

L'immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès ?

Xavier Timbeau
OFCE

Référence : « *Immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès ?* » Document de travail OFCE par Eric Heyer, Sabine Lebayon, Hervé Pélèreaux et Xavier Timbeau, disponible sur le site internet de l'OFCE

Le canal immobilier

- La hausse récente des prix immobiliers pose deux problèmes
 - Elle n'est probablement pas durable, donc devrait se retourner. Le retournement pourrait être violent si elle est spéculative, à l'image de la bulle internet ou de l'épisode 1991.
 - Elle est un signe avant coureur d'inflation, et donc appelle une réponse préventive de politique monétaire. La hausse des crédits, contre partie à la masse monétaire en est un indicateur pertinent.

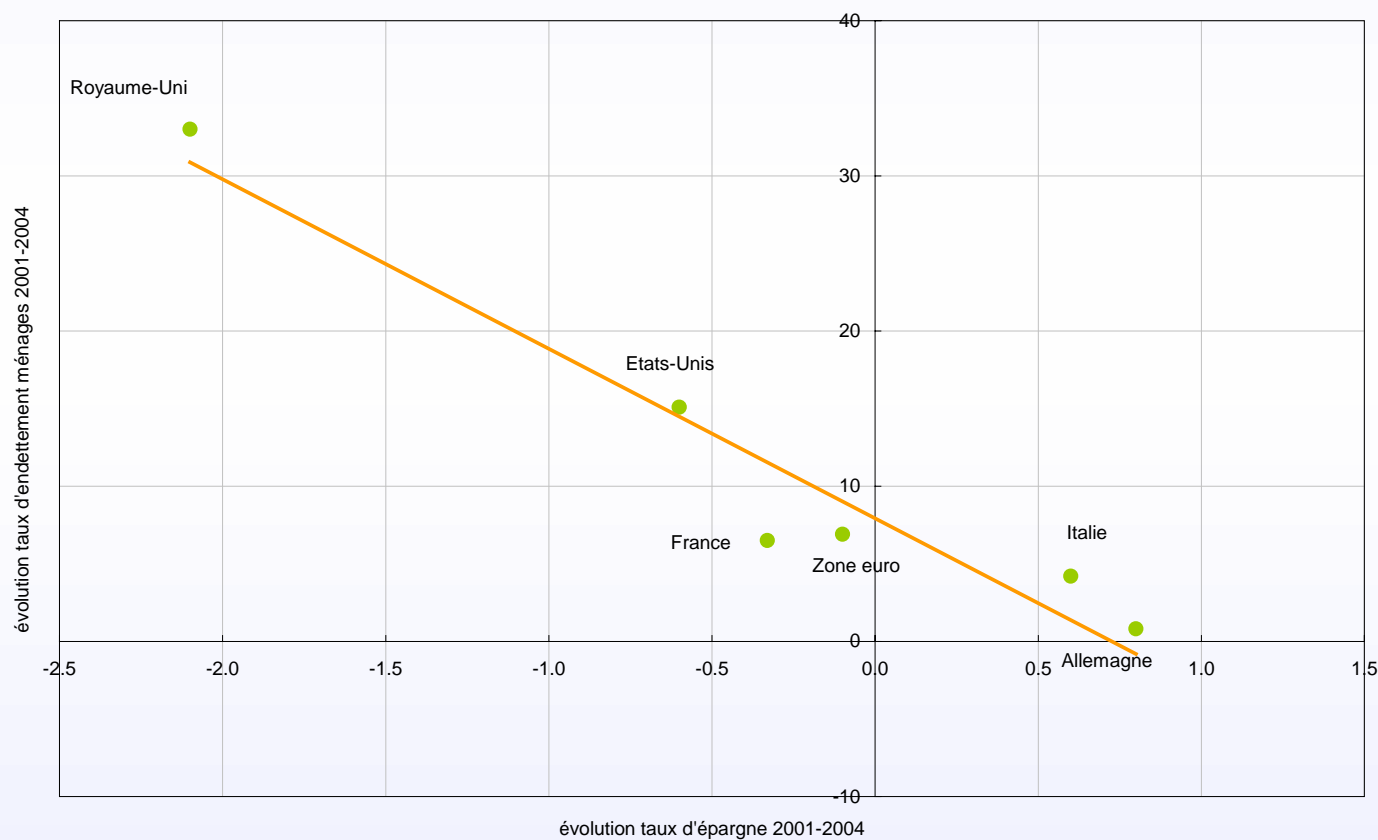
- L'argument développé est
 - La hausse des prix immobiliers est le signe et le vecteur de la transmission de la politique monétaire à l'économie.
 - L'impact futur sur l'inflation est faible, beaucoup plus faible que ce qui est généralement souligné
 - La hausse des prix immobiliers pose d'autres problèmes qui peuvent être résolus par des politiques du logement ou des réformes du secteur financier.

