

« Bulle immobilière » et politique d'octroi de
crédit: le cas du marché français de
l'immobilier résidentiel

Pamfili Antipa et Rémy Lecat

Introduction

- ▶ **Quel risque de baisse brutale et de grande ampleur des prix immobiliers?**

- ▶ Facteur de risque pour le système bancaire?
- ▶ Facteur de risque sur l'activité?

- ▶ **Y a-t-il une bulle immobilière?**

"la raison pour laquelle le prix est élevé aujourd'hui est que les investisseurs estiment que le prix sera élevé demain, alors que les 'fondamentaux' ne semblent pas justifier un tel prix"
(J.Stiglitz, 1990)

- ▶ Quels sont les fondamentaux?
- ▶ Les fondamentaux peuvent eux-mêmes se retourner brutalement

Les méthodes d'évaluation

- ▶ Approche statistique des bulles et des effondrements
- ▶ Approche par arbitrage entre location et achat dans le cadre d'un choix de portefeuille (Case et Shiller, 1989)
- ▶ Modèle structurel (Di Pasquale et Wheaton, 1994):
 - ▶ Équation de demande de logement
 - ▶ Prise en compte de l'offre de logement (2SLS)
 - ▶ Prise en compte d'une dynamique de long terme et de court terme

1. Les fondamentaux « traditionnels »

$$p_t^d = \alpha_1 h_t + \alpha_2 y_t + \alpha_3 uc_t + \alpha_4 n_t + \varepsilon_t^D$$

- ▶ Variable expliquée: p_t , Prix relatifs des logements anciens
- ▶ Variables explicatives:
 - ▶ y_t , Revenu disponible brut réel des ménages (Impact $\oplus$ sur les prix)
 - ▶ n_t Démographie: population ($\oplus$)
 - ▶ uc_t Coût d'usage du logement ($\ominus$):
 - ▶ Taux d'intérêt
 - ▶ +Taxation de la propriété
 - ▶ +Dépréciation du bien immobilier
 - ▶ -Anticipation de plus/moins-value immobilière
 - ▶ h_t Stock de logement ($\ominus$):
 - ▶ Prise en compte de la qualité du logement
- ▶ 4 ▶ Traitement de son endogénéité (prix et offre déterminés conjointement)

