



« 2015 : le retour
des bulles immobilières ? »

L'économie mondiale 2015

Mercredi 24 septembre 2014, 15h00-17h45

Présentation de :

Thomas Grjebine

Economiste au CEPII,
Département
Macroéconomie

Vers un 3^e cycle immobilier globalisé?

- ▶ 2013 : prix immobiliers : +8% au niveau mondial. Rythme plus élevé depuis fin 1990'.
 - Retour des bulles et des déséquilibres financiers au niveau mondial ?
- ▶ Un éternel recommencement...

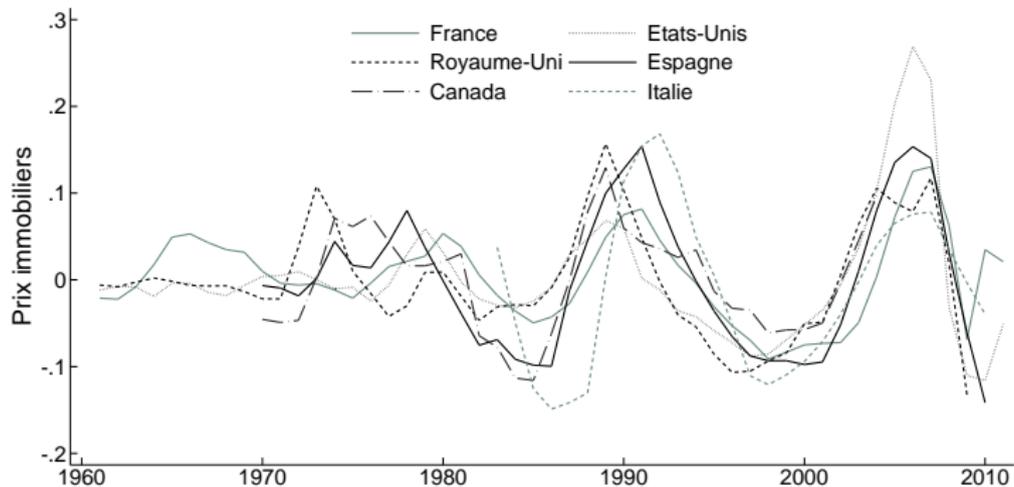
Vers un 3^e cycle immobilier globalisé?

- ▶ 2013 : prix immobiliers : +8% au niveau mondial. Rythme plus élevé depuis fin 1990'.
 - Retour des bulles et des déséquilibres financiers au niveau mondial ?
- ▶ Un éternel recommencement...
 - **Depuis 1980' : globalisation des cycles immobiliers** et déséquilibres financiers.
 - **2 cycles globalisés** (1985-1995, 1995-2012). 2^e cycle : reproduction amplifiée du 1^{er}.
 - **Une reproduction des mêmes mécanismes** : booms du crédit, bulles immobilières, montée des déséquilibres courants et financiers, crises bancaires et récessions. Crise 2007 ≈ Crise début 1990'.

Vers un 3^e cycle immobilier globalisé?

- ▶ 2013 : prix immobiliers : +8% au niveau mondial. Rythme plus élevé depuis fin 1990'.
 - Retour des bulles et des déséquilibres financiers au niveau mondial ?
- ▶ Un éternel recommencement...
 - **Depuis 1980' : globalisation des cycles immobiliers** et déséquilibres financiers.
 - **2 cycles globalisés** (1985-1995, 1995-2012). 2^e cycle : reproduction amplifiée du 1^{er}.
 - **Une reproduction des mêmes mécanismes** : booms du crédit, bulles immobilières, montée des déséquilibres courants et financiers, crises bancaires et récessions. Crise 2007 ≈ Crise début 1990'.
- ▶ Quels enseignements à l'heure où semble s'amorcer un 3^e cycle globalisé?

1980's : l'émergence de cycles immobiliers globaux



Allemagne : un cycle désynchronisé du cycle global.

