

D'une crise à l'autre : 30 ans de globalisation des cycles immobiliers

Si la crise initiée en 2007 est souvent comparée à celle de 1929, elle présente en réalité 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 succédé (1985-1995, 1997-2012). À bien des égards, le second cycle apparaît comme une reproduction amplifiée du premier. Dans les deux cas, les booms immobiliers vont conduire à une montée des déséquilibres macroéconomiques et financiers, avant que le retournement du cycle n'entraîne crises bancaires et récessions.

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

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.

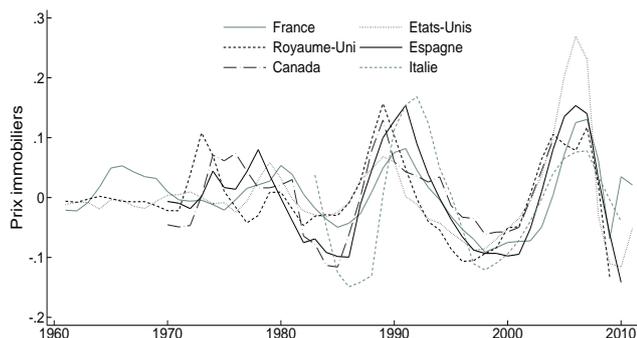
La déréglementation financière a permis un changement simultané des conditions de financement du logement dans la plupart des pays de l'OCDE, à l'origine de la synchronisation des cycles immobiliers nationaux. Jusqu'au début des années 1980, de nombreux pays de l'OCDE avaient recours à l'encadrement du crédit. Comme 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. À la suite de la déréglementation financière menée dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni dès 1980, ou 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 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 jusque-là potentielle. Si la déréglementation financière fut un déterminant important de l'ampleur des hausses des prix immobiliers, à l'inverse, le fait qu'elle ne se soit pas produite en Allemagne peut expliquer que ce pays connaisse depuis les années 1980 un cycle immobilier désynchronisé du cycle global (encadré 1). Un second facteur explicatif de l'apparition de cycles immobiliers globalisés est la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux qui, en permettant le développement des investissements étrangers dans le secteur immobilier, va favoriser la synchronisation des cycles via l'arbitrage des investisseurs. Ceci explique que lors du premier cycle globalisé (1985-1995), l'immobilier de bureaux ait été le secteur le plus affecté par les hausses de prix : c'est en effet le secteur le plus sensible aux flux internationaux de capitaux et la première composante de l'immobilier à se globaliser¹. Le Japon fut alors le principal pourvoyeur de capitaux sur les marchés internationaux. Au Royaume-Uni, par exemple, les banques étrangères détenaient, en 1993, 43 % de l'encours global des créances immobilières, les seules banques japonaises, 12 %².

1. Ainsi, à Madrid, le prix des bureaux a décollé de l'indice 150 en 1985 à l'indice 927 en 1990 ; la chute a été ensuite très brutale, puisque l'indice est redescendu à 216 en 1993 (indice Jones-Lang-Wootton, base 100 en 1980).

2. Les chiffres indiqués dans ce paragraphe proviennent de B. Renaud (1995), « Le cycle global de l'immobilier, 1985-1994 : ses causes et ses leçons », *Revue d'économie financière*, n° 33.

Graphique 1 – Prix réels de l'immobilier : apparition de cycles globalisés



Source : OCDE. Calculs de l'auteur. Séries réelles filtrées (filtre HP = 400).

Le vaste mouvement de libéralisation des marchés de capitaux et de déréglementation financière des années 1980 a ainsi permis l'émergence de cycles immobiliers globalisés, le cycle des années 2000 apparaissant comme une reproduction amplifiée du premier cycle. 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 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 (tableau 1). En Espagne et en Italie, l'augmentation des prix immobiliers fut même plus importante entre 1985 et 1990 que lors du dernier boom. L'amplification du second cycle par rapport au premier s'explique notamment par le développement de la titrisation qui a permis aux banques d'augmenter significativement leur volume de crédit³. La titrisation, qui a vraiment démarré aux États-Unis dans les années 1980, a connu une nouvelle phase de développement dans les années 2000 du fait notamment d'un ensemble d'innovations dans les produits financiers (produits dérivés, etc.). Mais ce développement n'a pas été sans risque.

