HAL
open science

L'exubérance rationnelle de l'immobilier

Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux

To cite this version:

Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux. L'exubérance rationnelle de l'immobilier. Revue de l'OFCE, 2006, 96, pp.83 - 114. 10.3917/reof.096.0083 . hal-03462177

HAL Id: hal-03462177

https://sciencespo.hal.science/hal-03462177v1

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'EXUBÉRANCE RATIONNELLE DE L'IMMOBILIER *

Sabine Le Bayon et Hervé Péléraux
Département analyse et prévision de l'OFCE

L'objectif de cet article est d'évaluer l'hypothèse, souvent évoquée, de formation d'une bulle spéculative sur le marché de l'immobilier de logement. L'augmentation récente des prix en France est d'abord comparée à celle observée dans les autres pays occidentaux, où le marché a également été dynamique. Il en ressort que les prix ont été bien plus sages dans l'Hexagone qu'au Royaume-Uni ou qu'en Espagne, par exemple. En outre, la poussée des prix depuis 1997, replacée dans une perspective historique, n'est pas atypique si on la compare aux phases de hausse de la fin des années 1970 ou des années 1980. Elle ne commence vraiment à s'en distinguer qu'en 2004, du fait du dynamisme du marché en province qui tranche avec la plus grande sagesse des prix en région parisienne. La hausse des prix apparaît finalement justifiée par les déterminants structurels de la demande de logements. La démographie —, avec l'accélération de la hausse du nombre de ménages —, le recul des taux d'intérêt et le comportement des banques — qui ont solvabilisé un plus grand nombre d'acquéreurs potentiels —, la demande étrangère plus vigoureuse ou encore la politique du logement, sont autant de facteurs qui ont soutenu le marché. Au regard des rendements de l'immobilier considéré en tant qu'actif, la hausse des prix n'apparaît pas excessive. Compte tenu de l'inertie des loyers, elle a certes conduit à un recul du rendement locatif des logements, mais ce recul est comparable à celui des taux d'intérêt à long terme, de telle sorte qu'à l'heure actuelle, le placement d'un capital dans l'immobilier n'est pas moins avantageux que le placement en obligations. L'hypothèse de la formation d'une bulle, qui aurait conduit à une hausse des prix non justifiée par les rendements, est donc écartée, tout comme celle d'un futur effondrement du marché.

* Cet article reprend la première partie de l'étude *L'immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès*, réalisée pour le Service des études économiques et la Commission des finances du Sénat.

sabine.lebayon@ofce.sciences-po.fr
herve.peleraux@ofce.sciences-po.fr

La vigueur des propos alarmistes sur la formation d'une bulle immobilière est proportionnelle à la montée des prix des logements depuis 1998. Bien sûr, les records historiques atteints par les prix en 2004 nourrissent les inquiétudes d'un effondrement du marché de l'immobilier, d'autant plus violent que la hausse passée aura été ample.

Encore faudrait-il, pour qu'un tel scénario se réalise, que la hausse des prix ait des fondements spéculatifs, c'est-à-dire qu'elle soit alimentée uniquement par la perspective de revendre plus cher ce qui aura été acquis peu de temps auparavant. Or, tel n'est pas le cas. La hausse des prix n'est pas liée à un phénomène spéculatif. Elle s'explique par des facteurs structurels, comme la démographie qui pousse à la hausse la demande de logements, mais aussi par l'amélioration des conditions de financement liées à la baisse des taux d'intérêt et à un comportement des banques dicté par la conquête d'une clientèle nouvelle, solvabilisée grâce à l'allongement de la durée des crédits.

Contrairement au début des années 1990 à Paris, les agents qui s'engagent sur le marché immobilier sont des ménages. Ceux-ci s'endettent pour acquérir des logements à des prix élevés et devront faire face à des mensualités et à des taux fixes. Un retournement des prix ou une hausse des taux d'intérêt ne compromettrait pas leur solvabilité individuelle. Ces ménages n'ont pas de position spéculative, ils n'achètent pas pour réaliser une plus-value à l'horizon d'une année et ils ne vendront pas si les prix se retournent.

La hausse des prix n'est pas déraisonnable si l'on compare le rendement d'un placement dans l'immobilier locatif au rendement d'un placement sous forme d'obligations à long terme. Naturellement, l'inertie des loyers face à l'envolée des prix a entamé le rendement absolu de l'immobilier, mais dans la même mesure finalement que le recul des taux d'intérêt rémunérant les obligations. L'équivalence des rendements doit prémunir le marché d'un effondrement.

1. L'immobilier en France et à l'étranger

La comparaison de l'évolution des prix immobiliers [1] entre les pays se révèle intéressante sur la période récente, même si elle est limitée par l'hétérogénéité des champs couverts par les indices de prix des logements (logements anciens ou neufs, maisons ou appartements…). Par ailleurs, les prix recouvrent des caractéristiques nationales diverses,

tant au niveau de la nature du territoire (plus ou moins étendu, habitat surtout en centre ville ou en développement en périphérie des villes) que de la demande étrangère (fonction de l'attractivité du territoire) ou de la qualité et de l'ancienneté du parc de logements.

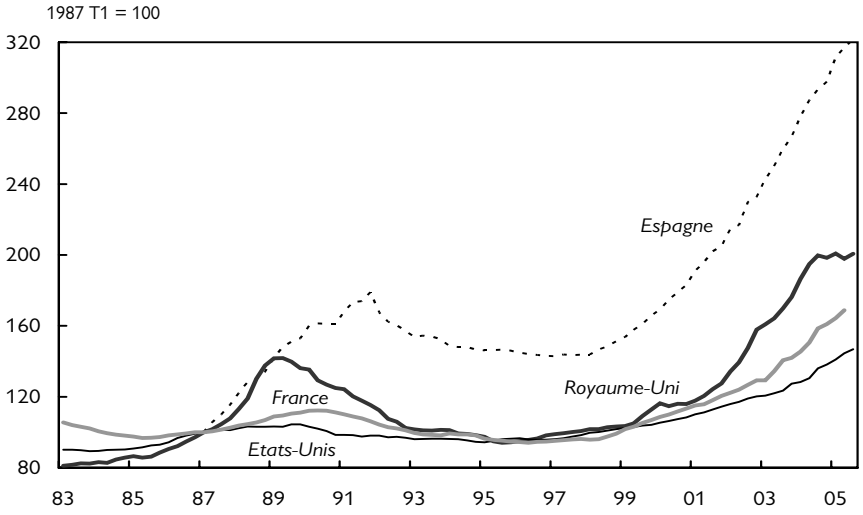
En France, l'indice de l'INSEE concerne le prix des logements anciens. Ce marché étant le plus important, on peut sans problème utiliser cet indice qui recouvre plus de la moitié des transactions effectuées par les ménages. Selon la FNAIM (Fédération nationale de l'immobilier), en 2004, près de 70 % des accédants l'ont été dans l'ancien et ce marché représente 60 % des crédits accordés. Les liens entre activité dans le neuf et prix dans l'ancien sont complexes : à court terme, la construction dans le neuf augmente le prix du foncier et donc les prix dans l'ancien. En revanche, à moyen terme, en augmentant l'offre de logements, la construction a un impact négatif sur les prix dans l'ancien. Enfin, la construction dans le neuf rajeunit le parc immobilier, poussant à plus long terme les prix à la hausse.

Que les prix du logement n'aient cessé d'augmenter depuis 1997 est une évidence. En termes nominaux, la hausse est impressionnante. Entre 1997, point bas du cycle actuel, et la fin 2004, ils ont progressé de 90 % en France. Le cas français est loin d'être isolé : la hausse atteint presque 70 % aux États-Unis, 140 % au Royaume-Uni et 160 % en Espagne. Cette augmentation est quasiment générale dans la zone euro. Selon les données de la Banque centrale européenne (BCE), en 2004, la progression moyenne des prix a été de 7,2 % dans la zone euro, soit un rythme proche de celui du début des années 1990 avant le retournement à la baisse des prix. Sur la période 1999-2004, les prix immobiliers ont progressé d'environ 15 % en Irlande et en Espagne en rythme annuel. La hausse a été de l'ordre de 10 % en France, en Grèce, aux Pays-Bas et en Italie sur la même période. Seule l'Allemagne est restée à l'écart de ce mouvement, les prix du logement en termes nominaux. Les dernières données font état d'un tassement des prix en Irlande, au Portugal, en Grèce et aux Pays-Bas et d'une accélération en France, en Italie et en Espagne. Non seulement, les hausses récentes ont été d'amplitudes variées, mais elles ont aussi été décalées dans le temps, avec des pays en avance sur le cycle moyen européen et dont les prix immobiliers ont ralenti plus tôt.

En termes réels, c'est-à-dire une fois corrigés de l'inflation, l'augmentation des prix immobiliers est un peu plus mesurée. Entre 1997 et 2004, les prix des logements ont en effet progressé de 40 % aux États-Unis, de 70 % en France, de 100 % au Royaume-Uni et de 110 % en Espagne (graphique 1).

1. Il s'agit dans cet article du prix des logements. Les prix des bureaux ne seront pas abordés. En effet, sur ce marché, la situation ne donne pas lieu à des interrogations sur l'existence ou non d'une bulle, le retournement y ayant déjà eu lieu et étant resté modéré.

1. Prix des logements corrigés de l'inflation



Sources : Ministerio de vivienda, Halifax, Office of Federal Housing Enterprise Oversight, INSEE.

Or, la hausse récente des prix dans la plupart des pays fait souvent suite à une période d'ajustement à la baisse au début des années 1990. Si l'on s'intéresse à la progression des prix depuis le pic du cycle précédent, elle est donc moindre. En France, les prix réels ont progressé de 40 % depuis le point haut du dernier cycle il y a 15 ans. Aux États-Unis, la hausse a été de 30 %, au Royaume-Uni de 40 % et en Espagne de 70 %.

