

# Terrain à vendre

Raghuram Rajan et Rodney Ramcharan

**Le crédit bon marché cause-t-il des emballements et des effondrements des prix des actifs? Les prix des terres agricoles il y a un siècle aux États-Unis donnent des indications**

**L**E CRÉDIT bon marché conduit-il à des bulles des prix des actifs qui mettent à mal le reste de l'économie lorsqu'elles éclatent? Les responsables de la politique économique se posent la question au vu du récent cycle d'emballement et d'effondrement des prix de l'immobilier aux États-Unis et ailleurs. Craignant que l'abondance du crédit bancaire ait entraîné la crise financière récente, de nombreux pays s'emploient à durcir les règles de prêt pour éviter que les banques prennent des risques excessifs. L'idée selon laquelle les banques centrales devraient «nager à contre-courant» face aux envolées du crédit et des prix des actifs — plutôt que de seulement gérer l'inflation — a gagné en popularité.

Aujourd'hui, les dirigeants de certains pays exportateurs de matières premières ne savent quelle approche adopter. Les cours des matières premières ont fort augmenté ces dix dernières années et de nombreux producteurs ont connu des flambées concomitantes du crédit et des prix des actifs. La croissance du crédit et les prix de l'immobilier ont, par exemple, grimpé en flèche au Brésil et d'autres avancent qu'une bulle des prix des terres agricoles est en train de se former

aux États-Unis, malgré la faiblesse du reste de l'économie américaine.

Comment les dirigeants devraient-ils aborder le lien possible entre l'accès au crédit, sur lequel les pouvoirs publics peuvent influencer, et les envolées des prix des actifs et leurs séquelles tout aussi brutales : les chutes de ces mêmes prix? Cette question fait l'objet d'un nombre croissant d'études du fait du récent cycle d'emballement et d'effondrement des prix immobiliers américains, mais un retour sur l'envolée la plus récente des prix des terrains aux États-Unis, au début du siècle dernier, offre un contexte historique précieux. La réglementation en vigueur à l'époque aide aussi à découvrir le rôle potentiel du crédit dans les fluctuations des prix des actifs.

## Accès au crédit

Les spécialistes des paniques financières avancent depuis longtemps qu'il existe peut-être un lien de cause à effet entre l'accès au crédit et les cycles de hausse et de baisse des prix, donnant des exemples aussi variés que la tulipomanie hollandaise des années 1630 et l'effondrement de l'immobilier au Japon pendant les années 90 (Kindleberger et Aliber,

Au début du XX<sup>e</sup> siècle, les prix des terres agricoles aux États-Unis sont montés en flèche avant de s'effondrer.



2005). Des études basées sur la grande crise des années 30 font apparaître aussi l'interaction entre l'accès au crédit et les prix des actifs. Une augmentation du prix d'un actif, par exemple d'un terrain à la suite d'une hausse du prix des récoltes, accroît le patrimoine net de l'emprunteur, améliorant ainsi la capacité d'emprunt du propriétaire foncier et amplifiant la demande de terrains. Inversement, une chute du prix du produit récolté, par exemple, entraîne une baisse du prix du terrain, et partant, du patrimoine net, des garanties, de la capacité d'emprunt et de la demande de terrains. La baisse des prix est encore exacerbée par les ventes précipitées, qui pèsent sur les prix (Fisher, 1933; Bernanke et Gertler, 1989; Kiyotaki et Moore, 1997).

Les incitations qu'ont les banques à prêter ou non ont aussi un effet sur le cycle de hausse et de baisse des prix. Lorsque le crédit est en expansion, il se peut que les banques soient réticentes à cesser de reconduire des prêts douteux («crédit perpétuel»), ou à restreindre l'octroi de nouveaux prêts par peur de réaliser des pertes ou d'indiquer un manque de possibilités de prêter — ce qui révélerait aussi leur incapacité à bien évaluer la qualité des prêts qu'elles ont accordés précédemment (Rajan, 1994). Par conséquent, une période faste peut entraîner un excès de crédit. À l'opposé, puisque les pertes sur prêts sont plus probables pendant les périodes difficiles et que les possibilités de prêts productifs sont plus limitées, toutes les banques sont incitées à tirer parti de ce contexte plus permissif pour réduire leurs prêts, en blâmant la conjoncture plutôt que leur capacité d'évaluation inadaptée. Une expansion du crédit peut ainsi suivre des cycles qui amplifient les chocs réels, positifs et négatifs, surtout lorsque les banques sont plus compétitives.

