

ARTICLES DIVERS

LE CYCLE GLOBAL DE L'IMMOBILIER 1985-1994 : SES CAUSES ET SES LEÇONS

BERTRAND RENAUD *

I - Crise de l'immobilier autour du globe, un nouveau phénomène

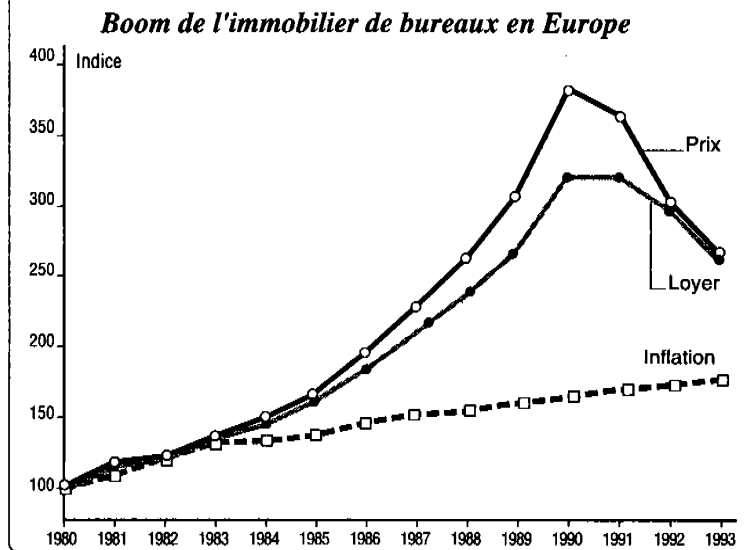
L'émergence d'un système financier global à la fin des années quatre-vingt a été marqué par des innovations financières importantes s'appuyant sur un rythme d'évolution rapide en informatique et en télécommunication et accompagnant la libéralisation des marchés des capitaux et la déréglementation bancaire. La croissance extrêmement rapide des flux financiers mondiaux a été aussi marquée par des changements structurels important dans la conduite de la politique monétaire et la gestion macro-économie de beaucoup de pays par rapport à la décennie des années soixante-dix. Ces changements sont à l'origine des cycles immobiliers de très grande ampleur qui se sont produits simultanément dans la plupart des pays industriels de l'OCDE ainsi que dans les nouveaux pays industriels. Ce cycle global a atteint son point culminant vers 1990. En Europe, l'indice Jones-Lang-Wootton pour les bureaux¹ illustre la flambée des prix qui l'ont accompagnée. Ces derniers ont effectivement progressé de 400% entre 1980 et 1990 avec une accélération après 1986 (Graphique 1). Durant la même période, l'indice général des prix n'a progressé que de 150%. A l'inverse, depuis 1990 la chute des valeurs immobilières s'est accentuée. La perte en prix non ajustés pour l'inflation fut presque partout d'au moins 20 % dès la première année de la phase de crise du cycle. Les baisses cumulées ont fréquemment atteint 50% dès la fin de l'année 1993. L'année 1994 marque souvent la fin du cycle et la stabilisation du secteur plutôt qu'une reprise.

187

* Cet article est une version révisée et abrégée d'une étude intitulée - *The 1985-1994 Global Real Estate Cycle* - présentée à une session conjointe des conférences annuelles de l'American Finance Association et de l'American Real Estate and Urban Economics à Washington D.C. le 7 Janvier 1995. L'auteur est conseiller au financement du logement (Housing Finance Advisor) à la Banque Mondiale mais les vues présentées n'engagent que lui-même.

¹ L'indice JLW de l'immobilier de bureaux est pondéré par la taille des marchés et intègre des données pour quatorze métropoles européennes. En Asie de l'est et du sud-est, des marchés comme Taipei (Taïwan), Hong Kong, Séoul (Corée), Bangkok (Thaïlande), Kuala Lumpur (Malaisie) ont connu des évolutions similaires ce qui ne signifie pas que les causes de ces cycles furent les mêmes partout.

Graphique 1



188

Les marchés immobiliers connaissent des phases haussières et baissières de façon périodique qui sont liées à la très longue durée des investissements et à la qualité imparfaite de l'information dans ces marchés. Ce cycle immobilier qui est qualifié de global plutôt que de mondial parce qu'il a été observé à travers le globe sans pourtant toucher tous les pays, se caractérise par deux aspects très spécifiques. D'une part, différents marchés immobiliers nationaux ont évolué pour la première fois d'une façon synchrone, sinon en phase à travers le monde. D'autre part, la volatilité des prix et de la production a été extrêmement forte dans ces pays en comparaison avec leurs autres cycles immobiliers depuis au moins cinquante ans. Les effets de ce cycle global sur le secteur immobilier, le système financier, les ménages et l'économie dans son ensemble, ont eu une intensité sans précédent. La crise actuelle s'avère lourde de conséquences non seulement pour le secteur immobilier lui-même mais aussi pour le système bancaire affaibli dans sa capacité d'absorber ses pertes et de financer la croissance, ainsi que pour la relance de la demande par la consommation des ménages beaucoup plus endettés et déséquilibrés.

Mieux comprendre les mécanismes à l'oeuvre aidera à se prémunir contre le retour de telles situations dans le futur. Cela suppose de savoir pourquoi les variations de prix et de production furent plus fortes dans certains pays que dans d'autres et aussi de pouvoir distinguer la part

possible de facteurs internes et internationaux dans leur intensité. L'entreprise n'est guère aisée. Si la crise apparaît comme globale dans la mesure où de nombreux pays sont touchés, les données disponibles sont nationales, fragmentaires et les analyses sont d'une qualité très inégale selon les pays. Par exemple, des études approfondies ont été réalisées sur l'évolution et la dynamique des marchés immobiliers régionaux et nationaux aux Etats-Unis durant les années quatre-vingt. La surchauffe des marchés immobiliers au Japon a également fait l'objet de nombreux commentaires sur la bulle des actifs immobiliers et financiers dans ce pays. Mais quelle relation y-a-t-il entre la hausse des prix de l'immobilier au Japon et la diffusion du boom immobilier à l'échelle mondiale ? Pourquoi la crise fut-elle si sévère dans certains pays d'Europe du Nord comme la Finlande mais a, par ailleurs, épargné un pays comme l'Allemagne ?

Cet article, centré sur la période 1985-1994² vise donc à identifier les facteurs nationaux et internationaux qui ont conduit à cette extrême volatilité des valeurs immobilières. Pour ce faire il faut tenter de répondre aux différentes questions suivantes. Etant donné le caractère irréversible de la globalisation des marchés financiers, peut-on vraiment distinguer entre les facteurs conjoncturels et structurels de ce premier cycle mondial ? Sommes-nous en mesure de tirer des leçons pour l'action politique future et d'identifier les facteurs internationaux ou nationaux qui ont amplifié la volatilité des prix de l'immobilier et des mouvements de capitaux ? Troisièmement, quels enseignements faut-il tirer pour une meilleure appréciation du risque par les banques dans le futur ? Y a-t-il enfin matière à enseignements pour les économies non encore intégrées au marché mondial des capitaux comme les anciens pays socialistes d'Europe de l'Est et les pays en voie de développement ?

Les limites d'un article ne permettent pas de présenter des données détaillées sur chaque pays. Par contre il est possible d'esquisser quelques lignes de force centrées d'une part sur la part de responsabilité des mouvements de capitaux japonais dans la simultanéité des cycles nationaux, d'autre part sur les facteurs particuliers à chaque pays, en mettant en lumière les conséquences des mesures de politiques financières et immo-

2 Le choix des années qui encadrent le premier cycle global est en partie une commodité de rapport car les cycles immobiliers nationaux étudiés n'ont pas été parfaitement synchronisés. 1985 est l'année de l'accord du G-5 (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni) à l'Hôtel Plaza sur le réalignement des monnaies avec une mise en place début février 1996. Les accords du G-7 (incluant aussi l'Italie et le Canada) de 1987 au Louvre ont abouti à déclarer adéquats les nouveaux niveaux d'échange et ont ciblé sur une stimulation macro-économique des économies du G-3, le Japon en particulier (voir Paul Volker et Toyoo Gyobten, Changing Fortunes, The World's Money and the Threat to American Leadership, New-York, Random House, 1992, p.274-5 et 357-9). L'année 1994 marque généralement le point le plus bas du cycle du secteur immobilier dans la plupart des pays.

bilières adoptées par les autorités de différents pays³. Un examen complet de cette crise immobilière mondiale et de ses retombées devrait porter sur trois domaines principaux : ses effets sur l'organisation et la performance de l'industrie immobilière et les méthodes de surveillance à mettre en place pour chacun de ses principaux secteurs et sous-secteurs (immobilier de bureaux, industriels, hôtelier et de loisir, résidentiel) ; ses effets sur l'immobilier résidentiel et les ménages très endettés ; et ses effets sur le secteur bancaire. Mais quand il s'agit de prévenir la récurrence d'un crash immobilier aussi sévère que celui qui s'achève il faut privilégier la régulation plus saine des relations trop souvent malsaines entre secteur bancaire et secteur immobilier. La partie prospective de l'analyse sera donc limitée ici à ce troisième domaine bancaire.

II - Les facteurs internationaux dans le cycle 1985-1994

Un facteur initial dominant à l'échelle mondiale : les mouvements de capitaux japonais

La simultanéité du cycle immobilier dans la majorité des pays de l'OCDE et les pays en développement de revenu moyen durant la période 1985-1994 résulte d'une conjonction exceptionnelle de facteurs internationaux et nationaux. Mais la cause externe initiale majeure du cycle immobilier global marqué par le synchronisme des cycles nationaux, en particulier pour l'immobilier de bureau, fut la domination massive japonaise sur les marchés financiers mondiaux au cours de la période 1985-1990. Richard Werner a offert une des meilleures analyses du lien entre l'inflation massive des actifs financiers et immobiliers au Japon et le flux des capitaux à long-terme japonais à l'extérieur : « La part du Japon dans les mouvements de capitaux nets à long terme des pays du groupe des sept (G-7) et des pays traditionnellement exportateurs de capitaux tels que le Danemark, la Suisse et l'Arabie saoudite, est passée d'un quart en 1982 à près de 90% en 1987. En 1989, plus de la moitié des investissements étrangers directs dans ces pays provenaient du Japon. La Japon était alors le premier pays créditeur à l'échelle mondiale de l'histoire, avec des excédents nettement supérieurs à ceux qu'avaient pu connaître dans le passé l'OPEP ou les Etats-Unis. Ce record historique des exportations de capitaux japonais a été suivi d'un effondrement non moins historique. En un seul trimestre, en 1991, le Japon est soudain devenu un des principaux importateur net de capitaux »⁴.

