaient financés par l'émission d'obligations foncières en 1998, 32 % l'étaient en 2005, 56 % en 2011. Le Royaume-Uni, la France ou l'Italie ont également connu pendant cette période un développement très important de cette source de financement. La part des crédits immobiliers financée par ces obligations foncières est passée de 2 % à 20 % au Royaume-Uni entre 2005 et 2009, de 11 % à 25 % en France et de 1 % à 14 % en Italie entre 2005 et 2011.

La titrisation a également été un facteur de diversification des sources de financement des crédits immobiliers. Ce phénomène, qui a vraiment démarré aux États-Unis dans les années 1980, a

Graphique 2. Prix immobiliers, crédit et titrisation aux États-Unis (1981-2013)



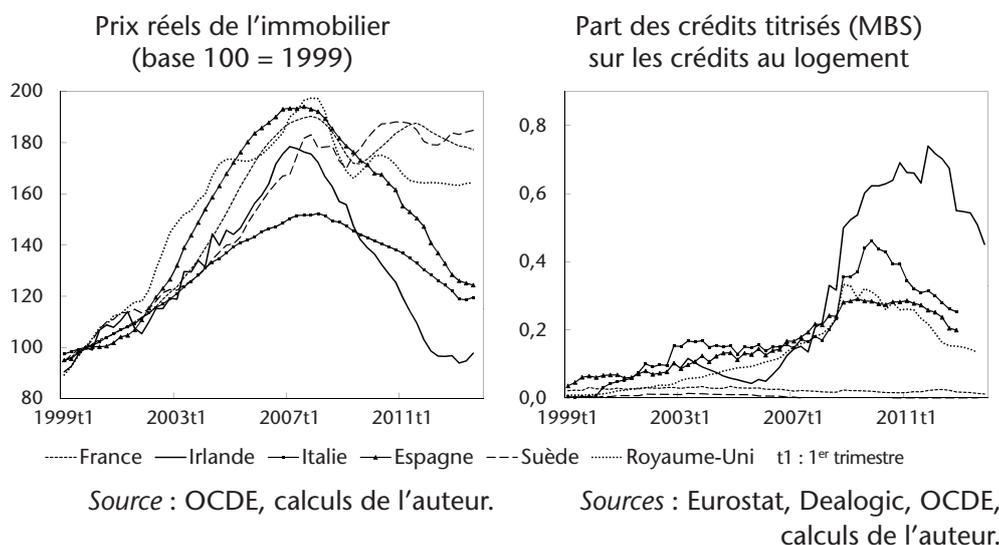
Note : les prix immobiliers et le ratio crédits immobiliers/PIB sont représentés en déviation par rapport à la tendance.

Sources : Federal Reserve System, OCDE, calculs de l'auteur.

connu une nouvelle phase de développement dans les années 2000 du fait notamment d'un ensemble d'innovations dans les produits financiers (dérivés de crédit) et de l'essor de nouveaux acteurs (*private equity firms, hedge funds...*). La titrisation ne s'est propagée dans les autres pays de l'OCDE qu'au cours de cette période récente. Aux États-Unis, ce mécanisme joue un rôle majeur dans le financement du logement depuis le premier cycle globalisé (graphique 2) : 10 % des crédits immobiliers étaient titrisés en 1982, déjà 30 % l'étaient en 1990. Lors du second cycle, l'augmentation a été plus faible, le ratio passant de 45 % en 2000 à 54 % en 2009 (en 2013, le chiffre était retombé à 22 %). La particularité du cycle récent est ainsi le développement de la titrisation hors des États-Unis.