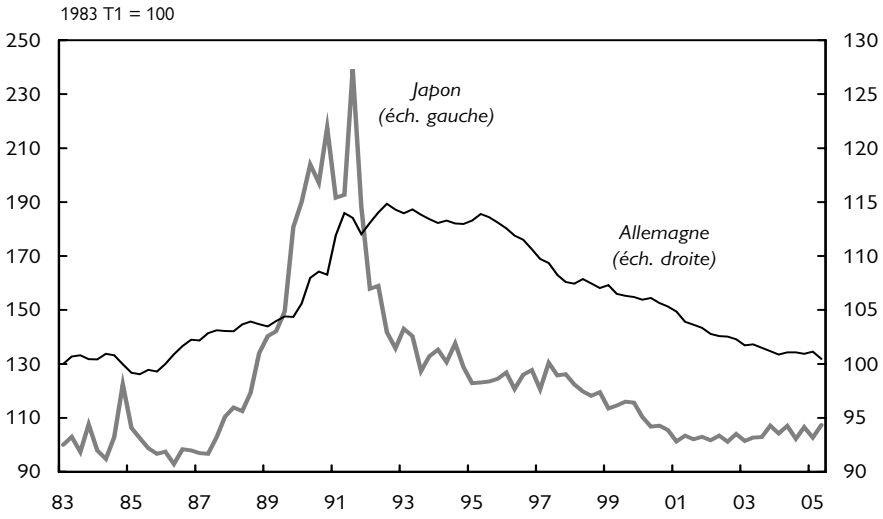
En France, le cycle précédent a été peu marqué sur l'ensemble du territoire, contrairement à Paris. Dans les deux cas, la hausse des prix observée jusqu'en 1990, a été suivie d'une correction jusqu'à la mi-1996 (d'une ampleur nettement plus marquée à Paris, du fait de la hausse passée plus importante). Les prix ont ensuite très légèrement progressé jusqu'à la mi-1998, une nette accélération intervenant ensuite, qui ne s'est pas démentie jusqu'à ce jour.

En Espagne et aux États-Unis, la croissance des prix immobiliers n'a pas non plus faibli sur la période récente. En Espagne, la progression des prix depuis le milieu de l'année 1998 a été particulièrement impressionnante, sans commune mesure avec celle pourtant déjà élevée du cycle précédent. Aux États-Unis, où les prix n'avaient pas présenté de mouvements très marqués lors du cycle précédent, la hausse des prix, initiée à la mi-1995, a surtout accéléré depuis 2003. Elle s'est poursuivie depuis lors, malgré la remontée des taux d'intérêt enclenchée à la mi-2004.

Dans un certain nombre de pays, la croissance des prix immobiliers a déjà ralenti : c'est le cas du Royaume-Uni, de l'Irlande ou des Pays-Bas. Au Royaume-Uni, le cycle précédent a été particulièrement marqué, avec l'existence généralement admise d'une bulle formée à la fin des années 1980, pour atteindre un point haut en 1989, soit plus tôt que dans la plupart des pays. Suite à l'éclatement de la bulle, les prix ont baissé jusqu'au milieu de l'année 1995. La hausse ultérieure des prix a été limitée, avant d'accélérer à partir de 2001. Avec la remontée des taux d'intérêt de 125 points de base entre novembre 2003 et août 2004, la hausse des prix a décéléré en glissement annuel depuis la fin 2004. En Irlande où le cycle précédent a été très peu marqué, la hausse récente des prix a été particulièrement élevée (+ 140 % en termes réels entre début 1997 et fin 2004). Les prix ont cependant commencé à se tasser récemment. Les Pays-Bas n'ont pas réellement connu de cycle à la fin des années 1980. Les prix du logement n'ont en effet cessé d'augmenter, alors même que dans nombre de pays ils baissaient. La croissance des prix a tout de même nettement accéléré à partir de fin 1997. Les excès des années 1990 sont apparus tôt par rapport à la plupart des pays, conduisant à un ralentissement des prix dès 2000. Les Pays-Bas sont donc un des rares pays où le secteur immobilier n'a pas amorti le ralentissement de l'activité dans la période récente.

L'inflation immobilière n'a cependant pas touché tous les grands pays développés : outre l'Allemagne, le Japon est aussi resté à l'écart du cycle haussier récent de l'immobilier (graphique 2).

2. Prix des logements corrigés de l'inflation



Sources : Global Insight, Bundesbank.

En Allemagne, en raison de la réunification, le cycle haussier dans l'immobilier s'est prolongé bien au-delà du début des années 1990, prenant fin seulement en 1995. La baisse des prix n'a pas été brutale, mais lente et régulière depuis lors. Ce n'est que depuis le début de l'année 2004 qu'on observe une stabilisation. Le surinvestissement du début des années 1990, une situation des banques moins bonne que dans la plupart des pays européens et un moindre revenu des ménages ont laissé l'Allemagne à l'écart du boom immobilier actuel. Au Japon, après la bulle de la fin des années 1980 qui a éclaté fin 1991, les prix ont chuté fortement. La baisse s'est poursuivie jusqu'à récemment, le Japon purgeant les surcapacités nées de la bulle immobilière de la fin des années 1980. Un léger mieux semble cependant se dessiner depuis la fin de l'année 2003.

2. Analyse cyclique du marché immobilier

La hausse des prix de l'immobilier a été ample depuis 1998 [2], 58 % en données corrigées de l'inflation pour la France entière [3]. Cette amplitude peut surprendre, mais au-delà de la simple comparaison du niveau actuel avec celui du point bas d'il y a sept ans, il convient de prendre la mesure réelle du phénomène pour en restituer une juste appréciation. Le marché de l'immobilier présente en effet un caractère cyclique. Dès lors, l'amplitude de la dernière vague de hausse devrait être appréciée en comparaison des précédentes.

2.1. L'anomalie du marché n'apparaît qu'en 2004

L'évolution des prix de l'immobilier peut être décomposée en une composante tendancielle, qui, pour la France entière, croît au rythme de 1,4 % l'an, et en une composante cyclique autour de la tendance (graphique 3). Depuis 40 ans, les cycles sont peu nombreux : deux points hauts, l'un en 1980, l'autre en 1991, deux points bas, en 1985 et en 1998, trois phases haussières d'accélération par rapport à la tendance, la première amorcée dans la seconde moitié des années 1970, la deuxième dans la seconde moitié des années 1980, et enfin la phase actuelle de hausse qui a débuté dans la seconde moitié des années 1990. Entrecoupée de phases de repli, l'évolution du marché présente donc des cycles de l'ordre de dix ans, hormis pendant la période antérieure à 1975 où les prix ont évolué conformément au rythme tendanciel.

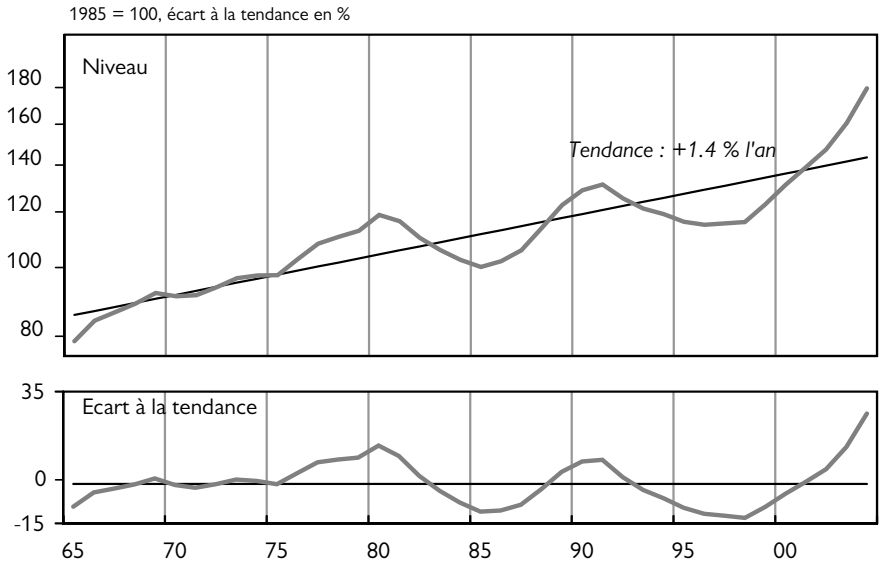
2. Nous retenons comme point bas l'année 1998 compte tenu de la très faible hausse des prix cette année-là, 0,4 %, comparée à celle de 1999, 6,2 %, qui marque véritablement le redémarrage du marché.

3. Dans la suite de l'étude, on considérera les prix réels de l'immobilier, sauf mention contraire.

La hausse des prix initiée en 1999, après un point bas nettement sous la tendance, a donc d'abord consisté en un rattrapage du niveau tendanciel, accompli après une hausse d'environ 20 % entre 1998 et 2001. Ensuite, la progression s'est poursuivie au-delà de la tendance pour d'abord dépasser le pic de 1991, 9 % au-dessus du *trend*, puis ensuite le pic de 1980, 14,5 % au-dessus du niveau tendanciel. Jusqu'en 2003, la reprise du marché n'a donc pas fait davantage que porter les prix à un niveau, en écart à la tendance, plus élevé que lors du pic de 1991, mais comparable à celui du pic de 1980. L'anomalie apparaît en 2004, avec une hausse des prix supplémentaire de 13 %, portant l'écart à la tendance à un niveau historiquement inconnu.

Un tel constat ne préjuge pas de l'existence ou non d'une bulle spéculative. Il s'agit, dans cette partie descriptive, de prendre simplement la mesure de la hausse des prix, en se référant à des points de repère historiques, et non pas de juger du caractère excessif ou non de la hausse, ce qui appelle la définition et la mise en œuvre de critères d'évaluation des prix.

3. Indice du prix des logements anciens corrigé de l'inflation : France entière



Sources : Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

2.2. Les excès à la hausse ne sont pas où l'on croit

La hausse n'a pas été uniforme sur l'ensemble du territoire français (graphiques 4 et 5). Contrairement à la précédente phase de reprise enregistrée de 1985 à 1991, l'augmentation des prix en termes réels a été la plus importante en province, 60 % entre 1998 et 2004, contre 55 % en Île-de-France. Le fait peut surprendre dans la mesure où l'on s'attendrait plutôt à ce que les poussées haussières affectent moins la province que la région parisienne, d'abord parce qu'historiquement la tendance des prix est plus forte en Île-de-France, ensuite du fait de la rareté du parc de logement qui y rend les prix plus sensibles à la demande. Ce fut d'ailleurs le cas au cours de la phase 1985-1991, avec une hausse de 67 % en Ile-de-France, contre 15 % en province.

À la différence du marché en province, le marché en Île-de-France ne fait pas apparaître de cycle sur la période 1965-1985 [4]. La seule référence dont on dispose pour apprécier la phase actuelle est donc le cycle 1985-1998. En partant du point bas de 1998, la hausse initiale de 30 % jusqu'en 2002 a donc consisté en un rattrapage du niveau tendanciel. En 2004, avec une augmentation de 19 % depuis le franchissement du *trend*, les prix en Île-de-France sont loin, en écart à la tendance, d'avoir rejoint leur précédent pic cyclique.