³ Les données collectées concernent le Japon, les USA, le Royaume-Uni, l'Australie, les pays scandinaves, la France, l'Allemagne, l'Espagne, ainsi qu'un certain nombre d'économies d'Asie de l'Est et du Sud-Est et d'Amérique latine.

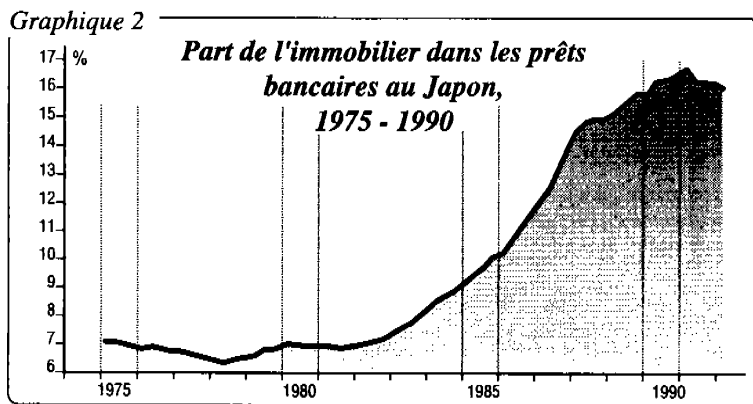
⁴ Richard A. Werner, « Japanese Investment and the "Land Bubble" », Oxford : Review of International Economics, vol. 2, n° 2, 166-178, 1994.

Cette expansion massive des exportations de capitaux japonais, puis son arrêt brutal, soulève quatre questions : quelle est l'origine de ce raz de marée, de ce tsunami ? Quelles structures des institutions ont rendus la génération de ce capital possible ? Comment fut-il exporté ? Pourquoi l'arrêt de ces flux fut-il aussi aussi brutal ?

Les accords de l'Hotel Plaza de 1985 à l'origine du boom immobilier japonais

Il est maintenant démontré que l'afflux massif des capitaux japonais sur les marchés internationaux procède de la « bulle foncière » et des effets conjugués de l'abondance du crédit bancaire, de l'envolée des prix internes du foncier et de l'appréciation des valeurs boursières. Ce sont les accords de Plaza en septembre 1985 qui ont donné le coup d'envoi à la hausse des prix fonciers. Ces accords ont en effet conduit à un important réalignement des monnaies des pays du G-7, et notamment du taux de change dollar/yen. Immédiatement après, l'année suivante, la négociation des accords du Louvre visant à établir une stabilisation des taux de change a conduit à un abaissement du taux d'escompte japonais au taux historiquement le plus bas jusque là de 2,5%⁵. La conséquence la plus directe fut une progression rapide de la part des crédits immobiliers dans l'ensemble des crédits bancaires japonais, qui, de stable autour de 7% au cours des vingt années précédentes, a fortement augmenté à partir de 1985 pour atteindre 17% en 1990 (Graphique 2).

191



⁵ Les autorités japonaises ont d'abord fortement résisté à un tel ensemble de mesures car le déficit budgétaire représentait déjà 22 % du budget de 1985, et le montant du total de la dette publique était équivalent à 42 % du PIB. Le taux d'escompte au Japon qui avait atteint 6 % en 1990, est descendu progressivement jusqu'au nouveau record de 1 % le 15 avril 1995. Les baisses du taux d'escompte poursuivies depuis 1991 par la Banque du Japon ont eu pour but de remédier à la sévère détérioration des bilans du secteur bancaire japonais et d'encourager une reprise de la demande de crédit.

Inflation rapide des prix fonciers et des titres boursiers au Japon

La combinaison de taux d'intérêt très bas et de liquidités abondantes a favorisé les investissements immobiliers très sensibles aux taux d'intérêt, provoquant, du fait d'une très faible élasticité de l'offre foncière, une accélération rapide des prix immobiliers dès 1986 (voir Graphiques 2 et 3). La hausse des prix fonciers s'est trouvée démultipliée par les structures institutionnelles japonaises et l'appréciation rapide des titres boursiers. Tout d'abord, l'inélasticité de l'offre foncière au Japon est au moins autant un problème de réglementation qu'une affaire de pénurie physique. La croissance des prix des terrains fut amplifiée par des facteurs réglementaires et des facteurs spécifiquement internes. Les règles d'urbanisme restreignent en effet fortement les conversions des terres agricoles en terrains à bâtir. La fiscalité des successions et des plus-values, est très favorable aux biens immobiliers et encourage la thésaurisation des terrains⁶. L'accroissement de la valeur des terrains détenus par les entreprises implique l'accroissement de leur valeur au bilan et s'est vite répercuté sur leur cote en bourse. Les gains en capitaux propres servirent à leur tour de garant à des crédits bancaires destinés au financement d'investissements productifs ou à des placements plus spéculatifs sur les marchés immobiliers⁷. Ces gains en valeur des actions cotés sont amplifiés aussi par le phénomène de la propriété croisée institutionnelle des actions car au Japon 40% à 50 % des actions sont détenues soit par d'autres entreprises soit par les banques⁸. De plus les banques japonaises, dans leur analyse des dossiers de prêt, ont toujours privilégié la garantie hypothécaire sur la solidité et la rentabilité du projet. A partir de 1985, les sociétés japonaises ont donc pu garantir des prêts de plus en plus élevés qu'elles souscrivaient pour financer des investissements par des terrains, dont la valeur devenait également de plus en plus élevée. De 1985 à 1988, le poids du foncier s'est accru de 55% à

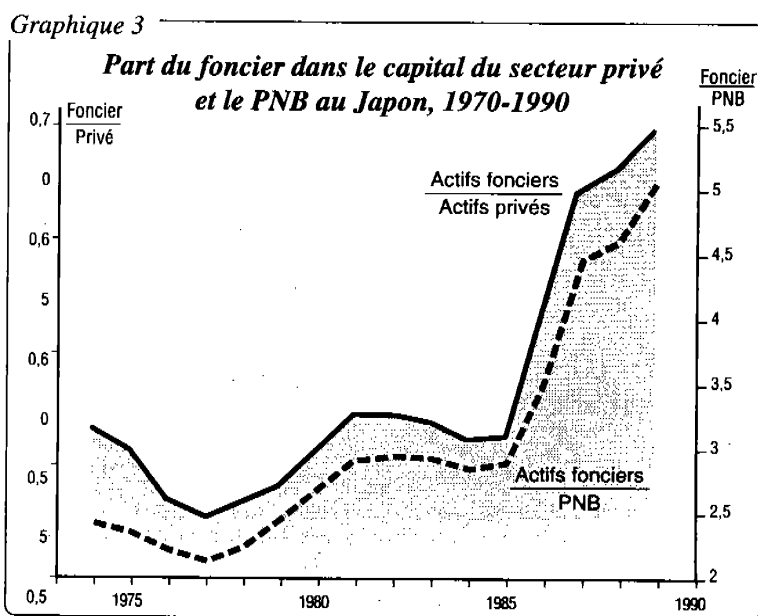
192

6 Voir Richard M. Kirwan, « Fiscal Policy and the Price of Land and Housing in Japan », Glasgow : Urban Studies, vol. 24, n° 5. Koichi Mera, « Land Taxation and its Impact on Land Prices : The Case of Japan in the 1990s », Tokyo : Review of Urban and Regional Development Studies, vol. 4, n° 2, July 1992. Karl E. Case, « Taxes and Speculative Behavior in Land and Real Estate Markets », Tokyo : Review of Urban and Development Studies, vol. 4, n° 2, July 1992.

7 Le ratio prix/bénéfices pour les actions cotées en bourse augmenta d'une façon massive de 20 en 1984 à 60 en 1990.

8 Takatoshi Ito a utilisé la notion de taux de rentabilité minimal des actifs en patrimoine comme les obligations, les actions et les terrains pour établir une relation entre le niveau élevé de rentabilité sur les marchés fonciers et boursiers. Le prix des terrains au Japon est très élevé par rapport aux autres pays, mais le niveau des loyers est comparable à celui d'autres grandes métropoles comme Londres (Noguchi, 1990). Pour un taux donné de rentabilité des actifs, avec L_t prix du terrain et R_t le loyer, les conditions d'arbitrage entre les investissements en terrains et les autres actifs sont résumés dans l'équation suivante : $r = r_t + (L_t + R_t)/L_t$, or $r = r_t/L_t + (L_{t+1} - L_t)/L_t$. Les investisseurs attendent qu'un faible ratio bénéfices/prix de l'action ou bien loyer/prix du terrain soit composé par des plus-values latentes importantes.

plus de 70% de la valeur du capital net du secteur privé, et à cinq fois la valeur du PNB en 1988 contre 2,8 fois en 1985⁹. (Graphique 3)



Source : Richard A. Werner

Le rôle des huit compagnies immobilières ou *Jusen* mérite d'être évoqué brièvement ici car ces institutions financières jouent un rôle central dans la crise bancaire au Japon qui a finalement fait surface au grand jour en 1995¹⁰. Ces compagnies bancaires furent créées dans les années sixante-dix par les banques pour leur permettre de financer indirectement les prêts immobiliers aux ménages. Leur principaux actionnaires sont des

⁹ L'évolution des prix du foncier au Japon a fait l'objet de nombreuses analyses. Voir en particulier les synthèses de Yukio Noguchi, « Japan's Land Problem », Tokyo : Japanese Economic Studies, Summer, 1990 et de Douglas Stone et William T. Ziemba, « Land and Stock Prices in Japan » : Stanford, California : Journal of Economic Perspectives, vol. 7, n° 3, Summer 1993, 149-165.

