

LOGEMENT : SOMMETS ATTEINTS ?

Valérie CHAUVIN et Sabine LE BAYON

Département analyse et prévision

Les prix du logement ont fortement augmenté en France depuis 1997 (80 % en termes nominaux à la mi-2004). La France est cependant loin d'être un cas isolé : les hausses atteignent 60 % aux États-Unis et même 140 % en Espagne et au Royaume-Uni sur la même période. Quatre ans après le krach boursier, se pose la question de la formation d'une bulle sur le marché du logement cette fois, et d'un risque d'éclatement en cas de ralentissement économique ou de resserrement monétaire, comme ce fut le cas à la fin des années 1980.

Dans tous les pays, le dynamisme du revenu d'abord, et la baisse importante des taux d'intérêt ensuite, ont soutenu la demande de logements et poussé les prix à la hausse. Cependant, toute forte progression des prix immobiliers n'est pas bulle. Celle-ci se caractérise par le fait que la hausse (resp. la baisse) des prix est alimentée par les anticipations de hausse (baisse) future et non plus uniquement par les déterminants fondamentaux, si bien qu'un retournement des anticipations entraîne un ajustement brutal des prix. Aujourd'hui, des études montrent que les prix sont en ligne avec les fondamentaux aux États-Unis et en France et surévalués au Royaume-Uni et en Espagne. Dans ces deux pays, la hausse des prix immobiliers en termes réels a été de respectivement 40 % et 60 % par rapport au point haut de la précédente bulle (graphique 1). Aux États-Unis et en France, l'augmentation a aussi été forte (+ 30 %), mais par rapport à un niveau qui à l'époque n'était pas ou peu surévalué¹.

Les risques de retournement de ce marché existent dans tous les pays. Il semble d'ailleurs enclenché au Royaume-Uni. Les mécanismes qui ont soutenu le marché seront moins favorables en 2005, d'autant que la situation financière des ménages s'est dégradée dans tous les pays, sauf en France. Le risque d'excès d'offre paraît en revanche peu probable, à l'exception de l'Espagne. Au Royaume-Uni, l'offre est même restée très en deçà de la demande, contribuant largement à la hausse des prix. Quelle que soit son origine, le retournement du secteur de l'immobilier aurait des conséquences néfastes sur l'activité, d'une ampleur vraisemblablement limitée en France, plus marquée aux États-Unis et surtout au Royaume-Uni et en Espagne.

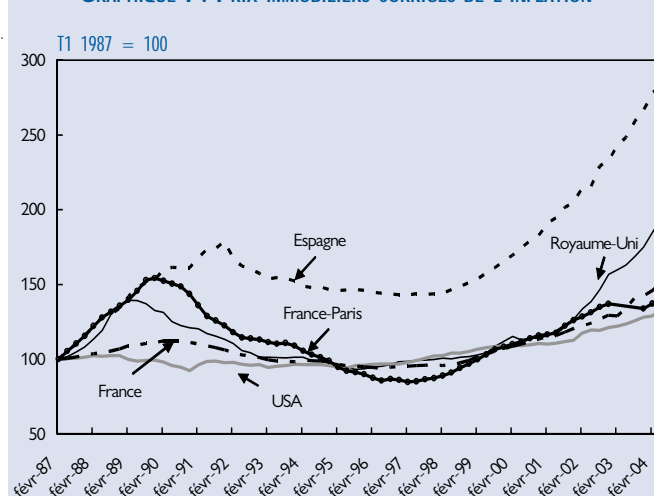
1. En France, la bulle de la fin des années 1980 a été circonscrite à Paris.

Revenu dynamique et baisse de taux d'intérêt

Depuis 1997, le boom immobilier a été permis par le dynamisme des revenus relayé par la baisse des taux d'intérêt. Les fortes créations d'emplois ont soutenu le pouvoir d'achat du revenu des ménages, qui a crû à un rythme élevé jusqu'en 2001 (tableau 1). La baisse du taux de chômage a aussi encouragé les ménages à s'endetter pour investir dans le logement. De plus, les taux hypothécaires réels ont fortement diminué dans la période récente (graphique 2). En Espagne et, dans une moindre mesure, en France, cette baisse prolonge celle entamée entre 1996 et 1999 avec la convergence des taux européens vers les taux allemands dans la perspective de l'entrée dans la zone euro. Le bas niveau des taux hypothécaires, outre qu'il renforce la rentabilité de l'immobilier par rapport aux autres actifs (cf. infra), a rendu solvable un plus grand nombre de ménages.

