

la production durant la reprise est aussi généralement plus modérée après une crise bancaire.

La situation est extrêmement précaire et comporte un fort risque de dégradation

Après plus d'une année de difficultés chroniques et ces derniers temps extrêmes sur les marchés de capitaux et suite à la défaillance de nombreux établissements dans plusieurs pays de l'OCDE, la confiance dans les institutions du marché financier est tombée très bas. De nouvelles tensions pourraient émaner d'un certain nombre de sources : une intensification des récessions immobilières et des défaillances hypothécaires; de nouvelles baisses des prix de l'immobilier commercial et une extension des impayés dans ce secteur et pour d'autres catégories de prêts, du fait du fléchissement de la croissance dans l'ensemble de la zone OCDE; l'effondrement de certains fonds spéculatifs à fort effet de levier¹³; des pressions sur les fonds de pension¹⁴; de nouvelles défaillances de grandes institutions financières. Si la période de perturbations financières durait plus longtemps à cause de ces développements, le ralentissement de l'activité serait alors à la fois plus sévère et plus prolongé que ne l'indiquent les prévisions centrales examinées ici.

La contraction du secteur du logement se généralise

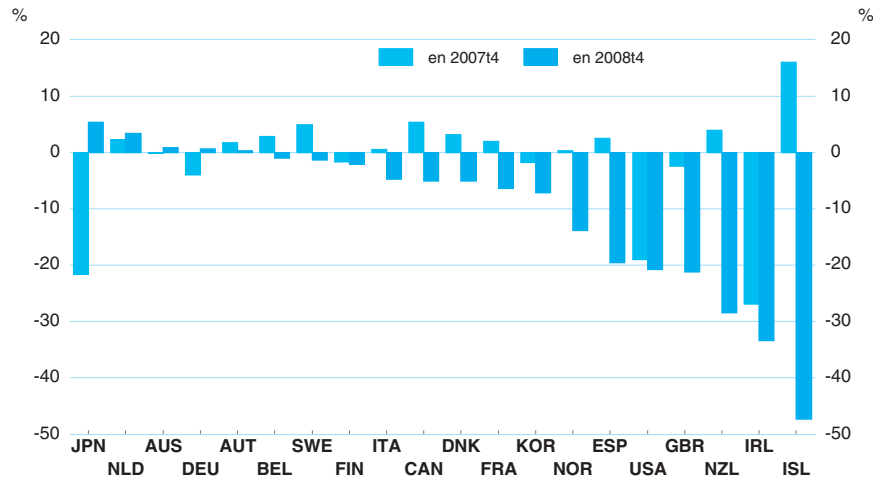
L'investissement résidentiel diminue dans la plupart des pays de l'OCDE...

Le durcissement des conditions de crédit, tout à fait manifeste sur les marchés hypothécaires de nombreux pays de l'OCDE¹⁵, accentue le recul synchronisé du secteur résidentiel qui était déjà engagé. Au cours de l'année écoulée, l'investissement dans le logement a ralenti dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE, il s'est contracté dans la majorité d'entre eux et il a baissé de plus de 10 % dans sept pays (graphique 1.9). La forte diminution du nombre de permis de construire donne à penser que l'investissement dans le logement va probablement continuer de baisser à très court terme dans de nombreux pays (graphique 1.10)¹⁶.

13. Les fonds spéculatifs ont subi d'importants retraits de capitaux depuis le milieu de 2008. Ces fonds représentent une source de risque systémique car ils peuvent être fortement endettés et ils détiennent souvent des positions importantes au regard de la taille du marché. Le ratio d'endettement des fonds spéculatifs est estimé entre 2 et 6 suivant la stratégie de couverture (McGuire et Tsatsaronis, 2008), et ces organismes gèrent au total quelque 2 000 milliards de dollars. Par conséquent, s'ils sont en défaut de paiement ou si leurs financements sont coupés, ce qui les contraint à liquider ces positions à prix bradé, cela peut entraîner de lourdes pertes directes pour leurs créanciers et peser sur les bilans d'établissements non apparentés ayant des actifs similaires (Bernanke, 2006).
14. De fortes baisses des prix des actions ont potentiellement de graves conséquences pour les fonds de pensions, les plans à prestations définies du secteur privé ayant une forte exposition aux marchés d'actions étant particulièrement vulnérables. D'autre part, les employés proches de la retraite ayant des plans à contributions définies sont susceptibles d'enregistrer des pertes substantielles sur leurs retraites.
15. La proportion de banques qui durcissent les conditions de crédit à l'achat d'un logement atteint des niveaux très élevés aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni.
16. Dans la plupart des pays, les permis de construire sont un indicateur précurseur utile de l'investissement résidentiel, même s'il faut interpréter leur évolution avec prudence. En particulier, un pourcentage donné de variation du nombre de permis de construire se traduit généralement par un pourcentage de variation plus faible de l'investissement dans le logement; voir l'encadré 1.2 dans OCDE (2008c).

