

La fièvre de la brique

PAR JOSÉ GARCÍA MONTALVO *

DÉPUIS 1998, le nombre de logements construits en Espagne dépasse celui, cumulé, de la France, de l'Allemagne, du Royaume-Uni et de l'Italie ! Huit cent soixante-cinq mille ont ainsi été mis en chantier en 2006, à comparer avec les un million quatre cent mille dénombrés aux Etats-Unis. De fait, la croissance rapide de l'économie espagnole au cours de cette décennie est largement due à l'impulsion de l'immobilier. Le secteur de la construction a pu représenter jusqu'à 18 % du produit intérieur brut (PIB) – 30 % si l'on tient compte des impacts indirects (1).

Parallèlement à la hausse de l'offre, les prix ont grimpé rapidement : ils ont été multipliés par 2,8 entre le début de l'année 1999 et juin 2008. Enfin, la plus grande partie des crédits a été absorbée par ce secteur : le cumul des hypothèques destinées aux ménages, des crédits pour la construction et de ceux destinés aux professionnels de l'immobilier représente 60 % du total du crédit du système financier. Plus inquiétant encore, le crédit accordé aux activités immobilières représente aujourd'hui le double de celui destiné à l'industrie, contre le tiers en 1997.

Ces chiffres permettent d'affirmer que l'économie espagnole souffre d'une énorme tumeur immobilière. Mais celle-ci est-elle bénigne ou cancéreuse ? La seconde option semble la plus probable.

En moyenne, il faut aujourd'hui 7,1 années de salaire complet d'un ménage pour acheter un loge-

ment, alors qu'il en fallait 3,7 jusqu'en 1999. Par ailleurs, le ratio PER (*Price Earning Ratio*) du logement, c'est-à-dire le prix de l'actif divisé par le loyer annuel, a atteint 50, une valeur supérieure aux ratios observés lors des grandes bulles boursières (crise de 1929, bulle technologique, etc.).

Outre les énormes bénéfices de la spéculation, les causes de la formation de ce cancer sont multiples : attentes irréelles en regard de l'évolution future des prix de l'immobilier ; pérennité d'une longue liste de croyances populaires concernant ce domaine ; subventions publiques accordées à l'achat ; et assouplissement des critères de l'octroi des crédits.

Les espoirs des acquéreurs étaient pour le moins fantaisistes quant à l'évolution des prix. En 2005, une enquête (2) auprès de plus de mille cinq cents personnes ayant acquis un logement depuis 2000 révéla que la plupart (92 %) l'avaient acheté afin d'en faire une résidence principale et non pour le revendre. Cependant, 50 % d'entre elles avouaient que la variable « investissement » avait pesé dans leur décision.

De plus, 95 % des enquêtés pensaient que leur acquisition était surévaluée mais s'attendaient, au cours des dix prochaines années, à une augmentation des prix de l'ordre de 23 % par an, en moyenne. Difficile de trouver une manifestation plus claire de ce qu'est une bulle immobilière... Enfin, 37 % des personnes interrogées avaient dans leur entourage un proche ou un ami direct (il pouvait aussi s'agir d'elles-mêmes) ayant acheté des logements « sur plan » dans le but de les revendre, au motif de la grande rentabilité de ces opérations.

Le *pase* (cession de contrat), consistant à verser un acompte sur le paiement d'un bien immobilier acheté « sur plan » et, une fois celui-ci construit, à revendre le droit de propriété plutôt que d'en payer le prix total, est devenu très populaire. Cette somme

* Professeur d'économie à l'université Pompeu Fabra et à la Barcelona GSE (Graduate School of Economics); auteur de *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero* (« De la chimère immobilière au krach financier »), Antonio Bosch Editor, Barcelone, 2008.

espagnole

représente souvent une faible part de la valeur du logement. Ainsi, si ce dernier met dix-huit mois à être construit et que le prix augmente de 20 % par an, on peut s'attendre à des bénéfices supérieurs à 800 %.

La possibilité d'obtenir ces énormes bénéfices a généré une sorte de fièvre de l'or. Stimulée par un ensemble de mythes populaires, elle était renforcée de manière intéressée par les associations professionnelles immobilières. Le premier et le plus important est que le prix du logement ne saurait s'effondrer. Quand on faisait remarquer que cela était bel et bien arrivé au Japon, la réponse était le traditionnel : « l'Espagne est différente ». Pourtant, la présentation officielle des prix, quoique sujette à caution, montre des chutes, dans le passé, aussi bien dans l'ensemble du pays que dans quelques villes représentatives (3).

PARMI les autres croyances marquantes de cette période, on trouve l'idée que les prix devaient continuer à augmenter jusqu'à ce qu'ils convergent avec ceux de l'Europe; un hypothétique « baby-boom » censé provoquer une hausse de la demande de logements; l'afflux de migrants qui les rendrait plus chers; le fait que tous les Européens du Nord voudraient acheter des résidences secondaires en Espagne, que payer un loyer équivalait à jeter de l'argent par les fenêtres ou encore qu'investir dans la pierre serait toujours plus rentable que de faire des placements en Bourse.

Les politiques publiques traditionnelles de subventions et d'exonérations fiscales accordées pour l'achat au détriment de la location, privée ou sociale, ont également contribué à la hausse des prix. N'importe quel étudiant en économie sait qu'une exonération publique destinée à l'achat d'un bien dont l'offre est rigide se transforme en flambée des tarifs et

transfère les ressources du secteur public vers les producteurs, en l'occurrence vers les entreprises immobilières et de construction.

