

LA CRISE DE L'IMMOBILIER EN SUÈDE

PIERRE SCHOEFFLER*

La crise du marché immobilier est mondiale. Elle touche même certains pays du Sud-est asiatique pourtant réputés pour leur dynamisme économique. Elle surprend par son ampleur. Comparé aux standards du marché, il s'agit d'une chute importante de prix (au moins 20% au niveau mondial) dans un délai très court (1 à 2 ans). Par certains cotés, elle rappelle la panique qui a suivi l'écroulement du marché mondial des actions à l'automne 1987.

Peu d'acteurs étaient préparés à cette crise. Le marché immobilier de ces trente dernières années a connu un développement relativement stable à la hausse, entretenu, à partir des années 70, par une inflation croissante dans les pays industrialisés et, dans les années 80, par une baisse générale des taux d'intérêt.

Il est paradoxal de considérer que les pires excès, qui ont provoqué la correction actuelle, ont eu lieu à partir de la mi-80, dans une période caractérisée par une désinflation profonde et des taux d'intérêt plutôt stables, environnement *a priori* peu favorable au marché.

L'absence de facteurs fondamentaux d'explication de cet emballement amène à faire porter le chapeau à des facteurs techniques, en particulier à la dérégulation des systèmes financiers un peu partout dans le monde. Dans son sillage, la dérégulation a amené la forte création de monnaie *ex nibilo*, c'est-à-dire sans contrepartie en terme de valeur ajoutée économique. Il en a résulté une importante inflation des actifs qui a été largement répercutée et incorporée dans les fonds propres des entreprises et des banques. La situation actuelle, qui nécessite la constitution de fortes provisions pour pertes ou dépréciations, correspond donc à de la destruction de capital artificiellement créé. La «longueur» du levier financier, calculé comme le rapport de l'endettement sur les fonds propres augmente d'autant, rendant beaucoup plus sensible le résultat des entreprises à l'évolution des taux d'intérêt et fragilisant l'ensemble du tissu économique.

Le facteur déclenchant de la sévère correction du marché a sans conteste été le début du ralentissement économique, qui a entraîné une forte révision à la baisse de la demande de bureaux. La quantité de produits

301

* Directeur général, Svenska France

«blancs», c'est à dire développés sans locataires d'origine, est tout d'un coup apparu excessive.

LE MARCHÉ SUEDOIS

Dans ce sombre tableau, la situation des pays nordiques est extrême. Relativement à la taille des économies et à la situation géographique, les excès sont considérables: le prix du m² de bureau à Stockholm a atteint mi-1990 SEK 70.000¹! (cf. *graphique 1*). L'écart de prix entre un bon emplacement et le meilleur emplacement s'est considérablement creusé, en particulier dans les villes de deuxième grandeur qui ont été contaminées par la spéculation de la capitale. Un rapport de prix de 1 à 2, largement artificiel dans une ville moyenne, s'est ainsi créé à Göteborg à partir de 1987 (cf. *graphique 2*).

Cette inflation des prix a été le résultat à la fois d'une baisse du rendement exigé par les investisseurs (cf. *graphique 3*) et d'une hausse des loyers acceptés par les entreprises (cf. *graphique 4*).

L'emballlement du marché domestique suédois a attisé l'intérêt des investisseurs locaux pour les marchés immobiliers étrangers à partir de 1988, d'autant plus qu'un contrôle des changes assez strict empêchait jusque là tout investissement important. Partant de près de zéro en 1987, les investissements dans l'immobilier à l'étranger ont atteint un pic à presque 18 milliards de couronnes en 1990, pour se stabiliser ensuite à 8/10 milliards par an.

Mais la cause plus profonde, dont ces comportements ne sont que la résultante, est la déconnexion totale de la sphère financière et de la sphère économique en Suède à partir de 1985. Sur les sept dernières années, le total des bilans des banques suédoises a cru quinze fois plus vite que le PNB. Autre symptôme d'une création artificielle de monnaie, le montant des crédits alloués aux agents non financiers représentait environ 80% du PNB du début des années 70 au milieu des années 80, à partir de cette date ce pourcentage a brusquement augmenté pour atteindre 140% du PNB en 1990 (cf. *graphique 5*).