- Pas de boom entre 1985 et 1990 (absence de libéralisation financière significative). Boom des prix avec réunification. Baisse à partir de 1997.

2 cycles immobiliers globaux (1985-1995, 1995-2012)

Caractéristiques: synchronisation des cycles nationaux, variations fortes des prix immobiliers.

2 cycles immobiliers globaux (1985-1995, 1995-2012)

Caractéristiques: synchronisation des cycles nationaux, variations fortes des prix immobiliers.

Comment expliquer l'émergence de cycles globalisés ?

1. Déréglementation financière: changement simultané des conditions de financement du logement \Rightarrow synchronisation des cycles.
2. Libéralisation mouvements internationaux de capitaux : développement des investissements étrangers dans immobilier \Rightarrow synchronisation des cycles via arbitrage des investisseurs.

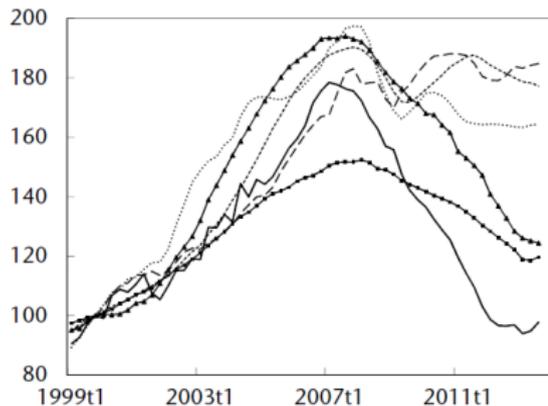
Une amplification du 2nd cycle

2000' : développement de produits financiers permet diversification sources de financement et augmentation de l'offre de crédit.

- ▶ **Obligations foncières** (covered bonds).
 - Espagne: 6% des crédits immo. financés par émission d'obligations foncières en 1999, 56% en 2011.
 - France : 5% en 2003, 25% en 2011.
- ▶ **Titrisation : un rôle à nuancer.**
 - Un développement récent en Europe. Titrisation permet de financer 57% des crédits immo. en Irlande en 2009, 30% au RU ou Espagne (contre < 1% en 1999).
 - US : une histoire ancienne.

La titrisation en Europe : un développement récent

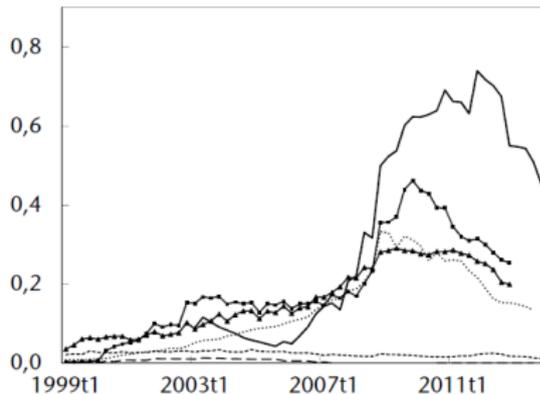
Prix réels de l'immobilier
(base 100 = 1999)



-----France — Irlande — Italie — Espagne ----Suède Royaume-Uni t1 : 1^{er} trimestre