### La théorie et la pratique

Voilà ce qu'affirme la théorie. En pratique, néanmoins, le rôle de l'accès au crédit dans la hausse du prix des actifs au-delà de leur valeur fondamentale apparente — une bulle des prix des actifs — reste extrêmement incertain. Après tout, les emballe-

ments et les effondrements des prix des actifs dépendent souvent de variations de paramètres fondamentaux ou de changements d'opinion, et il est probable que les entités dont les paramètres fondamentaux sont meilleurs obtiennent plus de crédit. Cela explique aussi pourquoi il est difficile pour les responsables économiques de réagir à des hausses rapides des prix des actifs et du crédit. En augmentant les taux d'intérêt ou en restreignant par d'autres moyens la croissance du crédit, ils peuvent empêcher les prix des actifs de refléter totalement des paramètres fondamentaux positifs. Cependant, un accès trop facile au crédit peut lui-même pousser les prix des actifs au-delà de la valeur correspondant aux paramètres fondamentaux, avec pour conséquence un effondrement des prix.

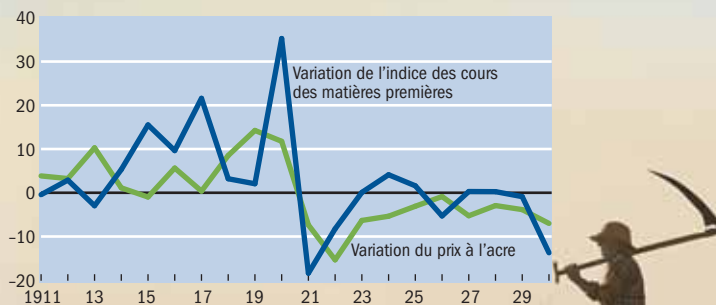
Par exemple, l'envolée des prix immobiliers des dix dernières années s'expliquait en partie par la conviction généralisée que les prix s'apprécieraient à l'infini. Sur la base de cette conviction, il a peut-être été plus facile pour les banques de justifier la forte expansion de leurs prêts hypothécaires, et plus difficile pour les responsables économiques de déterminer à l'avance si les ménages avaient trop emprunté et si la croissance des prix de l'immobilier était excessive. De même, bien des raisons expliquent la flambée actuelle des cours des matières premières; un changement structurel sans précédent est communément avancé comme explication. Aujourd'hui, l'industrialisation de pays émergents tels que la Chine et l'Inde, la menace du réchauffement planétaire et l'incertitude planant sur la production agricole mondiale sont à la base de l'envolée des prix des produits et des terres agricoles aux États-Unis.

Afin de mieux comprendre l'effet potentiel de l'accès au crédit sur l'alternance des hausses et des baisses des prix des actifs, nous avons examiné l'occurrence la plus récente, bien que déjà lointaine, d'une telle alternance dans le prix des terrains aux États-Unis, soit de 1900 à 1930. Les États-Unis étaient le nouveau marché émergent au début du XX<sup>e</sup> siècle et l'industrialisation rapide du pays a causé une flambée des cours mondiaux des matières

### Les matières premières comme moteur

Pendant les premières années du XX<sup>e</sup> siècle, une forte hausse des cours mondiaux des matières premières a provoqué une hausse tout aussi forte des prix des terres agricoles aux États-Unis.

(pourcentage)



Sources : ministère du Travail et ministère de l'Agriculture des États-Unis.



premières. La demande de caoutchouc, de pétrole et de produits agricoles a grimpé subitement, de même que les revenus aux États-Unis et en Europe, tandis que l'on adoptait à grande échelle de nouvelles technologies comme l'automobile (Blattman, Hwang et Williamson, 2007; Yergin 1991). Comme aujourd'hui, cette hausse des cours mondiaux des matières premières a provoqué également une augmentation tout aussi brusque du prix des terres agricoles aux États-Unis (voir graphique).