Avec ces nouveaux produits financiers, la structure de financement des crédits immobiliers va fortement évoluer en Europe en une dizaine d'années. En 1999, 62 % des crédits immobiliers dans l'Union européenne étaient financés par des dépôts, 19 % par des obligations foncières (*covered bonds*), et seulement 1 % par des crédits immobiliers titrisés (*mortgage backed securities, MBS*) ; au Royaume-Uni, premier pays européen à titriser ses crédits immobiliers à partir de 1985, seulement 5 % des crédits immobiliers étaient titrisés en 2000. Mais, en moins de dix ans, la titrisation va devenir une source très importante de financement du logement dans de nombreux pays. Entre 2000 et 2008, le volume des crédits titrisés est multiplié par dix dans l'Union

Graphique 3. Évolutions des prix de l'immobilier et de la titrisation dans plusieurs pays européens (1999-2014 t1)



européenne. En 2009, la titrisation permet de financer plus de la moitié des prêts immobiliers en Irlande (57 %), 42 % en Belgique, en Italie ou aux Pays-Bas, 31 % au Royaume-Uni, 29 % en Espagne (parts des actifs immobiliers titrisés sur l'encours total des crédits immobiliers).

Il convient néanmoins de nuancer le rôle de la titrisation dans le développement du crédit au cours des années 2000. Tout d'abord, comme nous l'avons évoqué, les États-Unis ont connu un développement de la titrisation beaucoup plus important lors du premier cycle que dans la période récente. Par ailleurs, parmi les pays qui ont connu des booms immobiliers importants dans le cycle récent, le poids de la titrisation a été très hétérogène (graphique 3). Ainsi, par exemple, la France ou la Suède ont connu des booms immobiliers équivalents aux booms espagnol, anglais ou irlandais malgré l'absence de titrisation significative des crédits immobiliers dans ces deux pays. La hausse de l'offre de crédit s'explique en Suède par un fort développement des obligations foncières : près de 88 % des crédits immobiliers y étaient financés par des obligations foncières en 2009 (avec des encours multipliés par 2 depuis 1998).

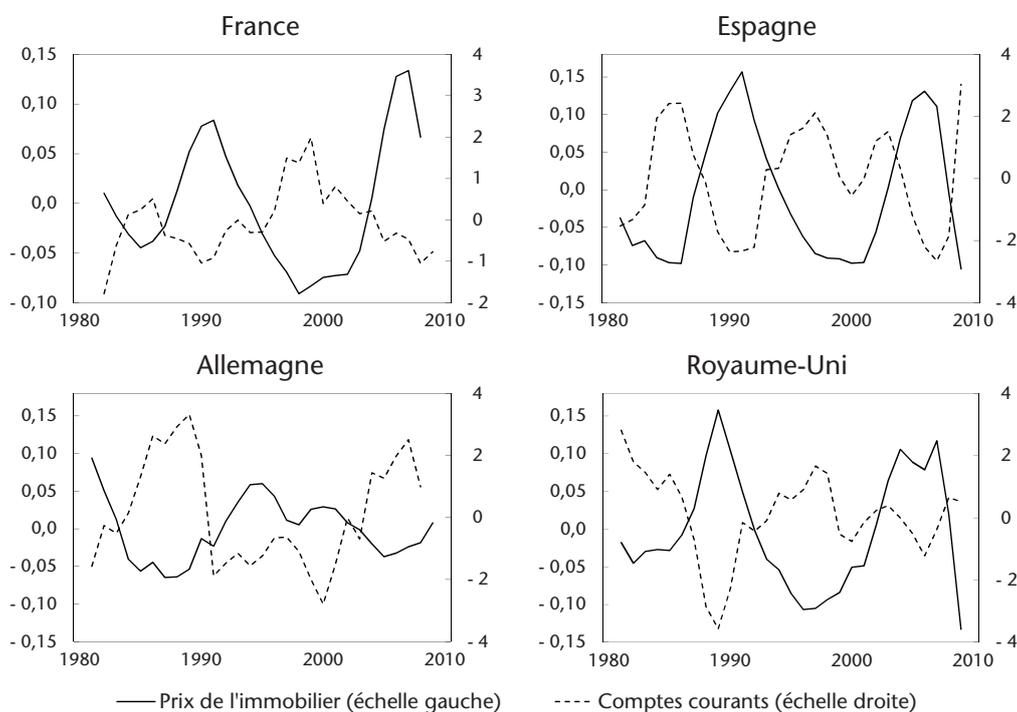
C'est donc moins la titrisation à proprement parler que la diversification des sources de financement des prêts immobiliers qui a favorisé l'émergence de booms du crédit dans le dernier cycle. Ce développement de produits financiers n'a pas été sans risque.

