

Feuillet n° : 1 / 4Question 1

Les autorités avec un mandat en termes de stabilité financière sont particulièrement attentives à l'évolution des prix de l'immobilier et des prêts immobiliers car ils impactent directement le système bancaire et sa stabilité. Dans une moindre mesure le prix de l'immobilier et les encours de prêts immobiliers influent sur l'investissement, la consommation et donc la croissance et l'inflation.

Les autorités en charge de la supervision financière sont amenées à réguler les banques, les assurances et d'autres acteurs financiers. Or, au cours du ~~XX~~^{XXI}^e siècle, les banques ont considérablement accru leur participation au financement du marché immobilier. En 1928, le montant des prêts immobiliers accordés par les banques de l'OCDE représentait 28% du PIB des pays membres. En 2014, la proportion atteint 75% du PIB. De ce fait, les banques sont exposées aux évolutions du marché immobilier via les prêts qu'elles accordent. Comme les prêts immobiliers représentent 60% de l'actif des banques des pays développés, une crise du marché immobilier peut se transformer en crise du système bancaire puis éventuellement en crise financière voire en crise économique. Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff estimaient ainsi en 2009 que les six crises bancaires majeures observées depuis le milieu des années 1970 dans les pays développés s'expliquent par l'effondrement d'un marché immobilier hypertrophié, au premier rang desquelles la crise des subprimes de 2007-2008.

Les autorités de supervision sont donc attentives au marché de l'immobilier car en cas de crise sur ce marché, le potentiel de contagion vers d'autres secteurs de l'économie est élevé. Cette contagion

peut emprunter plusieurs canaux. En premier lieu l'accroissement des prix sur les marchés immobiliers peut générer des pertes pour les banques via le canal du défaut de crédit. La majorité des prêts immobiliers est assurée par un collatéral qui est le bien acheté avec le prêt. Un défaut de crédit ne signifie donc pas nécessairement perte pour la banque prêteuse si elle acquiert le bien, ce qui est souvent long et complexe du fait des formalités administratives et juridiques. En deuxième lieu, la situation est plus risquée si le marché immobilier connaît une baisse rapide voire une chute brutale des prix. Dans ce contexte, les banques prêteuses accusent des pertes puisque la valeur du collatéral est inférieure au montant du prêt qu'elles avaient accordé. Via le canal de la confiance et celui des anticipations, les banques en difficulté peuvent éprouver des difficultés à se refinancer, ~~le système financier peut se sécher~~ comme ce fut le cas pour Lehman Brothers en 2008. Il peut s'en suivre une crise de liquidité qui affecte le bon fonctionnement de l'économie. En troisième lieu la contagion peut être amplifiée par le canal de la financiarisation. Des produits structurés ou des mécanismes de titrisation réduisent l'exposition des institutions qui les contractent mais multiplient les acteurs impactés en cas de crise.

Le risque systémique que représente l'émergence puis l'éclatement d'une bulle immobilière justifie l'intérêt que porte les régulateurs aux prix de l'immobilier et aux prêts immobiliers.

Des prix et des prêts immobiliers trop élevés, même sans nécessairement conduire à une crise, peuvent avoir des conséquences directes sur l'économie. Face à des loyers trop élevés les entreprises et les ménages investissent et consomment moins ce qui pèse sur la croissance potentielle et nominale et peut obérer l'inflation. Des prix trop élevés diminuent également la rentabilité de l'immobilier commercial et des investissements locatifs ce qui peut réduire les investissements dans de nouveaux projets et la encore amputer la croissance et l'inflation. Ces arguments justifient que les autorités de régulation étudient avec attention et de façon continue le marché immobilier.

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 2 / 4Question 2.

Le premier type d'indicateurs permettant d'évaluer les risques pour la stabilité financière provenant du secteur immobilier est celui des prix et des encours de dette. Une inflation marquée des prix immobiliers comme des montants de prêts immobiliers contractés peut signifier que le marché immobilier se détache de ses fondamentaux et pourrait connaître un ajustement brutal. Ces indicateurs bruts sont toutefois lacunaires : une augmentation des prix peut être causée par un accroissement de la demande qui nécessite alors de nouvelles constructions, un accroissement des prêts peut être souhaité par un gouvernement qui légifère en ce sens sur des incitations fiscales. L'augmentation des prêts peut aussi être justifiée par une amélioration de l'offre via une baisse des taux.

