

# Y A-T'IL DES BULLES IMMOBILIÈRES DANS L'OUEST DE LA ZONE EURO?

Ricardo Vergès

Professeur honoraire à l'Université de Montréal

[www.ricardoverges.com](http://www.ricardoverges.com)

*L'Euro conforme un ensemble de pays formé de plusieurs régions. La plus ancienne est la zone euro Ouest qui coïncide pratiquement avec l'Europe des douze plus l'Autriche moins le Royaume-Uni. Son étude présente l'avantage d'une relative homogénéité documentaire, ce qui permet d'y découvrir ces phénomènes déroutants et pas du tout inoffensifs que sont les bulles de production immobilière.*

## Un peu d'histoire

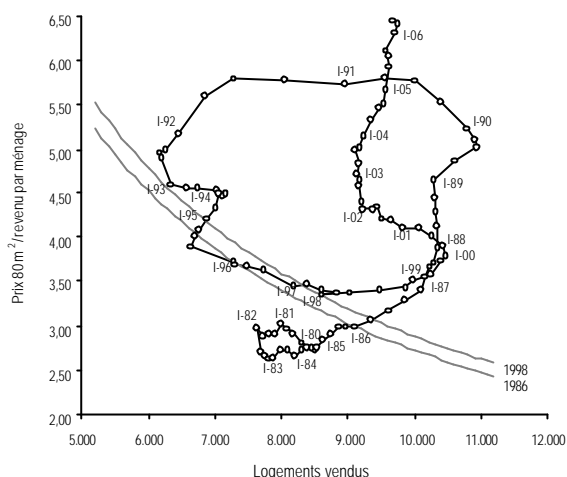
Voici quelques années, *Études foncières* montrait l'avance de la *boucle parisienne*<sup>1</sup>. Ce qui s'apparentait à une curiosité, était en réalité la représentation d'un marché selon Marshall. Cet auteur *néoclassique* du XIX et début du XX siècle, eut l'idée d'exprimer l'équilibre des marchés par l'opposition des vecteurs d'offre (les prix) et de demande (les quantités) avec force égale et contraire. Cela se traduit par la constance du produit desdits vecteurs: si les prix montent, j'achèterai moins pour rentrer dans mon budget et viceversa. Ou bien si la demande cesse de croître, je baisserai les prix pour écouler toute la marchandise, etc. etc... Le lieu de rencontre de ces vecteurs opposés est le point d'équilibre, lequel se déplace en un va-et-vient incessant sur une hyperbole que l'on enseigne toujours dans les facultés. Plus tard, Ezekiel suggérait que ce va-et-vient pouvait être oscillatoire, comme en thermodynamique. Ainsi a germé l'un des principaux *paradigmes* de l'économie moderne, déjà contenu dans la *main invisible* d'Adam Smith: le marché comme phénomène naturel. On ajoutera que son développement a dû être concomitant avec celui du cortex cérébral (et donc du langage, ce qui transforme le marché en un *invariant* au sens de Lévy-Strauss). Son rôle social est clair: remplacer la prédation par l'échange et la coopération afin d'expander l'espèce.

Cependant, ce rôle paraît devenir secondaire à mesure que le marché grandit. C'est peut-être à cause de cela que plus d'un siècle plus tard, et tout en demeurant représentatif d'un état d'équilibre chaque jour plus précaire, le modèle néoclassique s'avère toujours incapable de représenter des états de plus en plus fréquents de déséquilibre. Cela fait dire que celui-ci est indéfinissable et partant, inobservable. C'est alors que la physique quantique vient à la rescousse, en énonçant la *possible diversité d'états propres* dans n'importe quel phénomène dérivé de la *réduction d'entropie*. Ces états vont de l'équilibre quasi-fixe jusqu'à son contraire, à savoir le *chaos*, en passant par tous les états de déséquilibre possibles. Il suffit alors de différencier les temps des variables du modèle de Marshall-Ezekiel pour parvenir à conceptualiser le *quantum* du marché et à le *mettre dans tous ses états*<sup>2</sup>. Avec ce nouveau modèle, la parabole peut devenir une boucle comme celle de Paris. Et comme on craint toujours qu'elle éclate, on lui donne le nom de *bulle*.

