

## Les marchés immobiliers après la crise : quelles leçons pour la macroéconomie ?

**Olivier de BANDT, Laurent FERRARA et Olivier VIGNA**

*Direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques*

*La crise mondiale qui a sévèrement frappé la plupart des économies en 2008-2009 a mis en lumière l'immobilier comme un facteur potentiellement aggravant, sinon déclencheur dans certains pays, de déséquilibres ou de dysfonctionnements économiques majeurs, et pas seulement outre-Atlantique. Au sein de la zone euro même, plusieurs économies ont en effet souffert, voire continuent de souffrir, d'une situation très déprimée de leur marché immobilier.*

*Or, dans la mesure où les fluctuations de l'activité ou des prix sur les marchés immobiliers affectent les comportements d'investissement ou de consommation, et in fine, le niveau général des prix, se pose la question de leur impact sur la politique monétaire et la stabilité financière. C'était l'objet du colloque international organisé les 3 et 4 décembre 2009 à Paris par la Banque de France, en liaison avec les banques centrales des trois autres plus grands pays de la zone euro, à savoir la Banque centrale allemande, la Banque d'Italie et la Banque d'Espagne.*

*La conclusion de la conférence est que d'une part les cycles immobiliers sont encore relativement hétérogènes entre pays (avec un rôle particulier de l'Allemagne), même si l'on observe un rapprochement sensible depuis la création de l'Union monétaire et que d'autre part les marchés immobiliers sont à l'origine de chocs macroéconomiques importants, comme l'a montré la crise actuelle. Tout cela justifie donc un suivi régulier des marchés immobiliers par les autorités chargées de la politique monétaire unique et de la stabilité financière.*

*Les deux journées du colloque ont été organisées en quatre sessions sur les thèmes suivants : analyse cyclique des marchés immobiliers, modélisation, effets de richesse et intérêts pour la politique monétaire et la stabilité financière. Les travaux de recherche, qui avaient associé les économistes des quatre banques centrales de la zone euro, ont été discutés par des représentants d'institutions internationales, des universitaires de haut niveau et des chercheurs des banques centrales. Chaque journée, les débats ont été ouverts par une « lecture » introductive : par Matteo Iacoviello (Boston College, États-Unis) sur les conclusions des modèles macroéconomiques de dernière génération incluant un secteur immobilier et par John Muellbauer (Université d'Oxford, Royaume-Uni) sur les « effets de richesse ».*

Mots-clés : Immobilier, cycles, effet de richesse, stabilité financière

Codes JEL : E21, E32, R21, R31, G01

## I | L'immobilier est-il un indicateur avancé de la conjoncture économique ?

En lecture introductive, Matteo Iacoviello (Boston College) a souligné combien l'immobilier était souvent mésestimé dans la recherche économique, alors que, aux États-Unis par exemple, il représente la moitié du stock total de capital, que l'encours de l'endettement immobilier est d'un montant comparable à celui de l'endettement public et que la volatilité des prix immobiliers est au moins deux fois supérieure à celle de l'inflation. Selon Matteo Iacoviello, sur la base de modèles dynamiques d'équilibre général (DSGE), la hausse des prix immobiliers, surtout due à la faiblesse du progrès technique dans la construction, a contribué aux États-Unis à hauteur de 0,5 point par an à la croissance de la consommation privée de 2002 à 2004. Il importe en conséquence de mieux analyser la formation des prix immobiliers, dont les fluctuations sont plus relativement inertes que sur les marchés financiers, en introduisant plus efficacement les anticipations, la confiance des acteurs et d'autres facteurs financiers (effets de richesse, critères d'octroi des crédits et capacité d'offre bancaire).

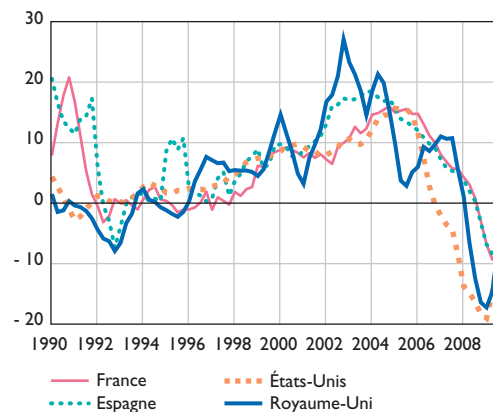
Les travaux présentés dans la première session ont ensuite étudié les liens entre les cycles immobiliers et l'activité économique générale de certains pays. Si les fluctuations de l'activité précèdent celles du marché immobilier en Italie d'après Guido Bulligan (Banque d'Italie), le cas français, selon Laurent Ferrara et Olivier Vigna (Banque de France), tend au contraire, d'une part, à conférer au marché immobilier le caractère d'indicateur avancé par rapport au cycle économique, ce qui est utile pour la prévision de l'activité en général, et, d'autre part, à souligner les facteurs de résistance à la baisse présents en France, expliquant pourquoi les prix de l'immobilier ont moins baissé en France que dans d'autres pays. Pour l'Espagne, le caractère d'indicateur avancé de l'immobilier est également démontré par Luis Alvarez et Alberto Cabrero (Banque d'Espagne).