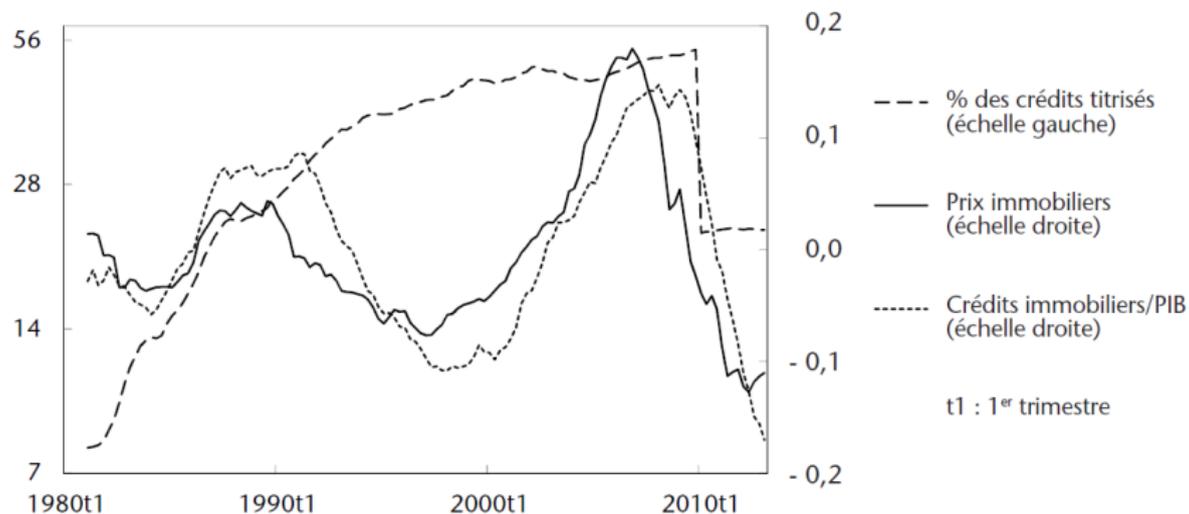
Source : OCDE, calculs de l'auteur.

Part des crédits titrisés (MBS)
sur les crédits au logement



Sources : Eurostat, Dealogic, OCDE, calculs de l'auteur.

La titrisation aux Etats-Unis : une histoire ancienne



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

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

Caractéristiques communes des deux cycles

Une **reproduction** des mêmes mécanismes :

Booms immobiliers des deux cycles

- ⇒ montée des déséquilibres financiers
- ⇒ montée des déséquilibres courants

Retournements des deux cycles :

- ⇒ crises bancaires
- ⇒ récessions et montée du chômage

Booms des deux cycles \Rightarrow montée des déséquilibres financiers

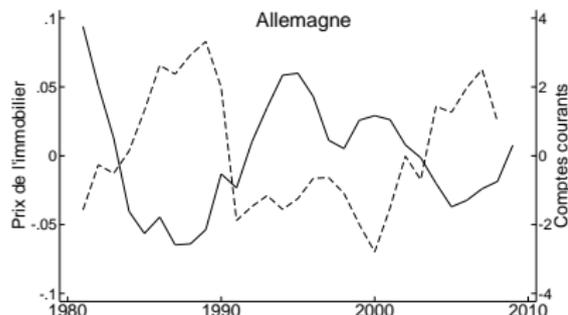
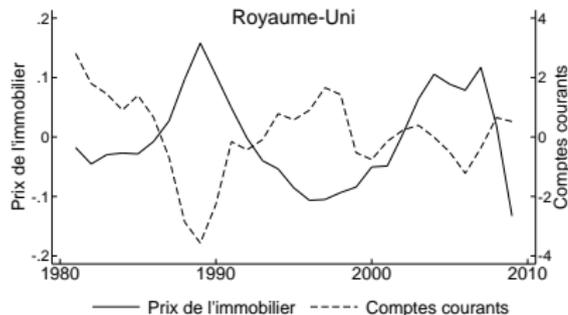
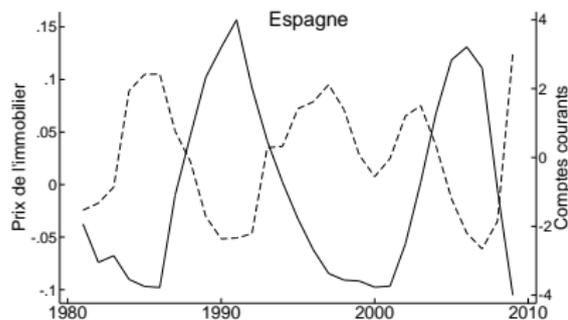
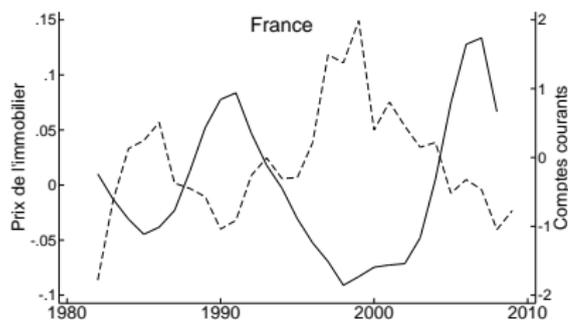
Booms immobiliers : assouplissement des exigences d'octroi des crédits. Prises de risque excessives.