1. Les fondamentaux « traditionnels »

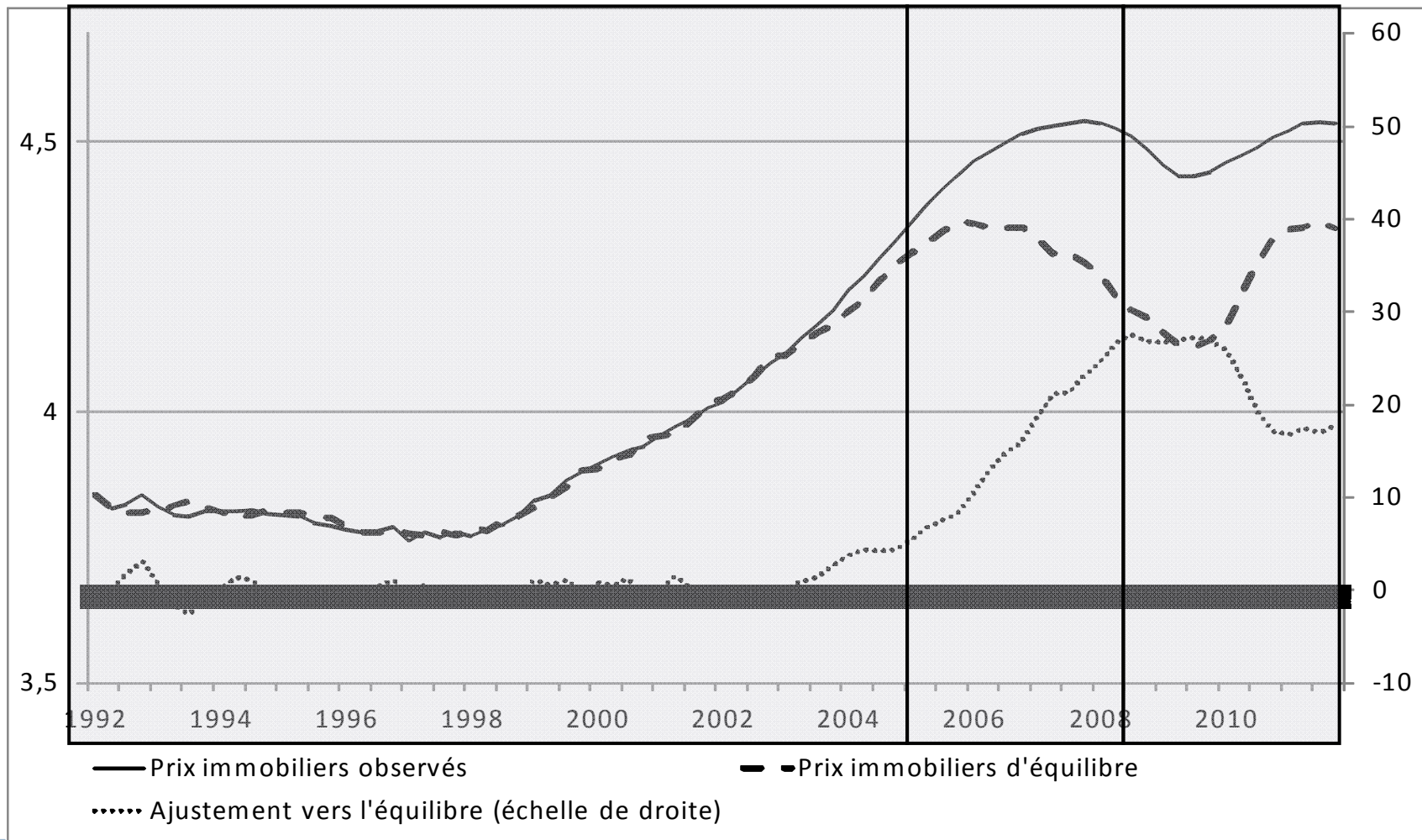
Équilibre de long terme

	Population		Variantes		
	1	2	3	4	5
Période d'estimation	1992-2011	1992-2002	1992-2002	1992-2002	1992-2002
Stock de logement	-6.11***	-4.88***	-18,65***	-7.27***	-4.77***
Revenu disponible brut	0.83**	1.03***	1,66***	1.21***	1.53***
Coût d'usage	-0.25***	-0.65***	-0,93***	-0.46***	-
Coût d'usage corrigé	-	-	-	-	-0.41***
Population	25.30***	17.13***	-	-	14.76***
Population corrigée	-	-	67,52***	-	-
Nombre de ménages	-	-	-	10.18***	-

1. Les fondamentaux « traditionnels »

Équilibre de long terme

Prix immobiliers observés et d'équilibre
(en log)