¹⁰ C'est seulement en juin 1995 que le Ministère des finances du Japon a publiquement reconnu que les créances douteuses et mauvaises du secteur bancaire sont au moins de l'ordre de 40 000 milliard, soit FF 2 340 milliard, ou encore 10% du PIB japonais. Les *jusen* à elles seules contribuent pour plus de 6 000 milliard de mauvaises dettes. En plus des problèmes politiques, un obstacle à la bonne connaissance de la qualité des portefeuilles bancaires japonais provient des règles de classification des créances qui ne sont ni assez claires et ni assez strictes. Il est estimé aujourd'hui par les autorités japonaises qu'il faudra attendre au moins cinq ans, soit l'an 2000 et au delà pour voir la fin des restructurations nécessaires.

banques commerciales, des compagnies d'assurance-vie, et des sociétés de bourse. Les *jusen* ne peuvent pas accepter de dépôts et se financent par des prêts inter-bancaires. Quelques années après la création de ces huit *jusen*, les banques confrontées à la désintermédiation financière par leurs meilleurs clients d'entreprise se finançant directement sur les marchés financiers, prirent la responsabilité directe des prêts hypothécaires aux ménages qu'elles financèrent sur leurs dépôts bon marché. Face à des coûts de ressources plus élevés sur le marché inter-bancaire, les *jusen* se sont alors engagées dans des portefeuilles de prêts commerciaux de plus en plus spéculatifs. Durant les années du boom, une partie importante du financement des *jusen* est venue des coopératives agricoles (*Nokio*) par l'intermédiaire des caisses de crédit agricole (*Shinren*), et de la Banque Centrale Coopérative pour l'Agriculture et les Forêts (*Norinchukin*). Il y avait donc un effet pervers qui alimentait la bulle foncière puisque les plus values foncières des *Nokio* se voyaient recyclées sous forme de prêts aux *jusen* pour alimenter de nouveaux prêts immobiliers.

Hausse du prix des terrains à l'origine du flux de capitaux japonais vers l'étranger.

194

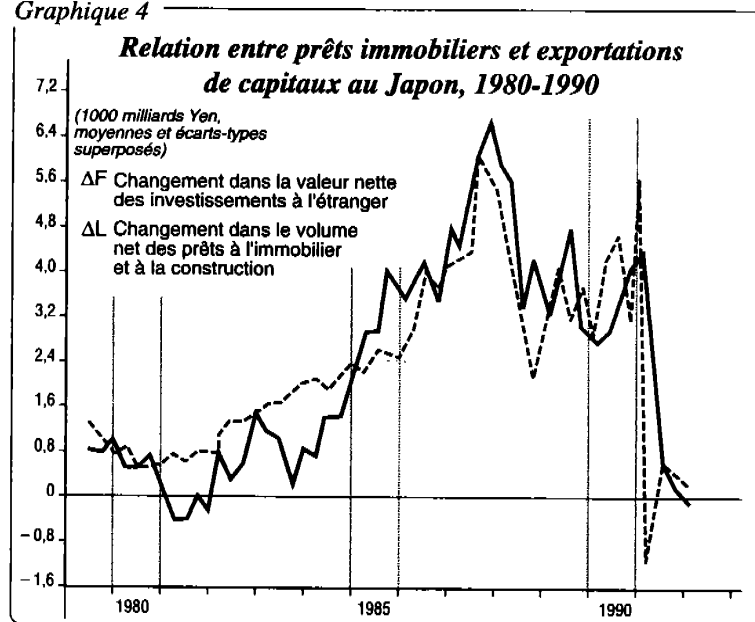
A priori, le lien entre la hausse du prix des terrains et l'exportation massive de capitaux par le Japon ne paraît pas évident pour au moins deux raisons. D'une part, les étrangers jouent un rôle très marginal sur le marché immobilier japonais. D'autre part, lorsqu'un propriétaire japonais cède un actif à un autre japonais en réalisant une plus-value importante, l'effet macro-économique sur le reste du monde est nul. L'existence d'une relation entre la montée explosive du prix des biens immobiliers et les flux nets de capitaux japonais à long terme a pourtant été clairement établie par Richard Werner. Utilisant un modèle macro-économique explicatif des mouvements de capitaux internationaux, et prenant en compte la variable « crédits immobiliers »¹¹, Werner a montré que la hausse des prix de l'immobilier a joué un rôle déterminant dans les exportations nettes de capitaux par le Japon. Il a fait apparaître une relation statistique significative entre le volume net de crédit immobilier et le niveau des exportations de capitaux (Graphique 4). Le boom immobilier, à travers ses implications

¹¹ La démarche de Werner est de comparer le pouvoir explicatif de deux modèles de flux de capitaux, l'un avec et l'autre sans les crédits au foncier et à l'immobilier. Dans la première version, le total W des avoirs financiers du Japon s'élève à : $W = M + B + F$ (les actifs monétaires, les obligations japonaises, et les actifs détenus par des étrangers). Dans la seconde version, le total des avoirs est redéfini pour inclure les crédits immobiliers L , soit : $W = M + B + F + L$. L est traitée comme une donnée exogène, l'offre de crédits étant influencée par les autorités monétaires.

Richard A. Werner - *Japanese Foreign Investment and the Land Bubble*, Oxford : Review of International Economics, Vol.2, No.2, 166-178, 1994.

sur le système bancaire et combiné avec le réalignement des taux de change, est un facteur explicatif des mouvements de capitaux à long terme japonais.

Graphique 4



195

Ces fonds s'orientèrent d'abord vers des placements financiers (obligations américaines et autres valeurs mobilières), mais furent également utilisés pour l'acquisition directe de biens immobiliers. Les « paquebots » ou opérations de prestige portés par les Japonais et aussi par d'autres investisseurs se retrouvent avec une ampleur et des effets similaires dans la plupart des grandes métropoles du monde. Ce fut le cas de la France : « On nous a dit que l'immobilier français n'était pas cher par rapport à l'immobilier anglais, lequel n'était pas cher par rapport à l'américain, lui-même pas cher par rapport à l'immobilier japonais. Donc les marges d'augmentation...étant encore très fortes, l'immobilier allait continuer à monter ; il n'y avait pas de crainte à avoir. » ... « La mère de toutes les opérations de rénovation des grands sièges que j'ai citées...est l'immeuble Shell. Ce fut une opération merveilleuse pour la place de Paris : on rénove un immeuble et, avant même d'avoir commencé les travaux, on a revendu à des investisseurs la totalité de l'immeuble. C'est une opération qui donne

du marché une vision un peu fausse, mais qui a un effet d'entraînement que nul ne peut nier.¹²

Aux Etats-Unis, on évalue à 77 milliards de dollars le montant total des investissements immobiliers japonais au cours de la période 1985-1993, dont un tiers pour le seul Etat de Californie (cf. *Economist*, 23 juillet 1994).

Déflation brutale des actifs financiers et immobiliers au Japon, 1990-91

Le retournement de tendance en matière de prix au Japon est survenu en 1990 sous l'effet conjugué de deux facteurs principaux, l'un interne, l'autre externe. En 1990 une politique restrictive d'offre de crédit fut mise en oeuvre pour désamorcer la bulle spéculative par Yasushi Mieno à son arrivée comme gouverneur de la Banque du Japon. Le taux directeur fut relevé cinq fois de 2,5% jusqu'au niveau de 6% en fin 1990. Cette politique restrictive de crédit avait déjà conduit à d'importants réajustements sur le marché boursier lorsque l'invasion du Koweït en août 1990 et la guerre du Golfe entraînent un changement profond dans les anticipations des acteurs et une baisse brutale de 36,3% de l'indice Nikkei en tout juste trois mois. Parallèlement aux cours boursiers, les prix des actifs immobiliers au Japon baissèrent très fortement à partir de 1990¹³. Officiellement de septembre 1990 à fin 1994, les prix nominaux des logements dans la région de Tokyo auraient baissé d'environ 40%, ceux du foncier de 50%. Les banques, affectées par ce double choc, réduisirent le volume de leurs crédits nouveaux. Il se trouve de plus que les accords de Bâle sur les capitaux propres devenaient effectifs la même année. A partir de 1990, l'économie japonaise confrontée à une crise majeure se trouva très affaiblie. D'un côté, l'offre de crédits tombe en raison de l'attitude plus restrictive des banques. De l'autre, la demande de crédits tombe parce que les emprunteurs sont dans l'impossibilité d'honorer leurs engagements. Les établissements financiers non-bancaires et les sociétés spécialisées de crédit immobilier (*jusen*), dont le total des engagements avait été multiplié

¹² Peene, *témoignage*, Commission d'enquête sur le Crédit Lyonnais, Assemblée Nationale, Paris, diffusion Seuil, 1994, p.590-1.

¹³ Une comparaison avec les données publiées par les organismes privés japonais montre que les sources officielles atténuent volontairement les évolutions de prix. Ce lissage à la hausse comme à la baisse a pour but officiel de réduire la volatilité des prix en écartant les valeurs extrêmes. Mais il ne fait qu'obscurcir les conditions économiques réelles sur le marché, en particulier pour la restructuration des portefeuilles.

¹⁴ La gravité du problème des créances douteuses dans le système bancaire japonais a été occultée par les politiques de restructuration suivies par les pouvoirs publics japonais. Les règles de présentation des comptes au Japon manquent de transparence par rapport aux règles comptables internationales. Les analystes étrangers évaluaient à la fin de 1994 le montant des créances mauvaises du système bancaire à 315 milliards de dollars contre 163 milliards d'après les sources

par quatre depuis 1986, se retrouvèrent assez rapidement avec environ 60 milliards de dollars de créances douteuses¹⁴.

