

LES TAUX D'INTÉRÊT SOUTIENNENT L'IMMOBILIER

Valérie CHAUVIN, Gaël DUPONT
Département analyse et prévision

Depuis le début 2001, les banques centrales ont diminué leurs taux directeurs aux États-Unis et en Europe, entraînant, avec le ralentissement de l'activité, la baisse des taux d'intérêt longs en 2002. Cela n'a pas réussi à restaurer la confiance dans les actifs, hors les titres publics. Ainsi, le financement des entreprises reste difficile car les agences de notation ont dégradé le *rating* des entreprises et ces dernières, quand elles veulent s'endetter, font face à des taux très supérieurs à ceux des titres publics du fait de primes de risque élevées. En revanche, la politique monétaire a soutenu la consommation des ménages et l'investissement logement, par deux biais : elle a favorisé l'endettement des ménages et a permis la valorisation de leur patrimoine.

Afflux de liquidités sur le marché du crédit hypothécaire

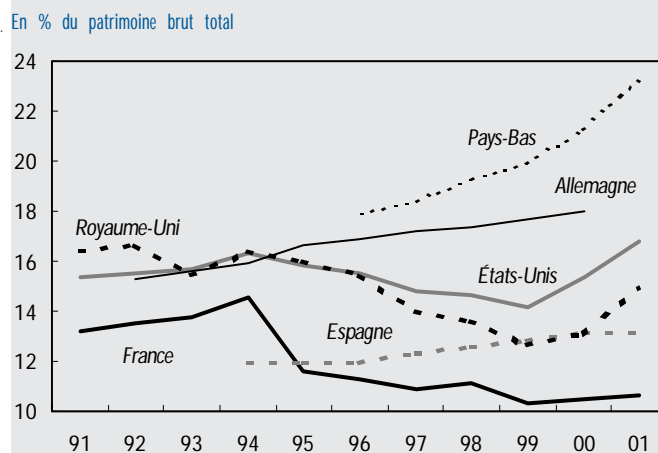
La faiblesse de l'investissement productif et la défiance des banques envers les entreprises ont conduit à ralentir l'encours des crédits aux entreprises (tableau 1). Ces montants se sont reportés en partie sur le crédit aux ménages et, plus particulièrement, le crédit hypothécaire. Ces crédits paraissent en effet moins risqués car ils sont garantis par un bien immobilier, que les banques acquièrent en cas de défaut de paiement. Le seul risque important de ces crédits est donc la dévalorisation des actifs immobiliers.

Ainsi, le taux d'endettement des ménages (encours des crédits ramené au revenu disponible brut) a progressé dans tous les pays depuis 1997, hormis la France. Cette évolution se justifie par celle du patrimoine brut des ménages, valorisé aux prix de marché (graphique 1). Il sert de garantie, dans le

cas notamment de l'immobilier. Depuis 2000, le ratio endettement/patrimoine brut est remonté au Royaume-Uni et aux États-Unis, du fait des renégociations de crédits, encouragées par des facteurs ponctuels propres aux États-Unis (encadré 1), mais il reste à des niveaux inférieurs à ceux du début des années 1990 pour le premier et très peu supérieur à ceux-ci aux États-Unis. Les Pays-Bas font exception : l'endettement des ménages a doublé entre 1996 et 2001 et participe à une surchauffe de l'économie. En Allemagne, la valeur du patrimoine des ménages a peu progressé du fait d'une valorisation des actifs détenus moins forte, ce qui a amené une augmentation tendancielle du ratio endettement/patrimoine brut.

Ainsi, le risque de défaut des ménages a paru, dans un premier temps, plus faible que celui des entreprises. Le crédit aux ménages reste cependant à la merci d'une baisse brutale des prix de l'immobilier, telle qu'elle avait pu se produire à la fin des années 1980 en France et au Royaume-Uni.

GRAPHIQUE 1 : RATIO ENDETTEMENT/PATRIMOINE BRUT DES MÉNAGES



Sources : Comptes de patrimoine nationaux.

1. Cette lettre reprend et développe l'analyse faite par le Département analyse et prévision présentée dans « L'été meurtrier, perspectives 2002-2003 pour l'économie mondiale » parue dans la *Revue de l'OFCE* n° 83 et la *Lettre de l'OFCE* n° 225, octobre 2002.

