

Les fluctuations des marchés immobiliers: cycles ou bulles?

Les prix des immeubles, mais aussi les volumes de construction, sont soumis à des fluctuations bien plus fortes que d'autres secteurs de l'économie. Celles-ci sont encore difficiles à expliquer et à prédire avec précision. Elles dépendent, néanmoins, toujours de deux ingrédients: la confiance et les liquidités. Les anticipations – qu'elles soient rationnelles ou naïves – compliquent encore la prévision et l'analyse des cycles. Il existe des possibilités d'en atténuer les fluctuations, mais c'est délicat.



Le cycle immobilier est généralement considéré comme inutile, quand il n'est pas nuisible. La crise actuelle nous rappelle, cependant, que ses fluctuations affectent toute l'économie nationale et débordent même dans d'autres pays à travers les marchés financiers et les relations commerciales. En illustration: appartements à vendre en Espagne.

Photo: Keystone

Edmund Phelps, prix Nobel d'économie en 2006 pour son analyse des arbitrages inter-temporels en politique macroéconomique, a traité des cycles immobiliers dans un article publié dans *Die Zeit* du 20 août 2009. Pour lui, le capitalisme est par nature cyclique et marqué par des crises. Même si les individus ont de l'aversion pour les risques de pertes, le cycle des activités a ceci de positif que l'expansion stimule la créativité et encourage l'investissement avant que la crise n'élimine les plus faibles et ceux qui ont fait les mauvais choix, laissant ainsi la place aux nouveaux entrepreneurs pour la reprise (la «destruction créatrice» de Joseph Schumpeter).



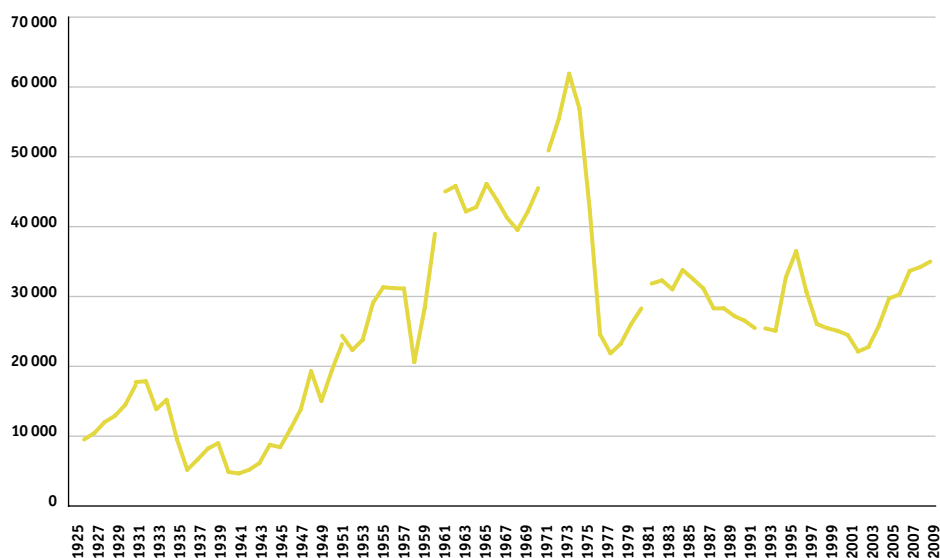
Pr Philippe Thalmann
Professeur d'économie de l'environnement naturel et construit à l'EPFL, directeur du programme de formation continue (MAS) en expertise dans l'immobilier

Phelps nuance cependant: certaines expansions ne créent pas d'innovation utile, et il cite celle du secteur immobilier des États-Unis, qui a été alimentée par les crédits hypothécaires «subprime».