Parallèlement, la baisse brutale du cours des actions au cours de l'année 1990 a eu une incidence immédiate sur le bilan des établissements bancaires. Suite aux accords de Bâle, les banques ont été autorisées à comptabiliser 45% de leurs plus-values latentes sur leurs valeurs mobilières. La chute du cours des actions a conduit à l'inverse les banques à réduire la valeur de leurs actifs, réduisant immédiatement leur capacité de placements sur les marchés internationaux. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance, durement frappés par la crise, ont eux aussi réduit fortement leur portefeuille de valeurs étrangères¹⁵.

Autres causes d'influx rapides de capitaux internationaux : les « marchés émergents »

Le Japon a été le principal pourvoyeur de capitaux sur les marchés internationaux au cours de ce premier cycle mondial. Par exemple, les banques japonaises en 1993 détenaient 12% de l'encours global des créances immobilières en Angleterre¹⁶. Mais les influx de capitaux japonais n'ont pas été le contributeur international unique aux cycles immobiliers d'un certain nombre de pays. Des réformes économiques comme en Espagne ou au Mexique peuvent entraîner un afflux rapide de capitaux de très gros volume par rapport à la taille de l'économie. Un tel afflux de capitaux est induit par des efforts macro-économiques connus : croissance de la demande et de l'activité sur le plan interne, tensions sur les prix de l'immobilier et sur les actifs financiers. L'examen des situations respectives des différents pays analysés illustre tour à tour à la fois les conséquences de cette arrivée massive de capitaux dans des pays à économie de marché et la difficulté à hiérarchiser et classer par ordre d'importance les causes extérieures et internes des mouvements de capitaux¹⁷. Les risques implicites de tels flux de capitaux en fonction de leur durée sont devenus clairs avec la crise du Mexique de décembre 1994.

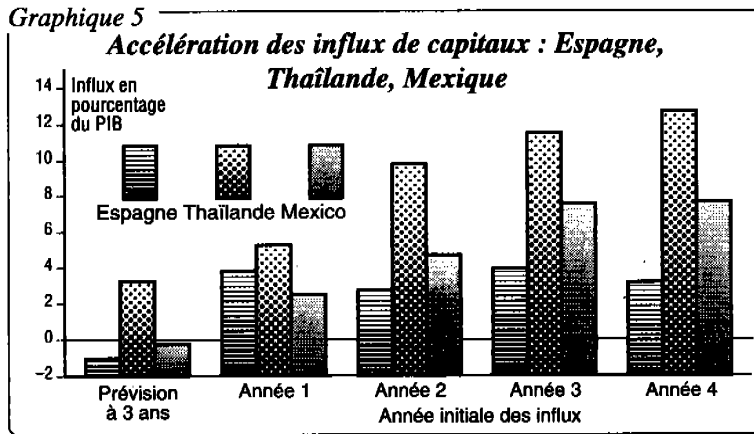
197

officielles. En juin 1995, le Ministère des Finances japonais estimait publiquement le volume des créances douteuses à 40 000 milliards soit environ 470 milliards de dollars, l'équivalent de 10% du PIB japonais (Financial Times, 7 juin 1995).

15 En 1987, les établissements financiers japonais avaient acquis pour 137 milliards de dollars d'obligations américaines. Ce montant est tombé à 8 milliards au cours du premier semestre 1994 (Financial Times, 22-23 octobre 1994).

16 Voir numéro spécial sur l'immobilier, Revue d'économie financière, janvier 1994.

17 Cf. - The Non-Residential Real Estate Market - Madrid : Argenta Real Estate No. 7, octobre 1994.



III - Facteurs internes de la volatilité des prix immobiliers

Il est difficile de distinguer les impacts quantitatifs des causes externes et internes de l'évolution parallèle des marchés immobiliers durant ce premier cycle mondial. Les apports massifs en capitaux du Japon ont coïncidé avec de vastes mouvements de libéralisation des marchés des capitaux, de déréglementation financière et de faux-pas conjoncturels des politiques économiques, causés par le krach boursier d'octobre 1987. Les évolutions synchrones sur les marchés de bureaux ont de plus été entretenues presque partout par une croissance de la demande locale de m² de bureau liés au développement des activités financières induit par la déréglementation. Enfin, la mondialisation du cycle immobilier doit aussi sans doute beaucoup aux investissements croisés des banques, fonds de pension ou compagnie d'assurance en quête d'une diversification de portefeuille et de placements les plus rentables.

L'analyse des déterminants spécifiques à chaque pays dans l'explication du boom immobilier met clairement en lumière les facteurs communs à l'ensemble des pays (déréglementations bancaires, agressivité commerciale des établissements de crédit, politiques foncières inappropriées).

Libéralisation des marchés des capitaux et déréglementation financière

Les changements structurels et technologiques, la concurrence internationale, le précédent américain, ainsi que l'objectif du marché unique européen de 1992 dans le cas de l'Europe, ont provoqué une vague de réformes et d'innovations financières marquée par les actions suivantes :

- *une libéralisation des marchés des capitaux :*
 - levée du contrôle des changes ;

- fin des entraves à l'établissement de sociétés étrangères ;
- *une restructuration financière* :
 - abolition des fixations autoritaires ou concertées des taux d'intérêt ;
 - suppression des contrôles quantitatifs directs sur le volume des crédits ;
 - fin du compartimentage des marchés financiers ;
 - développement des marchés monétaires, obligataires et boursiers ;
 - déréglementation des frais et commissions sur les services financiers ;
- *un changement de la réglementation et de la supervision bancaire* :
 - mise en place d'une nouvelle réglementation prudentielle avec les accords de Bâle et les directives bancaires de l'Union européenne ;
 - renforcement et harmonisation internationale de règles prudentielles.

Il y a une corrélation directe forte entre la dynamique du cycle immobilier, la vitesse et l'ampleur du mouvement de déréglementation financière, et l'étroitesse des réglementations au démarrage des réformes. La Finlande, la Norvège et la Suède, qui sont passées en l'espace de quelques années seulement d'un système étroitement réglementé à une libéralisation totale de leurs activités financières, ont ainsi connu une extrême volatilité des prix. Même chose en Grande-Bretagne, où la suppression des freins directs et indirects à la distribution de crédits a encouragé la concurrence directe entre banques et sociétés d'épargne spécialisées (*building societies*). La place financière de Londres a vu les emplois financiers s'accroître fortement avec la libéralisation de 1986 (« big bang ») et la globalisation des marchés financiers. Les effets indirects sur le foncier et l'immobilier de bureau ont ainsi renforcé la chaude concurrence entre prêteurs. A l'inverse, le cycle immobilier a été très atténué au Danemark, qui a gardé son système financier original avec un financement direct du secteur du logement sur les marchés des capitaux et un système classique de garantie pour les prêts à l'immobilier résidentiel et professionnel. Contrastant plus encore avec les autres pays et soulignant ainsi le rôle de la libéralisation financière dans le cycle global, l'Allemagne n'a pas connu de grande mutation. Les sociétés de crédit hypothécaire continuent à exercer leur activité dans le même environnement réglementaire¹⁸ et n'ont

¹⁸ Les établissements de crédit hypothécaire spécialisés (Hypotekenbank) se financent par obligations (Pfandbrief). Strictement réglementés dans leurs garanties immobilières, ils sont les premiers prêteurs immobiliers mais font partie de grands groupes financiers. Afin de garantir la sécurité des transactions internes ou internationales, ces établissements sont soumis à la loi sur

pas connu de forte hausse généralisée de la valeur des actifs. Berlin est un cas spécial lié à la réunification.

Le cas des Etats-Unis est intéressant à plus d'un titre. Ce pays fut le premier à déréglementer son système financier à la fin des années soixante-dix avec pour contrepartie, un premier cycle immobilier très marqué. L'effondrement au début des années quatre-vingt qui s'en suivit eut des conséquences dont les effets se sont seulement dissipés récemment. Ceci atteste que les facteurs internes peuvent avoir un rôle déterminant dans l'évolution des marchés immobiliers. Jusqu'en 1985, en effet, les analystes financiers américains pouvaient traiter les Etats-Unis comme un marché fermé dans leur modèle. Durant le cycle immobilier de 1980 à 1986, les différents marchés immobiliers régionaux connurent des évolutions assez similaires entre eux, mais eurent une fois deux à trois fois plus intense que dans les années soixante-dix. Après les accords de Plaza sur le réaligement monétaire, un fait nouveau s'est révélé : les Etats-Unis, créanciers du monde depuis 10 ans, sont devenus débiteurs nets en 1986 et dès lors sensibles aux influences extérieures. Compte tenu de la taille de l'économie américaine, les mouvements internationaux de capitaux du cycle global n'ont pas eu le même impact sur tous les marchés régionaux. Seuls la Californie et les Etats du Nord-Est, qui ont drainé les capitaux internationaux, notamment japonais, ont connu des cycles immobiliers synchrones avec le cycle mondial. Avec le recul, on s'aperçoit que la crise immobilière américaine du début des années quatre-vingt a été totalement ignorée des observateurs étrangers qui l'ont perçue comme une péripétie strictement interne. Après 1985, les autorités monétaires, les dirigeants de banques, les responsables financiers, et les industriels ont continué à se comporter comme si leur marché immobilier national constituait toujours un secteur protégé, à l'abri des influences externes.