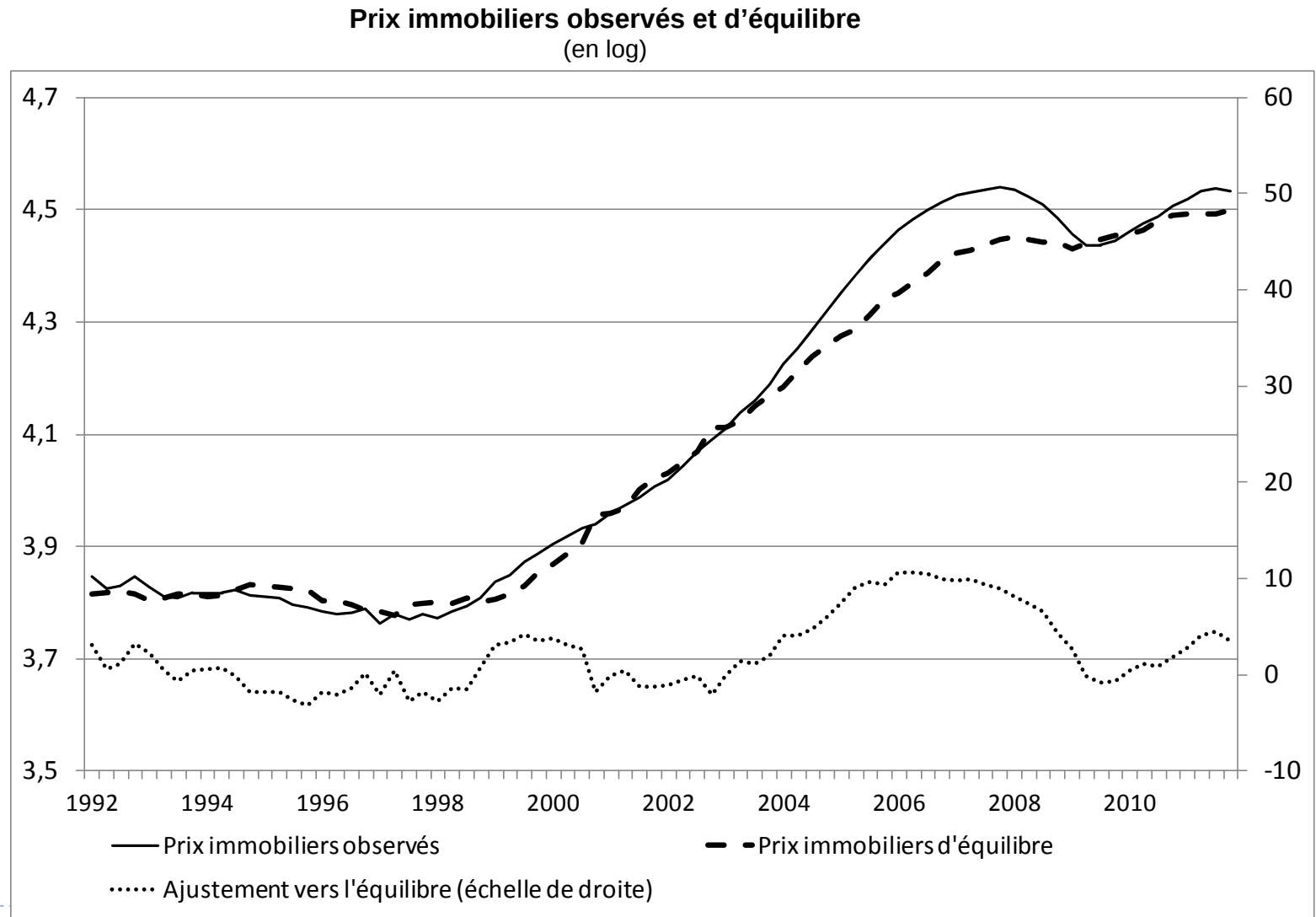
2. Rôle de la politique d'octroi de crédit des banques

- Capacité maximale d'emprunt des ménages

$$K_t = \frac{1}{3} RDB_t \times \sum_{t=1}^T \frac{1}{(1+r)^t}$$

Période d'estimation	1992-2011	1992-2002	1992-2002
Stock de logement	-7,48***	-6,46***	-10,01***
Capacité d'emprunt	1,76***	1,21***	1,22***
Population	22,63***	21,97***	-
Nombre de ménages	-	-	13,88***

2. Rôle de la politique d'octroi de crédit des banques



3. Dynamique de court terme

	1992-2011	1992-2011	1992-2011	1992-2010
Terme de correction d'erreur (-1)	-0,110 ^{***}	-0,0662 ^{**}		
Valeurs positives du terme de correction d'erreur (-1)			-0,0571	-0,130 [*]
Valeurs négatives du terme de correction d'erreur (-1)			-0,0712 [*]	-0,0419
$\Delta \log$ prix immobiliers (-1)	0,590 ^{***}	0,356 ^{***}	0,358 ^{***}	0,343 ^{***}
$\Delta \log$ prix immobiliers (-2)		0,465 ^{***}	0,471 ^{***}	0,450 ^{***}
Δ taux d'intérêt (-1)	-0,00911 [*]	-0,0142 ^{***}	-0,0143 ^{***}	-0,0114 ^{**}
Δ taux de chômage (-1)	-0,0110 [*]			
R ² ajusté	0,576	0,731	0,728	0,725

Principales conclusions

- ▶ Ajustement probable à la baisse des prix immobiliers
- ▶ Au vu des évolutions passées, un retournement brutal n'est pas le scénario central: les prix tendent à être inertes et rigides à la baisse.
- ▶ L'ampleur de la correction nécessaire pour retrouver l'équilibre serait de 15-20%.
- ▶ Rôle déterminant de la durée initiale des crédits