

## VI. PRIX DES LOGEMENTS ET ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Dans nombre de pays de l'OCDE, les variations des prix réels des logements sont étroitement corrélées avec le cycle conjoncturel. Dans plusieurs pays, de fortes hausses des valeurs immobilières ont été associées à la surchauffe de la fin des années 80, et l'on estime de façon générale qu'elles ont contribué significativement à une expansion non soutenable de la demande. Durant la seconde moitié des années 90, les prix des logements ont augmenté plus rapidement que la plupart des autres prix dans plusieurs pays Membres, aussi la question de leur incidence macroéconomique potentielle redevient importante. Ainsi, aux États-Unis on a souligné récemment la contribution de l'immobilier à l'expansion économique actuelle ; l'évolution des prix des logements est suivie de près au Royaume-Uni en tant qu'indicateur avancé des pressions de la demande ; dans plusieurs petits pays européens, l'effet potentiel de la vive hausse des valeurs immobilières sur la demande est une source de préoccupation.

*Les variations des prix des logements ont une incidence macroéconomique*

Ce chapitre examine dans quelle mesure les prix des logements influencent la consommation privée et l'investissement résidentiel dans les pays de l'OCDE<sup>1</sup>. Les principales conclusions sont les suivantes :

- Les prix des logements ont une incidence positive substantielle sur la consommation privée.
- Ils semblent aussi avoir un important effet sur l'investissement résidentiel privé.
- Comme on pourrait s'y attendre, les prix immobiliers peuvent être d'utiles indicateurs des pressions de la demande au sein de l'économie.

La première section de ce chapitre décrit l'évolution des prix des logements corrigés de l'inflation au cours des trois dernières décennies dans certains pays de l'OCDE. La seconde section examine comment les fluctuations du marché hypothécaire depuis le début des années 70 sont susceptibles d'avoir altéré le lien entre prix immobiliers et demande. Les troisième et quatrième sections étudient l'influence des prix des logements sur la consommation privée et sur l'investissement résidentiel. La dernière section tire de cette analyse des enseignements pour l'action des pouvoirs publics.

---

1. Les tendances, résultats et enjeux du marché du logement des pays de l'OCDE font l'objet d'une analyse détaillée dans Girouard et Blöndal (2000).

## Variation des prix des logements et activité économique

*Dans beaucoup de pays de l'OCDE, les fluctuations des prix des logements ont été fortes...*

Au cours de la période 1970-99, de nombreux pays de l'OCDE ont connu des variations accusées du niveau des prix réels des logements<sup>2</sup>, c'est-à-dire corrigés des variations de l'indice des prix à la consommation (graphique VI.1). Mesurées par l'écart type du taux de croissance annuelle des prix réels des logements, les fluctuations sont particulièrement fortes en Espagne, en Finlande, en Italie, au Japon, aux Pays-Bas, et au Royaume-Uni. Dans ces pays, les hausses et baisses cumulées des valeurs immobilières au cours du cycle sont spectaculaires :

- Au Japon, les prix immobiliers corrigés de l'inflation ont augmenté de près de 75 pour cent sur cinq ans jusqu'en 1990 et ont baissé d'un tiers depuis lors.
- En Italie, les prix réels des logements ont crû de plus de 50 pour cent sur la période 1988-92. En 1974-75 et 1979-81, ils avaient augmenté de près de 40 pour cent en termes réels.
- Au Royaume-Uni, les prix des logements corrigés de l'inflation ont augmenté de plus de 50 pour cent en 1972 et 1973, avant d'accuser une chute de 30 pour cent au cours des quatre années suivantes. Dans la seconde moitié des années 80, les prix réels des logements ont augmenté de plus des deux tiers en l'espace de quatre ans. Ils ont par la suite reculé de plus de 20 pour cent de 1990 à 1994.
- Aux Pays-Bas, les prix immobiliers réels ont bondi de près de 75 pour cent sur la période 1974-78, et s'étaient repliés de 50 pour cent au milieu des années 80. La hausse cumulée des prix réels des logements depuis 1993 dépasse 50 pour cent.
- En Finlande, une hausse de plus de 50 pour cent sur trois ans jusqu'à 1989 a été suivie d'une baisse de 45 pour cent au cours des quatre années suivantes.
- En Espagne, les prix réels des logements ont crû de 120 pour cent sur la période de cinq ans s'achevant en 1991.