<sup>1</sup> Comby, J (1999). La boucle est bouclée. *Études foncières*, 75, 4-5. (2007).

<sup>2</sup> Vergès, R. (2007). Quantum Function for Markets in Disequilibrium. (*Submitted*).

Graphique 1. Marché du logement existant.  
Paris. 1980-2006 (III trim.)



Le graphique 1 situe les hyperboles d'équilibre vers 1986 et 1998. La première bulle aura donc duré 12 ans. Il est bien difficile de prévoir combien de temps durera la deuxième et quelle configuration elle adoptera avant de redescendre et rentrer dans le bercail. Il est raisonnable de penser, en tout cas, que vers 2010 ou 2012, les prix seront redescendus jusqu'à 3,5 ou 4 revenus moyens des ménages de la région. Quant à l'activité du marché, il est encore plus difficile d'en prévoir l'évolution puisque son niveau actuel n'est pas loin de la moyenne des vingt dernières années et que depuis cinq ans, elle est insensible au niveau des prix.

En plus de contaminer d'autres régions, les bulles peuvent aussi former des anti-marchés *chaotiques* très résistants. En ce moment-là, les prix et les quantités tendent à réagir en raison directe, et non en raison inverse comme dans la fonction de Marshall. Par exemple, alors que la boucle parisienne paraissait s'essouffler à force de tourner sans cesse, l'arrivée de l'euro a déclenché un virulent anti-marché d'élasticité pratiquement nulle (vertical dans le graphique 1). Il en a figé les quantités et multiplié les prix réels par 1,5, non seulement dans la capitale mais aussi dans le reste de la France.

On tente souvent de nier l'existence des bulles en analysant des facteurs d'offre et de demande séparément. C'est une erreur. Ni l'offre ni la demande ne sont seules sur la corde raide, sinon le marché en entier, c'est-à-dire l'ensemble des transactions. Par conséquent, l'étude des facteurs dits *fondamentaux* soit d'offre, soit de demande (ménages, revenu, taux d'intérêt, crédit disponible, taux de propriétaires, tourisme, etc.) ne mène à rien parce qu'il passe outre l'analyse préalable de l'*état propre* du moment et qu'il assume à tort que les différences par rapport à l'état d'équilibre sont des simples *écarts aléatoires*. La preuve en est que les fondamentaux peuvent être semblables d'un pays à un autre alors qu'il y a bulle dans l'un et pas dans l'autre.

En revanche, des recherches intéressantes sont menées en microéconomie du marché pour expliquer l'*asymétrie des états propres*, suite à l'avènement de l'économie de l'information et de la psychologie du marché promues par les Prix Nobels Akerlof, Kahneman, Stiglitz... C'est aisé qu'on explique la fréquente formation de bulles dans le marché du logement ancien par la sensibilité de celui-ci aux flux d'information sur certains facteurs comme les attentes d'enrichissement des ménages, l'augmentation de la valeur de ses biens, la confiance en la nouvelle monnaie, etc. Et comme ces flux sont imparfaits (ou bien que l'arbitrage financier entre offre et demande se trouve biaisé...), ils se *désynchronisent*<sup>3</sup> formant des bulles qui finissent par se résorber lorsqu'il n'y a plus d'argent ou lorsque les attentes s'évanouissent.

<sup>3</sup> Abreu, D., Brunnermeier, M.K. (2003). Bubbles and Crashes. *Econometrica*, 71, 1, 173-204.