Le cycle immobilier est généralement considéré comme inutile, quand il n'est pas nuisible. Si le secteur était moins important, on pourrait abandonner les spéculateurs immobiliers à leur sort. La crise actuelle nous rappelle cependant que les fluctuations de la construction, des transactions, des taux de vacances, des prix et des loyers dans les segments résidentiels et commerciaux affectent toute l'économie nationale et débordent même dans d'autres pays à travers les marchés financiers et les relations commerciales. Le fait que la construction soit beaucoup plus volatile que l'ensemble de la production est ennuyeux, s'agissant d'un secteur particulièrement intensif en main-d'œuvre qui libère beaucoup de personnel peu qualifié quand il réduit son activité. En 1995, les dépenses de construction représentaient 14,7% du PIB suisse, en 1999 plus que 10,3% (chiffres de la comptabilité nationale). Entre ces deux dates, le secteur principal de la construction réduisait ses effectifs de 33 000 personnes.

Graphique 1

Logements construits dans les communes de plus de 2000 habitants depuis 1926



Source: Thalmann, OFS / La Vie économique

Une longue histoire de cycles violents

En remontant dans le passé, on découvre des cycles bien plus prononcés. Par exemple celui de la construction de logements, une statistique facile à mesurer et qui ne souffre pas trop de problèmes de comparaison d'une décennie à l'autre (voir *graphique 1*). Le nombre de logements achevés en Suisse a été divisé par 3,4 entre 1932 et 1936, multiplié par 2,2 entre 1958 et 1961, puis encore par 1,6 entre 1968 et 1973, avant d'être divisé à nouveau par 2,8 jusqu'en 1977. Enfin, 50% de logements en plus ont été achevés en 2007 par rapport à 2002.

Les fluctuations sont encore plus prononcées lorsqu'on examine des marchés régionaux ou le segment des surfaces commerciales et de bureaux. Les écarts de production font également osciller les prix immobiliers dans de très fortes proportions, même si l'on est moins bien documenté sur ce point que pour les quantités.

Le cycle de la construction était encore un sujet de recherche fort populaire pendant les années cinquante. Des macroéconomistes comme Joseph Schumpeter, James Duesenberry, Simon Kuznets ou Robert Gordon se sont fait un nom avec leurs travaux sur les cycles. Le National Bureau of Economic Research à Cambridge, États-Unis, tire ses origines de l'étude des cycles conjoncturels, en particulier celui de la construction. Le thème a, ensuite, perdu beaucoup de son attrait et suscité peu de publications scientifiques dans les dernières décennies du siècle passé. En effet, la Seconde Guerre mondiale a été suivie d'une longue période de croissance, inter-

rompue par deux chocs majeurs dont on peut clairement attribuer la paternité aux prix des matières premières.

Les macroéconomistes se sont de nouveau intéressés, à partir de 1990, à la construction et à l'immobilier. À cette date-là, en effet, plusieurs pays européens – notamment la Grande-Bretagne et la Suède – sont entrés dans une profonde récession, après avoir connu un «boom» extraordinaire de l'immobilier, de la construction et de l'accession à la propriété. Pour beaucoup d'analystes, la morosité générale incombe en grande partie à ce «boom». Ce dernier est évidemment le produit de changements extérieurs, notamment de la libéralisation des marchés financiers et de l'afflux de capitaux étrangers. Son amplitude a, toutefois, été démesurée, ce qui a transformé ces éléments d'ouverture, positifs a priori, en autant de malédictions. Cette histoire se répète, une fois encore, depuis 2007 et la débâcle des crédits hypothécaires aux États-Unis.

Les ingrédients des cycles

Malgré cette constance dans les fluctuations, aucune explication n'a réussi encore à s'imposer et on est encore loin de prédire les cycles avec précision. Cela tient très vraisemblablement au fait que chaque cycle d'expansion est généré par de nouveaux facteurs dans un contexte économique et réglementaire différent. Néanmoins, deux ingrédients sont toujours présents: la confiance et les liquidités. Il faut, en effet, que les investisseurs fassent preuve d'une grande confiance pour accepter de se lancer dans la construction et acheter à des prix de plus en plus élevés. Il leur faut également les moyens, autrement dit des crédits abondants. Ce qui change d'un «boom» à l'autre, ce sont les sources de la confiance et des liquidités. Une croissance soutenue des revenus et de l'emploi est souvent source de confiance, tout comme un changement de gouvernement ou une mesure d'encouragement publique. Les déréglementations bancaires ont facilité le crédit dans les années quatre-vingt; songeons en particulier à la possibilité que toutes les banques ont eu à cette époque d'offrir des crédits hypothécaires, alors qu'avant seuls les établissements spécialisés y étaient autorisés. Dans les années 2000, c'est la politique monétaire expansionniste destinée à contrer les effets récessionnistes de l'éclatement de la bulle Internet qui a initié le dernier cycle immobilier. La large titrisation des crédits hypothécaires et leur rassemblement dans des fonds de placement a encore alimenté l'explosion dite des «subprimes» aux États-Unis.