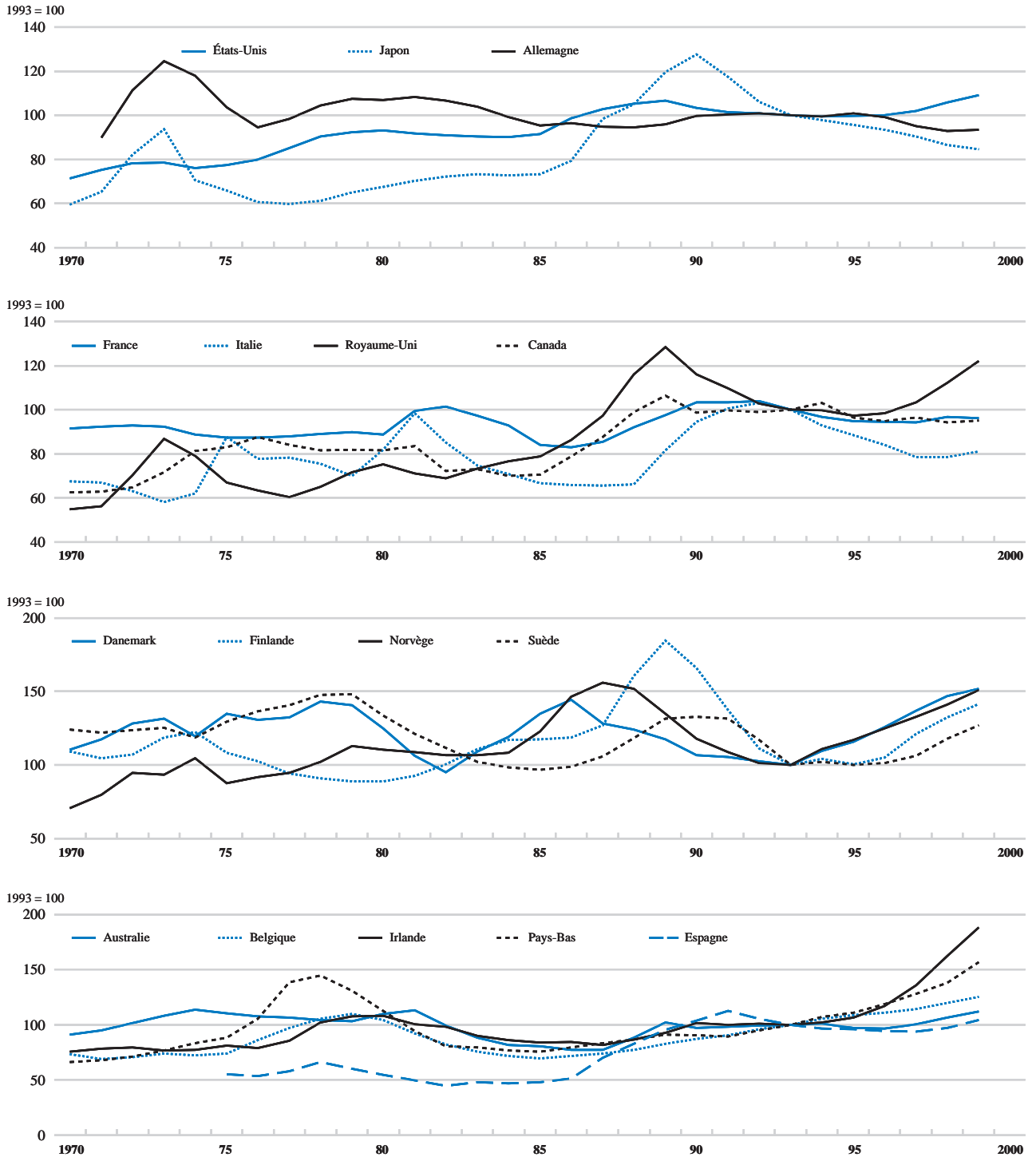
*... et en général étroitement liées au cycle conjoncturel durant les trente années écoulées*

Dans beaucoup de pays de l'OCDE, les fluctuations des prix réels des logements apparaissent étroitement corrélées avec les cycles d'activité mesurés d'après les indicateurs d'écart de production établis par l'OCDE. La baisse des valeurs immobilières a accompagné les récessions au Japon et dans quelques pays de l'Union européenne à partir du début des années 80. A l'inverse, au Royaume-Uni et dans certains pays nordiques la surchauffe de la fin des années 80 a été associée à une croissance soutenue des prix immobiliers corrigés de l'inflation. Les corrélations statistiques révèlent des liens étroits, en particulier au Royaume-Uni, au Canada, en Allemagne, en Espagne et dans quelques pays nordiques durant la période 1970-99. Pour la France, le Japon et l'Italie, les coefficients de corrélation sont significatifs à partir de 1980<sup>3</sup>.

2. Les données sur les prix des logements de 16 pays ont été fournies par la Banque des règlements internationaux. Se reporter à la note de bas de page du graphique VI.1 pour les définitions nationales détaillées. Les fluctuations régionales des prix des logements peuvent être très accusées. Toutefois, dans le présent document l'évolution des prix immobiliers est examinée à l'échelon national.

3. Les coefficients de corrélation pour le Royaume-Uni, l'Allemagne, le Canada, l'Espagne et certains pays nordiques varient entre 0.5 et 0.75 au cours de la période 1970-99. Ils sont statistiquement significatifs en France et en Italie après 1980, à 0.6 et 0.8 respectivement. Aux États-Unis, une corrélation significative est observée depuis 1990. Au Japon, il n'apparaît pas de corrélation entre les prix immobiliers et l'écart de production, sauf durant les années 70.