Pourtant, analyser la dimension internationale des évolutions des marchés immobiliers est capital. Entre les quatre principaux pays de la zone euro, il existe un cycle commun du PIB, mais les cycles immobiliers sont encore largement spécifiques à chaque pays, même si les cycles économiques et immobiliers convergent entre les pays depuis

la naissance de l'euro, selon le travail conjoint mené par Laurent Ferrara (Banque de France), Guido Bulligan (Banque d'Italie), Luis Alvarez (Banque d'Espagne) et Harald Stahl (Banque centrale allemande). Ces conclusions sont confirmées par Siem Jan Koopman (Université d'Amsterdam) et Laurent Ferrara (Banque de France), qui montrent, pour l'Espagne, une dépendance du PIB envers le marché immobilier résidentiel plus forte qu'ailleurs. Élargie aux pays de l'OCDE, l'analyse d'Olivier de Bandt (Banque de France), Karim Barhoumi (Banque de France) et Catherine Bruneau (Université Paris-Ouest Nanterre et Banque de France) souligne l'existence de puissants facteurs de transmission internationale des variations de prix immobiliers, notamment en cas de chocs d'abord apparus aux États-Unis (cf. graphique 1).

Graphique 1 Évolution des prix de l'immobilier

(glissement annuel, en %)



Source : INSEE (France), ministère du Logement (Espagne), Halifax (Royaume-Uni), Case-Shiller (États-Unis)

## 2 | Comment expliquer les fluctuations de l'immobilier ?

La deuxième session était consacrée à l'approfondissement des déterminants structurels du marché immobilier et à leur impact sur l'économie. Rémy Lecat et Pamfili Antipa (Banque de France) ont présenté un modèle indiquant, en France comme en Espagne, une surévaluation des prix immobiliers d'environ 20 % compte tenu de l'évolution des variables fondamentales généralement retenues dans la littérature (revenu des ménages, stock de logements,

taux d'intérêt). Toutefois, la surévaluation est significativement réduite si l'on introduit d'autres indicateurs mesurant l'évolution des facteurs financiers et démographiques. Thomas Knetsch (Banque centrale allemande), pour l'Allemagne, analyse l'influence durable de la réunification sur l'immobilier, montrant que les aides publiques au secteur du logement ont rendu l'investissement des ménages en logement moins sensible à l'évolution de leur revenu disponible.

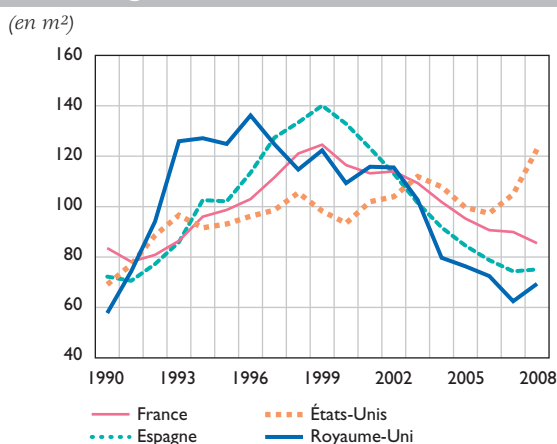
L'existence d'un tel lien entre les politiques publiques d'aides au logement et la dynamique du marché immobilier est corroborée, pour la France, par Pamfili Antipa et Christophe Schalck (Banque de France) : selon ces travaux, pour influencer l'investissement résidentiel et stabiliser le cycle immobilier, les instruments les plus adaptés sont les subventions, notamment les avantages fiscaux et l'abaissement du taux d'intérêt. Dans tous les pays, plus généralement, la capacité d'achat immobilier des ménages, mesurée par le nombre de m<sup>2</sup> qu'un ménage peut acquérir compte tenu notamment du prix de l'immobilier, des taux d'intérêt, du revenu disponible et de la durée moyenne des prêts immobiliers consentis, a suivi des évolutions assez proches dans les pays ayant connu une forte hausse des prix de l'immobilier (cf. graphique 2).