Le cycle peut aussi être lancé par un mouvement inverse de perte de confiance et de resserrement du crédit. Dans tous les cas, la phase d'expansion ou de contraction est suivie d'un mouvement aussi fort dans l'autre sens. Avec la multiplicité des chocs susceptibles de modifier la confiance ou les liquidités, ce n'est pas tant l'existence des fluctuations qui étonne que leur ampleur. Comment un épisode de déréglementation bancaire ou de regain de confiance peut-il susciter un «boom» immobilier s'étendant sur des années et atteignant des sommets surréalistes? Pour expliquer cela, il faut se souvenir des particularités de ce marché qui le distinguent de presque tous les autres.

Pour commencer, il y a le délai nécessaire entre la décision d'augmenter l'offre, en construisant, et l'approvisionnement effectif du marché, qui se compte en années alors qu'il se compte en jours ou en semaines pour les biens industriels. Ceci implique que la décision prise doit répondre à une demande que l'on connaît encore très mal. À cela s'ajoute l'extraordinaire longévité des produits. En Suisse, on démolit environ 0,07% des logements chaque année, un taux en hausse récemment mais toujours extrêmement faible puisqu'il indique que les immeubles sont pratiquement toujours rénovés et jamais démolis. Dès lors, le maître d'ouvrage qui lance une construction mise sur des décennies de revenus et de charges. On devine le rôle que vont jouer les anticipations, un autre mot pour la confiance. Or les anticipations sont beaucoup plus volatiles que la réalité.

Néanmoins, celle-ci s'accompagne pratiquement toujours d'une collecte d'information, d'une étude de marché, d'un plan prévisionnel et d'une analyse financière. Les tenants des anticipations rationnelles en déduisent que les acteurs prévoient correctement en moyenne. C'est d'ailleurs pour cette raison que l'on aime les prévisions conjoncturelles de «consensus», qui établissent une moyenne parmi les prévisions des bons macroéconomistes.

Si les prévisions sont rationnelles, cela signifie que les prix et le choix dans les investissements reflètent l'évolution des conditions macroéconomiques, qui se composent de la démographie, des revenus et des taux d'intérêt. Les économistes sont en terrain familier; ils peuvent estimer des modèles et simuler les marchés. En même temps, ces modèles sont difficilement vérifiables, puisqu'on ne peut pas observer les «bonnes» prévisions des conditions macroéconomiques. En réalité, on postule la rationalité des anticipations et des décisions pour en déduire des énoncés tels que «si les promoteurs ont mis tant de surfaces commerciales sur le marché, c'est qu'ils ont anticipé qu'il y aurait une demande suffisante pour ces surfaces et qu'ils avaient de bonnes raisons de le penser.» Attention, on ne postule pas qu'ils ne peuvent pas se tromper, simplement qu'aux vu des informations disponibles au moment où ils ont pris leur décision, leurs anticipations étaient les meilleures possibles. Même s'il s'avère après coup qu'ils se sont complètement trompés, cela ne disqualifie pas l'hypothèse des anticipations rationnelles, d'une part parce qu'il y a tout le temps des retournements conjoncturels imprévisibles (les «chocs», souvent réglementaires) et, d'autre part, parce que les décisions prises sur la base des anticipations modifient l'avenir.