La consommation

- Dans le modèle standard, largement accepté,
 - La consommation épend principalement de la richesse accumulée
 - La richesse est généralement la richesse financière et le capital humain
 - La richesse immobilière est habituellement exclue, puisqu'elle est associée à un service le service de logement. Il faudrait considérer uniquement la différence entre la richesse immobilière et le flux actualisé de services futurs de logement.*
- Mais,
 - Ce modèle fonctionne mal économétriquement
 - En France, pas d'effet richesse
 - Dans d'autres pays, instabilité des coefficients. Par exemple, la chute boursière de l'après 2000 n'a pas induit de hausse des taux d'épargne.
 - La richesse est difficile à mesurer
 - Des agents sont soumis à des contraintes de liquidité

Le point de départ de l'analyse

- Relation décroissante entre épargne et dette bancaire



*axe des X : variation
 du taux d'épargne
 entre 2001 et 2004
 axe des Y variation
 de la dette des
 ménages entre
 2001-2004*

Un schéma d'explication

- Il peut y avoir un lien trivial entre dette et consommation
 - Lorsque la dette s'accroît, elle finance une consommation, et donc la consommation augmente. Un peu plus tard, le remboursement de la dette empiète sur la consommation et le mécanisme disparaît.
- Mais, la principale dette est une dette avec un collatéral, destiné à l'immobilier
 - 75% de la dette n'est pas utilisé pour la consommation
 - Pour les pays dont on dispose de la dette immobilière, on obtient le même graphique
 - La corrélation tient sur une période de temps longue
- Le ménage qui emprunte
 - A une richesse inchangée (un bien immobilier et une dette bancaire)
 - Son épargne est inchangée (il ne paye plus de loyer, paye des intérêts)
 - Il peut consommer plus, parce qu'il emménage, épargner plus parce qu'il rembourse une part de sa dette.
- Un ménage vend
 - Soit il achète une autre maison, aussi chère
 - Soit il encaisse la plus value et habite dans un logement plus petit