### **Dans les deux cycles, les booms ont été à l'origine d'une montée des déséquilibres courants et financiers...**

Dans les deux cycles globalisés, la libéralisation et la déréglementation financières associées aux booms immobiliers ont favorisé une montée du risque dans le secteur financier. Les booms immobiliers ont en effet été un facteur important de sous-estimation du risque et d'assouplissement des exigences d'octroi des crédits. Lors du premier cycle, l'intensification de la concurrence entre institutions financières du fait de la déréglementation a accentué les comportements risqués afin de compenser la baisse des marges. Aux États-Unis par exemple, les *savings and loans*, spécialisées dans les prêts au logement, se sont lancées dans des stratégies de quitte ou double avec des prises de risques inconsidérées pour essayer d'améliorer leur rentabilité [Coudert, 2001]. Les vieux actifs immobiliers, non risqués mais peu rentables, ont été liquidés pour investir dans des placements risqués, notamment des portefeuilles de prêts commerciaux de plus en plus spéculatifs, favorisant le développement du marché des *junk bonds*, obligations à rendement élevé et à haut risque. Au Japon, les compagnies immobilières (*jusen*) se sont également engagées dans des portefeuilles de prêts commerciaux de plus en plus spéculatifs du fait de la concurrence accrue des banques. Les créances douteuses des *jusen* représentaient en 1991 l'équivalent de 5 % du PIB japonais [Renaud, 1995]. En France, où les encours de crédit dans le secteur de l'immobilier d'entreprise se sont accrus de près de 230 % entre 1988 et 1990, 40 % de ces crédits étaient considérés en 1992 comme des créances douteuses. Dans les deux cycles, les banques ont cherché à dégager une rentabilité élevée en se tournant vers de nouvelles catégories d'emprunteurs dont les risques ont eu tendance à être sous-estimés. L'exemple emblématique du dernier cycle est le développement aux États-Unis des crédits *subprime*, dont le montant total est passé de 2,4 % à 13 % de l'encours des prêts immobiliers entre 1998 et 2007 et qui représentaient 40 % des nouveaux crédits souscrits en 2007.

Dans les deux cycles, les booms immobiliers sont également à l'origine d'une montée des déséquilibres courants. Au cours de la dernière décennie, la montée des déséquilibres mondiaux est devenue l'une des principales préoccupations de l'économie internationale, au fur et à mesure que le déficit courant américain s'amplifiait (1,7 % du PIB en 1997, 6 % en 2006). Entre 1982 et

Graphique 4. Les cycles immobiliers comme déterminants des évolutions des comptes courants (1980-2010)



Note : déviations par rapport à la tendance des prix réels de l'immobilier et des comptes courants en % du PIB.

Source : OCDE, calculs de l'auteur.

1987, les soldes extérieurs américains s'étaient également dégradés continuellement et dans des proportions très importantes, le déficit courant passant de 0,2 % à 3,5 % du PIB. Dans les deux cycles, ce creusement des déficits courants n'a pas uniquement caractérisé les États-Unis, mais également un grand nombre de pays développés qui avaient pour spécificité commune de connaître des booms immobiliers : Espagne, France, Royaume-Uni... (graphique 4). Dans un article récent, F. Geerolf et T. Grjebine [2013] ont montré que les prix de l'immobilier étaient un déterminant important des évolutions des comptes courants des pays de l'OCDE, non seulement lors du dernier boom immobilier mais également sur les quarante dernières années.

Les auteurs calculent qu'une augmentation de 10 % des prix de l'immobilier cause une dégradation des comptes courants de 1,7 % du PIB. Les liens entre prix de l'immobilier et compte courant proviennent du fait que le solde courant reflète les comportements d'épargne et d'investissement des agents d'un pays (solde des comptes courants = épargne – investissement).