► **1^{er} cycle :**

- US: faillite des caisses d'épargne (*savings and loans*).
1986-1991 : 900 banques fermées ou aidées par fonds d'assurance des dépôts bancaires (FDIC).
- France: crédit pour immobilier d'entreprise a augmenté de 230% entre 1988 et 1990. 40% de ces crédits considérés comme créances douteuses en 1992.

► **2^e cycle :** *subprimes* : 40% des nouveaux crédits souscrits en 2007.

Booms des deux cycles \Rightarrow montée des déséquilibres courants



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

Pourquoi prix immobiliers impactent comptes courants ?

- ▶ **Solde courant = Epargne - Investissement**
- ▶ Tout facteur qui augmente la conso. (= dégrade l'épargne) ou augmente l'invest. se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une dégradation du compte courant.

Pourquoi prix immobiliers impactent comptes courants ?

- ▶ **Solde courant = Epargne - Investissement**
- ▶ Tout facteur qui augmente la conso. (= dégrade l'épargne) ou augmente l'invest. se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une dégradation du compte courant.
- ▶ Hausse des prix immobiliers conduit à
 - ▶ ↗ de l'investissement (↗ des prix stimule construction).
 - ▶ ↗ de la conso. (effets-richeesse).
- ▶ ↗ de 10% des prix de l'immobilier cause dégradation des comptes courants de 1,7% du PIB.
(pays de l'OCDE, 1970-2010) (Geerolf et Grjebine, 2013).

Les ajustements sont-ils différents en France ?

Dans les 2 cycles : **ajustements** marché immobilier et secteur bancaire **lents et décalés** par rapport aux pays anglo-saxons.

- ▶ **Immobilier.** France : pas de krach brutal, mais baisse continue des prix immobiliers entre 1991 et 1997 (-46% Paris). Depuis 2007, pas de baisse significative des prix immobiliers.
- ▶ **Crise bancaire** : après crise brutale, banques RU et US ont renoué avec profits dès 1992. France : pertes records du secteur bancaire en 1994.

Les ajustements sont-ils différents en France ?

Dans les 2 cycles : **ajustements** marché immobilier et secteur bancaire **lents et décalés** par rapport aux pays anglo-saxons.

- ▶ **Immobilier.** France : pas de krach brutal, mais baisse continue des prix immobiliers entre 1991 et 1997 (-46% Paris). Depuis 2007, pas de baisse significative des prix immobiliers.
- ▶ **Crise bancaire** : après crise brutale, banques RU et US ont renoué avec profits dès 1992. France : pertes records du secteur bancaire en 1994.

Explication : normes de distribution du crédit immobilier

- ▶ Fr : 85% prêts à taux fixe, taux d'effort maîtrisé
- ▶ RU : 52% prêts à taux variables. Csq des retournements plus brutales ⇒ répercussion immédiate hausse des taux sur charges de la dette.

2015 : quelle politique face à des objectifs contradictoires ?