## L'argent et les bulles

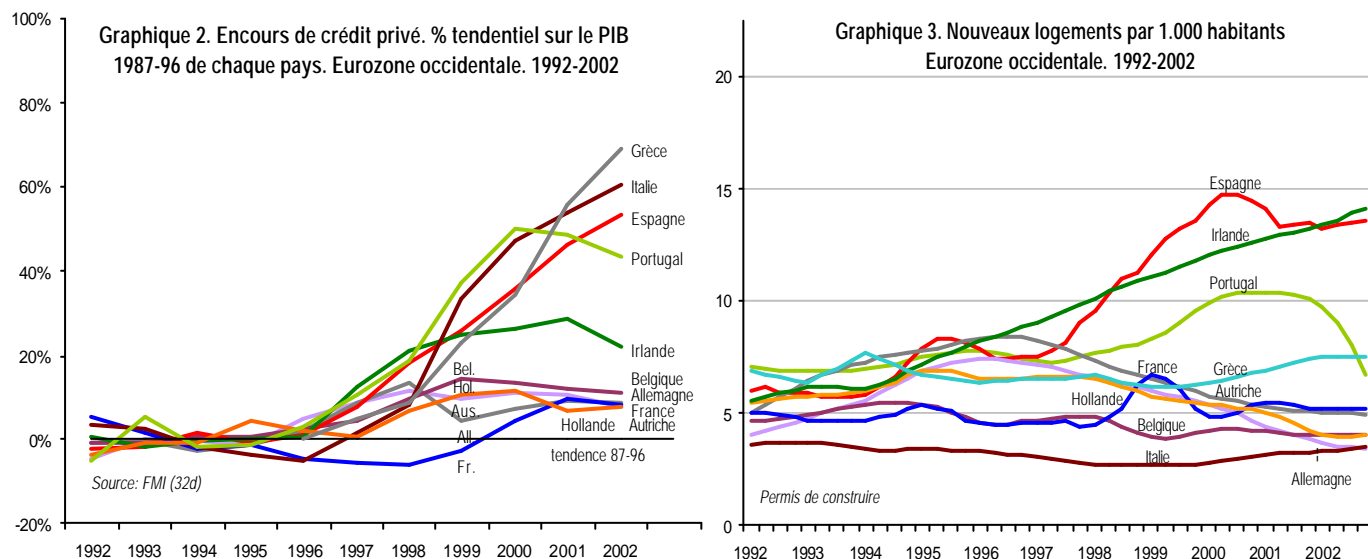
Un fait est indéniable: un marché fait circuler davantage d'argent s'il a une bulle que s'il n'y en a pas. Pour l'alimenter, il faut soit que l'argent arrive de l'extérieur, au travers d'une demande étrangère de logement par exemple, soit qu'il provienne de la compression d'autres dépenses et/ou d'un majeur endettement des résidents. Mais du point de vue de la production de biens et services, il ne se passe rien: seuls les agents immobiliers et fiscaux empochent plus de revenus.

Il en va tout autrement dans les marchés de production de biens lorsque ceux-là sont en déséquilibre. Cela affecte directement le produit intérieur brut, non seulement parce qu'il y a plus d'offre pour certains biens et pas assez pour d'autres (*market-up*) mais aussi parce que l'on observe un gonflement des bénéfices nets avant impôt des promoteurs jusqu'à ce que leurs prix rattrapent ceux de la bulle de l'ancien (*hold-up*). Pour sûr, tout cela débouche sur un endettement majeur des ménages. Les bulles de production résidentielle sont chaque fois plus fréquentes mais ne peuvent être documentées que si l'on dispose, à la fois, de séries sur les quantités et sur les prix. Une fois détectées, il faut les expliquer à partir de facteurs de production *atypiques*.

Le travail qui suit, présenté en Juin dernier à la Conférence européenne de l'Institut d'urbanisme de Paris, fait le tour de la zone euro occidentale en la matière et tâche de découvrir les bulles et anti-marchés qui se sont produits depuis les *années de paix* autour de Maastricht jusqu'à nos jours. Ce travail part donc du principe de Grebler<sup>4</sup> qui affirme que sans argent, il n'y a pas de bulle.