Tout facteur qui augmente la consommation (et donc dégrade l'épargne) ou augmente l'investissement se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une dégradation du compte courant. Les auteurs montrent que les prix de l'immobilier affectent à la fois l'épargne et l'investissement. Une hausse des prix de l'immobilier conduit à une hausse de la consommation à travers des effets-richeesse (phénomène que l'on a pu notamment observer dans les deux cycles globalisés) ; elle provoque aussi une hausse de l'investissement résidentiel, mais également de l'investissement non résidentiel du fait de l'utilisation par les firmes de leurs biens immobiliers comme collatéral pour obtenir des financements bancaires. Ces mécanismes expliquent que les booms immobiliers ont pu être une cause importante du creusement des déficits courants dans ces deux périodes aux États-Unis, en Espagne, en France ou au Royaume-Uni. Notons le cas de l'Allemagne : l'amélioration du compte courant allemand depuis le début des années 2000 est souvent expliquée par le succès des réformes Hartz (2003-2005). Une explication complémentaire réside dans la baisse des prix immobiliers intervenue depuis le début des années 2000, provoquant une forte baisse de l'investissement, notamment résidentiel, une dégradation de la consommation des ménages, et donc une amélioration du solde courant.

### **... les retournements ont entraîné récessions et crises bancaires**

Aussi bien en 2007 qu'en 1989-1990, les prix immobiliers ont baissé de façon significative dans les pays ayant connu un boom, entraînant récessions et crises bancaires.

Dans les deux périodes, le retournement généralisé des marchés immobiliers s'explique en grande partie par le resserrement de la politique monétaire. Lors du premier cycle, ce resserrement intervient dans de nombreux pays à partir de 1989. Les banques centrales veulent freiner les risques d'une surchauffe de l'économie entretenue, entre autres, par la réalisation des plus-values immobilières et par le faible niveau des taux d'intérêt réels. Les taux d'intérêt ont été relevés, parfois substantiellement : au Royaume-Uni, les taux courts sont passés en un an et demi de 8 % à 15 % (mai 1988-octobre 1989) entraînant entre 1988 et 1989 une chute de 30 % du nombre de nouveaux prêts [Rifflart, 1995]. Suite à ce resserrement, les marchés immobiliers se sont retournés, en 1989

aux États-Unis et au Royaume-Uni, puis l'année suivante au Japon, en France, en Espagne. De même, entre 2004 et 2006, l'augmentation du taux directeur de la Réserve fédérale de 1 % à 5,25 % est l'une des explications du déclenchement de la crise des *subprime*, les emprunteurs se trouvant confrontés à une hausse importante de leurs mensualités et les plus fragiles étant incapables de faire face à leurs remboursements. Les prix immobiliers ont chuté entre 2007 et 2012 de 25 % aux États-Unis, de 35 % en Espagne, de 20 % en Italie, de 17 % au Royaume-Uni, ou de 33 % en Irlande.

Dans les deux périodes, le retournement du cycle immobilier globalisé va provoquer récessions, montée du chômage et crises bancaires. Suite au retournement du premier cycle, presque tous les pays de l'OCDE vont connaître au moins un épisode de récession durant la période 1989-1993 et des hausses très fortes des taux de chômage : de 6,8 % à 10,3 % au Royaume-Uni et de 16 % à 24 % en Espagne (1990-1994), de 5,3 % à 7,5 % aux États-Unis (1989-1992), de 9,1 % à 12,6 % en France (1991-1994). L'augmentation du chômage est également spectaculaire suite au retournement du second cycle globalisé. Après le krach immobilier de 2007, le taux de chômage a ainsi plus que triplé en Espagne (passant de 8,3 % en 2007 à 26 % fin 2012), plus que doublé aux États-Unis (de 4,6 % en 2007 à 9,6 % en 2010) et a augmenté de près de 50 % au Royaume-Uni (de 5,3 % en 2007 à 7,9 % en 2012).

Les retournements des marchés immobiliers vont également provoquer des crises bancaires dans presque tous les pays de l'OCDE. Lors du premier cycle, le retournement du marché immobilier aux États-Unis a conduit à une série de défauts de paiement, à une grave crise du marché des *junk bonds* et à une vague de faillites des caisses d'épargne (*savings and loans*) : de 4 000 en 1980, il n'en restait plus que 1 700 en 1995. Entre 1986 et 1991, près de 900 banques commerciales ont été fermées ou aidées par le fonds d'assurance des dépôts bancaires (FDIC). Au Royaume-Uni, le nombre des *building societies* est passé de 125 en 1989 à 80 en 1995 (les effectifs du secteur bancaire ont baissé de 20 %). De même, les années 2007-2008 seront marquées par une série de crises bancaires suite au retournement des marchés immobiliers que ce soit en Espagne, aux États-Unis ou au Royaume-Uni [Reinhart et Rogoff, 2009].