Graphique 1.9. L'investissement réel en logement chute dans la plupart des pays

Taux de croissance en glissement annuel

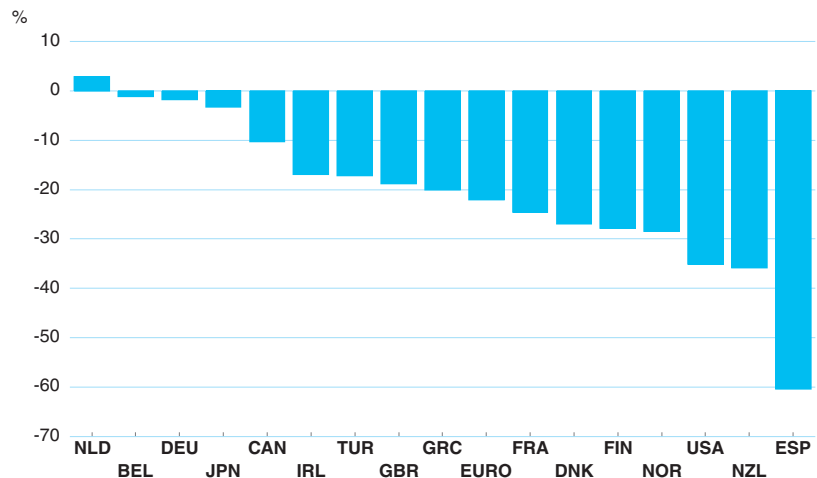


Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 84.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/505851720023>

Graphique 1.10. Les permis de construire de logements ont chuté fortement

Glissement annuel en pourcentage¹



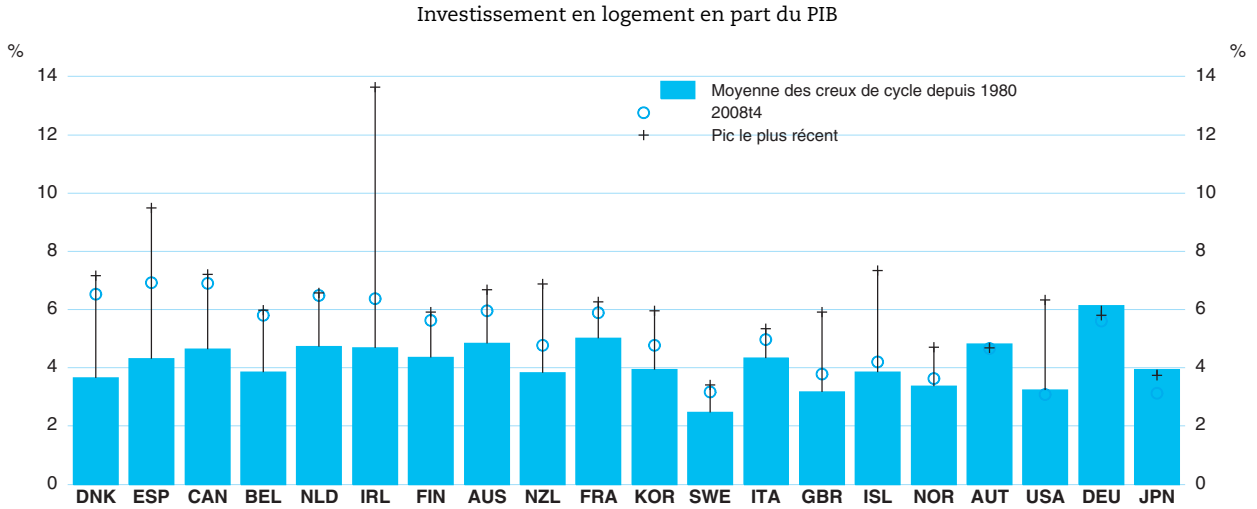
1. Données mensuelles les plus récentes, qui se terminent entre mars 2008 et juillet 2008; moyenne sur trois mois par rapport à la moyenne sur trois mois de l'année précédente; corrigé des variations saisonnières.