2013: +8% au niveau mondial. 11 pays : hausses > 10%

Des autorités confrontées à des objectifs contradictoires :

- ▶ **Court terme** : durcir politique monétaire pour freiner hausse prix immobiliers risque de casser croissance/reprise.
 - Or immobilier : secteur clé pour relancer économie. Impacts sur invest. (construction) et conso. INSEE (2014) : marasme construction, principal frein à la croissance en France.
 - Faire éclater bulle : très coûteux économiquement.
- ▶ **Moyen terme** : laisser se développer nouvelles bulles = montée instabilité financière.

2015 : quelle politique face à des objectifs contradictoires ?

2013: +8% au niveau mondial. 11 pays : hausses > 10%

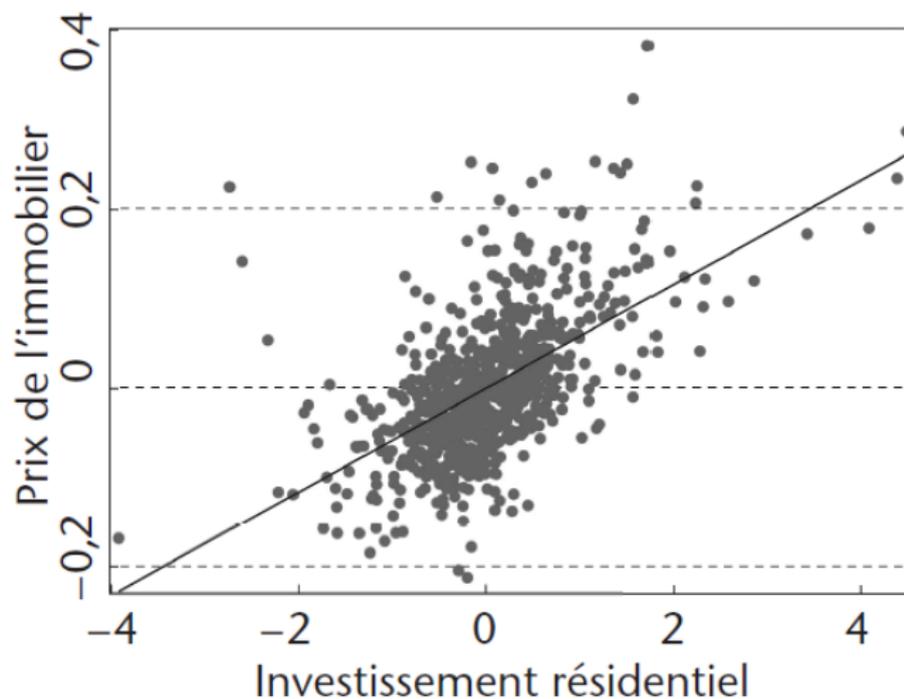
Des autorités confrontées à des objectifs contradictoires :

- ▶ **Court terme** : durcir politique monétaire pour freiner hausse prix immobiliers risque de casser croissance/reprise.
 - Or immobilier : secteur clé pour relancer économie. Impacts sur invest. (construction) et conso. INSEE (2014) : marasme construction, principal frein à la croissance en France.
 - Faire éclater bulle : très coûteux économiquement.
- ▶ **Moyen terme** : laisser se développer nouvelles bulles = montée instabilité financière.

2013-... : stratégies divergentes US/RU versus France.

Prix immo. (2013): +15% Londres, +14% US ≠ France: -1,8%

Prix immobiliers et construction vont dans le même sens !



Stratégie US/RU : la relance par l'immobilier

- ▶ Depuis 2012, RU et US: relancer le marché immobilier pour relancer croissance
 - US : **J. Yellen** (Fed) : conditionne hausse taux d'intérêts à reprise durable de construction et immobilier.