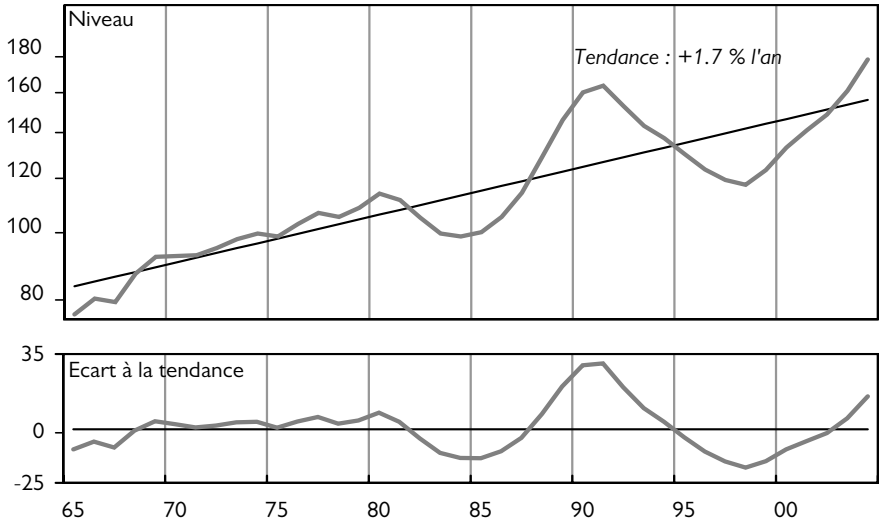
L'image rendue par les prix en province est sensiblement différente. L'évolution tendancielle est moins rapide, 1,2 % l'an, et les cycles antérieurs sont nettement différents. Après 1975, les prix ont connu une phase d'accélération par rapport à la tendance, phase inexistante en région parisienne on l'a vu, et après un point haut en 1980, s'est engagée une phase de recul accompagnée cette fois par l'indice de la région parisienne. Le cycle global qui s'est déroulé entre 1975 et 1985 a donc été exclusivement impulsé par le marché en province. Par contre, le cycle 1985-1998 a été dû principalement au marché de la région parisienne, le marché en province n'ayant enregistré qu'une fluctuation très mineure.

Ici encore, une première composante de la hausse globale de 60 % entre 1998 et 2004 est imputable au rattrapage du niveau tendanciel, soit une augmentation de 14 % entre 1998 et 2000, une seconde composante, achevée en 2003, au ralliement du précédent pic de 1980 situé 20 % au-dessus de la tendance, soit une hausse supplémentaire des prix de 25 % par rapport à 2000. Enfin, une troisième composante a conduit au dépassement du pic cyclique de 1980, avec une hausse supplémentaire de 13 % en 2004, ayant conduit l'écart à la tendance à un niveau inégalé. C'est donc bien ici que semblent localisés d'éventuels excès haussiers.

4. Un décrochage des prix par rapport au niveau tendanciel s'est produit de 1982 à 1984, mais sans que l'on puisse véritablement identifier de pic cyclique auparavant. On ne repère donc qu'un seul cycle complet, allant du point bas de 1984 au point bas de 1998.

4. Indice du prix des logements anciens corrigé de l'inflation : Île-de-France

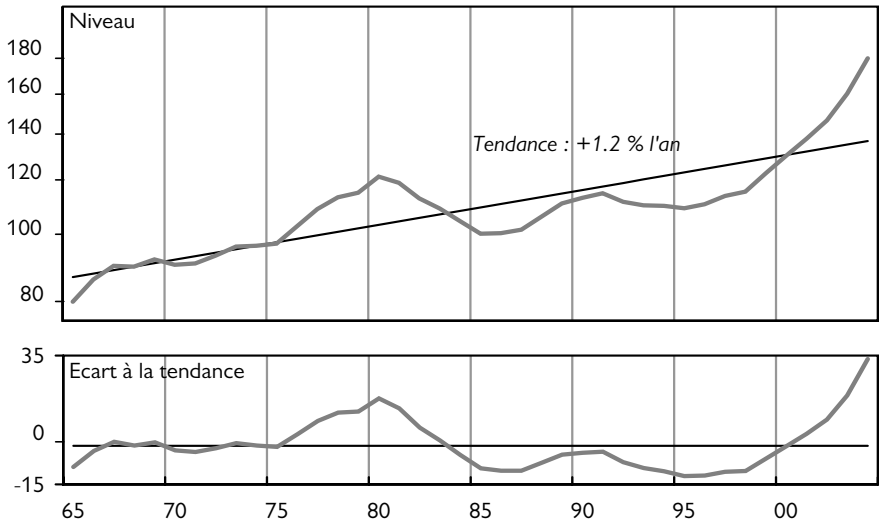
1985 = 100, écart à la tendance en %



Sources : Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

5. Indice du prix des logements anciens corrigé de l'inflation : province

1985 = 100, écart à la tendance en %



Sources : Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

3. L'immobilier comme service de logement

L'immobilier en tant qu'actif est source de rendement pour les investisseurs, mais rend aussi un service de logement aux propriétaires occupant leur habitation. Les raisons de la hausse peuvent donc être abordées sous ces deux angles. Face à une demande de logements importante, l'offre s'est révélée nettement insuffisante dans la plupart des pays. En France, les entreprises du secteur du bâtiment n'ont pu répondre à la forte demande du fait de contraintes de capacités, les mises en chantier n'ayant réellement pu accélérer qu'à partir de 2003. L'augmentation de l'offre a aussi été contrecarrée par la raréfaction du foncier, notamment en centre ville, et par la réticence de certaines communes à céder des terrains constructibles. Au Royaume-Uni, des contraintes en matière de terrain ont limité l'offre qui est restée très inférieure à la demande, malgré l'accélération récente. En Espagne, comme aux États-Unis, l'offre a en revanche été très dynamique, même si certaines réglementations en Espagne ont poussé les prix des terrains à la hausse, contribuant à la progression élevée des prix immobiliers.

Parmi les éléments ayant soutenu la demande de service de logement, l'impact de certains est aisément quantifiable (revenu, taux d'intérêt, taux de chômage). Ils sont d'ailleurs présents dans la plupart des équations estimant les prix immobiliers. Mais d'autres éléments ont aussi joué : la démographie, la demande étrangère, les avantages fiscaux ou la facilité d'endettement auprès des banques.

3.1. La démographie

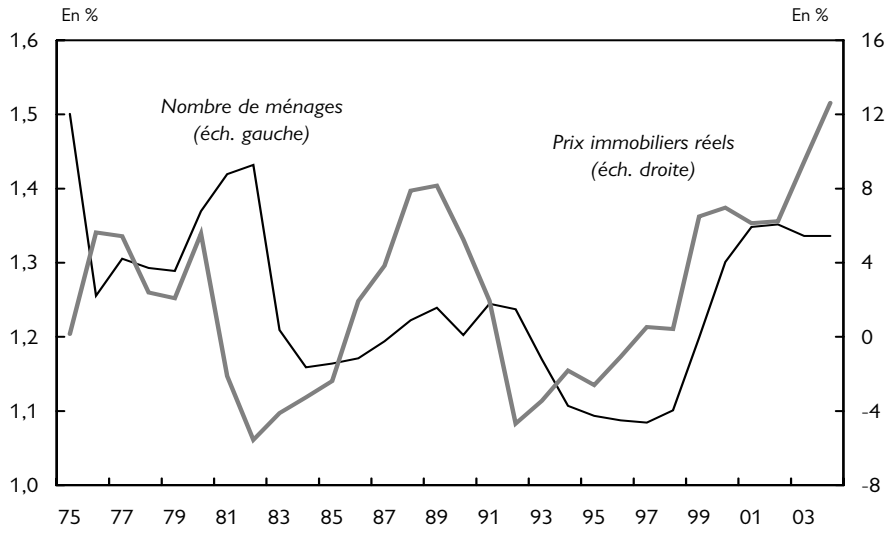
Le premier élément qui pourrait justifier de façon intrinsèque la hausse de la demande de logements est démographique : il s'agit de l'évolution du nombre de ménages. Celle-ci dépend, outre de la progression de la population, du nombre de personnes par ménage. Or, en France, la population a progressé de 0,6 % par an entre 1999 et 2004 selon le dernier recensement réalisé par l'INSEE, contre 0,4 % entre 1975 et 1999, en raison de l'accélération du nombre de naissances principalement. Par ailleurs, le nombre de personnes par ménage a continué de baisser tendanciellement : d'une part, en raison de la baisse du nombre d'enfants par famille et du développement des familles monoparentales, et surtout à cause du vieillissement de la population et de l'autonomie plus grande des personnes âgées. Le vieillissement explique les 4/5 de la réduction du nombre de personnes par ménage, les ménages de personnes âgées comprenant un nombre de personnes plus faible que la moyenne des ménages. Entre 1999 (date du précédent recensement) et 2004, le nombre moyen d'occupants d'un logement a ainsi baissé de 0,8 % par an et la part de personnes vivant seules est passée de 12,6 % à 14 %. De ce fait, le nombre de ménages augmente

plus vite que la population : le nombre de ménages a augmenté de 1,2 % par an entre 1975 et 1999, alors que dans le même temps la population progressait de 0,4 %. Récemment, la progression du nombre de ménages s'est accélérée, passant de 1,1 % en 1997 à 1,3 % en moyenne entre 1999 et 2004. La conjugaison d'une population croissant plus vite récemment et d'une augmentation toujours nette du nombre de ménages rapporté à la population a poussé la demande à la hausse et donc les prix immobiliers (graphique 6).

Dans la plupart des pays, le nombre de ménages a récemment progressé rapidement, en raison soit de la diminution plus tardive du nombre de personnes par ménage (comme en Irlande ou en Espagne), soit du fait du vieillissement de la population (cas de la plupart des pays développés) ou d'une immigration élevée (comme aux États-Unis ou en Espagne).

Finalement, les éléments démographiques décrits ci-dessus ont incontestablement été un facteur de soutien de la demande, mais ils sont intervenus surtout à partir de 1999, soit un peu après le début de la reprise dans ce secteur. Ils n'ont donc pas été en tant que tels initiateurs du boom immobilier, mais ils l'ont au moins entretenu.

6. Taux de croissance du nombre de ménages et des prix immobiliers réels



Sources : Jacques Friggit (CGPC), INSEE.

3.2. Le revenu et le taux de chômage

Le fait que des éléments démographiques jouent positivement sur la demande de logements ne signifie pas que cette dernière se réalise finalement. Pour cela, il faut que la croissance du revenu des ménages soit forte, de manière à les rendre solvables. Or le retour de la croissance dans la deuxième moitié des années 1990 a engendré des revenus dynamiques.

Les créations d'emplois élevées 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. En effet, la baisse de l'incertitude relative aux revenus futurs réduit la nécessité de se constituer une épargne de précaution et rend plus supportable le remboursement d'un endettement important.