Un second groupe d'indicateurs permet une lecture plus raffinée. Il concerne les ratios prix des logements / prix des loyers et prix des logements / revenu ainsi que leur évolution. Ces deux ratios permettent de neutraliser les phénomènes inflationnistes. Le premier fournit une indication utile pour savoir si les prix de l'immobilier sont en tendance supérieurs ou inférieurs aux prix de long-terme. L'idée que les observations passées prédisent le plus efficacement les évolutions à venir est parfois informée en pratique : le ratio prix / loyer a ainsi réauginé en France en 2015 alors même qu'il n'avait pas baissé jusqu'au niveau de 1990. Le second ratio prix / revenu mesure quant à lui la capacité des ménages à accéder à la propriété et les besoins d'endettement nécessaires pour ce faire. Ce ratio peut toutefois augmenter sans que le pouvoir d'achat immobilier des ménages ne diminue en cas de baisse des taux. Ces indicateurs sous forme de ratio fournissent donc une

image macroéconomique du secteur immobilier qui doit être approfondie par d'autres in et complétée par d'autres indications macroéconomiques.

Un troisième type d'indicateur permettant d'évaluer les risques pour la stabilité financière concerne les données particulières agrégées. Le rapport montant du prêt / montant du bien (LTV) mesure l'exposition des individus à un retournement de conjoncture. Les rapport montant du prêt / revenu (LTI) et coût annuel du prêt / revenu (DSTI) permettent d'apprécier la capacité des individus à rembourser à temps. Agrégées ces données permettent de dresser un paysage fin, par exemple territoire par territoire, des risques associés au marché immobilier. L'expérience a toutefois montré que même l'évaluation ex ante de ces données financières personnelles ne protège pas contre une crise d'ampleur à l'image de 2008 où le terme subprime désignait les ménages n'ayant pas obtenu la note de crédit prime et donc présentant un profil de risque de défaut élevé.

Question 3.

Les autorités disposent de trois types d'instruments pour limiter les risques associés au marché immobilier : les premiers portent sur les demandeurs de prêts, les deuxièmes portent sur les offreurs de prêt et les troisièmes sont monétaires.

Les autorités peuvent réduire l'exposition des ménages et entreprises au marché immobilier en fixant des plafonds aux ratios LTV et DSTI. La fixation d'un ratio LTV inférieur à 100%, par exemple de 70% comme à Hong-Kong, permet de limiter l'exposition des banques en cas de retournement de la conjoncture : un propriétaire qui commence à rembourser son prêt mais qui a apporté 30% des fonds nécessaires à l'achat sera moins enclin

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 3 / 4

à laisser la banque saisir son bien que s'il n'avait apporté aucun fonds et si la chute brutale du marché lui permet de contracter un nouveau prêt hypothécaire à moindre coût pour une maison comparable. La fixation d'une limite maximale pour le ratio DSTI permet aux emprunteurs de li emprunteurs de pouvoir continuer à rembourser leur prêt, éventuellement avec un réajustement, si leurs revenus chutent ou si le coût du prêt est augmenté par une hausse des taux. L'imposition des ratios prévus a un effet efficace sur le volume de prêts et permet de les réduire d'autant que les ratios sont bas. En revanche ces instruments n'ont pas d'influence notable ~~et~~ sur les prix immobiliers et peuvent générer des phénomènes d'évitement inévitables avantageant les ménages bénéficiant d'un apport au détriment des ménages n'en bénéficiant pas. Il peut donc être utile de prévoir des mécanismes autorisant des exceptions.

Les autorités peuvent également restreindre les phénomènes spéculatifs en instaurant un droit de timbre sur toute propriété revendue par exemple moins de deux ans après son achat. Ce mécanisme permet de limiter les effets inflationnistes des bulles rationnelles décrites par Blanchard et Watson. Cet instrument permet de ralentir l'augmentation des prêts prix immobiliers mais n'a que peu d'effet sur l'évolution des encours de prêts immobiliers.

Les autorités peuvent également limiter les risques générés par les marchés immobiliers en imposant certaines obligations aux offreurs de prêts immobiliers soit pour l'essentiel les banques. Ces dispositifs visent à limiter les canaux de transmission entre crise immobilière et crise bancaire. Dans la lignée de Bâle III ils peuvent prendre la forme d'une double forme.