Stratégie US/RU : la relance par l'immobilier

- ▶ Depuis 2012, RU et US: relancer le marché immobilier pour relancer croissance
 - US : **J. Yellen** (Fed) : conditionne hausse taux d'intérêts à reprise durable de construction et immobilier.
 - RU : **D. Cameron** : coeur de stratégie économique : relancer marché immobilier.
 - Programme Help-to-buy (2013): devenir propriétaire avec apport de 5%! Mai 2014: prix immobiliers : +11% an.
 - Prévision FMI : taux de croissance 2,9 % en 2014, taux le plus élevé des pays du G7 !
 - Modèle de **M. Thatcher** : stimuler l'économie (4,5% croissance de 1986 à 1988) en créant conditions boom immobilier.

Stratégie US/RU : la relance par l'immobilier

- ▶ Depuis 2012, RU et US: relancer le marché immobilier pour relancer croissance
 - US : **J. Yellen** (Fed) : conditionne hausse taux d'intérêts à reprise durable de construction et immobilier.
 - RU : **D. Cameron** : coeur de stratégie économique : relancer marché immobilier.
 - Programme Help-to-buy (2013): devenir propriétaire avec apport de 5%! Mai 2014: prix immobiliers : +11% an.
 - Prévision FMI : taux de croissance 2,9 % en 2014, taux le plus élevé des pays du G7 !
 - Modèle de **M. Thatcher** : stimuler l'économie (4,5% croissance de 1986 à 1988) en créant conditions boom immobilier.
- ▶ Inquiétudes autorités monétaires devant retour des bulles et instabilité financières.

2015 : France, une trajectoire divergente ?

- ▶ Ministre logement : "Ma priorité est de **faire baisser les prix de l'immobilier**" (2013). Août 2014 : changement de cap?

2015 : France, une trajectoire divergente ?

- ▶ Ministre logement : "Ma priorité est de **faire baisser les prix de l'immobilier**" (2013). Août 2014 : changement de cap?
- ▶ **Retournement du cycle** : mises en chantier : ↘ 18%, avril 2013 et avril 2014. 2/3 défaillances d'entreprises concernent bâtiment.
 - Risques macro : ↘ investiss., ↘ conso., ↗ chômage. Emploi dans construction : 1,5 millions d'actifs.
 - Espagne après 2007: 1,6 millions de personnes ont perdu emploi dans construction. US: 3 millions!

2015 : France, une trajectoire divergente ?

- ▶ Ministre logement : "Ma priorité est de **faire baisser les prix de l'immobilier**" (2013). Août 2014 : changement de cap?
- ▶ **Retournement du cycle** : mises en chantier : ↘ 18%, avril 2013 et avril 2014. 2/3 défaillances d'entreprises concernent bâtiment.
 - Risques macro : ↘ investiss., ↘ conso., ↗ chômage. Emploi dans construction : 1,5 millions d'actifs.
 - Espagne après 2007: 1,6 millions de personnes ont perdu emploi dans construction. US: 3 millions!
- ▶ **"Bonne nouvelle" ?** Retournement marché immobilier, entraînant chute investissement et conso, pourrait conduire à **réduction du déficit courant**.
 - Allemagne : avec reprise prix immobiliers (+4% en 2013), investiss. dans construction pourrait augmenter de 5,1% et conso de 1,5% en 2014 : dégradation du solde courant ?

Conclusion

- ▶ Depuis 2013, 3^e cycle globalisé semble s'amorcer.
- ▶ Retour des bulles dans des systèmes financiers de plus en plus développés pourrait provoquer des crises financières plus violentes encore.
- ▶ Rapport Wickens [NBER, 1941]:
 - "Le comité recommande l'étude du financement de l'immobilier en raison de son importance dans la richesse nationale. **La stabilité de l'économie est largement dépendante de ce qui se passe sur le marché immobilier. La problématique du financement de l'immobilier a été largement sous-estimée dans les discussions autour de la stabilité bancaire et du contrôle du crédit.** Mesurer l'incidence de l'immobilier sur le financement de l'économie est fondamental pour comprendre les problèmes de stabilité économique."*