Depuis 2002, avec le ralentissement économique, le revenu des ménages a crû moins vite dans la plupart des pays. Certains font cependant exception, comme l'Espagne, dont la croissance du pouvoir d'achat des ménages a été supérieure entre 2002 et 2004 à celle observée entre 1997 et 2001 (+ 3,2 %, après + 2,9 %), l'emploi et les salaires étant restés dynamiques. La décélération du revenu a été plus ou moins importante dans les autres pays : faible au Royaume-Uni où l'activité est restée relativement dynamique et aux États-Unis où les ménages ont bénéficié de baisses d'impôts importantes, plus élevée en France où l'emploi s'est contracté et où la politique budgétaire a été peu expansionniste. En 2004, avec la reprise de l'activité et l'accélération du revenu, le décalage entre la croissance des prix immobiliers et celle du revenu s'est réduit.

1. Évolution du taux de chômage et du revenu disponible de 1997 à 2001

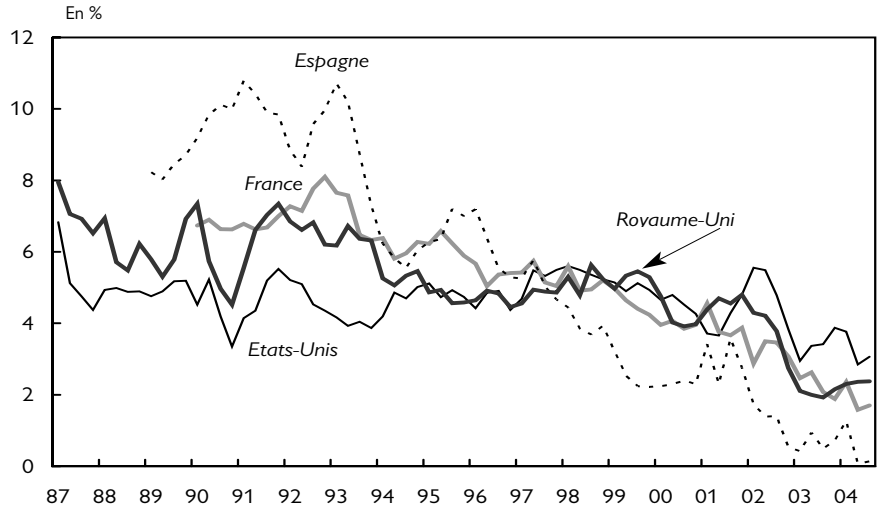
	Taux de chômage (en points)	Pouvoir d'achat du RDB (croissance moyenne annuelle en %)
France	– 3,4	2,7
Espagne	– 6,3	2,9
Royaume-Uni	– 1,8	3,2
Etats-Unis*	– 1,0	3,7

* 1997-2000 pour les Etats-Unis.
Sources : instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

3.3. Les taux d'intérêt et le comportement des banques

Au cours des années 1990, des éléments structurels ont poussé à la baisse les taux d'intérêt : la désinflation tout d'abord, la convergence des taux européens vers les taux allemands dans la perspective de l'entrée dans la zone euro ensuite. Cet alignement au sein de la zone euro a entraîné une forte baisse des taux courts entre 1996 et 1999, en particulier dans les pays où l'inflation était toujours forte au début des années 1990, comme l'Espagne ou l'Irlande. Cet effet a été moindre en France, mais il n'a pas été négligeable cependant. Ce mouvement s'est ensuite répercuté sur les taux hypothécaires (graphique 7).

7. Taux d'intérêt hypothécaires réels



Sources : Banques centrales nationales, OCDE.

Avec le retour de la croissance et des revenus en 1997, la diminution des taux d'intérêt a peu à peu gonflé la demande de logements et donc de crédits. L'assouplissement des politiques monétaires face au ralentissement économique à partir de 2001 a cette fois concerné quasiment tous les pays industrialisés.

En Espagne, au Royaume-Uni et en Irlande, 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, 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.

En France, aux États-Unis et aux Pays-Bas, les ménages s'endettent principalement à taux fixe, ces derniers suivant plutôt l'évolution des taux longs. Or, la baisse des taux courts dans un contexte de faible inflation et d'aversion au risque s'est répercutée sur les taux longs. Les ménages ont donc aussi bénéficié largement de l'assouplissement de la politique monétaire dans ces pays.

Si, dans la période récente, la part des nouveaux crédits à taux variables a eu tendance à augmenter, les banques proposant des taux très attractifs, la hiérarchie des pays au sein de la zone euro n'a pas été modifiée : les prêts à taux variables restent plus largement répandus en Italie et en Espagne, faiblement diffusés en Allemagne (tableau 2). La France est dans une position intermédiaire, avec un peu plus d'un tiers des nouveaux crédits contractés à taux variable.

2. Part des crédits immobiliers nouveaux à taux variable

En % du total des crédits	Mars 2003	Février 2005
Zone euro	45,2	58,4
Allemagne	14,5	16,8
Espagne	82,0	93,3
France	23,4	36,5
Italie	75,6	85,8

Source : Banque de France.

À la demande accrue de crédits a répondu une offre plus abondante de la part des banques. En effet, le processus de désendettement des entreprises depuis 2000 a avivé la concurrence entre les banques pour capter le marché hypothécaire. Les prêts immobiliers ont été d'autant plus accordés à des conditions avantageuses par les banques, même si cette activité ne donne pas lieu à des marges importantes, qu'elle leur permet de capter de nouveaux clients et de les fidéliser, les marges étant ensuite réalisées sur d'autres opérations. De plus, la titrisation des crédits hypothécaires, en permettant aux banques de faire supporter le risque de défaut par des tiers, a incité les banques à prêter davantage (encadré). En rendant plus liquides les prêts hypothécaires et en abaissant leur coût pour les banques, ce mécanisme a bénéficié aux ménages sous forme d'assouplissement des conditions de prêts et de baisse des différents frais afférents.

Exposition des banques au risque

La hausse du taux d'endettement des ménages et le développement des emprunts à taux variables posent la question d'une exposition accrue des banques au risque. En effet, l'impact négatif d'une hausse des taux d'intérêt ou du ralentissement du revenu des ménages sur leur situation financière, tout comme sur leur taux de défaut, serait alors amplifié. Ceci se répercuterait ensuite de façon importante sur les banques : si les ménages ne peuvent plus faire face à leurs remboursements, les banques, même en saisissant le bien immobilier qui sert de garantie et en le vendant aux conditions du marché, peuvent ne pas rentrer dans leurs frais, notamment si les prix ont beaucoup chuté. Si leur rentabilité est affectée de façon importante, ceci peut nuire à la distribution future des crédits et plomber un peu plus l'activité économique.

Or, il semble bien que l'exposition des banques au risque de défaut des ménages n'ait jamais été aussi faible. D'abord, si les emprunts à taux variables sont de plus en plus nombreux en France, en 2004, ils n'ont représenté que 30 % des nouveaux crédits et 20 % des encours de crédits selon les données de la Banque de France. Par ailleurs, ils sont souvent « capés » (dans 86 % des cas en 2004), c'est-à-dire que la hausse des taux est plafonnée, avec une limite supérieure souvent égale à 2 points de pourcentage au-dessus du taux initial. Il existe aussi des emprunts à taux variables dont les mensualités sont fixes : la hausse des taux ne se traduit pas par une augmentation des mensualités mais par un allongement de la durée des prêts (cas de 5 % des emprunts à taux variables en 2004). Il reste donc une faible proportion d'emprunts à taux variables « purs ». Enfin, les banques ont la possibilité de se protéger en transférant le risque de crédit à d'autres acteurs grâce à la titrisation : transformée en titres, la dette hypothécaire d'un ensemble de ménages peut être cédée à d'autres agents sur les marchés financiers. Étant donnés le développement de techniques plus performantes de gestion des prêts hypothécaires et la volonté des investisseurs de diversifier leur portefeuille, la titrisation des actifs hypothécaires a pris de plus en plus d'importance récemment. Si ce mécanisme est encore peu développé en France, ce n'est pas le cas aux États-Unis où les crédits hypothécaires sont principalement détenus par deux grandes agences fédérales et par des fonds de pension, si bien que le risque est *in fine* supporté par les ménages américains. La titrisation occupe aussi une large place en Espagne, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

La faiblesse des taux d'intérêt conjuguée à l'allongement de la durée d'emprunt ont augmenté la capacité d'emprunt des ménages, leur permettant de continuer d'alimenter la demande de logements, malgré le ralentissement économique et la progression des prix immobiliers. D'après les chiffres de la FNAIM, la durée des prêts immobiliers accordés aux ménages est ainsi passée de 12,3 années en moyenne en 1995 à 15,9 années en 2004. Ce mécanisme a aussi joué dans d'autres pays, comme en Espagne. De plus, compte tenu de la forte hausse des prix, la part de l'apport personnel tend à diminuer. Selon les données de la Banque de France, l'apport personnel représentait 21,7 % du montant de l'acquisition en 2004, contre 26,3 % en 2000 (tableau 3).

3. Taux d'apport personnel

En % du montant emprunté	2000	2001	2002	2003	2004
France	26,3	24,7	23,8	22,3	21,7

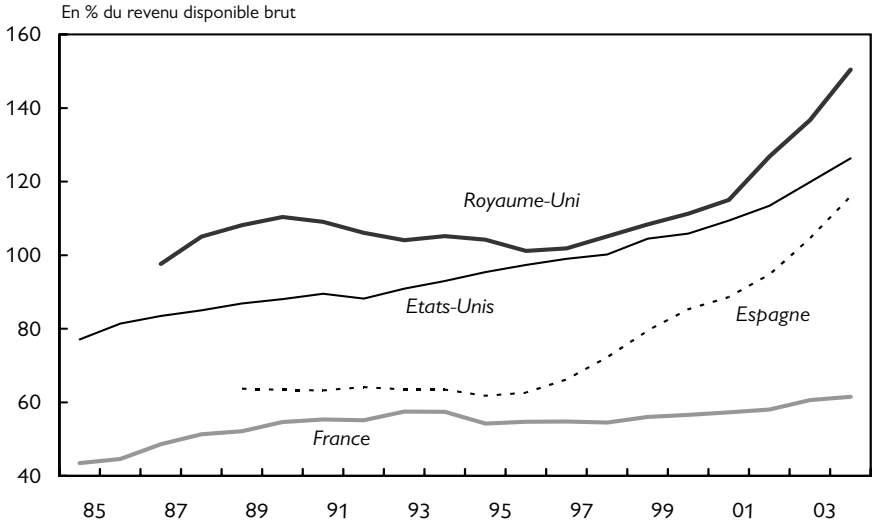
Source : Banque de France.

Selon les données de la FNAIM, la solvabilité des ménages, qui s'était améliorée jusqu'en 1999, s'est ensuite dégradée en raison de la forte hausse des prix. Les conditions d'emprunt favorables ont permis une légère amélioration en 2002, avant une nouvelle dégradation en 2003 puis 2004, les conditions financières ne compensant plus la progression élevée des prix.