Source : Eurostat; et OCDE, base de données des Principaux indicateurs économiques.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/506046654204>

... et cette contraction va sans doute se poursuivre...

Les possibilités d'un nouvel ajustement de l'investissement résidentiel peuvent être évaluées approximativement en comparant la situation actuelle à la fois au pic le plus récent et aux creux antérieurs de l'investissement résidentiel en pourcentage du PIB (graphique 1.11). Sur cette base, la plupart des pays n'en sont sans doute qu'aux débuts du processus d'ajustement. La part de l'investissement résidentiel dans le PIB pourrait encore baisser de 1 à 2 points dans de nombreux pays, et davantage

Graphique 1.11. **L'investissement en logement pourrait baisser bien davantage**

Note : Les pays sont rangés selon la différence entre leur situation en 2008t4 et la moyenne des précédents creux de cycle.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 84.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/506051117535>

dans quelques autres, dont l'Irlande, l'Espagne et le Danemark¹⁷. Aux États-Unis, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB avoisine désormais les points bas observés lors des trois précédents cycles du logement, mais pour l'heure le rythme mensuel de baisse des mises en chantier ou des permis de construire n'indique aucunement que la contraction de l'investissement résidentiel se modérera dans les trimestres à venir.

... mais il existe quelques exceptions importantes

Il y a toutefois quelques exceptions importantes à la tendance générale qui voit l'investissement résidentiel peser sur la croissance future. Au Japon, à la suite de corrections des procédures et réglementations¹⁸, l'investissement dans le logement va probablement se redresser, tandis qu'en Allemagne, pays qui n'a pas connu de reprise du secteur du logement au début de la présente décennie, l'investissement résidentiel rapporté au PIB atteint un niveau exceptionnellement bas et ne devrait pas diminuer sensiblement dans un proche avenir.

Les prix réels des logements baissent dans de nombreux pays

Le fléchissement des prix des logements confirme le tableau d'une récession immobilière généralisée; dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE pour lesquels des données sont aisément disponibles, les prix immobiliers réels (corrégés de l'indice des prix à la consommation)

17. Cependant, la détermination du creux de l'investissement résidentiel sur la base des cycles antérieurs est particulièrement difficile pour certains pays, plus particulièrement l'Irlande et l'Espagne. En effet, dans ces deux pays, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB s'est maintenue, jusqu'au récent pic, sur une trajectoire de hausse depuis le milieu des années 90, en raison de l'accroissement rapide de la population mais aussi d'un effet de rattrapage, le nombre de logements par habitant étant relativement faible en comparaison des autres pays européens.

18. Au Japon, l'introduction mal préparée de normes d'urbanisme plus strictes a entraîné une forte baisse de l'investissement résidentiel en 2007.

ralentissent nettement, et dans les deux tiers environ de ces pays ils accusent une baisse en glissement annuel (tableau 1.5).

Aux États-Unis, certains signes montrent que la contraction de l'immobilier résidentiel est peut-être en train de s'atténuer...

L'ampleur d'une possible nouvelle baisse des prix des logements aux États-Unis revêt une importance particulière étant donné le rôle central de ce pays dans la tourmente financière. Les prix des logements ont déjà baissé de 19 % par rapport à leur pic selon l'indice Case-Shiller couvrant 20 villes, et de 6 % selon l'indice de la Federal Housing Finance Agency (FHFA) qui ne prend en compte que les acquisitions. Par rapport au revenu par habitant, ces deux indices immobiliers se rapprochent de leurs moyennes de long terme¹⁹. Bien