TABLEAU 1 : ÉVOLUTIONS DES CRÉDITS

Glissement annuel en %, deuxième trimestre 2002

	Crédits aux SNF	Crédits aux ménages
Allemagne	- 0,1	2,3
France	1,0	5,8
Espagne	16,0	13,0
Royaume-Uni	2,5	9,5
États-Unis	- 6,0	8,4

Sources : Banques centrales nationales.

1. Marché du crédit hypothécaire aux États-Unis

Le niveau bas des taux d'intérêt, mais surtout les hausses passées des prix de l'immobilier et une forte baisse des pénalités de renégociation depuis 1998, ont permis une vague de renégociations des prêts hypothécaires sans précédent. Cela a permis aux ménages d'augmenter l'encours de leurs emprunts en laissant la charge d'intérêt inchangée et a soutenu l'activité économique. Selon le rapport de la BRI du deuxième trimestre 2002, les ménages américains auraient bénéficié de 150 milliards de dollars de trésorerie en 2001. Une estimation peut être faite de l'impact sur les dépenses des ménages avec l'expérience des années 1998 et 1999. Au cours de ces deux années, 18 % des sommes obtenues suite à des renégociations de prêts ont été dépensées en consommation ; 33 % investies dans le logement ; 28 % utilisées à rembourser des crédits de trésorerie.

Par ailleurs, depuis 1998, Fannie Mae et Freddie Mac, des entreprises privées aidées par le gouvernement fédéral (*Government Sponsored Enterprises, GSE*) pour promouvoir l'accès à la propriété ont changé de stratégie pour financer les crédits. Au lieu de titriser leur portefeuille de crédits hypothécaires, elles ont émis massivement des obligations en gardant à leur actif les crédits hypothécaires. Ces obligations sont notées AAA : le gouvernement fédéral assure un soutien de fait. De plus, ces titres peuvent entrer dans les fonds de pensions publics, peuvent servir de garantie lors des prises en pension de la Réserve fédérale¹ et les banques nationales peuvent en posséder sans limitation de montant. Aussi, ces obligations ont rencontré un vif succès au moment où les émissions d'obligations publiques ont fortement ralenti. Ce canal a permis d'apporter de la liquidité au marché du crédit hypothécaire². Il pourrait se tarir, les récentes émissions des GSE n'ayant pas rencontré le succès escompté.

1. Frame et Wall (2002), « Financing housing through government-sponsored enterprises », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Atlanta*, n° 87, premier trimestre 2002.

2. Au 31 décembre 2000, leur endettement était de 1 700 milliards de dollars, équivalent à l'encours des obligations émises par les municipalités (1 600 milliards de dollars) et à la moitié des obligations émises par le Trésor détenues par le secteur privé (3 000 milliards de dollars).

TABLEAU 2 : VARIATION DES PRIX D'ACTIFS ENTRE JUIN 2000 ET JUIN 2002

En %

	Allemagne	France	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Prix des logements anciens	- 0,2	17,8	28,0	26,5	14,9
Cours boursiers	- 38,4	- 39,8	- 33,3	- 25,0	- 30,6

Note : les prix d'actifs présentés ici ne s'appliquent qu'à une partie de l'actif immobilier ou des actions détenues par les ménages. Ils donnent donc un ordre de grandeur des évolutions, mais ne correspondent pas exactement aux valorisations du compte de patrimoine, qui portent sur une information plus large (actions non cotées, évolution de la qualité et des caractéristiques des logements...).

Sources : Allemagne : Statistisches Bundesamt, DAX ; France : INSEE-chambre des Notaires pour Paris, CAC40 ; Espagne : INE, MSE ; Royaume-Uni : Halifax, FT500 ; États-Unis : National Association of Realtors, SP500.

La richesse des ménages reste élevée

Depuis 2000, le patrimoine des ménages subit l'influence des évolutions de prix d'actifs. D'une part les cours boursiers se sont effondrés, d'autre part les prix de l'immobilier ont progressé vivement dans certains pays (tableau 2). La diminution, exprimée en pourcentage, du patrimoine financier a été comparable en France, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne, car la sensibilité de la valeur du patrimoine financier des ménages aux variations des indices boursiers est très proche (tableau 3). Cependant, les moins-values représentent des sommes moindres en France et en Espagne car le patrimoine financier des ménages y est moins important. La baisse de la richesse (financière et immobilière) des ménages a été limitée en France (où elle n'a baissé que si on la rapporte au revenu des ménages), aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 2). En Espagne, l'importance de la richesse en logements et la croissance des prix de l'immobilier font que la richesse des ménages a continué de croître à des rythmes élevés en 2001.