Notons que la France se caractérise lors de ces deux périodes par des ajustements du marché immobilier et du secteur bancaire beaucoup plus lents que dans les pays anglo-saxons. Ceci s'explique

notamment par les normes de distribution du crédit immobilier, caractérisées par des prêts à taux fixe (85 % des prêts sont à taux fixe et annuité constante), avec un taux d'effort maîtrisé. À l'inverse, les conséquences des retournements des marchés immobiliers sont beaucoup plus brutales aux États-Unis ou au Royaume-Uni du fait de contrats de prêt à taux variable (64 % des prêts hypothécaires des ménages britanniques), la hausse des taux d'intérêt se répercutant presque instantanément sur les charges financières de la dette hypothécaire. Ainsi, contrairement aux pays anglo-saxons, la France n'a pas subi de krach brutal, mais une baisse continue des prix immobiliers entre 1991 et 1997 (les prix ont baissé en termes réels de 46 % à Paris sur cette période). De même, depuis 2007, la France n'a pas connu de baisse significative des prix immobiliers, les signes d'un retournement commençant seulement à poindre en 2012 (- 1,7 % en 2012, - 1,8 % en 2013). Concernant le secteur bancaire, on retrouve un même décalage par rapport aux pays anglo-saxons. Causée en grande partie par la crise immobilière, la crise du secteur bancaire français des années 1991-1994 sera la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale. Après une crise brutale, les banques anglaises ou américaines ont renoué avec les profits dès 1992. En France, au contraire, la crise bancaire n'atteindra son paroxysme qu'en 1994, année marquée par une baisse en valeur absolue du produit net bancaire — phénomène jamais observé jusqu'alors dans les statistiques bancaires —, mais aussi par des pertes record pour l'ensemble du système bancaire.

### **Quels enseignements tirer de trente ans de globalisation des cycles immobiliers ?**

Tirer les enseignements de ces trente ans de globalisation des cycles immobiliers s'avère aujourd'hui d'autant plus nécessaire qu'un troisième cycle global semble s'amorcer depuis 2013. Dans les deux épisodes étudiés, l'absence d'intervention des autorités monétaires pour limiter le développement des bulles est apparue comme une source d'instabilité financière majeure. Le pilotage des prix immobiliers demeure pourtant une mission très délicate du fait d'objectifs contradictoires. Durcir la politique monétaire pour freiner la hausse des prix immobiliers risque de casser la croissance. À l'inverse, laisser se développer de nouvelles bulles immobilières peut occasionner à plus long terme une montée de l'instabilité financière. Un dilemme que connaissaient déjà

les autorités monétaires dans les années 1990 et au début des années 2000, et auquel elles se trouvent à nouveau confrontées aujourd'hui avec le retour des bulles.

*Les cycles immobiliers, une source majeure d'instabilité financière*

Les crises majeures qui ont suivi les retournements des marchés immobiliers depuis 2007 ont modifié le consensus qui existait dans les années 1990 chez les banquiers centraux selon lequel il ne fallait pas tenter d'influer le prix des actifs. L'idée selon laquelle il était préférable de s'en tenir à un *benign neglect* reposait sur deux présupposés. Tout d'abord, celui qu'il est très difficile de distinguer une hausse des prix immobiliers provoquée par les fondamentaux (par une pénurie de la construction, par exemple) d'une bulle immobilière. Or seule une intervention sur une bulle peut se justifier. D'autre part, limiter le développement d'un boom immobilier entraîne des distorsions dont le coût peut être supérieur à la réparation des dégâts d'un krach immobilier. La position de l'ancien gouverneur de la Fed, Ben Bernanke, est symptomatique du changement de doctrine. Défenseur du *benign neglect* dans les années 1990, il a évolué après la crise, soulignant que les autorités monétaires devaient être désormais particulièrement attentives à empêcher la résurgence de bulles immobilières, au besoin en recourant à la politique monétaire [Bernanke, 2010].