La chute des prix n'en a été que plus brutale: au moins 50% depuis mi-1990. Certainement la chute la plus profonde en Europe (cf. *graphique 6*). La baisse des actifs est générale et a touché également le marché des actions (cf. *graphique 7*), dopé néanmoins récemment par la dévaluation de 30% environ de la couronne suédoise à partir de l'automne 1992.

Par contrecoup, la dépression touche durement le secteur du BTP. Le chiffre d'affaire du secteur, estimé à plus de SEK 200 milliards en 1990, est

1: 1 franc français vaut environ 1,4 couronne suédoise.

en voie de régression rapide et devrait atteindre SEK 140 milliards en 1994. Entre temps, le nombre de personnes employées, directement et indirectement, devrait passer de 320.000 à 220.000.

LES BANQUES SUEDOISES

Acteurs centraux du marché avec plus de SEK 500 milliards de prêts liés de près ou de loin au secteur de l'immobilier, les banques suédoises payent de leur indépendance l'hystérie des années 80. Devant la montée des provisions qui entame les fonds propres et les réserves (*cf. graphique 8*), l'Etat a du intervenir en automne 1992 afin de garantir le système de paiement national. En d'autres termes, l'ensemble des engagements des banques suédoises envers les déposants est désormais garanti par l'Etat. A titre de comparaison, on estime généralement à 400 milliards d'encours les créances immobilières des banques françaises .

Mais cela n'a pas suffi. Deux des quatre principales banques du pays, Nordbanken et Götabanken, ont du être nationalisées d'urgence et la plus grande banque, Skandinaviska Enskilda Banken, a envisagé de demander une aide supplémentaire directe de l'Etat. Seule la Svenska Handelsbanken est restée en dehors de la tourmente.

Les provisions pour pertes sur crédits ont atteint en effet des proportions gigantesques. Sur les 6 premiers mois de 1993, elles s'élevaient à presque 40 milliards de couronnes, soit plus de 5% des encours totaux de crédits. Elles s'élevaient déjà à 35 milliards de couronnes en 1991 et 73 milliards en 1992. Le total des fonds propres des banques a fondu jusqu'au niveau actuel de 75 milliards de couronnes, assurant une couverture des prêts à hauteur de juste 8%. Les nuages noirs ne sont pas encore dissipés: à mi-93, les créances douteuses atteignaient 115 milliards de couronnes. A titre de comparaison, le niveau historique moyen dans la décennie 80 des provisions pour pertes sur crédits ne correspondait qu'à 0.5% des encours de crédits.

La purge est sévère et plusieurs années seront nécessaires pour reconstituer les bilans et les comptes d'exploitation.

UN EXEMPLE DE TRAITEMENT DE CHOC : SECURUM

Dans cette crise exceptionnelle, la situation de Nordbanken, troisième banque de Suède, est elle-même exceptionnelle. L'histoire de la reconstruction de cette banque restera donc certainement un cas d'école qui mérite une attention particulière. La rapidité nécessaire afin d'éviter une banqueroute généralisée du système bancaire nordique, l'ampleur des mesures prises témoignent d'un esprit de décision et de transparence qu'il

est utile de mettre en valeur afin, peut-être, de servir d'exemple pour quelques cas similaires à venir en Europe.

Le principe de sauvetage de la banque d'abord: isoler les risques de taille importante au sein d'une structure indépendante gérée par une petite équipe et sauver ainsi l'activité bancaire de base. L'isolement est complet: la structure n'est pas détenue par la banque mais par l'actionnaire de la banque (l'Etat). Cette technique a été largement mise en pratique aux Etats-Unis, où les actifs risqués sont gérés par le FDIC et le RTC.

La structure d'accueil n'est pas une banque mais ressemble plutôt à une compagnie financière. Elle n'est d'ailleurs pas gérée par des banquiers mais par des industriels de haut niveau. Un premier «réservoir» est rempli, celui des engagements rachetés à la banque au prix de marché; ce réservoir a un statut de banque filiale de la structure. En fonction des décisions prises par les responsables de la structure, les garanties liées à ces créances peuvent être saisies et les créances abandonnées. Deux autres réservoirs sont alors remplis selon le type de garantie saisie, une société foncière filiale accueille les biens immobiliers, une société de participation filiale accueille les titres et les valeurs mobilières.