Tableau 1.5. Les prix réels de logement baissent dans la plupart des pays

	Pourcentage de variation annuel			Niveau relatif à la moyenne à long terme ¹			
	2000-2005	2006	2007 ²	Dernier trimestre ³	Rapport prix-loyers	Rapport prix-revenus	Dernier trimestre disponible
États-Unis	5.6	4.5	-0.3	-5.7	123	102	2008 T2
Japon	-4.6	-3.3	-1.1	-1.6	69	66	2008 T1
Allemagne	-3.1	-1.8	-2.2	-3.0	71	64	2007 T4
France	9.4	10.0	4.9	-0.8	159	138	2008 T2
Italie	6.5	4.1	3.1	1.0	127	114	2008 T1
Royaume-Uni	9.8	3.8	8.4	-8.1	151	141	2008 T3
Canada	6.2	9.1	8.4	-0.2	182	127	2008 T2
Australie	7.8	4.1	8.8	-2.1	168	143	2008 T3
Danemark	5.7	19.4	2.9	-5.0	162	143	2008 T1
Finlande	4.0	8.4	5.5	-4.0	146	105	2008 T3
Irlande	7.9	10.5	-1.8	-10.9	167	133	2008 T2
Pays-Bas	2.9	2.9	2.6	-0.1	156	158	2008 T3
Norvège	4.5	10.7	11.5	-6.8	158	121	2008 T3
Nouvelle-Zélande	9.7	6.9	8.3	-8.2	150	146	2008 T2
Espagne	12.2	6.3	2.6	-5.0	187	147	2008 T3
Suède	6.0	10.6	8.6	0.8	160	120	2008 T2
Suisse	1.7	1.4	1.3	0.8	86	75	2008 T3
Zone euro ^{4,5}	4.6	4.0	1.7	-1.8	127	111	
Total des pays ci-dessus ⁵	4.2	3.6	1.5	-3.8	122	104	

Note : Déflaté par l'indice des prix à la consommation.

1. Moyenne à long terme = 100, dernier trimestre disponible.

2. Moyenne des trimestres disponibles quand l'année n'est pas complète.

3. Augmentation au dernier trimestre disponible par rapport au même trimestre de l'année précédente.

4. Allemagne, France, Italie, Espagne, Finlande, Irlande et Pays-Bas.

5. Utilisant comme poids le PIB de 2000.

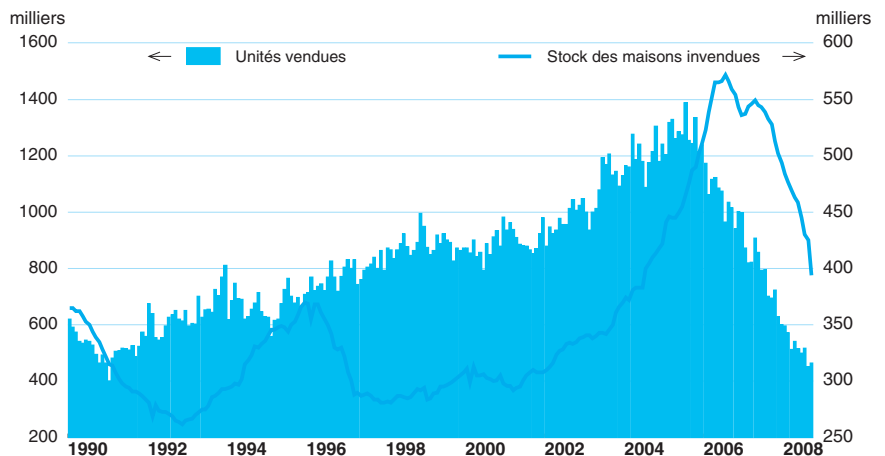
Source : Girouard *et al.*, (2006).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/508516105334>


19. Les indices des prix des logements produits par la Federal Housing Finance Agency (FHFA), qui a remplacé l'Office for Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), sont plus représentatifs des prix immobiliers dans différentes régions du pays, alors que l'indice Case-Shiller est plus représentatif des prix des logements acquis au moyen de différents types de crédits hypothécaires (y compris non conventionnels), mais moins représentatifs des logements achetés en zone rurale. Par rapport aux indices FHFA, les indices Case-Shiller dénotent une hausse plus prononcée des prix immobiliers durant la période de forte expansion et une baisse ultérieure plus prononcée.

que le stock de biens invendus diminue et que les ventes de logements semblent s'être stabilisées (graphique 1.12), le durcissement des conditions de crédit et les ventes forcées liées à la multiplication des saisies conduisent à penser que les prix de l'immobilier résidentiel continueront de décroître en 2009. Les prévisions actuelles tablent sur une baisse des prix nominaux des logements (indice des ventes FHFA) de 6½ pour cent dans l'année s'achevant fin 2008 et sur une nouvelle baisse de 4 % jusqu'à fin 2009.