### Les banques prospèrent

Les banques ont alors proliféré dans tout le pays et le crédit est devenu de plus en plus disponible et moins coûteux — certaines pratiques rappelant celles du récent essor immobilier. Les emprunteurs pouvaient ne verser que 10 % du prix, emprunter 50 % auprès d'une banque et contracter une hypothèque de rang inférieur ou un deuxième prêt pour le reste. Ils ne payaient généralement que les intérêts jusqu'à l'échéance du prêt, et remboursaient la totalité du capital à l'échéance. Tant qu'il était facile de se refinancer, les emprunteurs ne se souciaient pas du remboursement du capital. Comme les prix des terrains augmentaient depuis toujours, les prêteurs étaient persuadés qu'ils pourraient facilement revendre les terrains saisis si l'emprunteur était incapable de payer. Ils ont donc prêté volontiers : la dette hypothécaire par acre a augmenté de 135 % entre 1910 et 1920. La Première Guerre mondiale et la Révolution russe ont perturbé l'offre de nombreuses matières premières, surtout le blé et le pétrole, ce qui a accentué l'incertitude mondiale et la hausse des prix des matières premières et des terrains.

Mais aussi brutalement qu'elle avait commencé, la Première Guerre mondiale a pris fin. Poussé par un besoin urgent de devises fortes, le nouveau gouvernement russe a recommencé rapidement à exporter. L'agriculture européenne s'est redressée aussi bien plus vite que prévu. Par conséquent, les cours mondiaux des matières premières ont diminué brusquement en 1920, ont baissé constamment au cours des années 20 et se sont effondrés de nouveau pendant la Grande Dépression. Les prix des terres agricoles aux États-Unis ont suivi une trajectoire semblable et n'ont pas augmenté avant la Seconde Guerre mondiale — près de vingt ans après la baisse initiale. Pendant les années 20, environ 6.000 banques ont fait faillite aux États-Unis — soit environ 20 % des banques existant au plus fort de l'expansion en 1920. C'était la dépression avant la Dépression.

### Des divergences fondamentales

Nous utilisons des données détaillées, par comté, sur les prix des terrains, la superficie des cultures et la structure du système bancaire local. Cette ventilation permet de détecter plus précisément l'interaction entre les paramètres fondamentaux locaux — dans ce cas, la valeur des matières premières cultivées dans le comté et le rendement du dividende sur les terrains — et l'accès au crédit résultant de la concurrence entre banques locales. Nos résultats font état du double rôle de l'accès au crédit dans la formation des prix des actifs.

*L'accès au crédit permet effectivement de mieux aligner les prix des terrains sur les paramètres fondamentaux pendant la période de hausse. Là où il y a des banques et du crédit, les prix des ter-*

rains reflètent mieux les paramètres locaux — indice composé des fluctuations du cours mondial de sept matières premières, pondéré par la surface dédiée dans chaque comté à chaque produit. De surcroît, puisque les achats de terrains représentent des transactions de montant élevé, l'accès au crédit a peut-être conduit à une allocation plus efficiente des terres, les agriculteurs les plus productifs pouvant obtenir plus facilement des prêts pour acquérir plus de terres.

*Toutefois, il semble aussi que là où le nombre de banques est élevé — et où, probablement, la concurrence entre les banques locales est la plus intense — les prix des terrains sont de plus en plus déconnectés des paramètres locaux (a posteriori, du moins). Cela correspond à l'idée selon laquelle, en cas d'expansion du crédit, il se peut que les banques soient réticentes à arrêter de reconduire perpétuellement des prêts douteux ou à restreindre l'octroi de nouveaux prêts par peur de réaliser des pertes ou de perdre des parts de marché. Ainsi, des systèmes bancaires fort concurrentiels peuvent entraîner un excès de crédit, ce qui amplifie les chocs réels sur les prix des actifs.*

Bien que les données soient relativement détaillées et que nous ayons pu tenir compte d'un certain nombre de variables géographiques et démographiques qui peuvent déterminer les prix des terrains et la localisation des banques, les résultats reposent sur des corrélations statistiques qui pourraient autoriser d'autres lectures de la relation entre la concurrence bancaire et les prix des terrains. Par exemple, le nombre de banques dans un comté pourrait refléter des aspects des paramètres que l'on ne retrouve pas dans la valeur des cultures par acre, l'ampleur du choc sur les prix des matières premières dans le comté ou les autres valeurs observables incluses dans les spécifications.