200

L'impact de la fiscalité sur le secteur immobilier

Les pouvoirs publics n'ont, en général, pas su harmoniser réformes financières et fiscales. Or dans la plupart des pays de l'OCDE, le développement du crédit, qui a suivi la suppression de l'encadrement du crédit, a souvent été accentué par le régime fiscal particulier aux intérêts des emprunts. Ainsi en Grande-Bretagne, les actifs immobiliers bénéficient d'un régime préférentiel tant en matière d'impôt sur le revenu que de fiscalité locale dont les effets étaient masqués tant que l'ancienne régle-

le crédit hypothécaire. La quotité d'un prêt hypothécaire est limitée à 60% de la valeur du bien et les biens sont appréciés selon les méthodes d'évaluation classiques. Le recours à des crédits secondaires, comme les prêts sur épargne préalable, est fréquent en matière de crédit au logement. Basées sur de l'épargne logement contractuelle (bauspar), ces formes de prêts sont très sûres pour les prêteurs.

mentation était appliquée. Aux Etats-Unis, le secteur immobilier dans son ensemble a dans un premier temps bénéficié d'un régime fiscal extrêmement favorable après 1981, et ce n'est qu'en 1986 que les pouvoirs publics ont réformé la fiscalité à nouveau afin de garantir une plus grande neutralité entre les différents types de placements. A défaut de données comparatives entre pays sur la rentabilité nette réelle des investissements, l'impact de la fiscalité peut être évalué en première analyse à partir du taux d'intérêt net de l'endettement après impôt et déflaté. L'observation de cet indicateur par pays montre clairement comment la fiscalité peut amplifier les effets de la déréglementation financière sur la volatilité des prix de l'immobilier¹⁹.

Dans les pays nordiques, l'existence de taux marginaux d'imposition très élevés et le bénéfice de déductions fiscales importantes liés à l'acquisition d'un logement résultant d'une économie très encadrée, ont largement contribué au surendettement avec la libéralisation financière extrêmement rapide qui a caractérisé ces pays. Leur effet fut de réduire le coût réel de l'endettement au point de le rendre négatif pour la plupart des ménages jusqu'à 1989, année du démarrage de la hausse des taux d'intérêt²⁰. La désinflation a alors entraîné un alourdissement brutal de la charge de remboursement. Ce facteur fut particulièrement sensible pour les jeunes primo-accédants fort endettés quand les prêteurs leur offraient des quotités de prêt proches ou égales à 100%. L'exemple anglais se révèle particulièrement illustratif de ce type de situation. Parmi les générations de ménages qui ont acheté leur logement durant les trois années 1988-1991, un grand nombre d'entre eux ne peut plus faire face à ses échéances. Presque tous ceux qui ont acquis leur logement avec une quotité d'emprunt supérieure à 85% se sont trouvés en situation de surendettement dès 1992. Naturellement, tous ces ménages surendettés ne seront pas tous en défaut de paiement. Une grande partie d'entre eux est en mesure de surmonter la crise et de redevenir solvable. Mais pour tous, cette situation se révèle un frein énorme à la mobilité économique.

Cet exemple montre que l'objectif du développement de l'accession à la propriété n'est pas compatible avec de hauts niveaux d'endettement sur

19 En général, l'estimation des taux d'intérêt réels est faite sur la base des taux nominaux. Pour étudier le comportement des investisseurs sur un segment donné du marché immobilier (bureaux, résidences, hôtels, etc.), une première approximation du coût réel en capital d'un bien (· user cost of capital ·) est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de variation des prix de ce segment de marché. Cet indicateur simplifié reflète bien le coût de détention d'un bien immobilier, et son évolution annuelle dans le temps.

20 Pour une analyse comparative, se reporter à BRI (1993), p. 165. Naturellement, durant la phase ascendante du cycle, le coût d'utilisation du logement était rendu plus attractif par la hausse du prix des logements.

des marchés immobiliers volatiles²¹ sauf à accroître la fragilité financière des ménages. La libéralisation financière à l'origine de ce mouvement a eu des conséquences identiques dans d'autres pays. Une protection, plus efficace du consommateur, souhaitée par beaucoup, pose de délicats problèmes quant à la définition du niveau adéquat de protection du consommateur en cas de difficultés de règlement puis de défauts de paiement. Comment les risques contractuels pourraient-ils être partagés entre le prêteur, l'emprunteur et l'Etat ? Définir la législation appropriée en matière de faillite dans des systèmes financiers libéralisés est une question délicate qui mérite des comparaisons internationales plus approfondies.²² Ce chantier reste encore ouvert.

Des politiques macro-économiques inadaptées aux nouvelles structures financières

La tâche des autorités monétaires s'est compliquée dans les années quatre-vingt du fait du nouvel environnement financier qui a modifié profondément les effets des instruments monétaires traditionnels. Les taux d'intérêt sont devenus, avec la suppression des contrôles quantitatifs, le principal régulateur de l'offre de crédit. Dans la période qui a suivi immédiatement la déréglementation financière, les agrégats monétaires traditionnels montrent un relâchement de l'offre de crédit. Cette croissance du volume du crédit a été traitée comme un simple avatar temporaire de la déréglementation financière. Dans la crainte de voir leur monnaie s'apprécier, les autorités monétaires étaient aussi peu enclines à durcir leur politique de crédit par une action sur les taux. Ce n'est que maintenant que l'on comprend qu'il y avait un changement dans le cheminement des effets de la politique monétaire qui a permis une inflation rapide des actifs immobiliers et financiers, soudain détachés des effets sur les prix et les salaires qui eux restaient stables²³. La méconnaissance de ces changements structurels a conduit à des erreurs de politique monétaire. C'est ainsi qu'en Grande-Bretagne, craignant les effets négatifs du krach boursier de 1987 sur la consommation et ne tenant pas compte de l'inflation des actifs immobiliers qui se poursuivait, les pouvoirs publics ont augmenté les liquidités monétaires, alimentant ainsi la dynamique du boom immobilier.

21 Des conditions similaires ont créé des situations comparables en Grande-Bretagne et dans les pays nordiques ainsi qu'en Australie. Voir Judith Yates - *Home Ownership and Australia's Housing Finance System*, - Glasgow : Urban Studies, Vol.27, No.4, 1994.

22 Les législations des pays nordiques qui sont très sociales, sont par ailleurs très sévères en cas de banqueroute. Les prêteurs ont droit à la saisie des biens et des salaires des ménages défaillants jusqu'à extinction complète de la dette sans date de prescription (en anglais «total recourse»).

23 Voir Richard A. Werner [1993], *op. cit.*

L'analyse des agrégats monétaires sur la période 1986-1990 confirme toute à la fois la stabilité de la masse monétaire, y compris les crédits, affectée aux transactions réelles (investissements en biens productifs et consommation) et la croissance forte de la masse affectée aux investissements immobiliers et autres placements spéculatifs (Werner). Une telle approche permet d'expliquer que la forte hausse des prix des biens immobiliers ait pu coïncider dans la plupart des pays avec une stabilité des prix et des taux d'intérêt réels positifs. Il est remarquable aussi d'observer des booms dans la production de l'immobilier de bureaux d'une ampleur deux à trois fois supérieure à celle des booms des années soixante-dix alors que les taux d'intérêt réels étaient positifs et élevés durant le cycle global.

L'inadéquation ou la déficience des politiques monétaires au cours de cette période n'est pas limité au cas britannique mais inclue d'autres pays, notamment la Finlande. On comprend dès lors pourquoi la surveillance des prix des biens immobiliers est devenue un instrument d'évaluation à part entière de la politique monétaire dans beaucoup de pays²⁴.

Influence des réglementations et des pratiques propres à l'immobilier

Trois facteurs spécifiques à l'immobilier ont joué dans le cycle global et doivent être mentionnés brièvement : la qualité des évaluations immobilières, l'impact des caractéristiques des baux immobiliers de bureaux, les effets des changements dans les règles d'urbanisme et la délivrance des permis de construire. Leurs effets propres sont encore débattus. Par exemple, en Grande-Bretagne, les baux de bureaux ont, en général, une durée supérieure à 25 ans. Ils comportent des clauses de blocage à la baisse. Les loyers ne peuvent donc évoluer qu'à la hausse. Ce type de baux le plus couramment pratiqué contribue à donner à l'immobilier professionnel un statut hybride parmi les actifs financiers : lorsque les loyers augmentent, ces actifs se comportent comme des actions, la hausse des loyers entraînant celle de la valeur en capital ; lorsque les loyers de marché baissent, l'immobilier de bureau se comporte plutôt comme une obligation (accroissement de la valeur en capital des immeubles livrés précédemment à un prix supérieur). Dans une telle configuration, en cas de baisse des loyers de marché, l'ajustement des loyers dans le stock n'intervient qu'au rythme des re-locations.

Les réglementations spécifiques locales entraînent également, sur certains marchés, une plus grande volatilité des prix déjà encouragée par les politiques procycliques de déréglementation financière. A Paris, par

²⁴ Voir Mikko Spolander, « *The Role of Asset Prices in the Inflation Process in Finland* », Bank of Finland Bulletin, Vol. 68, No.8, Aout 1994.

exemple, la demande d'agrément, nécessaire en sus du permis de construire, pour la construction de bureaux en blanc a été, par exemple, supprimée en 1985, pour encourager le développement d'une offre spéculative. Les motifs invoqués pour cette réforme furent les demandes de surfaces de bureaux insatisfaites et les prévisions très optimistes en matière de bureaux basées sur la compétition entre Paris et les autres places financières européennes. Le problème de la qualité des évaluations immobilières et du système d'information requis est lui aussi beaucoup mieux perçu sinon encore correctement traité avec l'effondrement de l'immobilier après 1990.

IV - Différenciation du cycle par secteur de l'immobilier

L'immobilier de bureaux, l'immobilier commercial, le logement, l'immobilier d'hôtellerie et de loisir, l'immobilier industriel ont chacun des performances très différentes en termes de loyers, de valeur en capital et de taux de rendement. Les taux de profit à court terme et long terme ont également considérablement varié selon les différents secteurs. Les années 1985-1990 ont aussi mis en évidence l'inadéquation et la pauvre qualité de la surveillance des différentes composantes du marché immobilier. Peu de pays sont aussi bien informés en termes de loyers, de taux de vacance et de rentabilité que les Etats-Unis et le Royaume-Uni²⁵. A la lumière des données existantes on peut faire des observations générales sur ce cycle global.