Graphique 1.12. **Le stock des maisons invendues aux États-Unis chute**



Source : Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/506073382644>

... encore qu'il existe des risques de dégradation

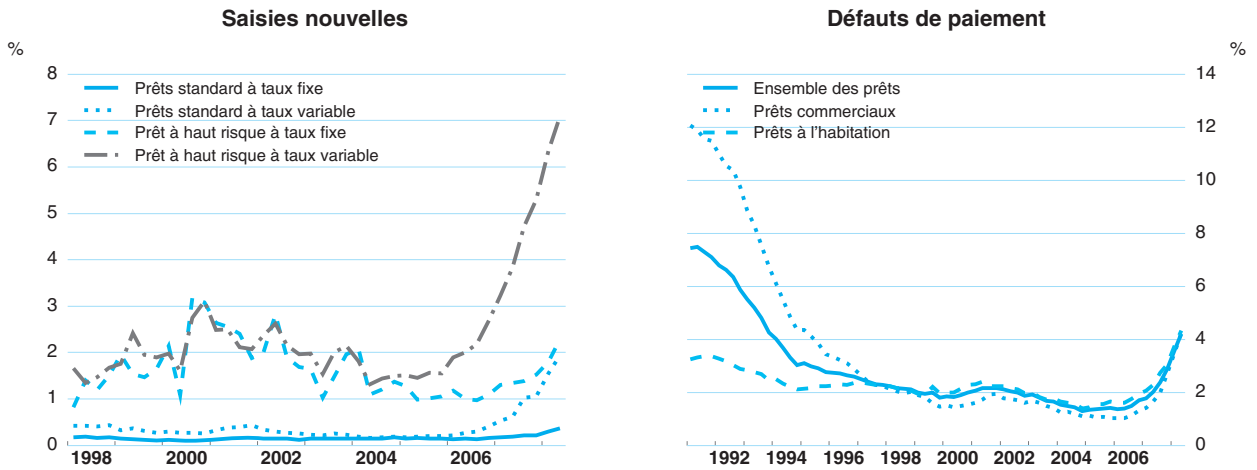
Tandis que les prévisions actuelles impliquent une correction du secteur résidentiel un peu plus sévère et prolongée que lors des cycles antérieurs du logement aux États-Unis²⁰, il existe cependant un risque de dégradation ultérieure, étant donné la crise financière et le fait que les effets typiques d'un cycle d'activité ne sont pas encore entrés en jeu. Les saisies augmentent pour toutes les catégories de crédits hypothécaires (graphique 1.13), mais il semble jusqu'ici qu'elles aient été principalement induites par la baisse des prix des logements plutôt que par une faiblesse plus générale de l'économie réelle²¹. À terme, le risque existe de voir la dégradation du marché du travail se conjuguer avec une détérioration des conditions sur les marchés des capitaux et de l'immobilier résidentiel pour engendrer une spirale caractérisée par la multiplication des saisies, la baisse des prix immobiliers, le durcissement des conditions de crédit et une faiblesse accrue de

20. Case (2008) présente des données montrant que « les indicateurs macroéconomiques sont exactement aux niveaux auxquels le creux a été atteint lors des trois cycles du logement précédents, et la relation d'équilibre entre les prix des logements et les revenus n'est pas loin de son point bas traditionnel ».


21. Pour des données empiriques sur le lien entre la baisse des prix des logements et le nombre des saisies, voir Case (2008), Demyanyk et van Hemert (2008), Gerardi et al. (2007), Greenlaw et al. (2008).

Graphique 1.13. Les saisies et les défauts de paiement ont crû aux États-Unis

Part des prêts



Source : Datastream.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/506102853526>

l'économie réelle, de sorte que les prix des logements tomberaient bien au-dessous du niveau justifié par les paramètres fondamentaux²².