La montée des risques financiers associés aux booms immobiliers n'est pourtant pas une nouveauté, mais les enseignements du premier cycle globalisé semblent avoir été oubliés. Les inquiétudes étaient déjà très présentes à cette époque. En 1987, le gouverneur de la Banque d'Angleterre avait lancé un avertissement au sujet des risques financiers associés au boom du crédit, mais le taux d'expansion s'était accéléré, et la Banque centrale n'avait pas voulu provoquer un retournement du cycle. Ce n'est qu'à la suite du retournement — alors que le contrôle du crédit était devenu superflu — que les banques ont été officiellement priées d'instaurer des plafonds pour leurs crédits immobiliers. En remontant plus loin encore dans le temps, il est un peu inquiétant de constater que des recommandations proches avaient déjà émergé à la suite de la Grande Dépression des années 1930. Dès 1933, un comité fédéral américain avait lancé un vaste programme de recherche sur l'instabilité économique causée par les cycles immobiliers. Les travaux de ce comité furent à l'origine

du Rapport Wickens [1941] dont les conclusions pourraient être écrites de nos jours. « Le comité recommande l'étude du financement de l'immobilier en raison de son importance dans la richesse nationale. [...] La stabilité de l'économie dans son ensemble est largement dépendante de ce qui se passe sur le marché immobilier. [...] La problématique du financement de l'immobilier a été largement sous-estimée dans les discussions autour de la stabilité bancaire et du contrôle du crédit. Mesurer l'incidence de l'immobilier sur le financement de l'économie est fondamental pour comprendre les problèmes de stabilité économique. »

Deux facteurs supplémentaires peuvent expliquer la réticence des banquiers centraux à intervenir sur le prix des actifs, ou du moins à limiter les bulles : d'une part, l'immobilier est un secteur clé pour relancer l'économie ou pour stimuler la croissance à court terme ; d'autre part, casser une bulle peut s'avérer très coûteux économiquement.

#### *Un secteur clé pour stimuler la croissance... à court terme*

Les prix de l'immobilier sont un déterminant important du cycle économique du fait de leurs impacts sur l'investissement (notamment par le biais de la construction, une hausse des prix stimulant l'activité dans ce secteur) et sur la consommation (effets-richesse). La construction est également le secteur qui, en moyenne, redémarre en premier lors des reprises [Leamer, 2007]. Ceci explique que la présidente de la FED, Janet Yellen [2014], ait conditionné une hausse des taux d'intérêt à une reprise durable de la construction et du marché immobilier. En Grande-Bretagne, le Premier ministre David Cameron a placé au cœur de sa stratégie économique la croissance forte du secteur immobilier. Pour relancer le marché immobilier britannique, il a instauré en avril 2013 le programme *Help-to-Buy* (aider à acheter) visant à aider les particuliers à accéder à la propriété. Ce programme permet aux ménages britanniques de devenir propriétaires d'un bien immobilier grâce à un apport personnel de 5 % seulement ! Il est ainsi possible de souscrire un emprunt permettant de payer 75 % d'un futur logement, et d'emprunter au gouvernement les 20 % restants sans échéance de remboursement avant cinq ans. En mai 2014, les prix immobiliers au Royaume-Uni ont atteint un nouveau record avec une hausse annuelle de 11 %, la plus forte hausse enregistrée depuis quatre ans. Le Premier ministre britannique s'inspire ici du modèle de Margaret Thatcher qui, lors

du premier cycle globalisé, avait stimulé l'économie britannique (4,5 % de croissance de 1986 à 1988) en créant les conditions d'un boom immobilier. L'objectif était notamment d'encourager l'accession à la propriété selon le modèle d'une « démocratie de propriétaires ». L'une des mesures les plus spectaculaires de cette politique fut de permettre aux locataires de logements sociaux d'acheter leurs logements à des prix parfois inférieurs de près de 50 % aux prix de marché. Autre particularité du dispositif : les acquéreurs pouvaient obtenir un crédit sans aucun apport ! Entre 1980 et 1987, près d'un million de logements ont été vendus ainsi, un tiers des locataires du parc social accédant à la propriété (soit près de 2 millions de personnes). Ce fut l'une des causes majeures du boom immobilier anglais des années 1980. Un autre facteur important fut la dérégulation du crédit, avec notamment l'autorisation accordée aux banques en 1986 d'accorder des prêts immobiliers (*Building Societies Act*). Le taux de propriété est passé durant les mandats de M. Thatcher de 55 % à 67 %.