En Espagne et au Royaume-Uni, les ménages ont pleinement bénéficié des baisses de taux monétaires car ils s'endettent en grande majorité à taux variables : les taux d'intérêt sont révisables,

GRAPHIQUE 1 : PRIX IMMOBILIERS CORRIGÉS DE L'INFLATION



Sources : INSEE, Ministerio de Fomento, National Association of Realtors, Halifax, OCDE.

TABEAU 1 : ÉVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE ET DU REVENU DISPONIBLE

De 1997 à 2001*	Taux de chômage (en points)	Pouvoir d'achat du revenu disponible brut (croissance annuelle moyenne en %)
France	- 3,4	2,7
Espagne	- 6,3	2,9
Royaume-Uni	- 1,8	3,2
États-Unis	- 1,0	3,7

* 2000 pour les États-Unis

Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

généralement tous les ans, en fonction de l'évolution des taux courts. En Espagne, les taux hypothécaires réels sont même quasiment nuls depuis fin 2002, en raison d'une inflation toujours élevée.

À la demande accrue de crédits a répondu une offre encouragée par plusieurs facteurs. La baisse du besoin de financement des entreprises a libéré des liquidités, ce qui a entraîné une vive concurrence entre les établissements de crédits pour capter le marché hypothécaire. Ces prêts sont accordés d'autant plus facilement que la titrisation des crédits hypothécaires² permet aux banques de faire supporter le risque de défaut par les agents détenteurs de ces titres.

De ce fait, les crédits à l'habitat ont été très dynamiques depuis 1996 ou 1997, selon les pays : au premier semestre 2004, la croissance en glissement annuel des crédits hypothécaires atteignait 18 % en Espagne, 15 % au Royaume-Uni, 12 % aux États-Unis (en léger ralentissement) et 8 % en France. La croissance élevée des crédits, associée à celle du revenu, a soutenu la demande en logements et alimenté une forte hausse des prix de l'immobilier. Celle-ci, à son tour, a poussé les crédits à la hausse, obligeant les ménages à s'endetter toujours plus pour accéder à la propriété.

Y a-t-il bulle ?

Les prix immobiliers sont-ils pour autant surévalués aujourd'hui ? Des études empiriques réalisées par le FMI, le NIESR ou la Banque d'Espagne³, reliant les prix immobiliers aux prix passés, au revenu des ménages et au taux d'intérêt, font état d'une légère surévaluation en France. Pour les États-Unis, les prix paraissent en ligne avec leurs déterminants. En revanche, elles aboutissent à la conclusion que les prix sont

surévalués au Royaume-Uni et en Espagne de 10 à 20 %, par rapport à leur valeur d'équilibre.

On peut aussi juger de la surévaluation relative ou non des prix immobiliers par rapport aux prix des autres actifs. Pour cela, on compare le rendement du logement (mesuré par le ratio loyers/prix de l'actif) avec celui des actions (l'inverse du PER) et des obligations (le taux d'intérêt long réel), ce dernier étant normalement inférieur aux deux premiers du fait de l'absence de prime de risque.

À court terme, le rendement du logement est plus particulièrement sensible à l'évolution des prix immobiliers, les loyers étant relativement inertes du fait de l'existence de contrats et de la protection des locataires en vigueur. Au cours des dernières années, le rendement du logement a diminué du fait de la hausse des prix immobiliers (graphique 3). La baisse des taux d'intérêt a en effet justifié une grande partie de la dynamique des prix, non seulement comme facteur de demande, mais aussi en terme d'arbitrage : le rendement du logement peut diminuer puisque celui des actifs concurrents baisse. Ceci a été d'autant plus vrai que le rendement des actions a fortement baissé dans la deuxième moitié des années 1990, du fait de la bulle Internet. Ainsi, une bulle peut se transmettre d'un marché d'actif à l'autre.