D'autres pays sont également vulnérables à une baisse des prix des logements

Beaucoup d'autres pays apparaissent vulnérables à une baisse des prix des logements, car ceux-ci, au regard des revenus par habitant ou des loyers, dépassent encore largement les moyennes de long terme, et même les pics cycliques antérieurs (tableau 1.5 ci-dessus)²³. Un certain nombre de facteurs ont entraîné à la hausse le niveau fondamental des prix des logements, notamment la faiblesse des taux d'intérêt nominaux et réels et la libéralisation des financements hypothécaires. En outre, la hausse rapide des prix immobiliers, en alimentant les anticipations de plus-values continues, a probablement entraîné une certaine surréaction par rapport aux paramètres fondamentaux. Lors des précédents cycles du logement, la phase de contraction des prix de l'immobilier résidentiel a généralement duré environ cinq ans, la baisse moyenne des prix réels étant de l'ordre de 25 %²⁴.

22. Hatzius (2008) estime qu'une baisse supplémentaire de 10 % des prix des logements par rapport à leurs niveaux de la mi-2008 correspondrait à des pertes totales sur crédits hypothécaires résidentiels de 636 milliards de dollars, la réduction associée de l'offre de crédit entraînant une diminution de la croissance du PIB réel de 1.8 point de pourcentage par an en 2008 et en 2009. En revanche, si les prix immobiliers baissaient de 20 % par rapport aux niveaux de la mi-2008, les pertes s'élèveraient à 868 milliards de dollars, et le PIB serait réduit en conséquence.

23. Il convient de noter que, au regard de ces niveaux de référence, la hausse des prix des logements aux États-Unis n'apparaît pas du tout exceptionnelle en comparaison des autres pays.

24. Les principales caractéristiques des cycles des prix réels des logements entre 1970 et le milieu des années 90 peuvent être résumées comme suit : le cycle moyen a duré environ dix ans; durant la phase d'expansion d'environ six ans, les prix réels des logements ont augmenté en moyenne de près de 40 %; et durant la phase de contraction ultérieure, qui a duré environ cinq ans, la baisse moyenne des prix a été de l'ordre de 25 % (Girouard et al., 2006).

La baisse des prix de l'immobilier résidentiel a entraîné jusqu'ici une augmentation des saisies aux États-Unis

Le lien entre la baisse des prix des logements et le nombre des saisies est sans doute plus étroit aux États-Unis que dans les autres pays : en effet, avec l'assouplissement des normes de prêt aux États-Unis pendant la période 2004-06, une proportion anormalement élevée de propriétaires se sont retrouvés avec un patrimoine immobilier net très faible ou négatif lorsque les prix des logements ont commencé à baisser. Le fait que certains crédits hypothécaires aux États-Unis sont exclusifs de tout recours peut inciter les emprunteurs à se dérober à leurs obligations dès lors que leur patrimoine immobilier net devient négatif, encore que la situation varie d'un état à l'autre et suivant les types de prêts hypothécaires (OCDE, 2008a). Toutefois, même lorsque le recours est possible, les prêts peuvent être *de facto* exclusifs de tout recours, car la plupart des états disposent d'une procédure de saisie non judiciaire, généralement moins coûteuse et plus rapide que les dispositifs exigeant une action en justice.

L'impact des prix des logements dépend des marchés hypothécaires

Les effets macroéconomiques d'une éventuelle correction des prix des logements sont susceptibles d'être plus prononcés dans les pays où les marchés hypothécaires sont plus étoffés, ce qui facilite l'extraction hypothécaire²⁵. Outre les États-Unis, il s'agit du Royaume-Uni, du Canada, de l'Australie, des Pays-Bas et de quelques pays nordiques. Ces pays sont aussi en général ceux où la consommation est le plus étroitement corrélée aux prix des logements (Catte *et al.*, 2004). Toutefois, dans le groupe de pays ayant des marchés hypothécaires plus étoffés, une baisse des prix des logements n'est prévue qu'aux États-Unis, au Royaume-Uni et, dans une bien moindre mesure, en Australie et au Danemark. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le recul des prix des logements et le durcissement des conditions de crédit ont déjà entraîné une forte diminution de l'extraction hypothécaire, ce qui contribuera à terme à affaiblir la consommation (comme le montrent les calculs sommaires pour les États-Unis auxquels il est fait référence plus haut)²⁶.