Si stimuler le marché immobilier peut s'avérer payant à court terme, une politique visant à faire baisser les prix de l'immobilier peut être très coûteuse économiquement. Une fois que le cycle se retourne, les baisses peuvent être très durables en raison, notamment de la persistance des anticipations. Affectant l'investissement et la consommation, le cycle immobilier touche aussi très directement l'emploi. Après l'explosion de la bulle immobilière en 2007, 1,6 millions de personnes ont perdu leur emploi dans le secteur de la construction en Espagne, 3 millions aux États-Unis (2007-2012). C'est l'un des risques de la politique française actuellement. Le gouvernement français affiche depuis plusieurs mois la volonté de faire baisser les prix de l'immobilier dont la cherté serait un handicap pour l'économie française. La ministre du Logement déclarait ainsi en janvier 2013 : « Ma priorité est de faire baisser les prix de l'immobilier, du foncier et des loyers. » Cette stratégie s'est notamment matérialisée à travers la loi ALUR du 24 mars 2014 dont l'un des dispositifs vise un blocage partiel des loyers, et donc *in fine* une baisse des prix immobiliers.

#### *Un pilotage aux conséquences imprévisibles*

La difficulté du pilotage du marché immobilier réside dans la contradiction des objectifs. Si, à court terme, en raison de l'importance des cycles immobiliers sur la conjoncture économique, stimuler ce marché peut se justifier, un boom non contrôlé de ce

marché risque d'entraîner une augmentation non soutenable des risques financiers. Les prix de l'immobilier doivent ainsi être « pilotés » avec précaution, ce qui nécessite de lisser les cycles et d'éviter les politiques trop procycliques. Les politiques macro-prudentielles (limitation des ratios d'endettement, augmentation des réserves obligatoires, etc.) semblent plus adaptées que la politique monétaire pour garantir cet objectif, ce dernier instrument ayant trop d'effets collatéraux et ne permettant pas de cibler un objectif précis [Bernanke, 2010]. L'expérience du premier cycle globalisé montre également que si les conséquences d'une politique visant à stimuler l'immobilier sont relativement prévisibles (voir l'expérience Thatcher), les conséquences de mesures visant à ralentir la hausse peuvent être beaucoup plus incontrôlables. Le retournement du cycle immobilier au Royaume-Uni en 1988 offre une bonne illustration des difficultés d'un tel pilotage. Ce retournement a été en grande partie provoqué par une annonce politique qui a eu des conséquences importantes sur les anticipations des agents. Le chancelier de l'Échiquier, Nigel Lawson, annonça en mars 1988 la baisse drastique des déductions fiscales des intérêts d'emprunts, un dispositif qui constituait jusque-là un avantage important pour les acquéreurs de logement. Durant les cinq mois précédant l'entrée en vigueur de cette mesure, la demande de logements explosa, les ménages voulant bénéficier des déductions fiscales. Les prix immobiliers augmentèrent de 25 % pendant cette courte période ! L'entrée en vigueur de la mesure en septembre 1988 entraîna une baisse brutale du volume des transactions, à l'origine du plus grave krach immobilier au Royaume-Uni depuis les années 1950. Cette mesure, décrite plus tard comme une erreur importante par N. Lawson lui-même, illustre la difficulté du lissage du cycle immobilier.