L'organisation de la structure est complétée de façon matricielle par la création de directions «géographiques» chargées de la coordination de la gestion des trois filiales: engagements, immobiliers et titres, sur une région déterminée.

Le financement de la structure est le résultat d'une étude d'optimisation très poussée menée durant les six derniers mois de 1992. En fonction de scénarios d'évolutions économiques et des spécificités des engagements, le capital a été calibré de façon à pouvoir couvrir le risque maximum de perte si l'ensemble des engagements était liquidé dans les prochains 10-15 ans. De plus, le portefeuille repris par la structure a une rentabilité directe inférieure au taux d'intérêt pendant les premières années et ce déficit de financement doit également être couvert par des fonds propres. Le financement est complété par un prêt de la banque.

L'avenir de la structure doit pouvoir être librement décidé par ses responsables entre deux alternatives: la liquidation à l'horizon 10-15 ans ou le développement durable de la «compagnie financière» dans les domaines qu'elle aura choisie.

Les chiffres du sauvetage ensuite: SEK 67 milliards d'engagements nominaux sont transférés de Nordbanken à Securum le 31 décembre 1992, correspondant à 400 dossiers de plus de SEK 15 millions. 75% des dossiers sont liés à des risques immobiliers et concernent au total 2100 immeubles en Suède et 400 à l'étranger, surtout en Europe.

Ce transfert porte sur un tiers du total des crédits de Nordbanken. Après l'opération, le bilan de Nordbanken s'établit à SEK 280 milliards. Les SEK

67 milliards sont acquis par Securum à un prix global de SEK 51 milliards, soit avec une décote de 24% environ. La rentabilité directe du portefeuille acquis s'élève à 2% environ alors que les taux des emprunts d'Etat suédois à long terme sont de 9.5%.

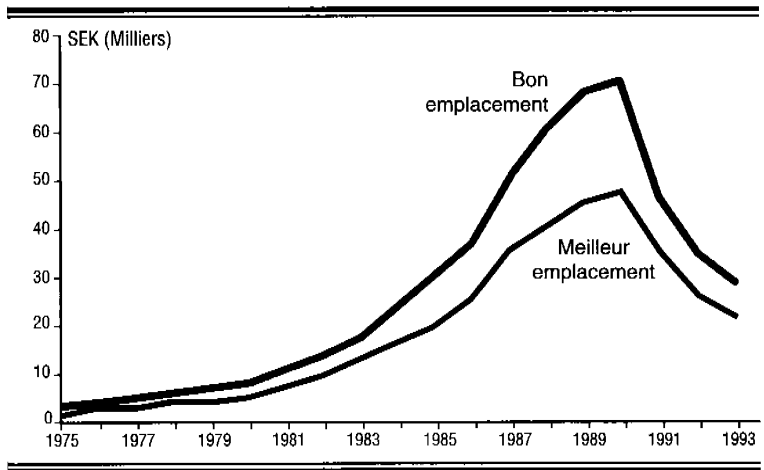
Le financement de Securum est assuré à hauteur de SEK 24 milliards par une injection de capital de l'Etat (47% du bilan), complétée par un prêt participatif subventionné de SEK 10 milliards et un prêt complémentaire subventionné de SEK 17 milliards accordé par Nordbanken.

La gestion de Securum sera active. De nombreux engagements sont partagés avec d'autres banques et un nombre considérable d'échanges d'actifs est à attendre dans le but de concentrer le portefeuille sur quelques points forts, pouvant dégager des survaleurs. Dans un premier temps néanmoins, il est prévu que Securum enregistre des pertes très importantes, elles se sont élevées à 13 milliards de couronnes pour les 6 premiers mois de 1993.

Les conséquences pour les marchés, enfin, sont favorables. L'injection d'argent frais par l'Etat permet d'alléger la pression à la vente sur l'immobilier suédois et les grandes sociétés industrielles, comme Nobel ou Esselte, dont les actionnaires ont fait faillite et qui étaient donc détenues par Nordbanken, sont aujourd'hui plus sereines avec un actionnaire solide.