Les anticipations naïves

À l'opposé des anticipations rationnelles, on peut imaginer toutes sortes d'anticipations «naïves». Par exemple, «demain sera comme hier» ou «la croissance va se poursuivre». C'est le genre d'anticipations qui conduit à des bulles, surtout si les acteurs à comportement spéculatif dominant le marché. Précisons qu'une bulle est une croissance des prix ou des quantités qui n'est soutenue que par elle-même, sans justification extérieure. Un spéculateur est un acteur qui achète dans le seul but de revendre plus cher. Une bulle spéculative survient lorsque le prix d'un bien augmente rapidement et dans des proportions sans lien avec les conditions macroéconomiques, parce que les acheteurs proposent des prix de plus en plus élevés dans la perspective de profiter de leur hausse

Encadré 1

Lien entre construction et conjoncture

L'édification de logements est fréquemment perçue comme le domaine de la construction qui a le plus d'importance pour la conjoncture. Un travail économétrique soigné, avec des données américaines, a montré que la construction de logements est une cause des variations du PIB et non l'inverse, avec un effet plusieurs fois plus fort que le reste de la construction (Coulson et Kim, 2000). Ceci confirme les résultats de Green (1997), qui avait aussi montré qu'à l'inverse la construction non-résidentielle résulte des fluctuations du PIB et ne les cause pas. La transmission passe par la consommation, qui est la principale composante du PIB et qui est très sensible à la construction de logements aux États-Unis. Sans faire d'analyse statistique, le graphique 2 suggère que la construction de logements a aussi précédé et probablement contribué aux fluctuations du PIB suisse. Ceci n'est d'ailleurs pas de bon augure pour le PIB ces prochaines années.

Source: Coulson N. Edward et Kim Myeong-Soo, «Residential Investment, Nonresidential Investment, and GDP», *Real Estate Economics*, 28(2), 2000, pp. 233-247; Green Richard K., «Follow the leader: How changes in residential and non-residential investment predict changes in GDP», *Real Estate Economics*, 25(2), 1997, pp. 253-270.

Anticipations rationnelles et naïves

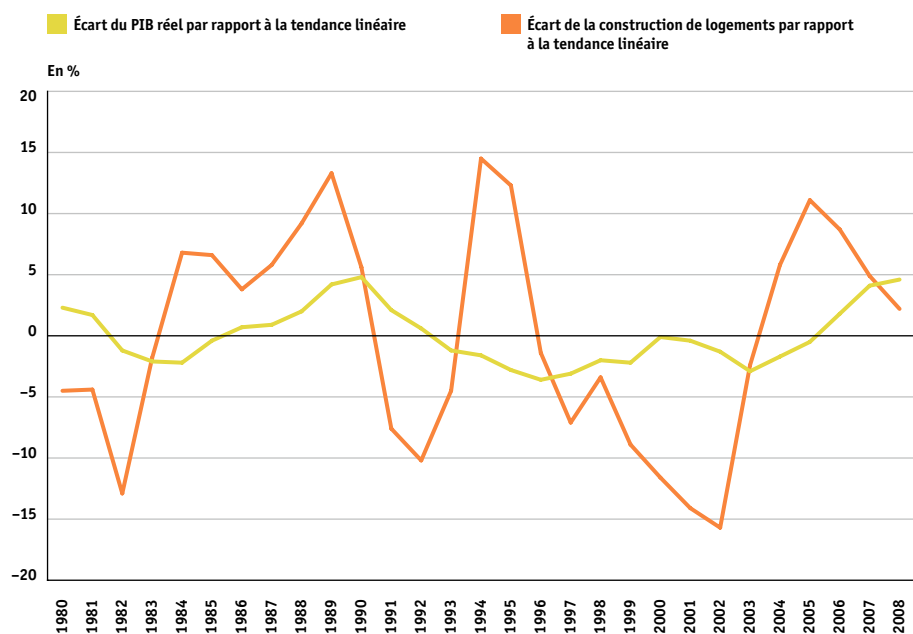
Le rôle central des anticipations est justement ce qui complique la prévision et l'analyse des cycles. Deux modèles s'affrontent en ce domaine: les anticipations rationnelles et les naïves.