### *2015, le retour des bulles ?*

Au niveau mondial, les prix de l'immobilier ont augmenté en 2013 au rythme le plus important depuis la fin des années 1990, avec un taux de croissance supérieur à 8 % (indice Knight Frank sur 56 pays). Onze pays ont connu des hausses à deux chiffres. Les craintes actuelles devant ce retour de fortes hausses des prix immobiliers (+ 38 % au Canada depuis 2008, + 8 % au Royaume-Uni, + 15 % à Londres, + 14 % aux États-Unis en 2013) soulignent que les autorités sont toujours confrontées au même

dilemme : durcir la politique monétaire pour freiner la hausse au risque de casser la reprise, ou laisser se développer de nouvelles bulles immobilières. Face à l'envolée des prix au Royaume-Uni, l'OCDE a appelé à ce que des mesures soient prises pour « garantir le retour à un marché de l'immobilier équilibré ». Elle recommande notamment un durcissement des critères d'attribution du programme « *Help to Buy* ». Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a pour sa part, en mai 2014, déclaré que la hausse de l'immobilier était le « plus gros risque » menaçant la stabilité financière outre-manche. Avec la reprise économique qui se confirme au Royaume-Uni, et la surchauffe du marché immobilier, la Banque d'Angleterre pourrait être contrainte d'élever les taux d'intérêt directeurs de 0,5 point pour les porter à 1 % en 2015, ce qui alourdirait les remboursements des emprunts à taux variables (64 % des emprunts britanniques). Au risque de voir le nombre de propriétaires insolvables croître, le système bancaire être fragilisé et la reprise économique cassée ! La hausse des prix immobiliers s'avère d'autant plus difficile à maîtriser qu'une part significative des transactions, notamment à Londres, est effectuée par des non-résidents, moins sensibles à un durcissement des conditions de prêt (en 2013, selon l'agence Savills, 70 % des appartements nouvellement construits à Londres ont été vendus à des étrangers). Pour tenter de résoudre le problème, le ministre des Finances, George Osborne, a annoncé la mise en place dès avril 2015 d'un impôt sur les plus-values pour les non-résidents. Mais il n'est pas certain que le gouvernement britannique veuille réellement freiner un secteur d'activité « au cœur de sa stratégie économique » (D. Cameron, juin 2014).

## Conclusion

Depuis le début des années 1980, avec le développement d'un système financier globalisé et déréglementé, l'économie mondiale connaît une globalisation des cycles immobiliers. Booms du crédit, bulles immobilières, montée des risques et des déséquilibres, crises bancaires sont quelques-uns des phénomènes qui caractérisent ces cycles. La crise de 2007 apparaît, à ce titre, comme une reproduction amplifiée de la crise qui a touché de nombreux pays de l'OCDE au début des années 1990, suite au retournement du premier cycle immobilier global. La croissance forte des prix de l'immobilier dans de nombreux pays depuis

2013 semble annoncer l'émergence d'un troisième cycle immobilier global. Le retour de bulles immobilières dans des systèmes financiers de plus en plus développés, mais encore trop peu réglementés, pourrait occasionner des crises financières encore plus violentes que lors des deux premiers épisodes.

### Repères bibliographiques

---

- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE [2009], « Housing finance in the Euro area », Structural issues report, mars.
- BERNANKE B. [2010], « Monetary policy and the housing bubble », discours devant l'American Economic Association, janvier.
- COUDERT V. [2001], « La crise des *savings and loans* », dans GRAVEREAU J. et TRAUMAN J. (dir.), *Crises financières*, Economica, Paris.
- FRIGGIT J. [2013], « Le niveau de la construction influe peu sur le prix des logements », *Études foncières*, septembre-octobre.
- GEEROLF F. et GRJEBINE T. [2013], « House prices drive current accounts. Evidence from property tax variations », *CEPII Working Paper*.
- LEAMER E. [2007], « Housing IS the business cycle », *NBER Working Paper*, n° 13428, septembre.
- REINHART C. et ROGOFF K. [2009], *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, mise à jour en 2010.
- RENAUD B. [1995], « Le cycle global de l'immobilier, 1985-1994 : ses causes et ses leçons », *Revue d'économie financière*, n° 33.
- RIFFLART C. [1995], « Cycle immobilier et politique du logement : comparaison internationale et étude du cas britannique », *Revue de l'OFCE*, n° 52, p. 105-135.
- WICKENS D. [1941], *Residential Real Estate. Its Economic Position as Shown by Values, Rents, Family Incomes, Financing, and Construction, Together with Estimates for All Real Estate*, NBER Books, Cambridge.
- YELLEN J. [2014], discours devant le Congrès, mai.