Cette question centrale des taux d'intérêt a aussi été traitée par Angel Gavilan, Oscar Arca et Jose Manuel Campa (Banque d'Espagne), afin de

déterminer, au sein de l'économie nationale, le poids du secteur immobilier par rapport aux autres secteurs productifs. Selon eux, les investisseurs arbitrent entre les secteurs dans lesquels ils allouent leur épargne selon, d'une part, la rente qu'ils pourront retirer de leur investissement et, d'autre part, la taille du projet qu'ils ont les moyens de financer : si les taux d'intérêt baissent depuis un niveau initial déjà bas, les investissements se tourneront vers les secteurs offrant les meilleures conditions de financement, elles-mêmes liées aux garanties réelles qu'elles offrent, même si ce secteur (comme l'immobilier) n'est pas le plus productif ; à l'inverse, l'effet taille prédominera si les taux d'intérêt sont élevés, puisque les fonds seront alors alloués aux secteurs offrant un retour sur investissement le plus élevé possible. De telles conclusions paraissent indubitablement applicables à la situation espagnole aux cours des dernières années, caractérisées par de très importants investissements dirigés vers le secteur immobilier, eux-mêmes stimulés par des taux d'intérêt réels très attractifs.

Pour l'Italie, Filippo Scoccianti (Banque d'Italie) complète ce rôle favorable joué par des taux d'intérêts réels bas en introduisant l'influence née du relâchement des exigences d'apport personnel : ces travaux concluent que les ménages parvenant à accéder à la propriété sont gagnants dans la mesure où cet assouplissement des conditions de financement leur permet d'absorber l'impact négatif, pour leur capacité d'achat, de la hausse des prix immobiliers. De même, sont évidemment aussi gagnants les ménages déjà propriétaires de leur logement, dont le capital s'apprécie.

**Graphique 2 Capacité d'achat immobilier des ménages**



Note : 100 correspond à la moyenne 1990-2008 pour France et Espagne et à la moyenne 1<sup>er</sup> trimestre 1990 – 3<sup>ème</sup> trimestre 2009 pour États-Unis et Royaume-Uni.

Source : Calculs Banque de France

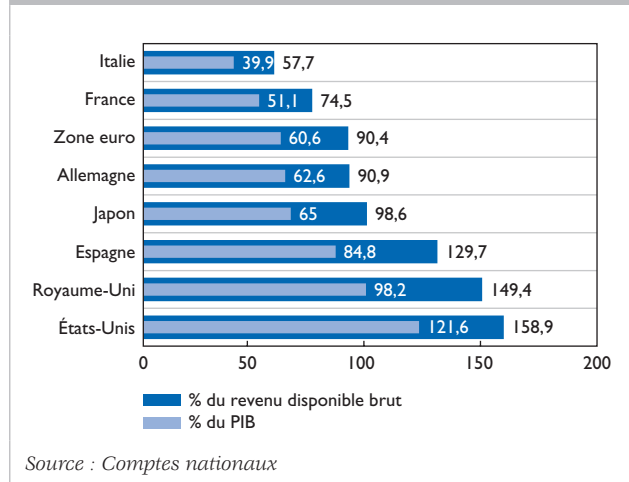
### 3| Quel effet de richesse l'immobilier procure-t-il ?

Afin d'apprécier les liens entre l'immobilier, l'accès au crédit et la consommation des ménages, John Mullbauer (Université d'Oxford), dans sa lecture introductive, a rappelé ce que la crise économique de 2008-2009 devait à l'immobilier : si la demande de logements baisse (parce que la hausse passée des prix finit par exclure de l'accession à la propriété un plus grand nombre de candidats), leurs prix et la production dans le secteur de la construction également, ce qui ralentit la consommation privée et donc la croissance dans son ensemble. Toutefois, l'impact final de cette baisse parfois brutale des prix

de l'immobilier dépend, pour un pays, d'une part de l'importance des propriétaires par rapport aux locataires, d'autre part de la structure du système financier, notamment en ce qui concerne l'offre de financements. En effet, une chute des prix de l'immobilier peut s'accompagner d'une baisse du coût du logement pour les locataires et/ou d'un accès redevenu plus facile des candidats à la propriété : or, ces deux cas sont susceptibles de stimuler la consommation, puisque les dépenses contraintes consacrées à l'habitation (en location ou en propriété) sont moindres qu'antérieurement. À l'inverse, dans un pays caractérisé par un fort développement des prêts bancaires, dont le montant est fonction de la valeur du bien immobilier financé ou apporté en garantie, une baisse des prix immobiliers appauvrit la valeur actualisée de la garantie. En particulier, États-Unis et Royaume-Uni se caractérisent par un impact significatif des taux d'intérêt sur la consommation privée, tandis qu'au Japon, cette dernière a été plutôt affectée par la montée de la dette publique, qui a stimulé l'épargne des ménages (effets dits « ricardiens »).