TABLEAU 3 : RÉPARTITION DU PATRIMOINE BRUT DES MÉNAGES EN 2000

En % du total

	Allemagne	France	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Logement	47	43	57	39	25
Actions	12	24	20	13	15
Autres actifs financiers	41	33	23	58	60
Total en % du RDB	594	684	688	779	701

Note : Le patrimoine brut est l'ensemble des actifs détenus (immobilier et actifs financiers). On lui retire le passif des ménages pour obtenir le patrimoine net. La part des actions dans le patrimoine n'est pas représentative de sa sensibilité aux variations des cours boursiers, dans la mesure où les OPCVM et les fonds de pension notamment peuvent également être investis en actions.

Sources : Comptes de patrimoine nationaux.

Les évolutions du patrimoine en Allemagne ont été atypiques pour deux raisons. Les prix de l'immobilier sont quasiment stables depuis 1995, ce qui a limité la progression du patrimoine immobilier des ménages. Par ailleurs, leur patrimoine financier est peu sensible à la valeur des actions cotées, et donc à celle des indices boursiers généraux. De 1994 à 1999, le patrimoine financier brut des ménages a progressé de 7 % en moyenne annuelle en Allemagne, contre plus de 12 % en France. *A contrario*, la baisse des cours boursiers aurait un effet limité sur la richesse des ménages.

Ainsi, la situation patrimoniale des ménages a été fragilisée par les évolutions du prix des actifs et des crédits, ce qui limite les possibilités futures des crédits. Cependant, l'endettement des ménages reste soutenable dans l'hypothèse d'un maintien des prix sur les marchés immobiliers.

La consommation anglaise et américaine fragilisée

L'évolution de la richesse des ménages peut avoir un impact sur la consommation, fondé au niveau microéconomique par les théories du cycle de vie et du revenu permanent. Cette sensibilité du niveau de la consommation à celui de la richesse, ou propension à consommer la richesse, dépend de

l'environnement institutionnel, qui diffère selon les pays et évolue au cours du temps.

— La part des ménages possédant des actions reste plus faible en Europe continentale que dans les économies anglo-saxonnes, même si elle progresse vivement. En Allemagne et en France, la part des ménages détenant directement des actions était respectivement de 10 % et 13 % en 2000, contre 19 % aux États-Unis en 1998.

— Les prêts hypothécaires peuvent difficilement être utilisés pour financer des dépenses courantes en Europe continentale. Dans les pays anglo-saxons, une hausse du prix de l'immobilier peut être transformée en liquidités, sans transaction sur le logement. Aux États-Unis, l'encours des *home equity loans*, crédits de trésorerie gagés sur l'immobilier, représentent 9,7 % du RDB à la fin 2001 ; au Royaume-Uni, les *mortgage equity withdrawal*, nouveaux crédits garantis par l'immobilier et qui ne servent pas à financer de l'investissement en logement, ont représenté 3 % du RDB en 2001.

— En cas de baisse des cours boursiers, les fonds de pensions à prestations définies (encadré 2), courants aux États-Unis et au Royaume-Uni, peuvent augmenter leur appel à cotisation, entraînant une hausse comptable de l'épargne des ménages.

Ainsi, les propensions à consommer la richesse sont plus faibles en Allemagne et en France qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni (tableau 4). Les évolutions les plus inquiétantes concernent les États-Unis, à la fois parce que la richesse des ménages y a le plus souffert, et ce dès le début 2000, et parce que la propension à consommer la richesse est forte. Au Royaume-Uni, la dégradation de la richesse a commencé plus tard, mais a été plus marquée. La France et l'Allemagne conjuguent une dégradation de la richesse des ménages et une propension à consommer plus faibles. L'impact est donc marginal en Europe continentale, tandis que la baisse des cours boursiers pourrait amputer la consommation de façon importante aux États-Unis et au Royaume-Uni. Cela a été différé jusqu'à présent grâce à une politique économique active de soutien de l'activité.