Le marché des bureaux fut le secteur le plus affecté en termes de prix et de quantité produite. C'est le secteur le plus sensible aux flux internationaux de capitaux et c'est la première composante de l'immobilier à se globaliser. Les cycles nationaux ont été à la fois très accentués et synchronisés. Un des exemples le plus marquant semble être celui de l'Espagne. La volatilité des prix de l'immobilier de bureau à Madrid a été plus importante que dans les autres métropoles européenne. Selon l'indice JLW, le prix des bureaux a décollé de l'indice 150 en 1985 (indice 100 en 1980) à l'indice 927 en 1990. Le chute a été encore plus brutale, puisque l'indice des prix des immeubles était déjà descendu à 216 en mi-1993²⁶.

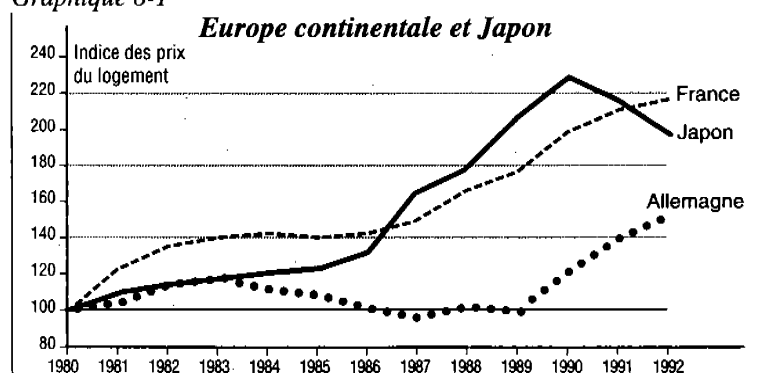
25 L'indice IPD résulte du traitement des données relatives à 14 000 biens représentant une valeur de 42 milliards de livres, ce qui représente approximativement les trois-quarts du parc détenu par les institutionnels. Par comparaison, l'indice européen des prix et des loyers de bureaux de Jones-Lang-Wootton est plus qualitatif, il se fonde sur l'observation des transactions sur le neuf pour les bureaux de grand standing de plus de 500 m² dans les quatorze agglomérations étudiées. L'indice JLW ne recouvre pas les autres secteurs tels que l'immobilier industriel ou commercial.

26 Cf. « The Non-Residential Real Estate Market », Madrid : Argentario Real Estate No. 7, octobre 1994.

Sur les marchés du logement, trois types de comportements en matière de volatilité de la production et des prix se distinguent. Le premier groupe, où la volatilité des marchés fut la plus marquée, comprend l'Australie, le Royaume-Uni, et surtout la Finlande. Le second groupe, composé du Canada, de la Norvège, de la Suède, de la France et du Japon, regroupe des pays avec une volatilité moyenne forte. Le troisième groupe, composé de l'Allemagne et du Danemark, se démarque par une évolution de l'activité dans le secteur non résidentiel qui n'est pas en phase avec le cycle global et par une variabilité faible ou non significative du marché à la conjoncture. Le boom des prix des logements très atténué en Allemagne démarre en 1989 avec la réunification, cette évolution est surtout sensible à Berlin.

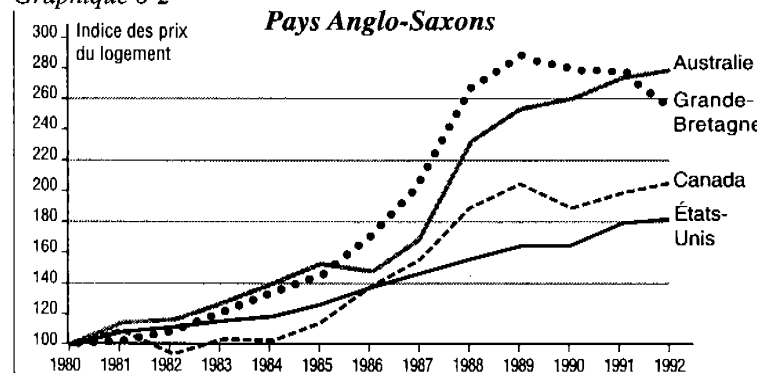
**CYCLE DES PRIX DU LOGEMENT DANS
LES PAYS DE L'OCDE**

Graphique 6-1

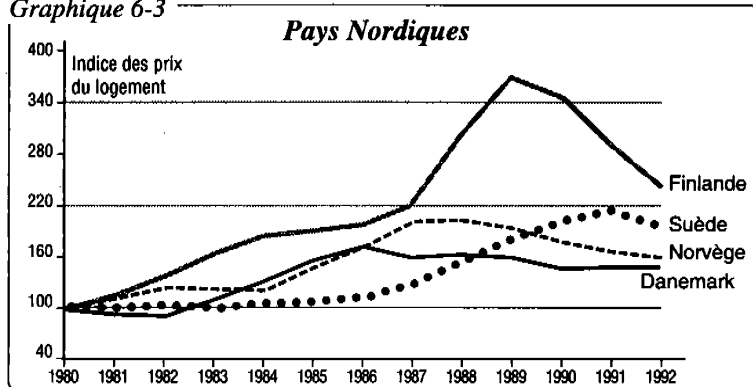


205

Graphique 6-2



Graphique 6-3



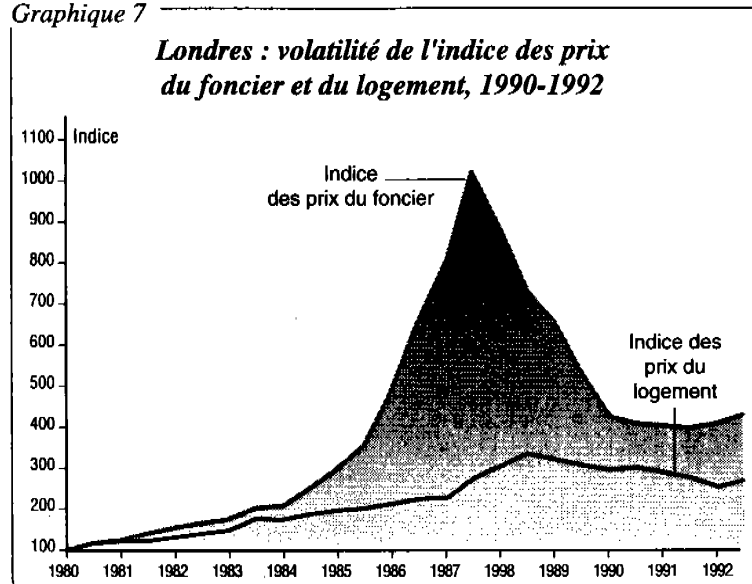
Source : BRI, Rapport annuel 1992-1993.

206

Il est aussi utile de considérer la volatilité du foncier lui-même dont l'achat par les promoteurs est aussi financé par les banques. En particulier, la volatilité des prix dans l'immobilier de bureau qui est la plus sensible aux mouvements de capitaux internationaux, se diffuse aux autres secteurs du marché immobilier par l'intermédiaire des prix du foncier. Les politiques foncières au niveau local et/ou national apparaissent avoir joué un rôle significatif. Face à une croissance forte de la demande, induite par les mouvements de capitaux, la réponse de l'offre fut fortement affectée par la rigidité des politiques foncières. Une hypothèse largement admise, mais non démontrée, est que la volatilité des prix fut particulièrement accentuée dans les pays où la réglementation préexistante était la plus stricte. Ce point, a été largement débattu au Royaume-Uni. Le graphique 7 montre que la hausse des prix fonciers fut très forte et précéda celle des logements²⁷.

²⁷ Il faut observer que l'Allemagne, qui n'a pas significativement déréglementé son secteur financier, a également une législation très contraignante en matière d'usage du sol. Les néerlandais ont également un système de contrôle public parmi les plus rigides dans le monde de l'usage des sols. Dans ce pays, les prix du foncier sont fortement administrés et très uniformes (Needham 1992). La volatilité du marché immobilier néerlandais semble avoir été faible et comparable à celle de l'Allemagne.

Graphique 7



Source : Savills, Financial Times, 1993.

207

L'euphorie, qui caractérisa le secteur de l'immobilier durant la période 1985-1989, se dissipa totalement en 1990 sous les effets combinés de la disparition soudaine des investisseurs japonais, de la chute des valeurs mobilières avec la guerre du Golfe, de la récession économique et de l'excès d'offre marqué par des taux de vacances dans les bureaux multiples des taux traditionnels. A compter de cette date, s'amorça une forte déflation des prix des actifs immobiliers en raison de facteurs externes et internes propres à chaque pays. Les retombées de l'effondrement immobilier se font sentir dans trois domaines très différents : le secteur financier, le secteur de la promotion, et enfin plus spécifiquement du logement et des ménages. On se limitera ici à l'examen du secteur financier où l'excès de compétition entraîna une « frénésie des prêts » qui a joué un rôle central dans le cycle global.

V - Libéralisation financière et comportement des banques

La libéralisation des marchés financiers a mis en lumière une très large gamme de problèmes. Trois points touchent l'immobilier directement : comment la libéralisation financière a affecté le comportement des banques et l'offre de prêt immobilier ? le rôle joué par les crédits immobiliers défaillants dans les crises bancaires et leur résolution ; la possibilité d'évi-

ter le retour de relations malsaines entre secteur bancaire et secteur immobilier.

Concurrence accrue, désintermédiation bancaire et frénésie de crédit

Dans les années quatre-vingt, les innovations financières et la déréglementation des marchés ont été suivies, dans plusieurs pays, d'une croissance très rapide du crédit. En raison d'une plus grande concurrence entre institutions financières non bancaires, la composition de l'encours des prêts a aussi beaucoup changé : développement du crédit aux ménages et aux PME se substituant au crédit aux grandes entreprises. Dans le même temps, l'exposition des banques au risque immobilier a très fortement augmenté. Cette évolution a été dans certains cas rapide et brutale²⁸.