Étant donnés tous ces éléments, 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 encore 18 % en Espagne, 15 % au Royaume-Uni, 12 % aux États-Unis et 8 % en France. La croissance élevée des crédits, associée à celle du revenu, a soutenu la demande en logements et favorisé 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. Le taux d'endettement des ménages a donc fortement augmenté. Il est aujourd'hui élevé dans la plupart des pays, à l'exception notable de la France où il est resté modéré (graphique 8). En Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'endettement total des ménages dépasse désormais le revenu disponible brut annuel.

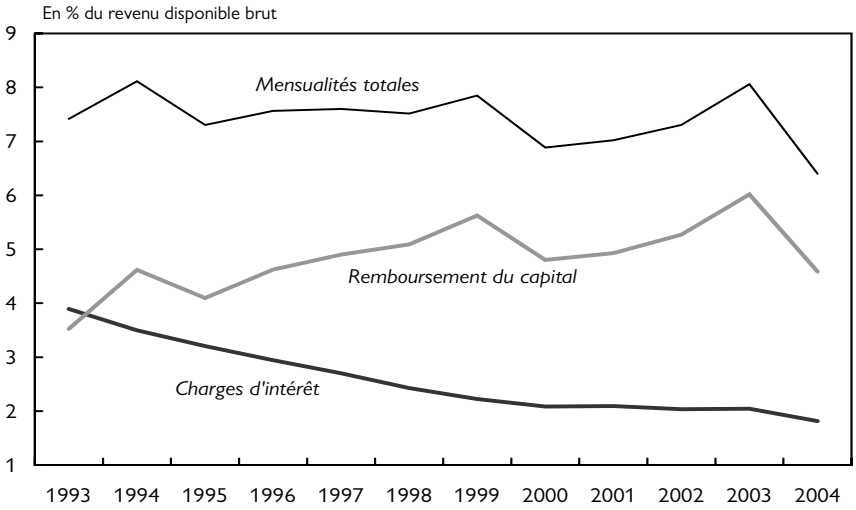
Cependant, dans la plupart des pays, l'augmentation du taux d'endettement ne s'est que peu traduite dans les mensualités totales (charges d'intérêt et remboursement du capital). En France, elles sont restées comprises entre 7 et 8 % du revenu entre 1993 et 2003, reflétant tant la baisse de la charge d'intérêt que l'impact de l'allongement de la durée des prêts sur le remboursement du capital chaque année (graphique 9). En 2004, la part du remboursement du capital a même diminué (à 6,4 % du revenu).

8. Taux d'endettement des ménages



Sources : Banques centrales nationales, comptes nationaux, calculs OFCE.

9. Mensualités des ménages relatives à l'immobilier



Source : Banque de France.

Au vu de l'évolution des principaux fondamentaux des prix immobiliers (revenu, chômage et taux d'intérêt) déjà cités ci-dessus, et avant même l'étude des autres éléments intervenant dans la demande de logements, des constats différents peuvent être dressés selon les pays (tableau 4).

Aux États-Unis, la progression des prix ne semble pas déraisonnable, au vu de la croissance élevée du revenu et de la baisse des taux d'intérêt, malgré la légère remontée du taux de chômage (à 5,5 % en 2004). Au Royaume-Uni, la croissance des prix a été nettement plus forte qu'aux États-Unis, avec une croissance du revenu et une diminution des taux d'intérêt proches, ne justifiant pas une telle hausse des prix et ce, malgré la baisse du taux de chômage (à 4,6 % en 2004). En Espagne, la progression du revenu a aussi été élevée et la baisse des taux d'intérêt et du taux de chômage particulièrement importante, ce dernier atteignant 10,8 % en 2004 (contre 17 % en 1997). La croissance des prix paraît tout de même déconnectée de l'évolution de ses principaux fondamentaux, même si c'est dans une moindre mesure qu'au Royaume-Uni. Enfin, en France, la hausse des prix a certes été inférieure à celle observée en Espagne et au Royaume-Uni, mais l'évolution du revenu a été plus faible. Les ménages ont cependant bénéficié d'une diminution du taux de chômage (à 9,7 % en 2004) et de baisses de taux d'intérêt assez nettes, intermédiaires entre celles constatées dans les pays anglo-saxons et en Espagne.

4. Évolution des prix immobiliers réels, du revenu réel, du taux de chômage et des taux hypothécaires réels entre 1997 et 2004

Évolution entre 1997 et 2004	France	Royaume-Uni	États-Unis	Espagne
Prix immobiliers réels (*Taux de croissance annuel moyen, en %*)	7	10	4	11
Revenu réel (*Taux de croissance annuel moyen, en %*)	2,3	2,9	3,5	3,1
Taux de chômage *(Différence en point)*	– 1,9	– 2,2	0,6	– 6,2
Taux d'intérêt hypothécaire réel (*Différence en point*)	– 3,5	– 2,5	– 2,3	– 4,8

Sources : banques centrales, instituts de statistiques nationaux, Halifax, National Association of Realtors, Ministerio de vivienda.

3.4. Les aides publiques et fiscales

Les avantages fiscaux et les aides publiques exercent une incitation non négligeable à l'accession à la propriété au détriment de la location dans beaucoup de pays. Selon une étude de l'OCDE (Van Den Noord, 2003), les avantages fiscaux (déductibilité du revenu imposable d'une partie des charges d'intérêt ou crédit d'impôt) avaient le même effet en 1999 qu'une réduction des taux hypothécaires de 2 points aux Pays-Bas, de quasiment 1 point en Irlande et en Espagne (malgré la réduction des avantages fiscaux au cours de la seconde moitié des années 1990) et d'un demi-point en Italie. En Allemagne et en France, ce mécanisme n'est pas ou plus appliqué. Les ménages français bénéficient cependant d'autres avantages, comme la réduction récente des droits de mutation ou l'amortissement accéléré des frais d'acquisition pour les acquisitions dans le neuf dans un but locatif (lois Périssol, Besson et Robien). Ces dernières mesures, qui ont connu une montée en puissance depuis 1999, poussent certes dans un premier temps les prix à la hausse (du fait de l'augmentation du prix du foncier), mais à terme elles permettent d'apaiser les tensions sur le marché du fait de l'augmentation de l'offre locative.

Les ménages modestes primo-accédants peuvent aussi bénéficier depuis 1995 d'un prêt à taux zéro (PTZ) sur une partie de leur emprunt (jusqu'à 20 % de l'acquisition, ou 20 % du plafond si le coût d'acquisition dépasse le plafond) s'ils achètent dans le neuf (et aussi dans l'ancien depuis le 1er février 2005). Selon une étude de l'INSEE (Daubresse, 2003), bénéficier d'un prêt à taux zéro permet donc d'abaisser de 1,2 point en moyenne le taux d'intérêt, ce qui s'ajoute à la baisse des taux d'intérêt hypothécaires observée dans la deuxième moitié des années 1990. Entre début 1998 et début 2002, 334 000 ménages ont bénéficié d'un prêt à taux zéro (soit 18 % des accédants récents). En 2002, les accédants récents bénéficiant d'un prêt aidé (prêt à taux zéro, prêt d'accession sociale ou prêt conventionné) ont représenté 31 % des accédants récents.

Ces mesures, associées à la baisse des taux d'intérêt, ont sans nul doute permis à un certain nombre de ménages modestes de rester solvables et d'alimenter ainsi la demande malgré la forte progression des prix. Cependant, les contraintes associées à l'obtention d'un PTZ réduisent la portée de ce dispositif au fur et à mesure que les prix montent. En premier lieu, la quotité de financement d'une acquisition, c'est-à-dire le montant prêté à taux zéro rapporté au coût de l'opération, tend à diminuer du fait de l'existence d'un plafond. Ensuite, les ménages éligibles au PTZ ne peuvent emprunter sur des durées aussi longues que les autres ménages.

Ce dispositif paraît donc insuffisant aujourd'hui pour démocratiser réellement l'accession à la propriété dans un contexte de forte hausse

des prix. D'ailleurs, parmi les ménages ayant récemment acheté un logement (pour la première fois ou après avoir revendu un logement), les ménages ayant des revenus élevés sont nettement majoritaires. Ainsi, selon l'INSEE (Daubresse, 2003), en 2002 comme en 1996, environ 75 % des accédants se situaient dans la moitié supérieure de la distribution des niveaux de vie. Par conséquent, le nombre élevé de transactions sur le marché immobilier est de moins en moins le fait d'achats effectués par les primo-accédants. En effet, malgré la baisse des taux, leur part dans l'ensemble des accédants à la propriété a diminué, passant de 76 % en 1998 à 59 % en 2003 selon les données de la FNAIM. À Paris, ce ratio a atteint seulement 32 % en 2003. Les primo-accédants se voient peu à peu évincés du marché immobilier au profit d'acheteurs dotés d'un apport personnel élevé, généralement du fait d'une revente préalable d'un logement. Ceci est cohérent avec le fait que la part des ménages français endettés dans l'immobilier a légèrement diminué depuis 1997. Selon l'Observatoire de l'endettement des ménages (Mouillart, 2005), elle a atteint 29 % en 2004 (graphique 10). Or, comme la hausse du taux d'endettement s'est poursuivie, ce dernier est donc concentré sur un nombre restreint de ménages plus aisés qui peuvent se permettre d'emprunter plus.

3.5. La demande étrangère et la constitution d'un patrimoine

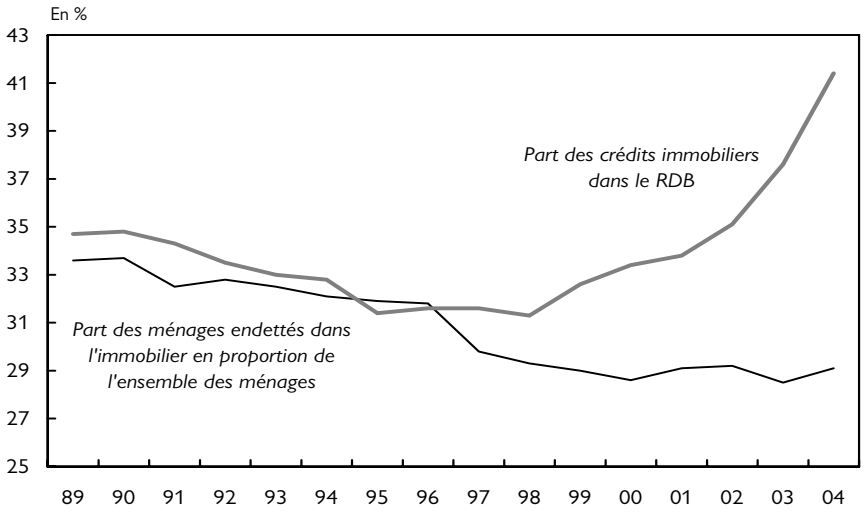
Un autre élément ayant soutenu la demande est celle émanant des non résidents. Les données de la Banque de France, issues de la balance des paiements, concernent l'investissement immobilier global, à savoir non seulement le logement, mais aussi les bureaux et les usines. Elles peuvent cependant être jugées relativement représentatives du seul investissement résidentiel. En France, les investissements immobiliers étrangers ont ainsi représenté 0,6 point de PIB en 2003, après 0,3 point en 2000 et 0,1 point en 1990, signe d'une nette montée en puissance (Moec, 2004). C'est le cas aussi dans d'autres pays, l'exemple le plus flagrant étant l'Espagne : selon les données de la Banque d'Espagne, l'investissement immobilier étranger est passé de 0,2 point de PIB en 1994 à 0,9 point en 2003 et 2004 (avec une nette accélération à partir de 1997). Cette demande, qui émane principalement de touristes britanniques et allemands désireux de posséder une résidence secondaire sur les côtes espagnoles, commence cependant à plafonner.