TABLEAU 4 : ÉVALUATION DE L'EFFET DE RICHESSE DEPUIS 2000

En %

	Patrimoine net			(b)	(c)	Impact sur la consommation (a)*(b)*(c)		
	(a)					(a)*(b)*(c)		
	2000	2001	2002			2000	2001	2002
États-Unis	-1,5	-2,8	-8,4	5,0	614	-0,5	-0,9	-2,6
Royaume-Uni	4,9	-5,6	-8,5	5,0	425	1,0	-1,2	-1,8
Allemagne	1,7	-0,5	-1,8	2,2	571	0,2	-0,1	-0,2
France	5,5	1,9	-0,8	0,8	718	0,3	0,1	0,0

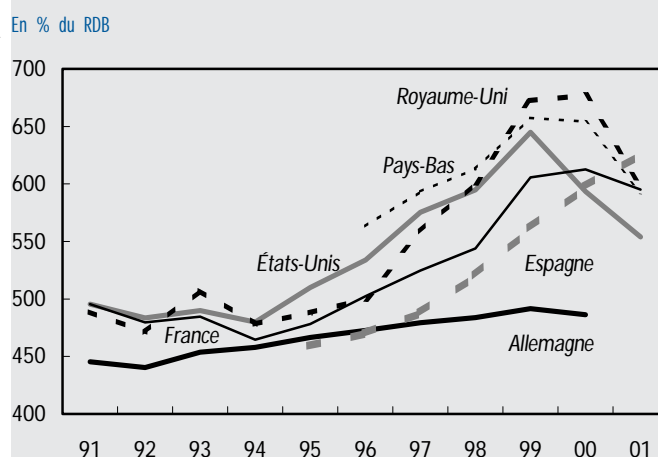
(b) Propension à consommer (c) Ratio richesse nette sur consommation

Note : Le tableau se lit comme suit : une augmentation de la richesse de 1 unité de monnaie nationale donne une augmentation de la consommation de 5 centimes de l'unité nationale aux États-Unis, si bien que la baisse de 1,5 % de la richesse nette en 2000 a entraîné une baisse potentielle de la consommation de 0,5 %.

Le présent tableau prend en compte les évolutions en 2002, en prolongeant les tendances des crédits et des prix de l'immobilier et en stabilisant le cours des actions à partir d'octobre.

Sources : C. Houizot, H. Baudchon, C. Mathieu et F. Serrano : « Plus-values, consommation et épargne, une estimation de l'effet richesse aux États-Unis et au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 73, avril 2000 ; P.-O. Befly, C. Chataignault, B. Monfort, D. Thesmar « L'effet de richesse en France et aux États-Unis », *Note de conjoncture INSEE*, décembre 2001 ; Bennet et alii : « Aufschwung lässt auf sich warten », *die Weltwirtschaft*, septembre 2002. Prévisions de 2002 : calculs OFCE.

GRAPHIQUE 2 : RICHESSE NETTE DES MÉNAGES RAPPORTÉE AU REVENU



Sources : Comptes de patrimoine nationaux.

2. Fonds de pension et marchés financiers

La conjoncture boursière a des effets importants sur les fonds de pension qui financent les retraites de leurs affiliés par la capitalisation de leur épargne. Un nombre croissant de fonds se trouve en difficultés financières notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, où leur exposition aux actions est très importante (elles représentaient plus de 60 % de leur actif financier aux États-Unis début 2000). Compte tenu des délais de décision, peu de fonds ont pris des mesures de redressement, mais celles-ci devraient se multiplier courant 2003.

Depuis le début 2000, les actifs financiers des fonds de pension américains se sont fortement réduits sous l'effet de l'effondrement du cours des actions. Les fonds de pension du secteur privé ont perdu plus d'un quart de leur valeur en 2 ans et demi (-26,1 % entre le premier trimestre 2000 et le troisième trimestre 2002). L'actif des fonds de pension du secteur public a diminué dans le même temps de 15,3 %. La chute a été très marquée au troisième trimestre 2002 : -9,9 % pour le secteur privé et -8,7 % pour le secteur public. La diminution de l'actif financier des fonds de pension américains entre le premier trimestre 2000 et le troisième trimestre 2002 équivaut à 15 % du PIB annuel. Cette baisse est loin d'effacer les gains engrangés auparavant. Entre le 31 décembre 1994 et le 31 décembre 1999, les actifs financiers des fonds de pensions privés américains avaient augmenté de 13,5 % par an en moyenne et de 15,4 % s'agissant des fonds de pension publics, soit une augmentation totale de l'actif des fonds de 88 % et 105 % respectivement en cinq ans.