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. Cette absence de révolution réglementaire 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.

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

	1er cycle (1985-90)		2e 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*

Variations de l'encours réel du crédit et des prix réels de l'immobilier sur les deux périodes, en %.

*Baisse des prix immobiliers entre 1991 et 2012.

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

■ 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 bancaire. 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 va accentuer 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, vont se lancer dans des stratégies de quitte ou double avec des prises de risques inconsidérées pour tenter d'améliorer leur rentabilité⁴. Les vieux actifs immobiliers non risqués mais peu rentables sont 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 haut risque. Dans les deux cycles, les banques vont chercher à dégager une rentabilité élevée en se tournant vers de nouvelles catégories d'emprunteurs dont les risques sont 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 % du total de l'encours des prêts immobiliers entre 1998 et 2007 et 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 un sujet majeur de préoccupation au fur et à mesure que le déficit courant américain s'amplifiait (1,7 % du PIB en 1997, 6 % en 2006). Entre

3. La titrisation permet aux banques de sortir de leurs bilans une partie de leurs portefeuilles de prêts. La banque se débarrasse ainsi du risque de crédit en le transmettant à des investisseurs. Elle réduit de ce fait le capital réglementaire et le montant des fonds propres alloués à la gestion du risque de crédit. Si la titrisation s'est surtout concentrée aux États-Unis (85 % des actifs titrisés mondiaux en 2009), elle a également joué un rôle significatif en Europe, où le volume des actifs titrisés a été multiplié par 10 entre 2000 et 2008.

4. V. Coudert (2000), « La crise des *savings and loans* », *Les crises financières*, ouvrage collectif coordonné par J. Gravereau et J. Trauman.

1982 et 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 seulement 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 (graphiques 2). Dans un travail récent, F. Geerolf et T. Grjebine 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 années⁵. 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 résulte des 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 également une hausse de l'investissement résidentiel, mais aussi 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 puissent être une cause importante du creusement des déficits courants sur 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 (graphique 2).

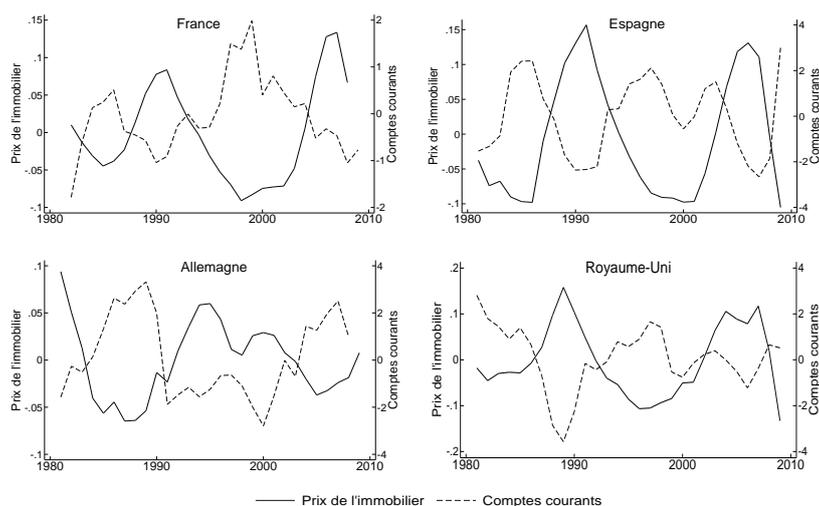
■ ... les retournements ont entraîné récessions et crises bancaires

Aussi bien en 2007 qu'en 1989-1990, les prix immobiliers vont baisser de façon significative dans les pays qui ont 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 monétaire⁶. Lors du premier cycle, ce resserrement intervient dans de nombreux pays à partir de 1989. Les banques centrales ont alors voulu contenir les risques d'une surchauffe de l'économie entretenue, entre autres, par la réalisation des plus-values immobilières et les bas taux d'intérêt réels. Suite à ce resserrement, les marchés immobiliers se retournent, en 1989 aux États-Unis et au Royaume-Uni, puis l'année suivante au Japon, en Espagne, ou en France (encadré 2). De même, l'augmentation du taux directeur de la Réserve fédérale de 1 % à 5,25 % entre 2004 et 2006 est l'une des explications du déclenchement de la crise des subprimes, les emprunteurs se trouvant confrontés à une hausse importante de leurs mensualités, les plus fragiles étant incapables de faire face à leurs remboursements.