### Maastricht et la bulle de production de 1997-2002

Jusqu'en 1995-96, les pays méditerranéens dotés d'une monnaie plutôt faible, craignaient la dévaluation. Ils pratiquaient l'évasion de revenus, celle-ci ayant toujours pour effet pervers, d'altérer la masse monétaire disponible et de créer une déflation à la sortie et une inflation à la rentrée. Ainsi, lorsque Maastricht fixa les taux de change du futur euro, l'argent revint aux pays d'origine en s'infiltrant dans les banques et caisses d'épargne tout en gonflant les actifs. Le graphique 2, extrait d'un article de 2002<sup>5</sup>, montre la situation de la zone euro.



Quel usage fit-on de l'argent ainsi récupéré par les pays "évadeurs"? Le graphique 3 en donne une idée. Parmi ces pays, l'Italie ne dispose pas de données exhaustives, quoique *Eurocons-*

<sup>4</sup> Grebler, L. Mittelbach, F. (1979). *The inflation of house prices. Its extension, causes and consequences*. Lexington.

<sup>5</sup> Vergès, R. (2002). Crédit privé, crédit hypothécaire et marché du logement, analyse comparative de huit pays de l'Union européenne. *L'Observateur de l'immobilier*, 53, 16-23.

*tract* a mentionné une intense activité en réhabilitation du patrimoine. De son côté, en Grèce il n'est pas apparu d'essor immobilier significatif. En revanche, le Portugal investit en logement touristique, mais une crise économique en 2002 en interrompit l'essor. L'Irlande finança le "retour d'*Ellis Island*" et se dressa au premier rang de l'Europe en *recherche-développement*. En outre, elle eut à rattraper son retard en logement. Quant à l'Espagne, l'**investissement périphérique** en fit, dès 1999, le premier pays du monde pour la construction, avec plus de 600.000 logements commencés (*visados*) chaque année <sup>6</sup>.

À priori, on pouvait affirmer qu'en Espagne, il y avait bien une bulle (que nous appellerons "de Maastricht") parce que ce pays était déjà et depuis fort longtemps, la première puissance mondiale en patrimoine résidentiel, avec plus de 1,5 logement par ménage. De fait, il s'y transgresse toujours le principe fondamental de Pareto, selon lequel l'équilibre n'est optimal que lorsque l'essor d'un secteur ne contraint point l'équilibre des autres secteurs. Si ce n'est pas le cas et que de plus, les secteurs contraignants sont des secteurs non productifs (comme le logement), alors la croissance économique prend du retard: c'est bien le cas de l'Espagne.

Quoi qu'il en soit, à l'arrivée de l'euro en 2002, l'argent récupéré de l'évasion était visiblement épuisé, particulièrement dans la Péninsule ibérique. Cependant, en Espagne on avait réussi à *séduire* la demande résidente et non résidente, avide d'absorber la production à n'importe quel prix. En d'autres mots, croyant au miracle de la *nouvelle économie*, les acteurs avaient déjà accumulé d'énormes quantités de foncier. Il y avait donc de la demande et des terrains. Il ne manquait plus que de l'argent «frais». L'Espagne comme l'Irlande ne tardèrent pas à s'en pourvoir.