Actuellement, le rendement du logement reste supérieur aux taux d'intérêts réels en Espagne et en France, mais l'écart avec le rendement des actions s'est nettement creusé depuis 2001 en faveur des actions, en particulier en Espagne où les prix du logement apparaissent donc clairement surévalués par rapport aux autres actifs. C'est aussi le cas au Royaume-Uni : non seulement le rendement du logement est très inférieur à celui du marché des actions, mais il n'est même plus supérieur à celui du marché obligataire. Aux États-Unis, au contraire, le rendement du logement est supérieur à celui du marché obligataire depuis le début des années 1990 et l'écart avec le marché des actions reste faible. Le niveau actuel des prix immobiliers ne pose donc pas de problème particulier dans ce pays.

D'après ces résultats, il n'y aurait pas de bulle mondiale des marchés immobiliers, mais uniquement dans certains pays comme en Espagne et au Royaume-Uni. En France, la surévaluation des prix reste très limitée. Cependant, l'absence de bulle n'éloigne pas les risques d'un retournement du marché.

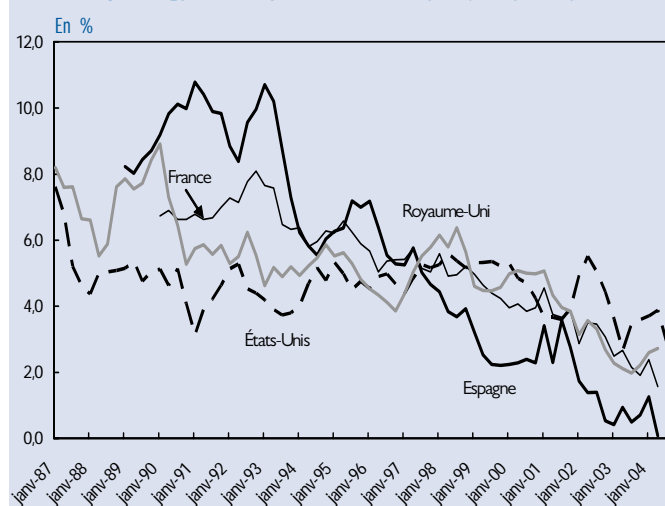
Des perspectives moins favorables

Les mécanismes qui ont jusqu'à présent soutenu le marché seraient en effet moins propices en 2005. La croissance du pouvoir d'achat des ménages ralentirait avec l'activité économique. En Espagne et au Royaume-Uni, la politique du logement soutiendrait moins l'achat de logements (encadré). De plus, les taux d'intérêt hypothécaires réels, particulièrement bas, subiraient le resserrement progressif de la politique monétaire, déjà enclenché au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans tous les pays, ce mouvement découragerait les nouveaux crédits à l'habitat. En Espagne et au Royaume-Uni, l'effet de la hausse des taux serait plus important encore du fait de la forte proportion de ménages endettés à taux variables : ceux-ci subiraient une augmentation immédiate de leurs mensualités.