La diminution de l'actif observée récemment est exclusivement due à la détention d'actions car les autres actifs ont eu des rendements positifs. Ainsi, l'actif des fonds de pension publics s'est moins dégradé que celui des fonds privés, car les actions y représentaient 59,5 % de l'actif début 2000, contre 67,2 % (y compris les OPCVM) pour les fonds privés.

L'impact des pertes financières sur les recettes et les dépenses des fonds de pension est différent selon qu'il s'agit de fonds à cotisations définies (CD, dont l'actif financier représente 37 % de celui des fonds de pension américains) ou de fonds à prestations définies (PD, 63 % aux États-Unis). Dans le premier cas, c'est le niveau de la pension future qui est réduit alors que dans le deuxième, les cotisations augmentent, mettant les entreprises en difficulté. Les salariés et les retraités peuvent ensuite en subir les conséquences indirectes.

Dans le cas des plans CD, la chute des marchés n'a pas de conséquence instantanée. Mais la baisse des rendements anticipés pourrait pousser à la hausse le taux d'épargne des ménages. Le risque pesant sur les pensions futures du fait de la conjoncture boursière a été illustré au moment de la faillite d'Enron : les salariés du géant de l'électricité préparaient leur retraite future en épargnant via un plan 401(k). Il s'agit du dispositif fiscal le plus utilisé pour constituer une épargne retraite en l'absence de fonds à prestations définies. La

réglementation des 401(k) ne met pas de limite à la part d'actions d'une même entreprise dans l'actif du fonds. Comme plus de 50 % de l'actif des salariés était en titres Enron, les employés ont perdu à la fois leur salaire et la plus grosse part de leur épargne retraite quand leur entreprise a fait faillite. Même lorsque l'épargne est bien diversifiée, la diminution du capital due à la chute des cours boursiers réduit le niveau de la retraite future.

La forte baisse de l'actif financier des fonds de pensions a des conséquences importantes sur les fonds de pension à prestations définies. La réglementation prudentielle prévoit que l'actif soit au moins égal au passif (retraites futures à verser). Or, pendant les années fastes, les grands fonds de pension ont souvent réduit nettement les cotisations : la hausse des cours boursiers permettait de payer les retraites sans lever de cotisations. Aujourd'hui, de nombreuses entreprises se trouvent dans l'obligation de combler le trou de leurs fonds de pension. Au-delà d'une augmentation probable des cotisations salariés et patronales aux fonds de pension, de nombreuses entreprises devront recapitaliser leurs fonds ou diminuer les pensions versées pour réduire le passif. Et la crise financière actuelle risque d'accélérer la tendance des entreprises anglo-saxonnes à réduire leur implication dans le système de retraite et à remettre en cause les plans à prestations définies.

Confrontées à l'érosion des profits boursiers, beaucoup de grandes entreprises britanniques ont décidé de remplacer leur système PD par des systèmes CD (British Telecom, Marks & Spencers, Sainsbury...). D'autres (Caparo, Tesco) ont trouvé un compromis avec leurs salariés : les fonds PD sont maintenus, mais le calcul des pensions est moins généreux qu'auparavant. De nombreuses grandes entreprises américaines prévoient des pertes de plusieurs milliards de dollars pour leurs fonds de pension : General Motors, Ford, les compagnies aériennes... La recapitalisation des fonds de pension et la diminution des pensions (qui pourrait induire une augmentation de l'épargne des ménages) ont commencé, mais devraient s'accélérer en 2003.

