

LA CRISE IMMOBILIÈRE EN GRANDE-BRETAGNE

CHRISTOPHER JOHNSON*

La crise immobilière en Grande-Bretagne a été la manifestation la plus évidente de la surchauffe de l'économie qui s'est produite surtout au cours des années 1986-1989. La déréglementation financière a suivi la rigueur monétaire instaurée lors de la première période du thatchérisme. La libéralisation du crédit immobilier a déclenché une concurrence frénétique entre banques et sociétés hypothécaires, pour le logement ; entre banques anglaises et étrangères pour ce qui concerne l'immobilier de bureaux.

L'immobilier est donc devenu à la fois une valeur refuge et un placement inégalable mais aussi un haut lieu de la spéculation financière. Personne n'a jamais douté de la permanence de la hausse des loyers et des valeurs immobilières, ni de l'expansion économique dont elle dépendait. Mais la poussée de l'inflation en 1989-1990, et la majoration des taux d'intérêt pour la maîtriser a mené très rapidement à l'écroulement des gains du secteur. La chute des cours immobiliers a été encore plus fulgurante que leur montée, et la disparition rapide de l'inflation a davantage aggravé le poids d'endettement du secteur que lors des épisodes similaires de 1970-1973 et 1976-1979.

La conjoncture immobilière a frappé la City outre mesure. Les loyers sont montés de £20 le pied carré à £65 en 1989, puis sont tombés à £42 en 1992, soit une chute de 35%. Les valeurs de capital immobilières sont montées de 65% entre 1987 et 1988, puis ont plongé de 58% entre 1989 et 1992, pour revenir à 70% du niveau antérieur. Les rendements ont atteint une moyenne de 9%, les valeurs de capital étant descendues encore plus brutalement que les loyers.

Le point de retournement n'est venu qu'en 1993, grâce à la réduction des taux d'intérêt et à la relance de l'économie, mais il faudra encore quelques années pour assainir les retombées de la crise. Plusieurs grandes sociétés immobilières ont fait faillite, la plus remarquable étant la Canary Wharf d'Olympia & York dans le quartier des docks, à 8 kilomètres à l'Est de la City elle-même. Canary Wharf a bénéficié récemment d'une opéra-

295

* Délégué au Royaume Uni de l'Association pour l'Union Monétaire en Europe.

tion de sauvetage montée par les banques, moyennant la reconnaissance de pertes considérables.

La City peut se consoler sur le fait que le montant de ses loyers redeviennent concurrentiels vis-à-vis de ceux de Francfort ou de Paris, si l'on ne prend pas en compte le niveau nettement plus élevé des taxes locales. Pour les patrons qui sont prêts à assujettir leurs employés aux supplices d'une infrastructure de transports publics inadéquate, les bureaux luxueux de Canary Wharf s'offrent à des prix bradés. Dans la City même, les 18% d'espace vide commencent à se réduire, grâce à l'arrêt complet de tout nouveau projet de construction depuis quelques années.

Les banques ont fait preuve d'une imprudence invraisemblable dans leur octroi de crédit aux sociétés immobilières et de construction. Entre 1986 et 1991 les créances bancaires sur sociétés immobilières se sont multipliées par quatre, pour dépasser £41mds, puis sont tombées à £36mds - à cause de faillites plutôt que de remboursements. Le taux d'expansion fut ainsi en moyenne de 40% par an. Les banques anglaises ont été concurrencées par leurs rivales japonaises et françaises, qui se sont ruées sur Londres pour profiter du «Big-Bang» de la bourse en octobre 1986. Même le krach d'octobre 1987 n'a pas découragé les esprits hardis.

Les banques anglaises ne détiennent que 57% des créances sur l'immobilier, les autres 43% restant entre les mains des banques étrangères, dont 12% aux banques japonaises. Des études ont permis de constater que le risque de contre-partie a été deux fois plus grand pour les crédits immobiliers que pour les crédits industriels et commerciaux, mais les banques n'ont exigé aucune prime de risque supplémentaire, se contentant de la garantie des immeubles en nantissement.