2. Il s'agit de la transformation en titres de la dette hypothécaire d'un ensemble de ménages débiteurs.

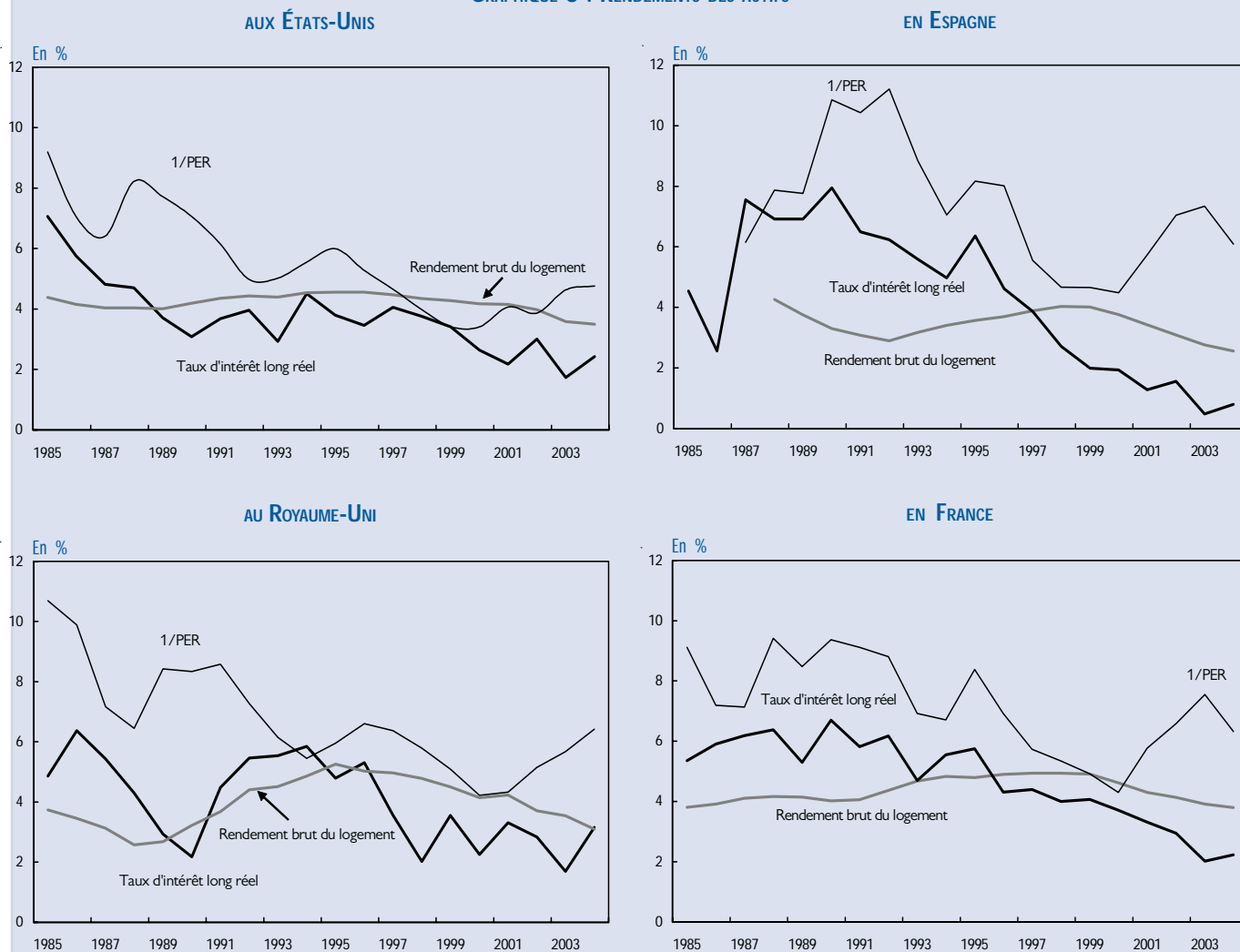
3. FMI, *World Economic Outlook*, septembre 2004; « The current position of UK house prices », *NIESR Review*, n° 189, juillet 2004; « House prices in Spain », *Economic bulletin*, Banque d'Espagne, octobre 2003.

GRAPHIQUE 2 : TAUX D'INTÉRÊT HYPOTHÉCAIRES RÉELS



Sources : Banques centrales nationales, OCDE.

GRAPHIQUE 3 : RENDEMENTS DES ACTIFS



1. Le rendement brut du logement correspond au ratio loyers / prix immobiliers. Pour l'Espagne, ce ratio est fourni par la Banque d'Espagne. Pour les autres pays, il est approximé par le ratio de l'excédent brut d'exploitation des ménages (le service de logement correspondant à la production des ménages) sur leur patrimoine immobilier et foncier.
2. Les rendements ne tiennent pas compte de la fiscalité afférente aux différents actifs, de leur dépréciation et des plus-values.

Sources : Comptabilités nationales, Banques centrales nationales, calculs OFCE.

Une politique du logement moins active ?

Dans la plupart des pays, la politique du logement favorise l'accès à la propriété, poussant la demande de logements à la hausse. Ces aides ont eu tendance à se renforcer en France et à s'amoindrir en Espagne. Des mesures spécifiques pour augmenter l'offre et ainsi modérer les tensions sur les prix ont aussi été prises récemment en Espagne et au Royaume-Uni.

En **France**, la politique du logement, particulièrement active depuis 1996, l'est plus encore depuis 2000. Elle privilégie l'achat et les travaux par les ménages au détriment du secteur public (dont les HLM) et des aides aux locataires*. En 2005, l'élargissement passé des conditions des déductions fiscales se joindrait aux mesures du plan Borloo (développement des prêts à taux zéro et mesures en faveur du secteur locatif).