Les anticipations rationnelles

Dans ce premier cas, les investisseurs fondent leurs anticipations sur les meilleures prévisions possibles à partir des données à disposition et des mécanismes économiques. On peut penser aux prévisions produites chaque année par les instituts conjoncturels, avec la différence que ceux-ci ne s'aventurent jamais plus de 2 ou 3 ans dans l'avenir, alors que l'investisseur immobilier doit anticiper des revenus, charges et taux d'intérêt pour plusieurs décennies. Personne ne croit sérieusement, évidemment, que chaque investisseur réunit toutes les données existantes et fait tourner un modèle sophistiqué de simulation économique avant de prendre une dé-

Graphique 2

PIB et dépenses pour la construction de logements au prix de 1990, déviations de leurs tendances linéaires depuis 1980



Source: Thalmann, OFS / La Vie économique

pour engranger une plus-value. Une bulle peut aussi apparaître sans spéculateurs, lorsque les investisseurs et usagers avancent leur achat de crainte que les prix n'augmentent le lendemain (voir le mécanisme de l'hyperinflation), mais ce genre de bulle enflé dans des proportions restreintes, car le bassin des acheteurs est rapidement épuisé.

Les bulles spéculatives ne sont pas limitées par le nombre des spéculateurs. Pour comprendre, imaginons deux spéculateurs intéressés par un immeuble. Le premier l'achète à un prix supérieur à celui payé par le propriétaire. En voyant la hausse du prix, le second spéculateur anticipe une nouvelle augmentation et propose un prix plus élevé. Le premier observe aussi cette hausse, a envie de gagner encore davantage et rachète l'immeuble à un nouveau prix plus élevé. Le deuxième spéculateur voit ses anticipations confirmées et revient sur le marché pour acheter l'immeuble, et ainsi de suite. L'exemple avec un seul immeuble est un peu absurde, mais il démontre que le bassin des spéculateurs ne peut pas s'épuiser tant qu'ils ont accès à des crédits suffisants, lesquels ne sont même plus nécessaires s'ils peuvent spéculer à découvert.

Impossible de distinguer les anticipations rationnelles des naïves

Si tous les acteurs étaient rationnels, une hausse des prix immobiliers indiquerait qu'ils anticipent des conditions macroécono-

miques de plus en plus favorables. S'ils étaient tous naïfs, la même hausse indiquerait qu'ils sont de plus en plus optimistes sur les prix qui peuvent être atteints. Tout optimisme a, toutefois, ses limites et les spéculateurs se rendent compte que les prix ne peuvent plus augmenter à partir d'un certain niveau, ce qui casse le moteur de la croissance et conduit à anticiper de façon encore précipitée la baisse des prix. Les anticipations naïves portent donc en elles intrinsèquement le mécanisme de hausses et de baisses violentes. Pour les anticipations rationnelles, le cycle ne se produit que si les acteurs ont de bonnes raisons d'anticiper des conditions macroéconomiques tantôt favorables, tantôt moins. Les cycles immobilier et macroéconomique seront donc en phase, alors qu'ils seront autonomes en cas d'anticipations naïves. Toutefois, le cycle immobilier est souvent si important qu'il interfère dans le cycle macroéconomique, ce qui lui retire une partie de son autonomie. En outre, la bulle a besoin d'un environnement d'optimisme et de crédits abondants, que l'on retrouve dans l'expansion macroéconomique.

Comme ces corrélations entre cycles immobilier et macroéconomique existent quelle que soit la nature des anticipations, il est pratiquement impossible de distinguer les anticipations rationnelles des anticipations naïves. De toute façon, étant donné la grande diversité des acteurs, les deux types d'anticipations cohabiteront toujours sur le marché. Généralement, on admet qu'un cycle débute sous l'influence des anticipations rationnelles et atteint des extrêmes avec les anticipations naïves. Les travaux économétriques qui tentent d'expliquer les cycles ramènent en général une bonne partie de la fluctuation de la construction ou des prix à des modifications des conditions macroéconomiques, mais il reste toujours une part d'irrationnel¹.

Que faire?