Des éléments très divers peuvent pousser les ménages à se constituer un patrimoine immobilier. Une idée souvent avancée est la suivante : face à l'incertitude générale, et en particulier concernant les retraites, la possession d'un logement pour l'avenir apparaît sécurisante pour les ménages (plutôt que le paiement d'un loyer pendant des années). Cet argument serait renforcé par la hausse des loyers qui détourne une partie de la demande locative vers une demande d'achat.

La faiblesse de l'offre locative et le bas niveau des taux d'intérêt poussent les locataires à devenir propriétaires. La hausse des prix immobiliers est en effet en partie compensée par la baisse des taux, alors que la hausse des loyers pèse sur les dépenses des ménages sans contrepartie.

Un autre élément qui aurait pu jouer semble à écarter : il s'agit du krach boursier, qui aurait détourné les ménages du marché boursier en les incitant à se constituer un patrimoine immobilier plutôt que financier. Or, la part des ménages investissant en Bourse est faible. De plus, ces ménages, s'ils ont réalisé des moins-values importantes sur le marché boursier, ont moins d'argent à investir. Enfin, il existe maintenant des produits de couverture contre le risque auxquels les ménages ont largement accès (du type SICAV monétaires). L'investissement immobilier tend en outre à perdre de son importance, du fait de la stabilisation de l'inflation à un bas niveau qui ne justifie plus de se prémunir autant que dans les années 1980 de l'érosion monétaire des placements.

10. Endettement immobilier des ménages



Source : Observatoire de l'endettement.

3.6. Principales conclusions des études existantes

De nombreuses études empiriques ont récemment été menées, à l'aide de modèles structurels. Il s'agissait généralement de relier les prix immobiliers aux prix passés et aux différents facteurs cités précédemment (à savoir principalement le revenu des ménages et les taux d'intérêt), pour tester l'hypothèse d'existence d'une bulle immobilière dans les pays où les prix ont fortement augmenté.

Des études nationales existantes, quelques conclusions peuvent être tirées :

En ce qui concerne la France, les principaux résultats aboutissent à l'absence de bulle immobilière. Par exemple, selon l'INSEE (Bessone et Boissinot, 2005), il n'y aurait pas aujourd'hui de bulle immobilière ni de surinvestissement contrairement au début des années 1990. Il faut cependant préciser que ces estimations concernent Paris uniquement. Les études de la Banque de France (Moec, 2004), même si elles soulignent les risques de la poursuite d'une progression élevée des prix, rejettent aussi l'hypothèse de bulle.

Au Royaume-Uni, selon le NIESR (National Institute of Economic and Social Research), les prix des logements étaient supérieurs de 30 % au prix d'équilibre à la mi-2004. Depuis, la progression des prix a certes ralenti en rythme annuel, mais sans être pour l'instant suffisante pour que les prix retrouvent leur tendance de long terme.

Aux États-Unis, selon une étude de la Federal Reserve Bank of New York (Mc Carthy et Peach, 2004), les prix du logement n'étaient pas surévalués à la fin de l'année 2003, la baisse des taux et la croissance du revenu justifiant complètement leur niveau. Cependant, la hausse des prix s'étant poursuivie depuis lors, l'apparition d'une bulle n'est pas à exclure.

En Espagne, selon la banque d'Espagne (Martinez et Maza, 2003), en 2002, la surévaluation des prix était de l'ordre de 8 à 17 %. La progression des prix étant toujours élevée, cette surévaluation n'a pu que s'amplifier, aucun changement majeur n'étant intervenu sur les déterminants fondamentaux.

Enfin, dans une étude parue en septembre 2004 et menée sur un certain nombre de pays industrialisés, le FMI aboutissait à la conclusion que les logements étaient surévalués au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne de 10 à 20 % par rapport à leur valeur d'équilibre. En ce qui concerne la France, cette étude faisait aussi état d'une légère surévaluation. Pour les États-Unis, les prix paraissaient en ligne avec leurs déterminants.

4. L'immobilier comme actif

L'immobilier est demandé comme service de logement. Mais ce service est issu d'un « bien capital », qui en tant que tel est affecté d'un rendement. Ce rendement est aisément identifiable pour les propriétaires-bailleurs : il s'agit du loyer versé par le locataire au propriétaire, qui rapporté à la valeur du bien, définit le taux de rendement locatif. Pour les propriétaires qui occupent leur logement, le loyer qui,

de fait, n'est pas payé à un bailleur, constitue un rendement implicite [5]. Un ménage bailleur ou occupant ne s'engagera donc dans un investissement immobilier que si le loyer est suffisant pour procurer un rendement attractif à l'opération en comparaison de celui des autres placements, les actions et les obligations.

4.1. Le rendement locatif de l'immobilier de logement

Le rendement d'un actif dépend de son prix et du revenu qu'il engendre pour son possesseur. Après plusieurs années de forte hausse des prix, on peut s'interroger sur une éventuelle surévaluation de l'immobilier, qui se traduirait par une baisse des rendements, d'abord en comparaison des valorisations atteintes lors des cycles passés puis par rapport au rendement des autres actifs, les obligations et les actions [6].

Comme on pouvait s'y attendre, la hausse des prix a fait nettement baisser le rendement de l'immobilier depuis le point haut atteint en 1999 à 4,3 % [7] (graphique 11). Après avoir rejoint un plancher en 2003 à 2,9 %, établi lors des derniers pics cycliques du marché en 1980 et en 1991, le rendement a enregistré en 2004 un plus bas historique à 2,4 %, conséquence de la hausse des prix qui s'est poursuivie cette année-là. L'anomalie de 2004, déjà relevée au cours de l'analyse cyclique à l'échelle du territoire français, réapparaît ici sous un autre angle. De ce point de vue, il est instructif de distinguer les évolutions des rendements dans la France entière de celles observées à Paris [8], où le point bas enregistré en 1991 à 1,5 % est loin d'avoir été rejoint, puisqu'en 2004 le rendement locatif du logement s'établissait à 2,2 %, un niveau un peu inférieur à celui de la France entière. L'anomalie des rendements

5. L'investisseur qui dispose d'un capital peut choisir d'occuper un logement en tant que locataire et placer sur d'autres actifs son capital si le loyer payé est jugé suffisamment faible par rapport au gain des autres placements. Un tel arbitrage est aussi mené en terme de rendement : des loyers faibles, donc un rendement de l'immobilier faible, inciteront les investisseurs à louer leur logement et à placer leur capital sur les autres classes d'actifs, le cas échéant plus rémunératrices. La différence des rendements doit toutefois être suffisamment importante pour rendre l'opération rentable.

6. Le rendement de l'immobilier de logement ou des actions est par nature réel car le revenu qu'ils engendrent est réévaluable chaque année en fonction de l'inflation, ce qui n'est pas le cas pour les obligations non indexées dont l'intérêt servi reste inchangé sur toute la période de détention.

7. Le rendement de l'immobilier de logement a été calculé en compilant pour l'année 2003 diverses sources relatives, d'un côté au loyer annuel moyen par m^2, et, de l'autre, au prix moyen observé à l'achat sur la même période. Il s'agit bien d'une approximation du rendement locatif, vraisemblable toutefois. Les séries historiques ont ensuite été reconstituées sur cette base au moyen des indices de loyer et de prix des logements établis sur longue période par J. Friggit. Par convention, le rendement locatif de l'immobilier a été dégrevé de 2 % correspondant à la dépréciation du capital. Ce taux de dépréciation est très voisin de celui issu des comptes de patrimoine de l'INSEE, de l'ordre de 2 % également.

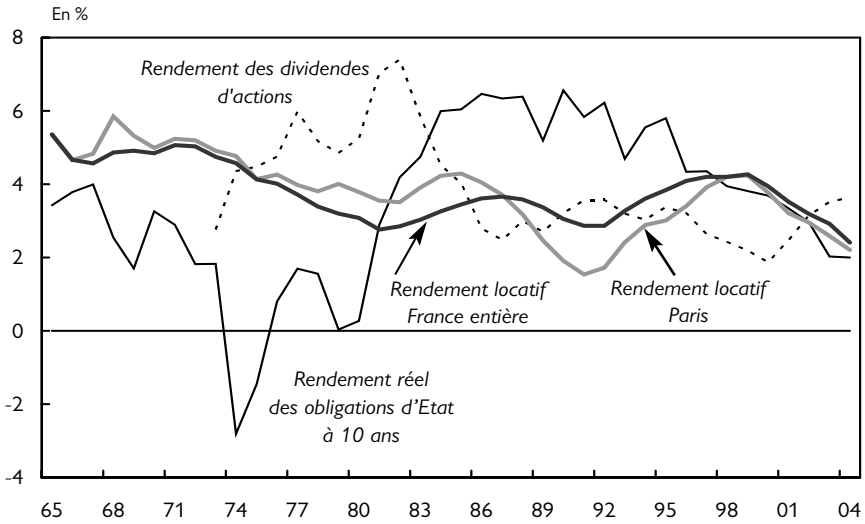
8. Les indices de loyer sur longue période ne sont disponibles que pour Paris. Le champ couvert par l'analyse des rendements est donc limité à Paris, à la différence de l'analyse cyclique qui concernait l'agglomération parisienne.

en 2004 ne touche donc finalement que la province, à la réserve près que le rendement de l'agglomération parisienne, hors Paris, n'est pas connu [9]. Si bulle il y a, elle ne concerne pas la région parisienne, ce qui avait déjà été pressenti par l'analyse cyclique.

La baisse des rendements de l'immobilier de logement résulte de la hausse des prix, elle-même liée à la forte baisse des taux d'intérêt sur la période, qui en termes réels ont retrouvé des niveaux comparables à ceux d'il y a 25 ans. La baisse des taux d'intérêt, couplée à l'allongement de la durée des prêts accordés par les banques, a solvabilisé la demande dans un contexte de prix élevés et a permis d'entretenir leur hausse. En ce qui concerne l'investissement locatif, la baisse des taux a rendu moins attractifs les placements obligataires, encourageant le déplacement de l'épargne vers l'immobilier, devenu autant rémunérateur.