La crise s'est répandue bien au-delà du secteur immobilier, car les banques ont pris la propriété de l'emprunteur comme garantie de leurs crédits, que ce soit dans l'industrie ou dans le secteur résidentiel. Les £39mds de créances sur l'immobilier bénéficiaient à l'origine d'une garantie totale de £50mds selon les valeurs estimées, descendues aujourd'hui à £31mds. Même situation ailleurs dans les secteurs industriel et commercial, où les banques ont pris la garantie de la propriété de l'emprunteur jusqu'à 60% ou 70% de la somme prêtée, puis elles ont découvert que la repossesion en cas de faillite ne pouvait réaliser que la moitié du prêt.

Les banques souffrent de deux manières. Elles sont évidemment obligées de déduire de lourdes provisions de leurs bénéfices annuels pour faire face au manque de garantie d'une partie considérable de leurs crédits les plus aléatoires. Pire encore, elles se voient contraintes par la réglementation de la BRI de déduire de leur capital la perte des plus-values sur leurs propres immeubles, y compris ceux du centre de la City. Selon la Banque d'Angleterre, les réserves de réévaluation immobilières des grandes ban-

ques britanniques sont tombées de £3mds en 1988 à £0,21md en 1992. Elles n'ont, d'ailleurs, plus le droit de compter une partie de ces réserves comme premier étage de leur capital.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a lancé un avertissement au sujet du crédit immobilier en 1987, mais le taux d'expansion s'est accéléré, et la Banque n'a pas réagi à temps. Quand les banques ont été officieusement priées d'instaurer des plafonds pour leurs crédits immobiliers, plusieurs en ont été incapables à cause d'engagements destinés à être utilisés au moment où le marché a tourné à la baisse. Les contrôles du crédit immobilier sont devenus superflus dès que les banques se sont mises à s'en débarrasser.

La réaction de la Banque d'Angleterre a été un bon exemple de la fermeture de l'étable après la fuite des chevaux. Le gouverneur a critiqué les habitudes traditionnelles des banques en mai 1992, trop longtemps après l'événement. «Les banques, a-t-il dit, cherchent une protection accrue en prenant des garanties en nantissement. Mais ces garanties s'avèrent souvent illusoire. La valeur du nantissement peut être vulnérable aux mêmes moments précisément que les événements qui ont provoqué la faillite de l'entreprise.»

Une solution souvent pronée est la titrisation des prêts immobiliers ou des immeubles eux-mêmes, qui est beaucoup plus avancée outre-atlantique. Les banques anglaises ont d'abord été réticentes à reconnaître leurs pertes en vendant leurs crédits à une forte décote, et les règles de comptabilité ne permettent pas toujours la disparition de crédits titrisés du bilan. Mais les opérations de sauvetage exigent dans plusieurs cas la conversion des dettes en actions, tout au moins pour une certaine période.

Par le passé, on pouvait compter sur les fonds de retraite et d'assurance (les «institutions d'investissement») pour stabiliser le marché immobilier. Cette fois-ci, ils ont boudé le secteur, malgré la marée d'argent dont ils jouissent dans le système anglais. Ils n'ont acheté que £3,5 mds de propriété immobilière en 1992, contre £6 mds en 1989, et leurs avoirs immobiliers ne représentent plus que 5% de leur portefeuille, contre 15% en 1980. Le rendement à long terme ne justifie pas le risque, mais l'on prévoit un renouveau des achats des fonds, étant donné le rendement actuel.

La question qui préoccupe les esprits est de savoir si la rentabilité tombera de par la hausse des valeurs de capital immobilier, ou de par la baisse des loyers. La Banque d'Angleterre a suscité un tohu-bohu dans le monde immobilier en suggérant une révision fondamentale des termes des baux. La révision des loyers ne peut se faire que par le haut et jamais par le bas, selon les termes contractuels normaux. La banque a demandé ingénument la symétrie, faisant valoir que le système actuel favorisait

l'inflation, et qu'il fallait faciliter la baisse aussi bien que la hausse des loyers. Le marché au lieu de s'équilibrer à un niveau de loyers inférieur, se fige, avec des bureaux et des magasins vides, et des loyers artificiellement élevés.

Les spécialistes ont protesté que l'effet d'une telle mesure serait l'affaiblissement des valeurs immobilières, et la ruine des fonds qui croyaient pouvoir compter sur elles ; les loyers seraient majorés pour donner aux propriétaires une prime de risque les protégeant contre une baisse éventuelle. Malgré leur résistance, les loyers s'ajustent aux pressions du marché. Deux locataires échangent leurs bureaux, chacun commençant un nouveau bail à loyer plus modéré qu'auparavant. Les propriétaires donnent des congés de loyers durant parfois des années pour sauvegarder le niveau nominal du loyer dès que les paiements entreront en vigueur.