### Des résultats plus convaincants

Une spécificité intéressante des marchés du crédit dans les années 20 explique toutefois de façon plus convaincante pourquoi l'accès au crédit a eu un effet indépendant sur les prix des terrains. Au début des années 20, il était interdit pour les banques de prêter dans les autres États du pays. Si le nombre de banques est principalement le reflet des paramètres liés au terrain, le nombre de banques dans les comtés avoisinants devrait avoir le même type d'effet sur les prix des terrains du comté, peu importe que les comtés avoisinants fassent partie du même État ou non (les comtés de part et d'autre d'une frontière d'État ont généralement des paramètres géographiques semblables).

Si, cependant, le nombre de banques reflète l'accès au crédit, les banques dans les comtés avoisinants du même État devraient avoir un effet bien plus marqué sur les prix des terrains (puisqu'elles peuvent prêter de l'autre côté de la frontière du comté) que les banques dans des comtés avoisinants tout aussi proches mais situés dans un autre État (puisqu'elles ne peuvent pas prêter de l'autre côté de la frontière d'État).

De même, l'écart entre les prix des terrains de chaque côté d'une frontière de comté devrait être corrélé positivement avec l'écart entre le nombre de banques de chaque côté de cette frontière, mais cette corrélation devrait être plus forte si la frontière est aussi une frontière d'État, car les banques ne peuvent pas prêter de l'autre côté de la frontière pour égaliser les écarts de prix. Nos résultats font état des effets prévus ci-dessus : l'accès au crédit a

effectivement eu une influence sur les prix des actifs, bien supérieure à tout effet de la variation des paramètres eux-mêmes.

Les différences entre États dans la réglementation bancaire peuvent aussi aider à déterminer si la relation entre les banques et les prix reflète l'accès au crédit ou un autre facteur non mesuré. Certains États disposaient de systèmes de garantie des dépôts. Selon une thèse bien connue, des dispositifs de garantie des dépôts mal conçus peuvent inciter les banques à financer des investissements plus risqués et à octroyer plus de crédit qu'elles ne le devraient, notamment là où les dépôts sont garantis et où la concurrence locale est forte. Dans la même optique, les données indiquent que les effets de l'accès au crédit sur les prix des terrains ont peut-être été particulièrement élevés pendant la période de hausse dans les comtés situés dans les États qui garantissaient les dépôts par rapport à ceux sans garantie. Ces différences dans la relation entre banques et prix selon les systèmes de garantie des dépôts semblent significatives même pour les comtés situés à la frontière entre un État ayant un système de garantie et un autre sans, ces comtés partageant des caractéristiques économiques semblables et leurs cultures étant similaires, peut-on supposer.

### Effondrement des cours des matières premières

L'effondrement des cours mondiaux des matières premières après la Première Guerre mondiale a ravagé le système bancaire en général, mais le taux des faillites bancaires pendant les années 20 a été le plus élevé dans les régions qui avaient le plus grand nombre de banques au début de la décennie et celles dont les matières premières ont connu la plus forte hausse de prix durant la guerre. Bien sûr, le fait que l'accès au crédit ait été important pour la hausse des prix ne signifie pas nécessairement qu'il en accentuerait la baisse. Un accès plus facile dans une région aurait en fait pu amortir cette baisse, mais l'augmentation des prix des actifs et l'accumulation d'emprunts connexes étaient si prononcées que les faillites bancaires (provoquées par les pertes sur prêts agricoles) ont été bien plus nombreuses là où l'accès au crédit était plus facile avant la hausse des prix. Ces résultats indiquent que l'accès au crédit résultant de la concurrence entre les banques a peut-être amplifié l'effet de la hausse des cours des matières premières sur les prix des terrains et les emprunts. Lorsque cette augmentation a disparu graduellement, la hausse des emprunts a peut-être provoqué davantage de faillites bancaires là où l'accès au crédit était plus facile.