25. Muellbauer (2007 et 2008) met en lumière la transmission des effets de richesse immobilière par le biais des variations des garanties aux États-Unis et au Royaume-Uni, et fait valoir plus généralement que le lien entre le patrimoine immobilier et la consommation dépend probablement du cadre institutionnel des marchés hypothécaires. Il constate qu'en Italie et au Japon, deux pays où les marchés hypothécaires sont relativement peu libéralisés, la hausse des prix des logements affaiblit la consommation car les jeunes sont contraints d'épargner davantage pour pouvoir se payer un logement.

26. Aux États-Unis, les estimations de la composante « active » de l'extraction hypothécaire (formée de l'extraction de liquidités par refinancement et de l'emprunt garanti par la valeur acquise du logement, qui représentent des initiatives délibérées pour extraire cette valeur et sont donc plus susceptibles de susciter des dépenses) sont tombées de 5¼ pour cent du revenu des ménages en moyenne sur la période 2003-06 à 1 % à peine au deuxième trimestre 2008. Pour le Royaume-Uni, les estimations de la Banque d'Angleterre montrent que l'extraction hypothécaire est passée de 6 % en moyenne du revenu après impôts sur la période 2003-06 à -1 % au deuxième trimestre 2008.

Un effondrement de l'immobilier commercial pourrait exacerber les difficultés financières

La baisse des prix immobiliers pourrait aggraver encore les difficultés financières dans la mesure où elle entraînerait une contraction du secteur de l'immobilier commercial, d'autant plus que les phases d'expansion et de récession de ce marché ont souvent été associées aux crises bancaires. Aux États-Unis, les prix de l'immobilier commercial ont déjà fortement baissé²⁷ et le taux d'impayés (30 jours et plus) sur les prêts commerciaux a pratiquement rattrapé celui des prêts résidentiels. Cela évoque le spectre d'une crise de l'immobilier commercial similaire à celle du début des années 90, lorsque les taux d'impayés avaient en définitive largement dépassé ceux de l'immobilier résidentiel, ce qui avait considérablement aggravé les difficultés financières d'un grand nombre de banques. Au demeurant, l'exposition des banques dans le secteur de l'immobilier commercial (en pourcentage de leur actif) apparaît aussi élevée qu'au début des années 90 et pourrait s'amplifier si les problèmes des crédits hypothécaires résidentiels titrisés s'étendent aux prêts hypothécaires commerciaux titrisés (Garner, 2008).

Les prix des produits de base ont baissé

Les prix du pétrole sont en baisse...

Les prix du pétrole ont suivi une trajectoire en montagnes russes. En juillet 2008, le prix du brut a culminé à 144 dollars le baril de Brent, après avoir gagné près de 60 % en moins de six mois, pour atteindre un sommet historique à la fois en termes nominaux et en termes réels. Depuis, il est retombé aux alentours de 50 dollars le baril, soit environ 20 dollars de moins que le cours moyen de 2007 (graphique 1.14, partie supérieure)²⁸. La principale cause du récent repli des cours a été la contraction de la demande pétrolière, liée au tassement de l'activité économique mondiale et de ses perspectives. Toutefois, étant donné que les fondamentaux économiques, qui expliquent une grande partie de la hausse des cours enregistrée de 1999 à 2007 (encadré 1.1), rendent compte plus difficilement des niveaux atteints à la mi-2008, les baisses récentes des prix peuvent aussi représenter une correction à la suite de sursuractions antérieures.

... et pourraient se maintenir aux alentours de leur niveau actuel...

Les prévisions présentées ici reposent sur l'hypothèse technique selon laquelle le prix du brut de qualité Brent se maintient au voisinage de 60 dollars le baril²⁹. Compte tenu de la forte instabilité des cours pétroliers et du caractère très incertain de l'offre et de la demande, l'évolution

27. Les prix de l'immobilier commercial aux États-Unis ont chuté de 9 % au cours de l'année s'achevant au troisième trimestre 2008, selon un indice établi par le MIT Centre for Real Estate, qui englobe les prix des bâtiments industriels, des commerces, des bureaux et des grands immeubles d'habitation.

28. Le basculement du prix du pétrole apparaît moins extrême quand il est mesuré en euros (et en beaucoup d'autres monnaies), car le dollar a eu tendance à se déprécier lorsque les prix du pétrole étaient en hausse et il s'est apprécié lorsqu'ils ont chuté.

29. Alquist et Kilian (2008) font valoir qu'une hypothèse de prix du pétrole constants est susceptible de donner de meilleures prévisions que si l'on utilise des prix à terme.