Malgré la mauvaise qualité des crédits immobiliers des banques britanniques, leur quantité n'est pas aussi préoccupante qu'ailleurs. Le crédit immobilier des banques s'élève à 19% du crédit total au secteur privé en 1985 à 32% en 1992 ; les chiffres comparables sont 43% aux Etats-Unis, 40% en Allemagne et 30% en France. Il y a deux explications ; d'abord, le crédit tout entier a augmenté à une allure insoutenable, ce qui fait que l'explosion du crédit immobilier n'a été que l'exemple extrême d'une tendance généralisée ; et puis il faut se rappeler que plus d'un tiers de l'ensemble des crédits du secteur privé est donné par les sociétés hypothécaires (*building societies*), qui se spécialisent presque uniquement dans les crédits aux acheteurs-propriétaires du logement. Si l'on inclut les sociétés hypothécaires dans le total des institutions de crédit, la proportion du crédit immobilier monte à 50%.

La crise immobilière du logement n'a que peu de rapport avec celle du secteur commercial. Les prix du logement ont doublé entre 1986 et 1989, avec une poussée de 33% à la pointe en 1988, puis sont tombés de 11% entre 1990 et 1992. Ces chiffres ne sont que des moyennes qui cachent des mouvements régionaux plus dramatiques. Le cycle des prix a été plus marqué à Londres et dans le Sud-Est, normalement plus prospères, tandis que les autres régions ont rattrapé un peu le décalage de prix dont ils avaient souffert jadis. Dans certains quartiers, la perte de valeur a été de l'ordre d'un tiers, et les propriétaires sont restés sur place plutôt que de vendre à perte.

Les situations les plus difficiles ont été celles où l'acheteur avait eu un emprunt de 100% de la valeur de la maison - grâce à la concurrence acharnée entre banques et sociétés hypothécaires - au sommet de la courbe, et a vu tomber les prix de marché. Il s'est trouvé chargé d'une dette au-delà de la valeur de la maison, et n'a pu déménager sans rembourser une partie de la dette. De tels cas de «fonds propres négatifs» sont assez

répandus dans le Sud-Est, et constituent un des nombreux sujets de mécontentement contre le gouvernement de M. Major, surtout de la part des adhérents traditionnels du parti conservateur. La chute des taux d'intérêt a été un soulagement, mais pas une solution au problème.

Les prêteurs, de leur côté, ont trouvé leur garantie souvent devenue inadéquate pour garantir la totalité du prêt hypothécaire, et en cas de faillite, n'ont pu réaliser la valeur de la maison repossédée qu'à un prix de détresse - ce qui a reporté le retournement de tendance du marché résidentiel. Heureusement pour eux, ils avaient souvent assuré les dernières tranches des prêts (au-delà de 75%) pour les compagnies d'assurance-vie, qui s'étaient abstenues du marché depuis longtemps. De telles «in-demnités» ont nécessité des provisions énormes, menant dans plusieurs cas à des pertes d'exercice chez les assureurs.

Le marché de la location privée, en perte de vitesse depuis longtemps, a connu un regain de vie grâce à l'échec du marché acheteur-proprétaire, mais les loyers n'atteignent pas le seuil de rentabilité à long terme sauf dans les plus beaux quartiers de Londres. Louer son logement n'est qu'une période d'attente avant le prochain boom qui incitera de nouveau les acheteurs à investir leur épargne dans le logement. Quant aux propriétaires de logements anciennement à louer, ils attendent l'occasion de les vendre avec un profit bien plus attirant que le 5% avant impôt que peuvent leur offrir les loyers.

L'entrée de la Grande-Bretagne au mécanisme de taux de change européen en 1990 aurait pu signifier la fin de l'inflation qui anime le marché immobilier anglais. L'endettement des ménages et des sociétés suscite, certes, une ambiance déflationniste. La relance n'est ni rapide, ni garantie. Mais sans une ancre extérieure, on peut se demander si le système financier anglais sera à même d'affronter la prochaine montée des cours immobiliers, avec tous les dangers qu'elle entraîne pour la stabilité des prix et de la croissance.