Ainsi, avec le recul, un resserrement du crédit aurait permis d'éviter une bonne partie des dégâts, mais les autorités de réglementation n'ont pas ce luxe. En outre, il serait trop simple d'affirmer qu'il aurait fallu limiter l'accès au crédit dans l'ensemble du pays pendant la période de hausse. Après tout, grâce au crédit, les prix se sont mieux alignés sur les paramètres fondamentaux dans de nombreuses régions. En outre, il aurait pu être rationnel de s'attendre à ce que les prix des terrains continuent d'augmenter, au vu de l'incertitude entourant la fin de la Première Guerre mondiale, du rythme du redressement de l'agriculture européenne et de la volonté de la Russie d'exporter de nouveau.

Il est plus raisonnable de penser qu'un accès plus facile au crédit a tendance à rendre le système financier et les prix des actifs plus sensibles à tous les chocs sur les paramètres fondamentaux, qu'ils soient temporaires ou permanents. Pour gérer prudemment les

risques, les autorités pourraient nager à contre-courant, à l'aide d'outils de contrôle plus ciblés là où les chocs sur les paramètres fondamentaux sont extrêmes, afin d'atténuer les retombées si le choc s'avère temporaire.

Un corollaire de cette interprétation est qu'une gestion prudente des risques nécessite une surveillance attentive du système bancaire global, y compris le système parallèle — les fonds spéculatifs et les grandes sociétés financières non bancaires qui octroient du crédit. En relisant les ouvrages spécialisés des années 20, on s'aperçoit que les autorités de réglementation n'avaient qu'une connaissance limitée de la hausse des prix des terrains ou de l'intensité de la concurrence bancaire au plus fort de l'essor des prix en 1920. Même pendant l'effondrement du système bancaire qui suivit dans les années 20, les informations sur les faillites bancaires étaient relativement rares et extrêmement fragmentées entre les autorités nationales et celles des États. Par exemple, dans une étude de l'époque, il a fallu aux autorités un an pour recueillir les données d'un échantillon de banques dans une seule région des États-Unis (Upham et Lamke, 1934). Il se peut que ce manque d'informations ait conduit à des erreurs — en encourageant, par exemple, la vente rapide des avoirs des banques en faillite, ce qui a peut-être fait baisser davantage les prix des terrains et aggravé la crise. ■

*Raghuram Rajan est titulaire de la chaire de finance Eric J. Gleacher à l'université de Chicago et Rodney Ramcharan est économiste au Conseil de la réserve fédérale. Les points de vue ici exprimés ne reflètent pas nécessairement ceux du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve.*

---

*Le présent article s'inspire de «The Anatomy of a Credit Crisis: The Boom and Bust in Farm Land Prices in the United States in the 1920s», disponible à l'adresse [http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/land\\_sales\\_5.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/land_sales_5.pdf)*

#### Bibliographie :

- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1989, "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79 (March), p. 14–31.
- Blattman, Christopher, Jason Hwang, and Jeffrey Williamson, 2007, "Winners and Losers in the Commodity Lottery: The Impact of Terms of Trade Growth and Volatility in the Periphery 1870–1939," *Journal of Development Economics*, Vol. 82 (January), p. 156–79.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1 (October), p. 337–57.
- Kindleberger, Charles, and Robert Z. Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: Wiley Investment Classics).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), p. 211–48.
- Rajan, Raghuram G., 1994, "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109 (May), p. 399–441.
- Upham, Cyril B., and Edwin Lamke, 1934, *Closed and Distressed Banks: A Study in Public Administration* (Washington: Brookings Institution).
- Yergin, Daniel, 1991, *The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power* (New York: Simon & Schuster).