### 3. Frankfurt et la bulle espagnole (et irlandaise) de 2003-2006.

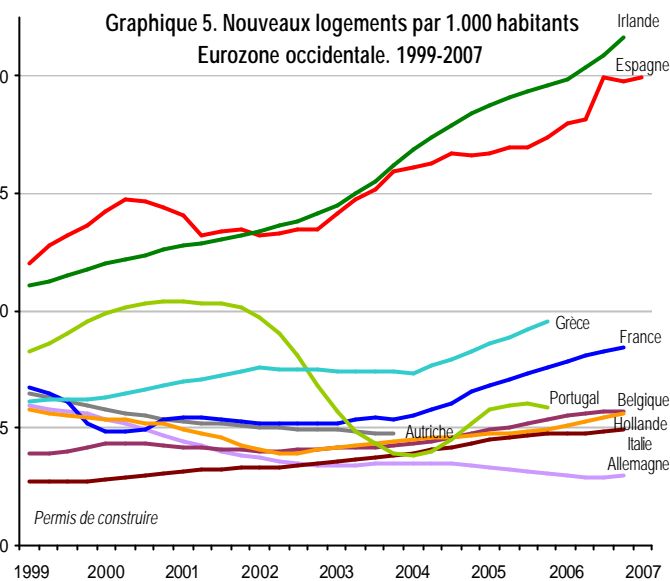
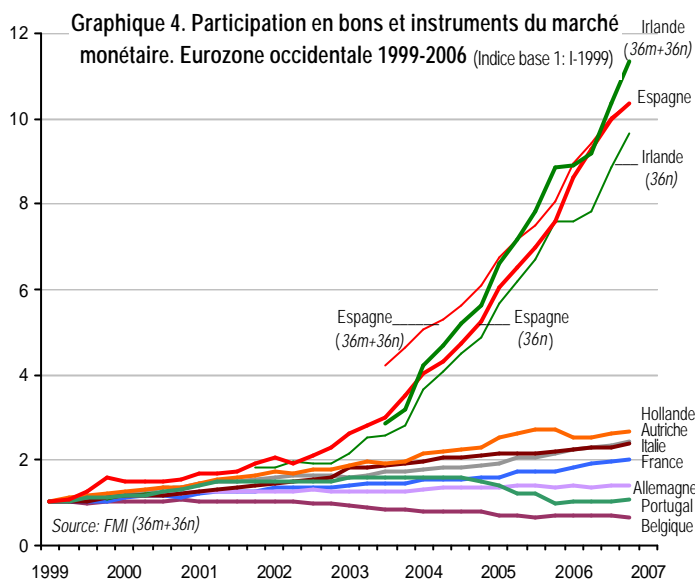
D'où provient l'argent qui a permis la formation d'une **nouvelle bulle**? Ce qui est certain c'est qu'à partir de 2003, l'accroissement de la participation de l'Espagne et de l'Irlande au marché monétaire et interbancaire dans et autour de la Banque centrale européenne a été fulgurant. Ceci, au moment précis où l'Europe sonnait l'alerte sur le haut niveau de construction résidentielle dans deux pays qui étaient parmi les grands bénéficiaires de l'aide européenne.

Cette deuxième bulle (que nous appellerons "de Frankfurt") s'est donc alimentée sur le marché monétaire ou, comme affirme Juergen B. Donges, de l'Université de Cologne, "quasiment toute l'*injection de liquidité* du BCE a été drainée par l'Espagne pour financer ses logements". On doit rappeler que le **marché monétaire sert de régulateur à la masse d'argent en circulation et non pas de fournisseur du marché financier**. Celui-ci doit alimenter, en principe, à même l'épargne disponible interne ou externe. Le graphique 4 montre l'évolution des institutions des différents pays de la zone euro, en ce qui concerne leur *participation aux fonds du marché monétaire* (concept 36m) et au placement de *bons et autres instruments liés audit marché* (concept 36n) selon les définitions du Fonds monétaire international.

La participation du *segment espagnol* au marché monétaire a rendu possible l'accélération de la production immobilière à partir de 2003. Observons en plus, que dès 2004 le nouveau gouvernement espagnol a avalisé cette orientation. Ainsi, l'argent obtenu a permis non seulement de maintenir le niveau de production dans la périphérie, mais aussi d'envahir le plateau central (*Meseta*) jusqu'aux régions encore préservées d'Extrémadure, Galice ou Aragon. Seules les aires des grandes capitales et Euskadi sont restées stables ou ont diminué le rythme de leurs travaux.