Dans le même temps, les excès de valorisation des marchés boursiers avaient conduit, en 2000, le rendement effectif [10] des actions

11. Comparaison du rendement de l'immobilier, des actions et des taux d'intérêt longs réels



Sources : FNAIM, Chambre des Notaires de Paris, Observatoire des Loyers de la Région Parisienne, Datastream, Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

9. La banlieue parisienne n'a pas un comportement en termes de prix fondamentalement différent de celui de Paris. Tout au plus les fluctuations de prix en banlieue sont-elles moins prononcées qu'à Paris. Historiquement, elles n'expliquent pas le décalage des évolutions entre la région parisienne et la France entière, et *a fortiori*, le décalage des rendements en 2004.

10. Le rendement effectif rapporte le dividende au cours de l'action. C'est bien ce qui est directement perçu par l'investisseur. Ce concept est différent de l'inverse du *price earning ratio*, qui rapporte le bénéfice par action à son cours, que ce bénéfice soit distribué ou non. Dans ce cas, les bénéfices représentent une augmentation de la valeur de l'entreprise qui normalement donne lieu à un ajustement des cours à la hausse. Ici les investisseurs profitent des bénéfices sous forme de plus-values en capital.

à un minimum depuis l'origine de l'indice (1973). Le redressement des rendements boursiers, lié à la chute du cours des actions entre 2000 et 2003, s'est fait au prix d'une crise des marchés sans précédent qui en retour a profité à l'immobilier. Ce balancement n'est d'ailleurs pas circonscrit à la première moitié des années 2000 : historiquement, les fluctuations des rendements boursiers coïncident avec des fluctuations de sens contraire des rendements de l'immobilier. Baisse des taux et des rendements boursiers à des niveaux historiquement bas ont donc drainé l'épargne vers l'immobilier, dont les rendements étaient historiquement élevés à l'orée du nouveau siècle.

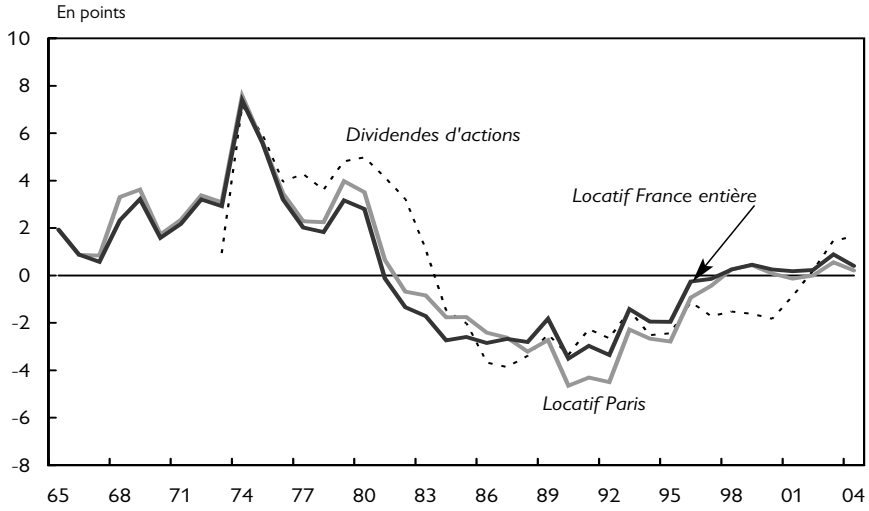
Ces ajustements sont-ils appelés à durer, et donc à maintenir les flux d'épargne vers l'immobilier, empêchant le reflux des prix et le redressement des rendements, ou au contraire le processus est-il arrivé à son terme ? La réponse à cette question ne se trouve pas dans l'examen d'une hausse des prix de l'immobilier à deux chiffres que l'on pourrait, pour cette raison, sommairement juger comme excessive, mais bien dans la comparaison des rendements des différents actifs.

La mesure de la différence des rendements peut être prise en calculant les écarts de rendement entre les placements non obligataires avec le taux d'intérêt long réel (graphique 12). Même si la hausse des prix a été suffisamment ample depuis le point bas de 1998 pour entraîner un recul du rendement de l'immobilier de près de 2 points, relativement au rendement des obligations, elle n'a pas été excessive. De fait, la baisse du rendement de l'immobilier a accompagné dans la même mesure le recul des taux d'intérêt, de l'ordre de 2 points lui aussi sur la même période. Au total, par rapport aux placements obligataires, l'immobilier dégage un rendement supplémentaire, modeste certes, mais d'une remarquable tenue eu égard à la non moins remarquable montée des prix depuis 6 ans [11].

Le rendement relatif à Paris n'est pas fondamentalement différent de celui de la France entière dans la période récente. La hausse des prix à Paris n'a pas été suffisante pour dégrader la profitabilité relative de l'investissement immobilier comme dans la seconde moitié des années 1980. On y voit ici une confirmation supplémentaire de ce que l'on avait déjà mis en évidence lors des analyses historiques : la hausse des prix sur le marché parisien paraît bien ne pas relever du phénomène de bulle spéculative dès lors qu'elle est justifiée par le maintien des rendements.

11. On se gardera de toute extrapolation sur le niveau absolu de grandeurs calculées ici à titre indicatif. On a déjà souligné le caractère approximatif du calcul du rendement de l'immobilier, en particulier pour l'année de base, qui détermine le niveau moyen des séries sur l'ensemble de la période. De plus, le benchmark retenu pour apprécier le rendement relatif des investissements non obligataires, le taux des obligations d'État à 10 ans, est conventionnel en ce qu'il suppose un horizon de temps identique pour tous les investisseurs, ce qui est une simplification. Or, un investisseur qui aurait un horizon de temps inférieur à 10 ans devrait logiquement étalonner les rendements des différents actifs sur des taux à échéance plus courte. Plus que d'analyser les niveaux absolus, il convient ici d'examiner les évolutions.

12. Écart entre le rendement des placements non obligataires et le rendement réel des obligations d'État à 10 ans



Sources : FNAIM, Chambre des Notaires de Paris, Observatoire des Loyers de la Région Parisienne, Datastream, Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

L'information nouvelle émanant de l'analyse des écarts de rendement est que la hausse des prix pour la France entière, et par déduction pour la province, dont on a vu qu'historiquement elle aurait pu relever d'une anomalie au vu des niveaux atteints, n'a rien à voir avec un phénomène de bulle spéculative, mais est aussi justifiée par le maintien des rendements relatifs.

Un retour sur les évolutions passées permet finalement de mettre en exergue les différences avec la situation présente. On a vu lors de l'analyse cyclique pour la France entière que les prix avaient crû continûment de 1965 à 1981, d'abord le long de la tendance entre 1965 et 1975, puis avec une accélération de 1976 à 1981. De fait, l'accélération de l'inflation durant la période maintenait les taux d'intérêt réels à un niveau très inférieur à celui du rendement du logement, ce qui justifiait la hausse des prix immobiliers. L'accélération des prix de l'immobilier à partir de 1976 peut trouver une explication dans l'effet inflationniste du premier choc pétrolier.

Les taux réels négatifs deux années consécutives, 1974 et 1975, ont pu déstabiliser durablement les anticipations inflationnistes des investisseurs qui, face à une situation inédite mais susceptible de se reproduire, ont trouvé refuge dans « la pierre ». Le mouvement acheteur s'est inversé après 1981 quand les taux réels ont dépassé les rendements de l'immobilier. La réorientation de l'épargne vers les obligations, et la correction du marché de l'immobilier qui s'en est suivie, ont permis un

redressement des rendements de la pierre, qui n'ont toutefois jamais pu rejoindre les taux réels (graphique 11).

C'est dans ce contexte de rendement relatif négatif de l'immobilier qu'est apparue une phase exceptionnelle de reprise des prix en région parisienne à partir de 1986 [12]. Rien ne justifiait cette hausse, ni les rendements de l'immobilier, ni un éventuel report sur l'immobilier parisien de liquidités placées sur les marchés boursiers, dont les rendements étaient tombés à des niveaux historiquement bas en 1986 [13]. Il semble bien ici que la précédente phase de hausse se soit déclenchée en dehors de tout déterminant autre que le phénomène de bulle spéculative qui pousse les investisseurs « à se placer », non pas dans la perspective d'un rendement, mais dans l'espoir de trouver un acheteur qui consentira à payer demain plus cher ce qu'ils auront acquis aujourd'hui.

Les déséquilibres, qui ont atteint leur paroxysme à l'orée de la décennie 1990, devaient appeler une correction. L'éclatement de la bulle parisienne s'est prolongé jusqu'en 1998, conduisant alors à une normalisation des rendements facilitée par le recul des taux d'intérêt réels. La situation actuelle du marché, malgré la forte hausse des prix, n'est que le prolongement de cette normalisation, prolongement obtenu grâce à la baisse des taux d'intérêt.

4.2. Le rôle des loyers dans le rendement de l'immobilier

Les loyers n'ont *a priori* aucun lien contractuel avec le prix de l'immobilier ancien, c'est-à-dire qu'une hausse du prix des logements ne se répercute pas instantanément par une variation proportionnelle des loyers. La hausse des prix ne peut donc conduire à une spirale prix-loyers, à l'image des spirales prix-salaires qui ont mené le conflit de répartition après les chocs pétroliers par exemple. Institutionnellement, les augmentations de loyer sont régies par la loi du 6 juillet 1989 qui stipule d'un côté les règles de révision en cours de bail et de l'autre l'augmentation possible à l'occasion du renouvellement d'un bail. En cours de bail, le loyer peut être révisé annuellement selon un mécanisme d'indexation sur le coût de la construction établi par l'INSEE [14]. S'il s'agit

12. La hausse des prix n'a pas touché que la région parisienne. Mais la faible augmentation des prix en province paraît n'être qu'une réplique mineure du choc parisien et non pas un phénomène autonome de bulle spéculative.

13. Une réorientation de l'épargne, des placements boursiers vers l'immobilier, aurait dû entraîner un redressement significatif du rendement des actions. Ce n'est pas ce qui est advenu.

14. L'augmentation du loyer ne peut excéder la variation annuelle de la moyenne sur quatre trimestres de l'indice du coût de la construction. Une réforme de l'indice servant de support à la révision des loyers a été annoncée récemment par le gouvernement. Le nouvel indice sera fondé à 60 % sur l'indice des prix à la consommation, à 20 % sur l'indice du coût de la construction et à 20 % sur l'indice des prix d'entretien et d'amélioration de l'habitat. Le nouvel indice devrait entrer en vigueur le 1er juillet 2006. Il devrait permettre d'atténuer les hausses induites par le seul indice du coût de la construction qui a fortement progressé ces dernières années du fait du renchérissement des matières premières.

d'un renouvellement de bail, l'augmentation n'est proposée que si, selon les termes de la loi, « le loyer est manifestement sous-évalué par rapport à celui des logements comparables du voisinage ». En revanche, l'établissement d'un nouveau bail est sans contrainte.