La mesure des effets de richesse, c'est-à-dire l'influence de l'évolution de la richesse immobilière sur la consommation et inversement, a été aussi étudiée de façon plus spécifique pour trois pays au début de la troisième session : en France (Valérie Chauvin et Olivier Damette, Banque de France), en Italie (Antonio Bassanetti et Francesco Zollino, Banque d'Italie) et aux États-Unis (Simon Dubecq et Imen Ghattassi, Banque de France), où les niveaux d'endettement des ménages sont assez variables (cf. graphique 3). Selon ces trois travaux, un certain nombre de conclusions communes se dégagent, dans la mesure où une relation d'équilibre apparaît au niveau macroéconomique entre la richesse immobilière, la richesse financière, le pouvoir d'achat du revenu et la consommation privée : en premier lieu, dès l'instant que son augmentation est considérée par les ménages comme permanente, la richesse immobilière exerce sur la consommation privée une influence moins forte que la richesse financière ; en second lieu, cet impact est plus marqué aux États-Unis qu'en France ou en Italie ; en troisième et dernier lieu, les comportements de consommation des ménages, sur la période récente, ont été significativement influencés par leurs anticipations relatives, pour ce qui concerne les États-Unis, aux prix des actifs financiers et, pour ce qui concerne la France et l'Italie, au pouvoir d'achat de leur revenu.

Graphique 3 Endettement des ménages mi-2009



Complétant cette analyse macroéconomique par une étude au niveau microéconomique, Luc Arrondel et Frédérique Savignac (Banque de France) ont analysé l'arbitrage fait par les ménages entre patrimoine immobilier et patrimoine financier. En effet, les ménages, ne désirant pas supporter un niveau de risque excessif, font le choix de détenir tantôt des actifs immobiliers, tantôt des actions. Dès lors, le fait que les ménages français détiennent, dans le total de leur patrimoine, moins d'actifs financiers que dans d'autres pays est le signe que leur préférence pour la « pierre » est relativement plus marquée en France.

#### 4 | Quelles conclusions pour la politique monétaire et la stabilité financière ?

Le fait que les interrelations entre activité économique générale, consommation des ménages et évolution de la richesse immobilière ou financière soient variables selon les pays amène logiquement à s'interroger sur la politique monétaire la plus adaptée dans de telles situations. La quatrième session a donc analysé les liens entre immobilier, crédit et politique monétaire.

Tout d'abord, Tobias Dümmler et Stefan Kienle (Banque centrale d'Allemagne) étudient le rôle que les contraintes de crédit ont joué sur l'investissement

logement et soulignent la montée des contraintes pesant sur l'investissement au cours des vingt dernières années, autre explication permettant de comprendre le côté relativement « atypique » du marché allemand (cf. ci-dessus, l'analyse de Thomas Knetsch sur l'impact de la réunification).

Abordant plus directement la question de la politique monétaire, Sébastien Frappa et Jean-Stéphane Mésonnier (Banque de France) établissent que les pays dans lesquels les banques centrales ont suivi une stratégie de ciblage d'inflation, c'est-à-dire visant explicitement une certaine valeur cible d'inflation guidant l'action de la politique monétaire à court terme, ont également connu une forte hausse du prix du logement à la fin des années quatre-vingt-dix et au début des années 2000. C'est la conclusion qui se dégage d'une étude économétrique fouillée mobilisant des techniques utilisées pour l'évaluation des politiques publiques.

En ce qui concerne les risques que font peser les marchés immobiliers pour la stabilité financière, Vladimir Borgy, Laurent Clerc et Jean-Paul Renne (Banque de France), pour leur part, ont proposé une méthode de détection *ex ante* des bulles d'actions ou des prix immobiliers, en isolant tout particulièrement les épisodes où l'éclatement de la bulle conduit à un ralentissement marqué de l'activité. Les auteurs se sont ainsi intéressés aux périodes où la croissance du PIB est inférieure d'au moins trois points à la croissance potentielle pendant les trois années suivant l'éclatement de la bulle. La conclusion est que ce type de situation se rencontre plus fréquemment en cas de bulles apparaissant sur le marché immobilier que sur le marché des actions. En outre, le niveau des taux d'intérêt réels, la croissance de l'investissement et celle du crédit sont des paramètres importants à analyser dans la naissance de bulles en provenance du marché immobilier.

*Au total, les travaux présentés ont montré tant la diversité des situations des marchés immobiliers que leurs facteurs communs. En particulier, l'analyse de leurs déterminants et des conséquences de leurs évolutions s'est avérée de première importance pour apprécier l'impact de l'immobilier sur l'activité économique en général ou sur la consommation et la richesse des ménages en particulier. De même, pour les banques centrales comme pour les autorités en charge de la régulation macroprudentielle, l'approfondissement de ce cadre d'étude est déterminant pour mieux anticiper, et si possible correctement prévenir, les développements que la période récente a connus dans de nombreux pays.*