---

<sup>6</sup> Dans les pays d'influence germanique de la zone euro (Allemagne, Autriche et Hollande), il y eut un essor de construction vers le milieu des années 90 dérivé des mouvements migratoires reliés à la réunification allemande.



Après avoir fermé les yeux sur l'alimentation des banques par le marché monétaire <sup>7</sup>, le gouvernement espagnol a cherché à imprimer à cette expansion une forte empreinte sociale, en créant un ministère chargé d'amortir les excès les plus criants de la bulle. Cependant, son action était condamnée d'avance à l'inefficacité <sup>8</sup> et il n'a pu que s'efforcer de contrôler l'information tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays. Ainsi, à part les grands journaux économiques étrangers et quelques rares experts nationaux maintenus en laisse par la garde prétorienne des *media*, l'ensemble de l'opinion publique (même le Président du Gouvernement) est toujours convaincue que l'économie espagnole va bien et que les excès immobiliers en question ne sont que des "phénomènes du marché" explicables, une fois de plus, par des *fondamentaux* <sup>9</sup>. Entre temps, l'investissement dérivé de flux monétaires exprimés par le graphique 4 a continué en forçant la production représentée dans le graphique 5 (à court terme si l'on en croît le récent changement de politique du BCE <sup>10</sup>). Au niveau de la production, on remarque les faits suivants :

**1°: L'Espagne (et l'Irlande) produisent autant de logements que le reste de la zone euro occidentale.** C'est pour occulter cela que certaines statistiques ont été mises en quarantaine,

<sup>7</sup> En milliards d'euros, l'Espagne a maintenu son *36m* autour de 50 jusqu'à 2005 en le réduisant à 0 à la fin de 2006. Cependant, son *36n* est passé de 34 en 1999 à 353 en 2006. En Irlande le *36m* apparaît seulement depuis 2002 avec 12 et arrive à 42 en 2006. Quant à son *36n*, il passe de 21 en 1999 à 239 en 2006. Dans les autres pays, excepté la France où depuis toujours les deux concepts vont de paire avec les mêmes indices, le *36m* y est négligeable. De plus, la Grèce et le Luxembourg sont exclus parce qu'ils fournissent seulement des données *36m.u* et *36n.u* qui incluent les secteurs non résidents.

<sup>8</sup> Selon le Prix Nobel Franco Modigliani, **toute politique de bien-être est condamnée à l'échec tant que le marché demeure en déséquilibre, puisque alors le manque de solvabilité de l'usager provient des hauts prix et non pas des bas revenus et que dans ce cas, l'aide termine toujours dans la poche des agents.** Les-sard, D., Modigliani, F., *Inflation and the housing market: problems and solutions*, in *New mortgage designs for stable housing in an inflationary environment*. Federal reserve bank of Boston, pp. 13-45, 1975.

<sup>9</sup> Les *fondamentaux* sont la base des modèles d'aménagement lesquels fonctionnent seulement si le marché demeure en équilibre. Par exemple, mon modèle de planification *on-line* RED fut utilisé par le Plan territorial métropolitain de Barcelone et par le Plan de stratégie territoriale de la Communauté de Madrid. Cependant, avec les fondamentaux du moment, ils produisaient en 1999 des prévisions bien inférieures aux attentes politiques. Les plans furent alors interrompus et les urbanistes responsables des projets, renvoyés par l'Administration.

<sup>10</sup> Selon le FMI, la participation de l'Espagne au marché *36n* a dû diminuer tout au long de l'année dernière et est devenue nulle depuis le quatrième trimestre de 2006, grâce à son effort de placement de bons et titres de dette dans d'autres marchés intérieurs (*cédules hypothécaires*) et extérieurs (*interbancaire*).