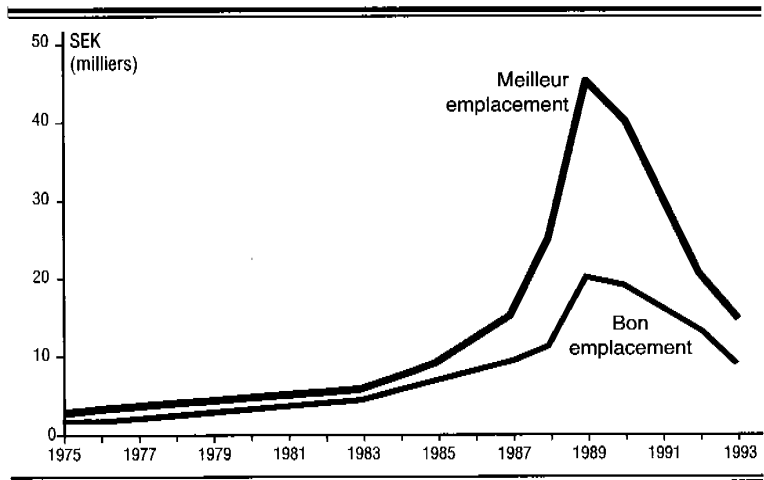
La leçon de la crise est rude. Le solde budgétaire de l'Etat suédois est passé en l'espace de trois ans de +4% du PNB à -14%, ce qui donne la médaille d'or à la Suède parmi les pays de l'OCDE en profondeur du déficit budgétaire et en vitesse de dégradation. Le Jeu de la Vérité était inévitable. Mais le débat a été tenu à livre ouvert et les responsabilités bien identifiées. Les chiffres sont connus et sans doute peu de mauvaises surprises sont à attendre. La sortie de la crise devrait en être grandement facilitée. Déjà le comportement des ménages a radicalement changé: le taux d'épargne des ménages, moteur de la croissance future, atteint plus de 8% du revenu disponible alors qu'il était de -5% en 1989.

Graphique 1
Immobilier de bureaux à Stockholm
(prix par mètre carré à mi-année)

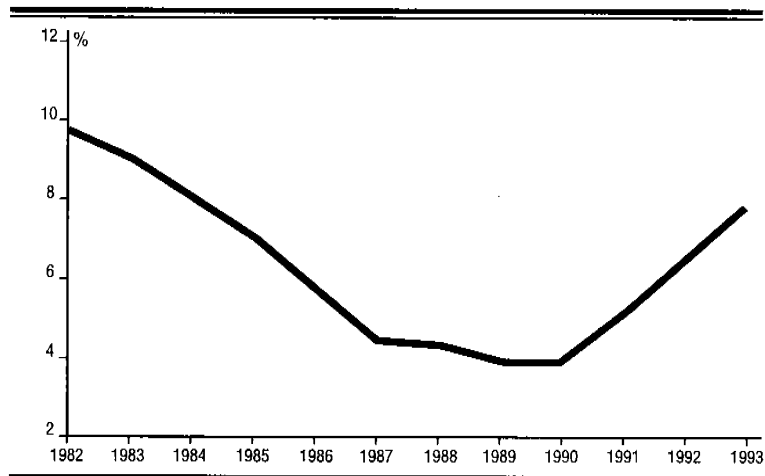


306

Graphique 2
Immobilier de bureaux à Göteborg
(prix par mètre carré à mi-année)