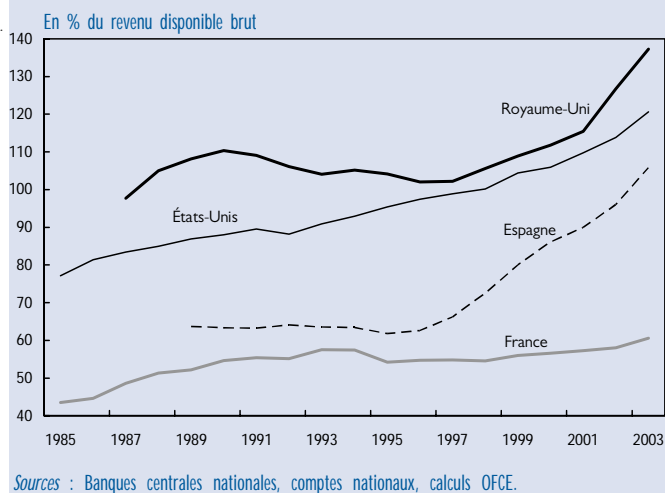
Aux **États-Unis**, la politique du logement favorise l'accès à la propriété via le crédit et des déductions fiscales. Dans son programme électoral, le président G.W. Bush a évoqué de nouvelles mesures visant à favoriser l'achat de logements par les ménages modestes.

Au **Royaume-Uni**, les lois récentes sur le logement visent à améliorer les conditions d'offre (suivi plus strict des conditions de logement dans le secteur locatif, sanctions en cas de logements laissés vacants, augmentation de la surface des terrains constructibles, ...).

En **Espagne**, si les avantages fiscaux liés à l'investissement logement ont diminué dans les années 1990, la fiscalité reste toutefois très favorable aux propriétaires. De plus, le marché locatif est très restreint. Un plan spécifique a été adopté en juillet dernier par le nouveau gouvernement socialiste pour permettre l'accès au logement des ménages modestes : il vise à stimuler la construction de logements sociaux (« logements de protection officielle »), à aider les propriétaires pour qu'ils mettent en location leurs biens vacants (travaux de réhabilitation, assurance contre les impayés...) et à augmenter les allocations logement pour les jeunes à bas revenus.

* Il s'agit de la réduction des droits de mutation, du prêt à taux zéro, de la baisse du taux de TVA applicable aux travaux d'entretien et de rénovation et de l'amortissement accéléré des frais encourus pour l'achat d'un logement neuf en vue de le louer ce qui permet des déductions fiscales (lois Périssol, Besson et Robien).

GRAPHIQUE 4 : TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES



De plus, le taux d'endettement des ménages est aujourd'hui élevé dans la plupart des pays, à l'exception notable de la France (graphique 4). En Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'endettement total des ménages dépasse désormais le revenu disponible brut annuel.

Si les ménages sont aujourd'hui solvables, le taux d'endettement ne peut néanmoins continuer de croître au même rythme qu'au cours des années récentes en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans ces pays, les ménages peuvent difficilement réduire encore un taux d'épargne déjà faible. Ce dernier a en effet beaucoup diminué depuis le milieu des années 1990 pour atteindre 10 % en Espagne, 5 % au Royaume-Uni et aux États-Unis⁴. Il est en revanche resté stable en France autour de 16 %. Quant au taux d'épargne financière, il est négatif au Royaume-Uni et quasiment nul en Espagne et aux États-Unis, mais reste élevé en France autour de 6 %.

Le ralentissement anticipé de la demande pose la question d'un excès ou non de capacités sur le marché immobilier. Du fait des délais entre la décision de mise en chantier et l'arrivée sur le marché d'un logement, l'offre répond aux variations de la demande avec plusieurs mois de retard. Ainsi, un ralentissement de la demande après plusieurs années de forte croissance peut conduire à un excès d'offre, qui amplifie la baisse des prix immobiliers. Il ne semble pas qu'un tel risque existe, sauf en Espagne, où les mises en chantier ont accéléré en deux temps, en 1998 et en 2002. Au Royaume-Uni, au contraire, les mises en chantier étaient jusqu'en 2001 à un niveau particulièrement bas. Ce sont donc les contraintes d'offre qui contribuent largement à la hausse des prix.