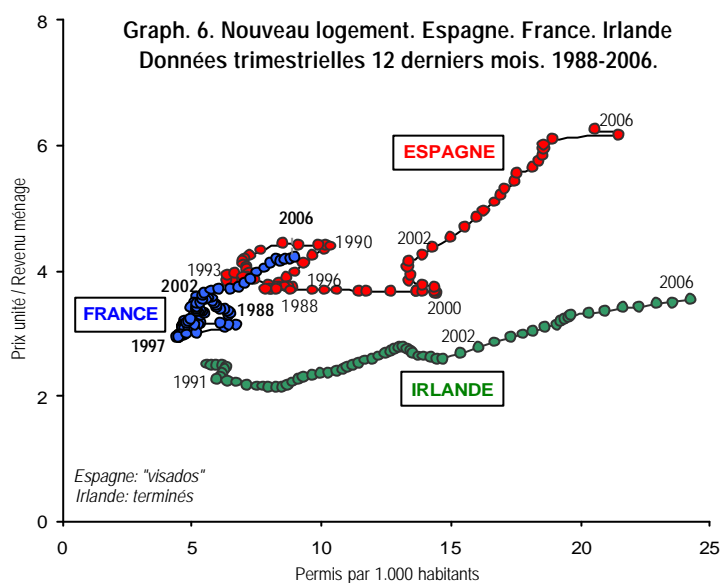
bien maladroitement d'ailleurs puisque d'autres données de même source sont publiées par le propre gouvernement, évitant ainsi la rupture de série.

**2°: Il y a surestimation du PIB espagnol** (et certainement de celui d'autres pays) puisque le logement neuf se vend à des prix d'anti-marché qui incluent des expectatives sans risque. Ces derniers permettent au producteur de gonfler ses bénéfices jusqu'à concurrence des prix de l'ancien comme dans un monopole. En termes de comptabilité nationale, on observe bien que l'activité immobilière incluant sol et édifice, inscrit des *excédents d'exploitation* excessifs difficiles à "déflater" avec leurs propres indices (inexistants), d'où le biais à la hausse du PIB.

**3°: L'Espagne introduit un biais significatif à la baisse dans son IPC.** En effet, comme en France<sup>11</sup> et contrairement au régime locatif, la consommation de logement en régime d'accès à la propriété n'est pas prise en compte. Ceci qui n'est pas juste puisque l'accédent ne fait pas autre chose que d'emprunter à la banque l'argent lui permettant de louer, en quelque sorte, la part de maison qui ne lui appartient pas encore.

#### 4. D'autres bulles dans la zone euro?

Revenons à la représentation de Marshall sans besoin cette fois-ci de tracer des hyperboles. Le graphique suivant montre le marché de la construction résidentielle dans les trois pays de la zone euro qui disposent de données historiques suffisantes en la matière<sup>12</sup>.



Commençons par la France. À long terme, le marché de production demeure très stable en quantités et en prix. Cependant un court anti-marché est observable : il coïncide avec le parcours de l'euro et pour l'instant, il paraît avoir plafonné.

En ce qui concerne l'Irlande, le parcours de la production a tout d'abord permis d'absorber la traditionnelle cohabitation (plus de ménages que de maisons), d'atteindre en l'an 2000 le rapport 1 (un ménage, une maison) et de grimper en cinq ans seulement à 1,25 (comme la France des résidences secondaires). Pour les prix, on observe depuis 2000 une montée du rapport avec le revenu moyen des ménages, ce qui s'explique probablement par un relèvement du niveau économique des acheteurs par rapport à la moyenne. Le paradoxe est que tout monte terriblement dans ce pays : le PIB, le revenu et les prix, surtout en matière de logement neuf :

<sup>11</sup> Banque de France (2007). L'€uro est-il inflationniste? *Documents et débats*, 1, 29-janvier, 1-4.