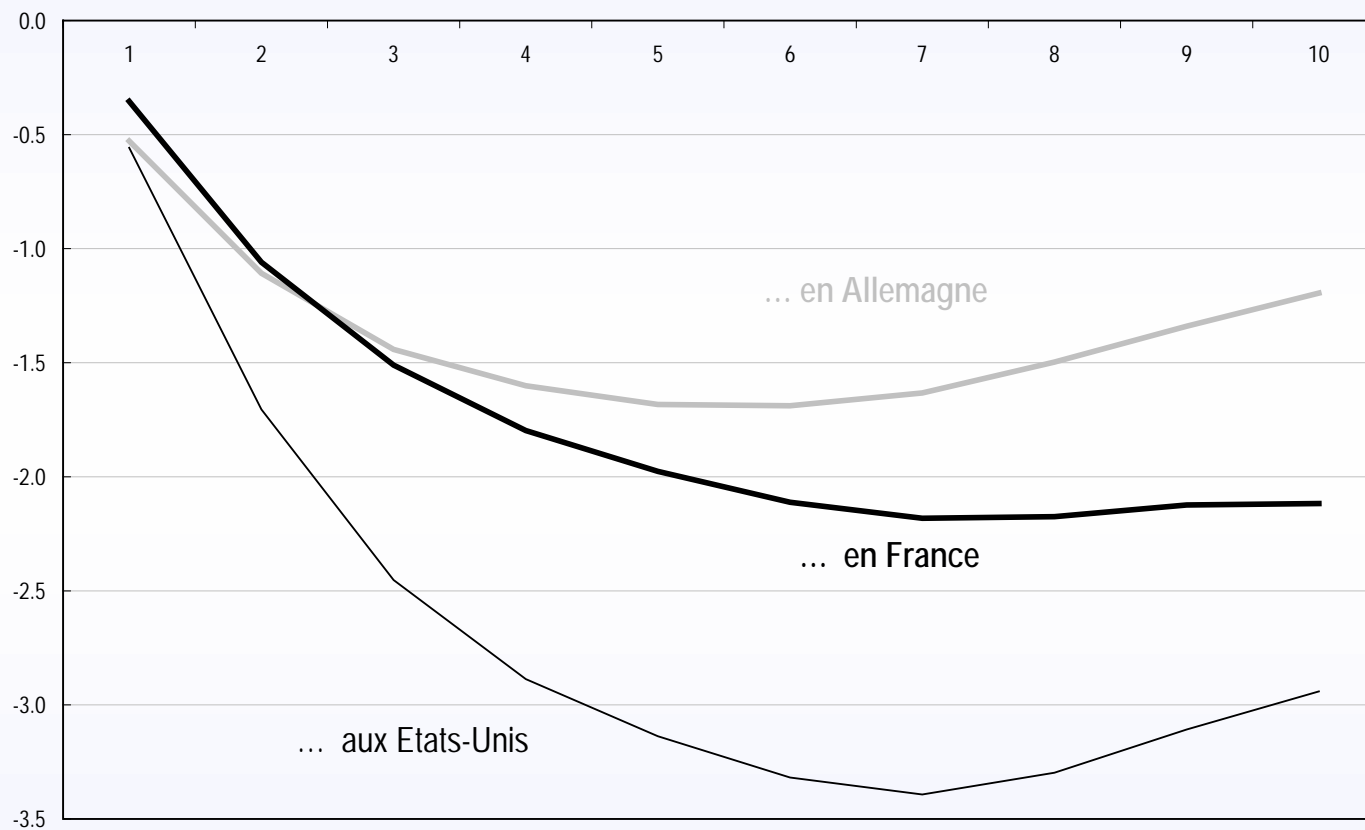
Le mécanisme

- Les banques prêtent plus
 - Taux plus bas, solvabilité accrue
 - Besoin de structure de moins de risque de la part des banques
 - Anticipation d'inflation plus basse, nouveaux produits financiers permettent de prêter plus long
 - Plus de transactions immobilières dans un marché peu élastique, hausse des prix
- Les prix immobiliers augmentent
 - Cela diminue la solvabilité des ménages, mais augmente leur capacité à gager l'emprunt
- Pour certains ménages
 - La plus value réalisée est très supérieure à celle espérée
 - Leur bien est liquide
 - Si, du fait de leur cycle de vie, leur besoin en logement se réduit, alors, ils encaissent une part de la plus value (ce ménage est en cours de retraite, il possède un patrimoine)
 - En contrepartie, l'endettement global des ménages est plus élevé

Ce schéma a été formalisé et estimé économétriquement

- Le modèle est décrit en détail dans le document de travail
- L'économétrie est satisfaisante, stable
 - Meilleure que celle des effets de richesse habituels (sans être contradictoire)
 - Elle fonctionne sur plusieurs pays et conduit à des différences intéressantes entre pays.
- Les résultats économétriques ont été insérés dans un modèle macro pour faire des chocs et des simulations

Augmentation des taux longs et courts de 2 points



*Impact sur la
consommation en
point de PIB*

Conclusion

- C'est un canal de transmission,
 - La hausse des crédits est le point de départ, l'injection de liquidité, initiée par la baisse des taux
 - Le royaume uni montre que le mécanisme est réversible
 - La hausse des prix est nécessaire, sans hausse des prix pas de stimulation
 - L'impact sur l'inflation est limité. Il est lié au produit du taux d'intérêt et de la valeur des biens immobiliers. La baisse des taux limite l'impact sur les loyers. Par ailleurs, les ménages arbitrent entre achat et location, déprimant le marché de la location

- C'est un canal qui engendre des inégalités
 - Certains ménages s'endettent (ils arbitrent)
 - D'autres réalisent une plus value
 - D'autres enfin, ne peuvent pas accéder aux marchés financiers et ne peuvent pas arbitrer.