La volatilité de la construction et des prix immobiliers engendre de nombreux coûts. Certains sont évidents comme l'alternance de surproduction et de pénurie ou le fait que les ressources investies dans la construction manquent à d'autres secteurs de l'économie. D'autres sont moins visibles comme les capacités de production qui ne correspondent jamais à la demande, les faillites qui effacent des investissements qui devront être renouvelés, la recherche et le développement découragés par le risque ou une structure industrielle extrêmement fragmentée. Ajoutons, enfin, le gaspillage que représentent d'immenses surfaces vacantes, peut-être

Encadré 2

Sources d'analyses et de prévisions pour la conjoncture immobilière en Suisse

- CIFI/IAZI: www.iazicifi.ch.
- Crédit Suisse, Études sur l'immobilier: www.credit-suisse.com/research.
- Fahländer Partner: www.fpre.ch/d/produkte_meta.html.
- Observatoire de l'immobilier Acanthe: www.acanthe.ch.
- Wüest&Partner: www.wuestundpartner.com.

1 Thalmann (1996 et 2002).

Les pays asiatiques tentent de freiner la hausse des prix immobiliers en réglementant les instituts de crédits. Beaucoup des règles imposées relèvent de la bonne gestion des banques et ne devraient pas nécessiter de réglementation publique, mais la concurrence entre établissements et l'enthousiasme contagieux les font parfois oublier. En illustration: construction d'immeubles à Singapour.



Photo: Keystone

pour toujours, et les transferts de revenus importants qui accompagnent les cycles. Comment éviter tout cela?

Il conviendrait, en toute logique, d'agir sur les deux ingrédients des cycles: l'optimisme (ou le pessimisme) et les liquidités. Pour les investisseurs guidés par des anticipations rationnelles, il serait utile d'améliorer l'information concernant la situation et les perspectives conjoncturelles; malheureusement, les prévisions dépassent rarement quelques années. Les investisseurs guidés par des anticipations naïves devraient plutôt être rappelés à la raison, sauf que personne ne veut être responsable de l'éclatement de la bulle.

L'autre mesure classique est de réduire l'offre de liquidités et faire monter les taux d'intérêt. Cet instrument est souvent de trop vaste portée si le problème se limite au marché du logement et il ne va pas décourager les spéculateurs. D'autres possibilités ont été proposées et testées. Par exemple, un impôt sur les valeurs immobilières, dont le taux serait progressif de façon à fonctionner comme un amortisseur macroéconomique classique, à l'instar de l'impôt sur les revenus. On pourrait aussi facilement instaurer un impôt dissuasif sur les plus-values ou sur les transactions elles-mêmes. Les pays asiatiques tentent de freiner la hausse des prix immobiliers en réglementant les instituts de crédits: exigence de réserves plus importantes sur les crédits immobiliers, limite sur la part des crédits immobiliers dans le total des crédits, plafond au taux d'engagement (crédit accordé par rapport au prix ou à la valeur de gage), taux d'amortissement minimum des crédits hypothécaires, évaluation plus prudente de la capacité économique des débiteurs, etc.

Beaucoup de ces règles relèvent de la bonne gestion des risques des banques et ne devraient pas nécessiter de réglementation publique, mais la concurrence entre établissements et l'enthousiasme contagieux les leur font parfois oublier.

Le problème des interventions brusques sur le marché immobilier, c'est qu'elles tardent à être prises et à produire leurs effets; de plus, ceux-ci perdurent après la correction du marché. L'autorité ressemble à ce capitaine amateur qui zigzague entre les bords du canal parce qu'il corrige trop la barre sans comprendre l'inertie de son bateau.

Encadré 3

Références

- Thalmann Philippe, «Les prix des immeubles résidentiels à Genève: logique ou folie?», dans Christophe Jaccoud, Martin Schuler et Michel Bassand (éd.), *Raisons et Déraisons de la Ville. Approches du Champ Urbain*, Lausanne, 1996, Presses polytechniques et universitaires romandes, pp. 203–221.
- Thalmann Philippe, «La formation des prix sur un marché peu sophistiqué: le marché immobilier genevois», *Cahiers du G.R.A.T.I.C.E.*, 2002, 21, pp. 91–109.