Dans la période récente, la hausse réelle des prix de l'immobilier, près de 8 % l'an en moyenne depuis 1998, est hors de proportion avec celle des loyers, 0,3 % l'an en moyenne sur la même période [15]. Cette hausse moyenne résulte d'une reprise de la hausse des loyers en 2003 et en 2004, après trois années de recul (graphique 13). Les évolutions récentes restent toutefois très en deçà de celles enregistrées entre 1981 et 1999 au rythme annuel moyen de 2,1 %.

13. Taux de croissance réel des loyers et de l'indice du coût de la construction

Sources : INSEE, Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

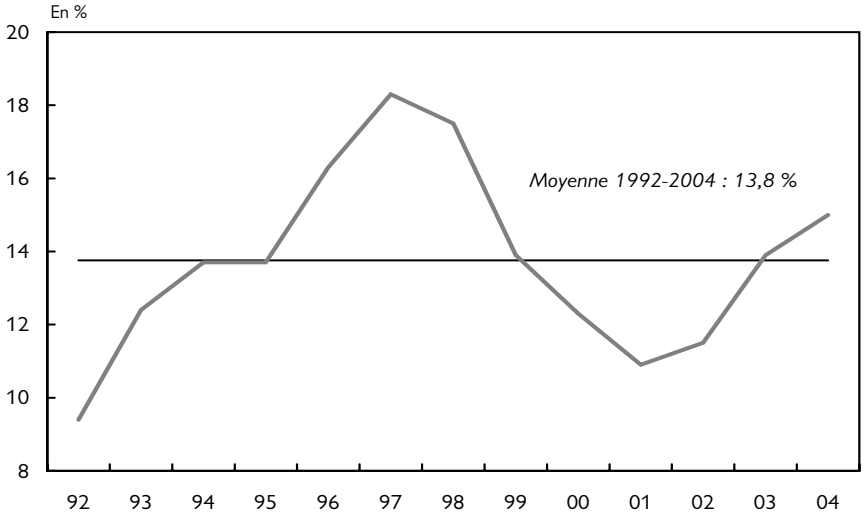
Du point de vue des observateurs inquiets d'un éventuel retournement du marché, la reprise de la hausse des loyers éloigne le spectre d'une baisse des rendements relatifs de l'immobilier. Elle pourrait contrecarrer une remontée, graduelle, des taux d'intérêt réels pour préserver la normalisation des rendements. Le redressement de l'indice du coût de la construction depuis quelques années ne peut d'ailleurs qu'y contribuer, même si le lien entre le taux de croissance des loyers et celui de cet indice, qui n'est, on l'a vu, qu'une des modalités de révision des loyers parmi d'autres, est parfois très lâche.

15. Ceci confirme bien que, malgré la forte hausse des prix, la préservation du rendement relatif de l'immobilier a été obtenue grâce à la baisse des taux d'intérêt réels et non pas par une hausse des loyers.

La pratique de la vente à la découpe, contestée, est pourtant un facteur de soutien des rendements de l'immobilier. Elle consiste à vendre lot par lot un immeuble détenu à l'origine par un seul propriétaire. D'abord elle est un facteur de modération des prix, en augmentant l'offre de logements à destination du marché [16]. Ensuite, elle permet, après l'expiration du bail des locataires ayant décliné la proposition d'achat du vendeur, l'établissement d'un nouveau bail qui peut être l'occasion d'un ajustement des loyers à la hausse.

Le phénomène, parfois spectaculaire quand sont menées de grosses opérations impliquant des acteurs du marché connus, ne doit cependant pas être surestimé. À Paris, les ventes à la découpe ne représentaient que 15 % de l'ensemble des transactions en 2004, non loin de la moyenne depuis 1992, et sous les plus hauts de 1997-1998 (graphique 14). Cette pratique, tendant à se développer avec la hausse des prix qui ouvre des opportunités de réalisation de plus-values pour les détenteurs d'un patrimoine immobilier, n'a pas conduit jusqu'à maintenant à un emballement et ne justifie pas les propos alarmistes de certains observateurs.

14. Part des ventes à la découpe dans les transactions à Paris



Sources : Chambre des Notaires de Paris, calculs OFCE.

Le point de vue des investisseurs évaluant les risques d'un retournement du marché n'est pas celui des locataires qui auraient évidemment à supporter des hausses conséquentes de loyer, quelles qu'en soient les modalités (indexation, renouvellement ou établissement

16. Dans la limite de la part des logements achetés par les locataires qui, selon la Chambre des Notaires de Paris, s'élevait à 15,6 % des ventes à la découpe en 2004.

de nouveaux baux lors de ventes à la découpe). Jusqu'en 2004 le problème ne s'est pas posé, les hausses de loyer en termes réels étant restées très modérées. Mais le ralentissement de l'inflation en 2005, couplé à la hausse nominale des loyers, appelle à la vigilance et à la conduite d'une réflexion sur l'accompagnement social de la hausse des loyers.

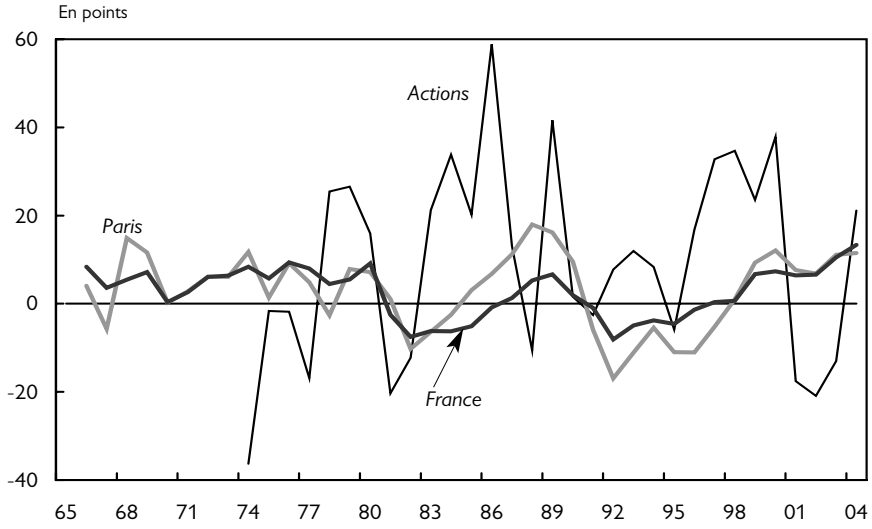
4.3. Le rendement global de l'immobilier

Un autre élément entrant dans la composition du rendement pour un investisseur est la plus-value sur l'actif détenu, qui s'ajoute à son revenu récurrent. Avec la reprise du marché de immobilier, le rendement relatif global, ou prime de risque, additionnant le rendement locatif et les plus-values annuelles, s'est fortement accru, passant d'un niveau quasiment nul en 1998 à 13 % en 2004 [17] (graphique 15). On n'observe pas, à l'heure actuelle, de différence notable entre les rendements globaux à Paris et ceux de la France entière. Le marché en province ne semble donc pas se comporter différemment du marché à Paris. Sa hausse récente, même si elle a conduit à des rendements globaux plus élevés que lors du précédent pic en 1989, n'est pas plus spéculative que la hausse à Paris, dont on a vu qu'elle ne relevait pas du phénomène de bulle contrairement au pic des rendements à la fin des années 1980. L'équivalence actuelle des rendements en province et à Paris témoigne probablement de ce que la liquidité du marché en province a rejoint la liquidité parisienne.

La longueur des cycles de l'immobilier fait souvent oublier que ce marché évolue conformément à une trajectoire cyclique. En cours de phase, les baisses comme les hausses prolongées des rendements finissent souvent par paraître excessives aux yeux des observateurs manquant de recul historique. Elles peuvent effectivement l'être, comme dans les années 1980 à Paris. Mais quand elles le sont, c'est à un degré bien moindre qu'en Bourse. Et cette fois, la bonne tenue du marché immobilier a des fondements solides et ne relève pas de l'exagération.

17. On considère toujours ici le rendement des actifs en écart au taux d'intérêt sur les obligations à 10 ans. Cet écart est habituellement dénommé « prime de risque » car il rémunère, quand il est positif, le risque pris par un investisseur qui se place sur des actifs susceptibles d'enregistrer des moins-values, ce qui n'est pas le cas des obligations pour lesquelles le nominal est garanti à l'échéance.

15. Écart entre le rendement global des placements non obligataires et le taux des obligations d'Etat à 10 ans



Sources : FNAIM, Chambre des Notaires de Paris, Observatoire des Loyers de la Région Parisienne, Datastream, Jacques Friggit (CGPC), calculs OFCE.

Références bibliographiques

BESSONE A.-J. et J. BOISSINOT, 2005 : « Marché immobilier : voit-on une bulle ? », *Note de conjoncture de l'INSEE*, mars.

BORREL C. et J.-M. DURR, 2005 : « Enquêtes annuelles de recensement : premiers résultats de la collecte 2004 », *INSEE première,* n° 1001, janvier.

DAUBRESSE M., 2003 : « La reprise de l'accession à la propriété », *INSEE première*, n° 913, juillet.

DESPLANQUES G. et J.-F. ROYER, 2005 : « Enquêtes annuelles de recensement : premiers résultats de la collecte 2004 », *INSEE première*, n° 1000, janvier.

FMI, 2004 : « Three current policy issues », *World Economic Outlook*, septembre.

FRIGGIT J., 2001 : « Prix des logements, produits financiers immobiliers et gestion des risques », *Economica*.

FRIGGIT J., documents divers téléchargeables sur www.adef.org, rubrique « statistiques ».

JACQUOT A., 2002 : « La demande potentielle de logements », *INSEE première,* n° 875, décembre.

McCARTHY J. et R. PEACH, 2004 : « Are home prices the next bubble? », *Federal Reserve Bank of New York*.

MARTINEZ J. et L.A. MAZA, 2003 : *Analysis of house prices in Spain*, Working paper, n° 0307, Banco de España.

MOEC G., 2004 : « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 129, septembre.

MOUILLART M., 2005 : *L'endettement des ménages à fin 2004*, 17e Rapport annuel de l'observatoire de l'endettement des ménages.

NIESR, 2004 : « The current position of UK house prices », *NIESR Review*, n° 189, juillet.

VAN DEN NOORD P., 2003 : *Tax incentives and house price volatility in the euro area : theory and evidence*, Working paper, n° 356, OECD Economics Department.