Dans les deux périodes, le retournement du cycle immobilier globalisé va conduire à des récessions, provoquer une montée du chômage et des crises bancaires. Le retournement du premier cycle va faire connaître à presque tous les pays de l'OCDE au moins un épisode de récession pendant 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), ou de 9,1 % à 12,6 % en France (1991-1994). L'augmentation du chômage est également spectaculaire après le krach immobilier de 2007 : le taux de chômage a 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).

Graphique 2 – Les cycles immobiliers comme déterminants des évolutions des comptes courants



Déviations par rapport à la tendance des prix réels de l'immobilier et des soldes courants en % du PIB (filtre HP = 400).

Source : OCDE, calculs de l'auteur.

5. F. Geerolf & T. Grjebine (2013), « House Prices Drive Current Accounts: Evidence from Property Tax Variations », *CEPII Working Paper*, n° 2013-18, juin.

6. Les prix réels vont ainsi chuter entre 2007 et 2012 de 25 % aux États-Unis, de 35 % en Espagne, de 20 % en Italie ou aux Pays-Bas, de 17 % au Royaume-Uni, de 33 % en Irlande. De même, des krachs immobiliers ont également touché presque tous les pays de l'OCDE au début des années 1990.

Encadré 2 – Les ajustements sont-ils différents en France ?

Contrairement aux pays anglo-saxons, la France se caractérise lors de ces deux périodes par des ajustements du marché immobilier et du secteur bancaire beaucoup plus lents, mais néanmoins coûteux. Cette lenteur des ajustements 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 prêts à taux variables (80 % 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 depuis 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, le secteur bancaire français va connaître entre 1991 et 1994 sa plus grave crise depuis la Seconde Guerre mondiale. Si la crise a été brutale dans les pays anglo-saxons, les banques anglaises ou américaines ont renoué avec les profits dès 1992. En France, au contraire, la crise bancaire ne va atteindre son paroxysme qu'en 1994, année marquée par une baisse en valeur absolue du produit net bancaire, jamais observée jusqu'alors dans les statistiques bancaires, mais aussi par des pertes record pour l'ensemble du système bancaire.

Ces retournements des marchés immobiliers vont également provoquer des crises bancaires dans presque tous les pays de l'OCDE. Par exemple, 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 en 1995 que 1 700. 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-Uni⁷.

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. Les craintes actuelles devant le 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 le dilemme des autorités publiques : durcir la politique monétaire pour freiner la hausse au risque de casser la reprise, ou laisser se développer de nouvelles bulles immobilières. 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'hui⁸.

Thomas Grjebine
thomas.grjebine@cepii.fr

7. Voir C. Reinhart, K. Rogoff (2009), « This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly », Princeton University Press, (mise à jour en 2010).

8. Si B. Bernanke a longtemps préconisé la nécessité pour les banques centrales de ne pas tenter d'influer sur le prix des actifs, la position du banquier central a évolué depuis 2007 du fait des risques d'instabilité financière associés aux bulles immobilières. Voir notamment : B. Bernanke & M. Gertler (1999), « Monetary Policy and Asset Price Volatility », Federal Reserve Bank of Kansas City ; B. Bernanke (2002), « Asset-Price "Bubbles" and Monetary Policy », New York, 15 octobre ; B. Bernanke (2013), Discours devant la Chambre des Représentants, 17 juillet.

La Lettre du

CEPII

© CEPII, PARIS, 2014

RÉDACTION :
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 23

www.cepii.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier & Sophie Pilon

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
Direction de l'information légale
et administrative (DILA)
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

Mars 2014
Imprimé en France par la DSAF
Pôle conception graphique-fabrication

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du CEPII.
Les opinions qui y sont exprimées sont
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