Durant la phase haussière du cycle, les similitudes l'ont emporté sur les particularismes nationaux dans le comportement des différentes banques. Avant la déréglementation financière, les banques exerçaient leur activité sur des marchés formés, strictement contrôlés et peu concurrentiels. Les marges et les profits perçus étaient élevés. A l'intérieur d'un établissement, les prises de participations croisées entre secteurs d'activité étaient fréquentes. L'emploi bancaire avait la réputation d'être le plus sûr après le fonctionnariat.

208

La libéralisation et la déréglementation des marchés ont fait naître de nouvelles opportunités et ont favorisé l'apparition de nouveaux modes de financement affectant le bilan des banques. Du côté des actifs, les emprunteurs de premier rang, les grandes entreprises en particulier, ont pu satisfaire leurs besoins de financement à un coût plus faible en émettant des billets de trésorerie ou en ayant recours à d'autres segments des marchés locaux ou internationaux de capitaux. Au passif, les déposants en quête de rémunérations attractives ont trouvé des placements alternatifs aux dépôts bancaires. Face à l'érosion de leurs marges, les banques ont alors cherché à dégager une rentabilité plus élevée et se sont tournées vers de nouvelles catégories d'emprunteurs. Elles ont souvent contourné les contraintes réglementaires en prêtant via l'intermédiaire de nouvelles sociétés du groupe ayant une large autonomie financière. Libérées des anciennes contraintes réglementaires, les banques ont eu tendance à sous-estimer les risques inhérents aux nouvelles catégories d'emprunteurs.

Les erreurs d'appréciation quant aux risques pris furent partout ou presque de même nature. Les grandes banques de dépôt, les établisse-

²⁸ Par exemple, en France, le volume des crédits immobiliers a connu un rythme de croissance particulièrement fort entre 1986 et 1990. Les prêts immobiliers ont augmenté de 63 milliards de francs en 1988 à 105,9 en 1989 puis 172,7 en 1990 (Commission bancaire, 1991, p.355). Les crédits à court terme représentaient 82,2% du total, les crédits à moyen terme 12% et les crédits à long terme 5%. Les investisseurs étrangers ont aussi été très actifs durant cette période.

ments spécialisés et les petites banques prirent cependant des risques différents, déterminés par la nature de leur clientèle. Les grandes banques prêtent souvent d'abord aux grandes entreprises, les autres établissements financiers se partageant la clientèle restante. Les petits établissements et les nouveaux marchands de biens intervenants sur le marché de l'immobilier ont donc été surtout actifs sur le marché des transactions dans le parc existant, qui a connu une forte volatilité des prix. Ils étaient moins présents sur le secteur de la promotion immobilière.

Adoptant la stratégie des établissements en place, les nouveaux venus n'ont pas facturé à leurs clients à risque l'intégralité de la prime de risque associée et ont abaissé leur marge sur tous leurs prêts. Dans la majorité des pays, les problèmes de solvabilité et les principaux risques sont donc maintenant le plus souvent concentrés sur les sociétés financières, les sociétés de leasing et les spécialistes du crédit immobilier. C'est le cas des *jusen* au Japon décrit plus haut. Les caisses d'épargne et les banques coopératives des pays d'Europe du Nord, traditionnellement très réglementées, aux effectifs pléthoriques et peu préparées à la compétition, sont aujourd'hui les plus affectées par les engagements immobiliers douteux. De manière générale, et en particulier en Grande-Bretagne et au Canada, les compagnies d'assurance ont également beaucoup souffert de la crise immobilière ²⁹.

209

Manquement aux bonnes règles prudentielles

En dehors de cas isolés de fraude délibérée, les autorités de contrôle bancaire ont relevé partout les mêmes types de manque aux principes de base de saine gestion bancaire :

- un manque de diversification du portefeuille de prêts avec notamment un poids excessif du secteur immobilier ;
- une trop forte concentration du portefeuille immobilier sur quelques gros emprunteurs ³⁰ ;

²⁹ Par exemple, *Confederation Life Insurance Co.* a été placée en liquidation judiciaire en août 1994. C'était la quatrième compagnie d'assurance canadienne avec un total d'actifs de 19 milliards de dollars canadiens et une des structures de prêts immobiliers et de promotion immobilière les plus compétitives. Presque la moitié de ses engagements consistait en créances immobilières. Également au Canada, le promoteur *Olympiad & York*, en charge du développement de *Canary Wharf* à Londres se serait endetté à hauteur de 10 à 20 milliards de dollars auprès de banques canadiennes (*Imperial Bank of Commerce*), américaines (*Citicorp*), françaises (*Crédit Lyonnais*) et anglaises.

³⁰ Le cas le plus extraordinaire de mauvaise appréciation du risque bancaire de contrepartie qui restera dans les annales, s'est produit à Osaka. Mme Nui Onoue, propriétaire d'un restaurant qui exerçait en parallèle une activité immobilière avait réussi à emprunter la somme de 140 milliards de yens (deux milliards de dollars au taux de change actuel) à la Banque Industrielle du Japon. Le fait que Mme Onoue ait été par la suite poursuivie pour l'émission de faux certificats de dépôts pour une valeur de 340 milliards de yens n'atténue en rien la gravité de la faute du banquier. Les rapports d'audit dans chaque pays font état de faits similaires, à plus petite échelle.

— une non prise en compte du risque de défaillance de la contrepartie. Ce risque de contrepartie est deux fois plus important sur les créances immobilières que sur les prêts destinés à financer des investissements productifs. Malgré cela, les établissements prêteurs n'ont en général, pas couvert ce risque par une prime spécifique. Ils se sont contentés d'une prise d'hypothèque sur le projet lui-même ;

— une croissance des engagements immobiliers non contrôlée ;

— des analyses de cash-flow mal faites. Les prêts accordés étaient d'un volume excessif permettant aux clients de prélever sur leur trésorerie les sommes nécessaires au paiement des intérêts financés réellement par l'emprunt. Le prêteur se substituant ainsi aux débiteurs insolubles ;

— une préoccupation exclusive pour les agios de court-terme et le désir de maintenir son activité à cause d'un excès de capacité et de personnel ;

— une faible importance attachée à l'examen du risque inhérent à l'emprunteur et à la caution³¹, l'appréciation continue des prix immobiliers servant seule de couverture ;

— l'offre de crédits à des clients importants confrontés à des problèmes de trésorerie liés à leur incapacité à se dessaisir de leurs actifs immobiliers.

Durant cette période, les autorités de tutelle continuaient à se référer à des normes et des usages antérieurs à la déréglementation. Les interventions étaient tardives et peu adaptées à l'évolution des marchés. Les procédures ne tenaient pas compte de la montée des risques sur les nouveaux prêts. Pour ce qui est dû crédit immobilier, une refonte des règles prudentielles et des règles de garantie et d'évaluation des biens immobiliers est en cours dans la plupart des pays.

210

L'immobilier au centre des défaillances bancaires

La libéralisation financière a conduit à l'octroi de crédits dans des conditions douteuses ou de risques élevés dans différents secteurs de l'économie. Le secteur immobilier se révèle cependant au coeur des

³¹ La France n'a pas connu de chocs systémiques comme les pays d'Europe du Nord. Les données disponibles suggèrent que les problèmes d'impayés dans le secteur immobilier auraient pu être évités aussi bien pour les grandes banques que pour les établissements spécialisés. Ils résultent surtout d'une mauvaise gestion doublée fréquemment d'une faiblesse du contrôle interne. Les problèmes institutionnels les plus graves se sont posés chez les sociétés financières, les banques spécialisées et les banques de taille moyenne. La majorité des créances douteuses détenues par les grandes banques appartenaient à des filiales du Crédit Lyonnais ; voir le rapport No. 1480 de la commission d'enquête de l'Assemblée Nationale sur le Crédit Lyonnais. Les autres banques, conscientes de l'instabilité du cycle actuel ont soit diversifié leur risque, soit limité leurs engagements sur ce secteur comme la Société Générale. Voir IMMOPRESS, « Le risque immobilier des Banques en 1992 », Paris et Revue d'économie financière, numéro spécial sur l'immobilier, 1994.

problèmes bancaires depuis 1990. La crise bancaire consécutive au retournement des marchés immobiliers a été particulièrement sévère et coûteuse dans les pays d'Europe du Nord³². Les pertes sur prêts représentent sur la période 1989-1993, 14,7 % en Finlande du produit national brut, 6,2% en Suède et 4,5% en Norvège. En valeur nette actualisée, le bilan de la crise des caisses d'épargne (*Savings & Loans*) aux Etats-Unis s'élève à 180 milliards de dollars, ce qui représente 3,2% du PNB de 1992. Confrontées à une crise endémique aussi prononcée, les autorités financières ont eu recours à toute une panoplie de mesures de sauvetage, d'actions d'assainissement, de fermetures d'établissements et autres sanctions.

Les crédits promoteurs en particulier et les crédits immobiliers en général ont joué un rôle disproportionné par rapport à leur part de bilan. L'exemple de la Finlande est très instructif, sinon représentatif. Fin 1992, les crédits à l'immobilier représentaient 5,7% de l'ensemble des crédits bancaires, 16,4% des créances douteuses et 20,5% des pertes sur l'activité de prêts et de cautionnement. L'effort de provisionnement porte à la fois sur les crédits promoteurs qui représentent 12% des créances non recouvrables, ce qui n'est pas très surprenant, mais aussi sur les crédits aux ménages qui représentent avec 21% des créances litigieuses la principale source des difficultés techniques aussi bien que sociales. Le problème des ménages est d'autant plus vrai que suite aux violentes secousses extérieures causées par l'effondrement de l'URSS et à l'effet catalyseur du krach immobilier, le PNB a baissé de 15% en deux ans et le taux de chômage est monté à 22% entre 1990 et 1992.