Quel impact en cas de retournement ?

Le dynamisme du marché immobilier a contribué à la croissance par le biais de la hausse de l'investissement et de l'effet richesse sur la consommation. Le retournement du secteur du logement priverait donc la croissance de ces éléments de soutien. La hausse du taux d'investissement résidentiel en volume

4. Ces mesures, harmonisées avec les mesures françaises, ne correspondent pas nécessairement à celles usuellement publiées dans chacun des pays.

5. Il s'agit du ratio des remboursements sur le revenu.

s'est enclenchée dès 1997 en Espagne et est de ce fait particulièrement nette. Plus tardive, la remontée de ce taux aux États-Unis et au Royaume-Uni a été moins marquée (+ 0,5 point de PIB entre 2001 et 2003, contre + 1,5 point en Espagne entre 1997 et 2003). En France, la demande est restée en retrait par rapport aux autres pays. L'achat de logements s'est aussi accompagné de dépenses d'équipement qui ont alimenté la consommation finale.

De plus, la valorisation de leur patrimoine a poussé les ménages à diminuer leur taux d'épargne. Enfin, les nouveaux crédits ont augmenté dans un premier temps la trésorerie des seuls ménages endettés. Mais, par le biais des transactions immobilières entre ménages, les liquidités dégagées par ces crédits ont circulé et augmenté la trésorerie de l'ensemble des ménages. Ces derniers les ont alors investies dans le logement, consommées ou placées en actions, livret A, assurance-vie, ... Ce mécanisme a été amplifié aux États-Unis et au Royaume-Uni : suite aux baisses de taux d'intérêt, les ménages ont massivement renégoциé leurs prêts et ont dégagé des liquidités disponibles pour leurs dépenses de consommation de deux façons. Soit, ils ont contracté un nouvel emprunt gagé sur un collatéral qui s'est valorisé et en ont utilisé une partie directement pour consommer, soit ils ont réduit leurs paiements d'intérêts, augmentant ainsi leur revenu disponible. Dans ces deux pays, la baisse des taux d'intérêt s'est ainsi répercutée rapidement sur la situation financière des ménages.

L'arrêt de cette dynamique aura nécessairement un impact défavorable sur la croissance mais le risque d'un scénario catastrophe lié à un excès d'offre ou au surendettement des ménages semble limité. En effet, le contexte économique actuel diffère de celui de la fin des années 1980. Le niveau des mises en chantier est nettement en retrait par rapport à la demande, sauf en Espagne, ce qui éloigne le risque de stocks pléthoriques dans ce secteur et donc d'une chute brutale des prix. En lui-même, un effondrement des prix n'a qu'un faible impact négatif sur la situation financière des ménages. Il peut même encourager les achats de logements après la stabilisation des anticipations de baisse des prix. En revanche, il devient problématique quand les ménages ne peuvent faire face à leurs mensualités. Les banques saisissent alors le logement qui sert de garantie et le vendent aux conditions du marché, amplifiant ainsi le phénomène de baisse des prix. Les risques de surendettement des ménages paraissent cependant limités dans un avenir proche.

Pour l'instant, l'endettement des ménages est assis sur un patrimoine élevé et surtout, bien qu'en augmentation, les charges liées à cet endettement (remboursement du capital et des intérêts) restent maîtrisées, grâce à la baisse des taux d'intérêt. Une hausse brutale des taux d'intérêt pourrait certes rompre ce fragile équilibre, en augmentant la charge d'intérêt, notamment au Royaume-Uni ou en Espagne du fait des nombreux crédits à taux variables, mais la situation monétaire semble plus favorable qu'à la fin des années 1980. La Banque d'Angleterre est en effet soucieuse de ne pas réitérer le resserrement brutal d'alors et l'adoption de l'euro a fait disparaître les contraintes de parité au sein du SME. De plus, les anticipations des agents se sont adaptées à un contexte de faible inflation et de croissance modérée du revenu. Les ménages ne s'attendent plus à une diminution rapide du poids des mensualités dans leur budget grâce à la croissance de leur revenu nominal et souscrivent des prêts avec un taux d'effort⁵ plus modéré ■