Poursuite de la progression des prix du logement

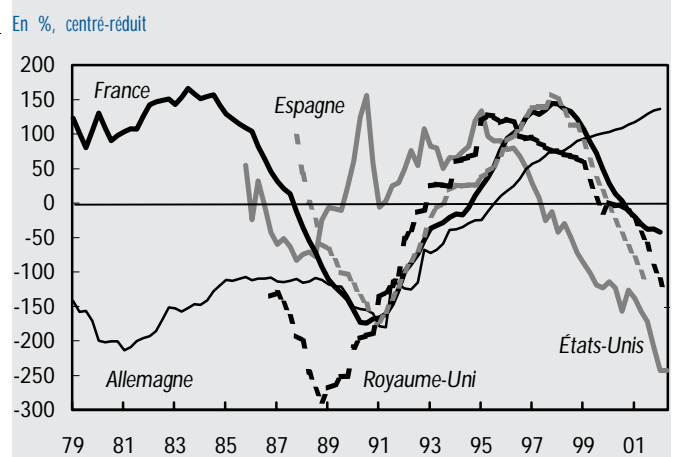
Les hausses des prix du logement ont donc largement soutenu les dépenses des ménages. Leurs perspectives d'évolution sont cruciales pour l'activité économique future. Celles-ci peuvent être considérées sous deux angles : d'une part le rendement de l'immobilier, d'autre part l'évolution du stock de logements invendus.

Le ratio des loyers sur le prix de l'immobilier, qui est une mesure du rendement de l'immobilier hors plus-values (semblable à l'inverse du *price earning ratio* pour les actions) a une tendance baissière très nette dans tous les pays, sauf en Allemagne (graphique 3). En France, cette tendance se ralentit depuis la mi-2001, ce qui n'est pas le cas ni aux États-Unis ni au Royaume-Uni. Si les niveaux au Royaume-Uni restent supérieurs à ceux atteints au plus fort de la bulle immobilière de la fin des années 1980, le niveau est le plus bas jamais connu depuis 1986 aux États-Unis. L'essentiel de ce phénomène s'explique par la politique monétaire : les taux d'intérêt sont bas et rendent profitables des placements immobiliers dont le rendement est faible. Ainsi, la stimulation monétaire, justifiée par une conjoncture déprimée, soutient les prix de l'immobilier. La Banque d'Angleterre confirme dans son dernier rapport que la progression des prix de l'immobilier n'est pas soutenable à moyen terme.

Dans certains pays, les fortes hausses des prix de vente des logements, alors que les coûts de construction restent

maîtrisés, ont encouragé les promoteurs à accélérer le lancement de programmes de construction, programmes qui ne seront achevés que dans un délai d'un an en moyenne, à un moment où les perspectives de débouchés ne sont pas assurées. Le gonflement des stocks de logements invendus pèserait alors sur l'évolution des prix. Au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Espagne, la construction de logements a accéléré, en partant d'un niveau élevé ou est restée extrêmement forte. Cependant, aux États-Unis, la demande resterait vigoureuse à l'horizon de 2003, soutenue par l'évolution favorable des taux d'intérêt ; les stocks de logements terminés non vendus ne gonfleraient pas, écartant le risque d'une baisse des prix de l'immobilier. La situation est plus délicate au Royaume-Uni, où les prix ne montrent aucun signe de décélération. Cependant, nous écartons le risque d'une baisse brutale des prix de l'immobilier : une partie de l'activité de construction de logements vient d'un rattrapage et les taux d'intérêt devraient se maintenir à un niveau bas. En France, le dynamisme des crédits à l'habitat n'a pas empêché le ralentissement de l'investissement logement depuis le deuxième semestre 2000. De même, le marché du logement est atone en Allemagne. Dans ces deux pays, les permis de construire et les mises en chantier ont diminué ou sont restés stables à des niveaux peu élevés.

GRAPHIQUE 3 : RATIO LOYERS/PRIX DE L'IMMOBILIER



Lecture : le graphique remet dans une perspective historique les évolutions du ratio pour chacun des pays, en tenant compte de niveaux moyens et de variabilité différents. Il ne permet pas de comparaison directe avec les évolutions de taux d'intérêt en point de pourcentage.

Sources : Principaux indicateurs économiques, OCDE ; Prix de l'immobilier voir note du tableau 2.

Au total, la baisse des taux d'intérêt a stimulé la croissance en 2001 et 2002 par un canal particulier. Au lieu de stimuler l'investissement productif, qui n'a pu redémarrer du fait de manque de perspectives de débouchés et de la dégradation des conditions d'accès à un financement pour les entreprises (situation financière des entreprises dégradée, défiance généralisée vis-à-vis de la sincérité des comptes,...), elle a favorisé la hausse des prix de l'immobilier. Celle-ci a permis aux ménages de s'endetter et a limité la baisse de leur patrimoine net. Cependant, cet effet ne peut se poursuivre longtemps sous peine de créer à une bulle immobilière dont l'éclatement aurait des conséquences néfastes importantes sur l'activité.