Mais la cause ultime de ces hausses spectaculaires reste la grande quantité de crédit disponible. Ce que démentent avec vigueur les banquiers. Le président d'un important établissement financier espagnol, rencontré lors d'un entretien en 2002, expliquait que, grâce au « travail social » des banques, les citoyens pouvaient accéder à la propriété. En obtenant des crédits hypothécaires toujours plus volumineux.

Des recherches récentes montrent que c'est l'excès de liquidités, et par voie de conséquence l'assouplissement des conditions d'octroi des crédits, qui est à l'origine de la hausse spectaculaire des prix du logement, en dépit de la chute en termes réels des coûts de la construction. Certains analystes s'obstinent à vouloir attribuer au prix du sol la hausse de celui des ventes du bâti. En réalité, le prix du terrain est fixé en fonction de celui des logements que l'on y construira. Ainsi, la hausse du foncier ne fait que refléter la tension entre le propriétaire du sol et le constructeur pour s'approprier le bénéfice attendu.

Ces dernières années, les prix ont été fixés à partir du prix maximal qu'un ménage pouvait payer, compte tenu de son revenu et des conditions du marché hypothécaire (délai de remboursement des crédits, quantité à payer par avance et type d'intérêt). Les entreprises immobilières ont été capables de fixer des tarifs à la limite de la capacité de paiement des ménages, en absorbant la totalité des améliorations des conditions de l'octroi des crédits.

Actuellement, l'économie espagnole souffre des conséquences du brusque arrêt du processus spéculatif.

Les doutes croissants quant à la revalorisation des prix du logement et l'augmentation des primes de risques dans les marchés financiers, avec la raréfaction qui s'ensuit du crédit, ont mis à mal le secteur immobilier. En septembre 2008, les permis de construire chutaient de 59 % par rapport à la même période l'année précédente et, bien que les chiffres officiels ne le reflètent pas (car ils se fondent sur des prix d'évaluations immobilières et non de transactions), de nombreux observateurs s'accordent sur le fait que les prix sont en train de baisser de manière significative. Le stock accumulé de logements neufs invendus sera, fin 2008, d'un million trois cent mille unités, ce qui signifie qu'au rythme actuel des ventes il y a une offre disponible pour les cinq années à venir...

CE SÉVÈRE ralentissement a des effets désastreux sur l'ensemble de l'économie. Le chômage a augmenté de sept cent soixante-dix mille personnes cette année (+ 37 %), pour en affecter deux millions huit cent mille (près de 12,5 % de la population active). L'économie espagnole a connu une croissance négative (- 0,2 %) au troisième trimestre 2008, ce qui n'était pas arrivé depuis quinze ans.

La métastase du cancer immobilier s'étend également au secteur bancaire. Conséquence importante de la hausse du chômage, le nombre des pénalités de retard a augmenté significativement. Les banques ne cessent de répéter qu'il n'y a pas de crédits *subprime*. Ce qui, en toute rigueur, est exact puisque cette catégorie n'existe pas en Espagne. Il n'en demeure pas moins que, si l'on considère la divergence croissante entre le prix du logement et les revenus moyens des ménages, on doit conclure que ce n'est guère la prudence qui a prévalu dans la gestion du risque par les banques, et qu'une grande quantité de *subprime* espagnol a dû être produite.

Et, lorsque l'on parle de titrisation de crédits hypothécaires (4), l'Espagne est reine. Entre 2000 et 2007, le nombre des titres a été multiplié par plus de 17 %; 83 % d'entre eux proviennent des crédits hypothécaires. Au niveau européen, les entités financières espagnoles sont responsables d'environ 15 % des émissions de titrisation, en deuxième position derrière celles du Royaume-Uni, qui en génèrent 52 %.

Néanmoins, deux aspects positifs différencient le système bancaire espagnol de celui des États-Unis : la Banque d'Espagne a été beaucoup plus active dans la régulation et la supervision (bien que les entités financières n'aient, dans bien des cas, pas suivi ses recommandations). Il est également vrai que les prêts espagnols (personnels, avec garantie hypothécaire) réduisent la propension des ménages à abandonner leur logement et à transférer le risque aux banques dès lors qu'ils ne peuvent plus rembourser leur dette simplement par la restitution de l'immeuble. Mais ce peut être une arme à double tranchant : en principe, cela réduit le rythme de prolifération des retards de remboursement (« l'hypothèque est la dernière chose que l'on cesse de payer »); mais, à moyen terme, cela affectera la consommation pendant un temps considérable. Ce qui pourrait prolonger la crise.

JOSÉ GARCÍA MONTALVO.

(1) Contabilidad Nacional de España 2007.

(2) Enquête dirigée par l'auteur de cet article.

(3) Lire « Un análisis empírico del crecimiento del precio de la vivienda en las Comunidades Autónomas españolas », *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, n° 2, 2001, p.117-136.

(4) La titrisation est une technique qui permet à un établissement financier de transformer n'importe quel type de créance en titres négociables sur les marchés financiers. Son objectif est de permettre à l'établissement prêteur de transférer à celui qui achète les nouveaux titres le risque de non-remboursement de la créance initiale.