211

Restructurations bancaires et transparence de la gestion des actifs immobiliers

Outre les décisions de fermetures et de regroupements d'établissements, les autorités de contrôles de différents pays ont eu recours dans presque tous les pays à des structures de contournement des activités non performantes pour résoudre les problèmes des banques en difficultés. Ils ont pour ce faire créé des sociétés de gestion où ont été logés les actifs immobiliers correspondants. Une analyse comparative réelle de l'efficacité des dispositifs mis en place pour le traitement de ces actifs servira d'enseignements pour les cycles à venir. Parmi les principales structures créées, on peut citer :

³² Il n'y a qu'au Danemark que le soutien des pouvoirs publics aux banques ait été relativement faible.

Suède :	<i>Securum</i> pour Nordbanken, <i>Retriwa</i> pour Gotabank,
Finlande :	<i>Arsenal Ltd</i> pour les Caisses d'épargne de Finlande, <i>Siltapannki</i> pour STS-Bank,
Norvège :	Les autorités n'ont pas créé de structure immobilière spécifique,
Etats-Unis :	<i>Resolution Trust Corporation</i> ,
Japon :	<i>Credit Cooperative Purchasing Corporation</i> (CCPC),
France :	<i>Omnium Immobilier de Gestion</i> (OIG) pour le Crédit Lyonnais ³³ .

Certaines de ces sociétés de gestion, notamment en Europe du Nord, ont un mandat, une structure financière et des règles de fonctionnement transparentes. D'autres, en particulier les sociétés créées au Japon, sont des structures provisoires au rôle limité qui servent simplement à apurer provisoirement les bilans des établissements bancaires. Elles devraient être remplacées à court terme par des structures plus opérationnelles en vue d'un traitement définitif.

La crise actuelle diffère néanmoins des précédentes sur un point essentiel. Les fonds de pension, compagnies d'assurance et autres investisseurs institutionnels se sont moins souvent portés acquéreurs d'actifs immobiliers que durant les cycles précédents. Les fonds de pension britanniques détenaient ainsi 21% de leurs actifs en biens immobiliers en 1981 contre seulement 8% en 1990.

Les grandes banques, qui détiennent, à l'inverse, un large portefeuille de créances immobilières, sont soucieuses d'amortir leurs pertes et d'éviter de remettre précipitamment les biens concernés sur le marché, accentuant par là même la spirale déflationniste dans le secteur. Certains établissements, comme la Barclays en Grande-Bretagne qui détient un portefeuille immobilier de 6,3 milliards de dollars, ont émis des produits dérivés pour compenser les risques de pertes futures et se couvrir. Les responsables de la Barclays pensent que s'ils n'avaient pas pris de telles

³³ La structure de cantonnement d'actifs OIG créée en 1994 pour gérer 42,6 milliards de francs (8 milliards de dollars) de créances douteuses, d'origine française. Les pertes sur les créances internationales incluent 2,6 milliards de francs pour Olympia & York, et 4,5 milliards de francs pour Fiorino-Sasea. On estime que 30 à 40 milliards de francs de prêts immobiliers, d'origine étrangère, consentis par le Crédit Lyonnais et ses filiales n'ont pas été transférés sur une structure immobilière spécifique et figurent toujours au bilan du groupe bancaire (voir le témoignage de M. Peenne à la commission d'enquête de l'Assemblée Nationale [1994] p.590). Les subventions publiques à OIG sont plafonnées à 14,4 milliards de dollars dans la première restructuration de 1994. De nouvelles conditions de restructuration du Crédit Lyonnais sont intervenues depuis en 1995. En général, il faut noter que l'OIG n'a ni les qualités de transparence, ni de gouvernance des meilleures structures nordiques.

dispositions, ils auraient pu être conduits à se désaisir d'une partie de leur portefeuille à un moment inopportun.

Conclusion : Vers des relations plus saines entre la banque et l'immobilier

L'interrogation sous-jacente à cet article est de juger si la très forte volatilité des prix et de la production de l'immobilier au cours de ce premier cycle global s'avère comme une caractéristique du nouveau marché global des capitaux, ou bien n'est au contraire que le coût élevé de l'ajustement à un nouvel environnement économique et financier marqué par la libéralisation financière internationale et les déréglementations nationales. Les diverses informations réunies permettent de penser qu'un cycle d'une amplitude de celle du cycle des années 1985-1994 avec des coûts économiques considérables est évitable dans le futur. Toutes les économies deviennent plus ouvertes et soumises à l'influence du marché global des capitaux. La perspective qui émerge de ce premier cycle global pour des relations saines entre le secteur bancaire et le secteur immobilier a trois dimensions : la gestion macro-économique et monétaire ; la gestion des risques par les banques et les règles prudentielles propres à l'immobilier ; la surveillance des différents types d'immobiliers.

Probablement la leçon la plus importante de ce cycle global du point de vue macro-économique c'est que les innovations financières, la libéralisation des marchés financiers et la déréglementation bancaire ont profondément modifié les effets des politiques monétaires sur les actifs financiers et immobiliers. La stabilité des indices des prix et des salaires a été compatible avec une très forte inflation des actifs immobiliers et financiers. Les pays de l'OCDE comme le Royaume-Uni et les pays d'Europe du Nord, qui ont connu la plus forte volatilité des prix, prennent maintenant systématiquement en compte les effets de la volatilité des prix des actifs. D'autres n'en tiennent pas encore compte. De gros efforts de recherche sont nécessaires pour mieux identifier et quantifier les liens entre l'expansion du crédit et la volatilité des prix des actifs.

Le manque de rigueur des établissements financiers dans l'analyse des demandes de crédit a joué un rôle très perturbateur dans le cycle global. Actuellement, les autorités de surveillance poursuivent leur adaptation à la nouvelle structure de marché financiers. Quatre points se sont avérés très peu satisfaisants dans le cas de l'immobilier : les règles prudentielles, basées sur une appréciation correcte du risque et la diversification du portefeuille ; les systèmes de garantie face à l'équilibre financier et au risque de contrepartie dans chaque opération de prêt ; la nécessité d'une évaluation périodique et fréquente des biens immobiliers ; l'insuffisante

surveillance de la dynamique des différents marchés immobiliers, nécessaire à cette évaluation périodique.

Le passage de l'ancien système de contrôle monétaire et de crédit dirigé avec le compartimentage des marchés à une régulation fondée sur l'appréciation du risque et le respect de ratios de fonds propres a coïncidé avec le krach immobilier. Ce facteur incite à penser qu'un cycle global de la même ampleur qu'en 1985-94 ne se reproduira pas dans le futur. Le basculement de l'ancien système de contrôle vers des normes prudentielles définies aux accords de Bâle et dans les directives de l'Union européenne ne s'est effectivement achevé qu'en 1993. Aucun système n'est idéal au vu du fort dynamisme du secteur financier. Cependant, l'adoption de règles prudentielles poussant à une gestion très explicite des différents risques financiers et à une bonne connaissance des coûts marginaux et moyens dans les différentes activités de prêts s'avère une voie très positive. Pour les banques centrales et les organismes de contrôle, un problème délicat reste la surveillance des établissements dans leur relation avec le secteur immobilier lui-même.

La permanence et l'importance des difficultés bancaires ont fait naître la crainte d'un rationnement de l'offre de crédits nouveaux. Cette controverse, aux Etats-Unis comme ailleurs, sur l'existence ou non d'une chute de l'offre de crédit s'appuie pour l'essentiel sur le constat d'un net durcissement des critères d'évaluation des risques, avec notamment une exigence de fonds propres plus importante. Cette thèse n'est guère convaincante. Plus qu'un rationnement de l'offre, l'usage plus strict de ratios prudentiels classiques marque un retour à la norme après une période d'euphorie. Le facteur central du déclin de la demande de crédit en période de récession paraît être lié au comportement des entreprises, et non pas des banques. Les contraintes de liquidités diffèrent fortement pour les PME entre phase d'expansion et de récession des cycles économiques. Ces effets asymétriques sont liés à des effets de levier plus marqués dans les PME³⁴. Alors que les grandes entreprises modifient peu leurs comportements et se financent directement sur les marchés des capitaux, les PME jouent sur le taux de rotation de leur stocks pour amortir les effets de la crise. Ces dernières réduisent également leur bilan au cours du cycle et recourent beaucoup moins à l'intermédiation bancaire. Dans les pays où le secteur de la promotion immobilière est constitué de petites entreprises qui s'adressent elles-mêmes à de petits établissements financiers, les retournements de conjoncture peuvent donc être très brutaux.

34 Voir Ben S. Bernanke, Mark Gertler et Simon Gilchrist, « *The Financial Accelerator and the Flight to Quality* », Cambridge, Massachusetts : National Bureau of Economic Research Inc., Working Paper No. 4789, July 1994.

Pour ce qui concerne la résolution des problèmes bancaires, les premières informations collectées tendent à prouver que les pays qui ont des pratiques plus transparentes sortent plus vite de la crise. Compte tenu du caractère récurrent des problèmes bancaires, une évaluation comparative des véhicules et des instruments de restructuration et de l'efficacité des politiques mises en place pour traiter du problème des actifs sera très utile.

La valeur des biens immobiliers, surtout pour l'immobilier professionnel, est très sensible au niveau des taux de vacance et des loyers. Or, la crise immobilière a bien mis en évidence la mauvaise qualité de l'information disponible sur les marchés immobiliers. Du point de vue des investisseurs, un écart important existe quant à la fiabilité de l'information entre les biens immobiliers et les autres types d'actifs financiers. Par comparaison aux standards en matière d'information disponible pour les valeurs mobilières à revenu fixe, les données statistiques et les analyses fiables sur le secteur immobilier sont très insuffisantes pour les gestionnaires de fonds de pensions et les autres institutionnels. Les règles comptables en matière d'évaluation des biens immobiliers sont très controversées. L'insuffisance d'information accentue les insuffisances intrinsèques des marchés immobiliers du point de vue des établissements financiers.

Pour conclure on peut noter aussi que malgré des différences légales et institutionnelles importantes entre pays, ce premier cycle global pose la question de savoir s'il est possible d'identifier les traits caractéristiques principaux des systèmes de financement de l'immobilier et du logement qu'il faudrait adopter pour atteindre une plus grande stabilité en économie ouverte.