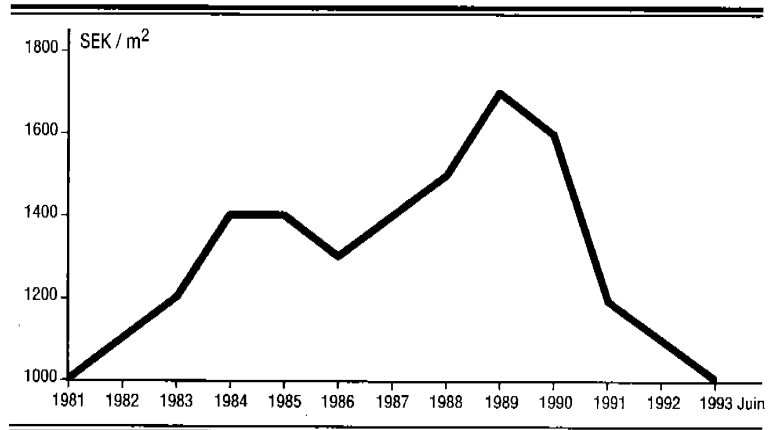


Graphique 3
Rendement de l'immobilier à Stockholm

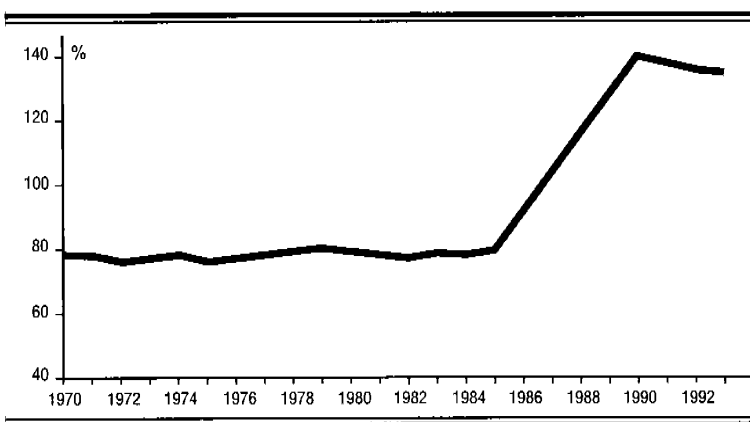


307

Graphique 4
Evolution des loyers de bureaux à Stockholm
(corrigée de l'inflation)

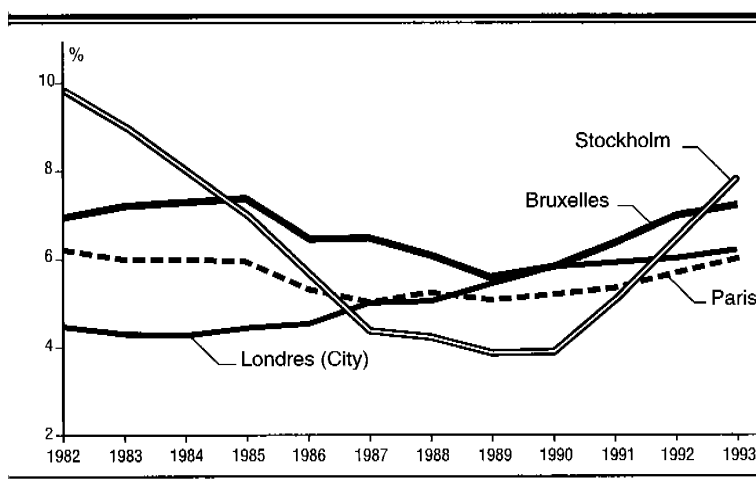


Graphique 5
Crédits aux agents non financiers
 (en % du PNB)



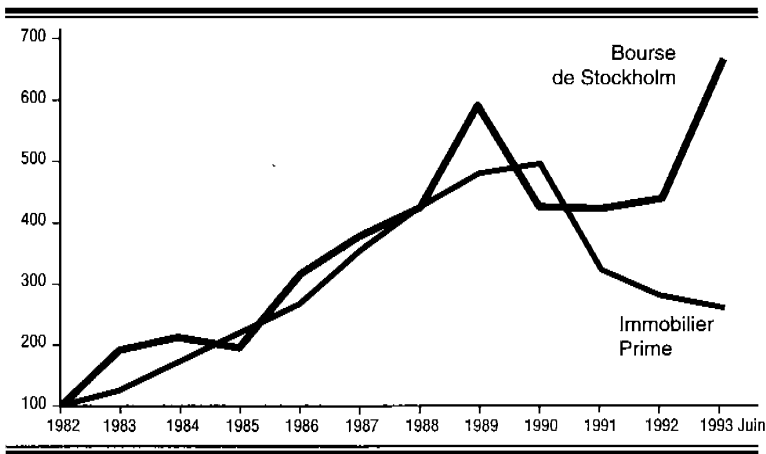
308

Graphique 6
Evolution du rendement des bureaux en Europe



Graphique 7

Evolution du prix des actifs en Suède
(indice 100 = 1992)



309

Graphique 8

Provisions et résultats des banques