La première consiste à prévoir des « coussins » de fonds propres supplémentaires pour les prêts immobiliers. Cette réserve de capital permet aux prêteurs de faire face à une augmentation du nombre de défauts. La seconde option consiste à augmenter la pondération des risques pour les tranches de prêts immobiliers les plus risquées dans les calculs des mérites de fonds propres. Cette seconde méthode a l'avantage d'être plus ciblée en ne faisant correspondre les augmentations de fonds propres qu'aux actifs les plus risqués. Ces deux dispositifs sont réglementés au niveau européen par la directive CRD IV et le règlement CRR adoptés pour mettre en œuvre les accords de Bâle III. Ces instruments sont efficaces pour limiter la contagion d'une crise immobilière. Ils peuvent toutefois se révéler insuffisants si la crise immobilière est d'ampleur trop importante. Ils sont également parfois décriés car ils obèrent la capacité des banques à accorder des financements.

Le troisième type d'instrument à la disposition des autorités concerne la politique monétaire. Afin de limiter l'augmentation des prêts, les banques centrales peuvent augmenter les taux directeurs. L'augmentation des taux a l'avantage de limiter la formation de bulles dont le bulle immobilière, ainsi que le défend Claudio Borio, chef économiste de la Banque de Règlements Internationaux (BRI). Cette augmentation génère en contrepartie une recrudescence des défauts sur les prêts immobiliers particulièrement dans les pays où la majorité des prêts est contractée avec des taux variables (Etats-Unis, Suède).

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 4 / 4Question 4.

La mise en œuvre de la politique macro-prudentielle, soulève trois défis : sa complexité, son incidence économique, son adaptabilité.

La politique macro-prudentielle vise à assurer la stabilité du système financier dans son ensemble afin d'éviter toute faillite d'un acteur systémique ou toute crise de liquidité. Cette politique nécessite des mécanismes fins afin d'éviter ses potentiels effets indirects indésirables. Il en résulte un corpus réglementaire étoffé qui pose la question de sa pleine application par les acteurs financiers. Le Dodd Frank Act adopté en 2010 aux États-Unis est une loi de plusieurs milliers de pages. Les autorités européennes ont souhaité apporter une première réponse ~~so~~ à cette complexité avec l'édition en 2015 du «Single Rulebook» qui regroupe en un seul document l'ensemble des obligations auxquelles sont soumises les institutions financières. À l'avenir, des mécanismes de type rescrit pourraient être développés par les régulateurs dans une logique plus partenariale. Cette logique est déjà en développement via le phénomène de compliance ou conformité réglementaire développée notamment par les banques.

La politique macro-prudentielle peut avoir une incidence économique négative à court terme. C'est notamment le cas concernant les exigences croissantes de fonds propres et autres cousins de sécurité demandés aux banques dans le cadre de la mise en œuvre de Bâle III. Les fonds propres sont sécurisés et ne sont ainsi pas à financer des projets économiques

réels nécessairement risqués. De plus la politique macro-prudentielle peut restreindre le développement d'activités économiques ou de ménages pourtant soigneusement gérés. La politique macro-prudentielle peut générer des mécanismes d'anti-sélection tels que ceux décrits par Stiglitz et Weiss (1984) concernant le rationnement du crédit. Il convient donc de prévoir des mécanismes dérogatoires, permettant par exemple de favoriser le capital risqué, tout en ayant à l'esprit que ces dérogations ajoutent à la complexité totale de la politique macro-prudentielle.

Enfin la politique macro-prudentielle doit être adaptable à l'ensemble prévu des mécanismes assurant son adaptation aux événements les plus graves. L'Union bancaire, mise en œuvre dans l'Union européenne depuis 2014, prévoit de tels dispositifs avec par exemple le fonds de résolution unique (FRU). Il est nécessaire d'achever l'Union bancaire et notamment de parvenir à un accord sur les modalités ^{de mise en œuvre} d'un dispositif de «*runner backstop*» assurant un «*bail-in*» des banques en cas de crise grave. En permettant une résolution robuste et, rapide et peu préjudiciable aux finances publiques, la mise en œuvre d'une Union bancaire achevée est la condition nécessaire à une politique macro-prudentielle efficace.