<sup>12</sup> Sauf erreur, le seul autre pays ayant des prix dans le neuf est l'Allemagne, mais seulement depuis 2000 et comme on a vu dans les graphiques, il ne s'y détecte aucun indice de bulle récente de production.

plus de 300.000 € par maison (400.000 à Dublin) en 2006 <sup>13</sup>. En tout cas, on arrive à un chiffre d'affaires en logement neuf de l'ordre de 85 milliards d'euros entre 2003 et 2006, en regard des 280 atteints dans le marché monétaire en 2006. Il est évident que la majeure partie de cette somme est partie ailleurs que dans le résidentiel, plus concrètement en recherche-développement. Et comme à long terme ce secteur est de haute productivité, les revenus futurs permettront de rembourser la dette hypothécaire des logements sans trop de problèmes.

Il reste l'Espagne dont le chiffre d'affaires en logements neufs commencés entre 2003 et 2006 est de l'ordre de 515 milliards d'euros, au regard des 353 atteints en 2006 dans le marché monétaire de Frankfurt. Il est évident qu'il n'y pas beaucoup d'argent étant parti ailleurs afin de générer les revenus nécessaires pour payer la colossale dette hypothécaire accumulée. Par conséquent, durant plusieurs années, l'Espagne devra prendre des sévères mesures pour tâcher de trouver un équilibre qui préserve la solvabilité de l'euro et aussi celle des familles.

Pour les autres pays, on remarque dans les graphiques 3 et 5 qu'il n'y a pas eu d'expansion spectaculaire de production résidentielle. Mais, y a-t-il eu une augmentation significative des prix du neuf ? Probablement. C'est le cas en Belgique et en Grèce parce que les indices de prix de l'immobilier y ont en général connu une forte augmentation ces dernières années et que les mises en marché de logements neufs tendent vers le prix de l'ancien lorsque celui-ci est à la hausse. Par contre, ce n'est pas le cas de l'Allemagne, l'Autriche, la Hollande et le Portugal, selon l'observation directe dans le premier de ces pays ou selon déduction dans les autres trois à partir desdits indices qui s'avèrent relativement stables.

### **Que faire avec les bulles?**

Insistons, pour terminer, sur la différence qui doit être faite entre les déséquilibres des marchés secondaires (ou d'*échange*) et ceux des marchés primaires (ou de *production*). Les marchés secondaires obéissent à des tendances *microéconomiques* spontanées, toujours floues et souvent circulaires qui peuvent démarrer à partir d'un évènement catalyseur plus ou moins évident. Elles finissent toujours par retrouver son nouveau point d'équilibre... quitte à recommencer de nouveau, comme dans la *boucle parisienne* <sup>14</sup>. Les bulles immobilières des villes, grandes et moins grandes en sont, en effet, le prototype. Il est possible, qu'en améliorant l'information et en accélérant sa diffusion, on réussisse à réduire l'ampleur et la durée de ce type de cycles. Pour y arriver, il faudra compter avec la professionnalité des agents, trop enclins à oublier que la première règle du marché n'est pas la prédation à tout prix mais la recherche de l'équilibre entre les parties.

En revanche, les bulles de production sont des déséquilibres des marchés primaires, fruit de décisions *macroéconomiques* prises par les agents en marge de la rationalité et de la prudence. Ses effets peuvent être dévastateurs parce que non seulement ils détruisent l'équilibre des marchés actuels -ce patrimoine social de rang supérieur à la liberté d'entreprise- mais ils compromettent également la solvabilité de toute une génération et même de la suivante <sup>15</sup>.

### **Autres sources**

EMF (2005). Hypostat : A review of Europe's mortgage and housing markets (annual), Euroconstruct. The prospects for construction in Europe (annual). IMF. International financial statistics (monthly).

<sup>13</sup> Plus encore que d'autres pays d'Europe, l'Irlande a probablement des problèmes au moment de déterminer ses deflateurs de prix autant sur la production que sur la consommation.

<sup>14</sup> Shiller, R, *Exubérance irrationnelle*, Valor Éditions, 2000

<sup>15</sup> Vergès, R, *Bulles immobilières et endettement dans l'Ouest de la zone Euro et dans les EE.UU. L'Observateur de l'immobilier*, 70 (forthcoming), 2007.