Graphique VI.1. Évolution des prix réels des logements, 1970-1999<sup>1</sup>



1. Les données sur les prix des logements ne sont pas strictement comparables entre les pays dues à des différences de définition. Dans la plupart des pays, l'indice de prix des logements couvre les prix sur une base nationale. Cependant, en Australie, l'indice se rapporte à une moyenne pondérée des capitales et des différentes régions, tandis qu'en Allemagne, l'indice de prix se rapporte aux prix des logements situés dans l'Allemagne occidentale. Au Japon, l'indice des prix se rapporte aux prix du terrain résidentiel. De plus, selon le pays, l'indice est défini par le prix des logements existants et/ou nouveaux, par le prix, des logements occupés par leur propriétaire seulement ou également par le prix des résidences secondaires, par le prix des logements pour lesquels un prêt a été appliqué ou par un indice mixte ajusté du prix des logements tenant en compte des différences dans le type de propriété. Les prix des logements sont déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Source : Banque des règlements internationaux.

**La hausse récente des prix des logements a coïncidé avec une forte expansion économique**

Depuis le milieu des années 90, les prix réels des logements ont augmenté rapidement au Royaume-Uni, en Irlande, aux Pays-Bas, dans les pays nordiques et en Australie. Une hausse durable, quoique plus modérée, s'est également produite aux États-Unis. Dans ces pays la progression cumulée des prix des logements a été associée à une expansion économique vigoureuse, la plupart de ces économies tournant presque à pleine capacité, voire en sursur régime. Le marché de l'immobilier était faible dans quelques pays à la fin des années 90. Au Japon, les prix immobiliers réels ont poursuivi leur baisse progressive mais régulière depuis 1990. En Allemagne, le marché du logement souffre encore des séquelles de la vive expansion du secteur liée à la réunification et du retrait des subventions fiscales à la fin des années 90.

**Les variations des prix des logements affectent la situation de patrimoine des ménages...**

Les fluctuations des prix des logements affectent la situation du patrimoine des ménages telle qu'elle est couramment mesurée. De fait, la propriété résidentielle est souvent la principale composante à l'actif du bilan d'un ménage. Dans l'ensemble, le poids relatif de l'immobilier s'est réduit quelque peu durant les années 1990 sous l'effet de la vive hausse des prix des actions, mais il représente encore 20 pour cent du total de l'actif brut des ménages aux États-Unis et au Canada et 30 à 40 pour cent dans les grands pays d'Europe (avec 10 pour cent, le Japon fait exception à cet égard) (tableau VI.1). Étant donné que la proportion de propriétaires-occupants excède 50 pour cent dans la plupart des pays de l'OCDE<sup>4</sup>, les fluctuations des prix immobiliers touchent un grand nombre de ménages.

**... et sont liées aux variations des emprunts des ménages**

Les fluctuations des prix des logements tendent aussi à être associées aux variations des emprunts des ménages. Une hausse des prix immobiliers va généralement de pair avec un accroissement des prêts hypothécaires nets, qui constitue la forme

**Tableau VI.1. Patrimoine des ménages**

*En pourcentage de l'actif total des ménages*

	Patrimoine immobilier					Autres actifs en 1998		
	1970	1980	1990	1995	1998	Actions	Autres actifs financiers	Autres actifs réels
						<i>Pourcentage</i>		
États-Unis	22	27	27	23	21	20	50	8
Japon	10	14	8	10	10	3	44	43
Allemagne	..	..	34	34	32	3	35	30
France <sup>d</sup>	34	44	43	42	40	3	47	9
Italie	36	40	37	35	31	17	39	13
Royaume-Uni	..	40	44	33	34	12	47	7
Canada	21	22	23	22	21	17	39	23

a) Les données pour 1998 sont celles de 1997.

Sources : OCDE : *Comptes financiers des pays de l'OCDE* ; États-Unis : Réserve fédérale, *Flow of Funds Accounts of the United States*, septembre 2000 ; Japon : Agenda de planification économique, *Rapport annuel sur les comptes nationaux*, 2000 ; Allemagne : Deutsche Bundesbank, *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank* ; France : INSEE, *25 ans de Comptes de patrimoine (1969-1993)*, and *Rapport sur les comptes de la nation*. Les estimations de la France concernant le portefeuille d'actions des ménages ont été corrigées de façon à exclure les actions non cotées, les données présentées reposent sur les estimations par les autorités nationales du ratio actions cotées/actions non cotées dans les portefeuilles des ménages ; Italie : Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico* et estimations non publiées ; Royaume-Uni : Central Statistical Office, *United Kingdom National Accounts, Financial Statistics* ; Canada : Statistiques Canada, Comptes du bilan national.

4. Voir chapitre VIII, « La politique monétaire dans un environnement financier en mutation » dans les *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 67, juin 2000.

prédominante de crédit aux ménages, tandis que la baisse des prix immobiliers réels s'accompagne normalement d'une réduction des emprunts hypothécaires des ménages. Ce parallélisme des prix immobiliers et des emprunts des ménages était relativement faible dans les années 70 mais il s'est accentué durant les années 80 et 90.

## Déréglementation sur le marché hypothécaire

La corrélation accrue entre les prix des logements et le crédit hypothécaire aux ménages depuis le début des années 80 s'explique par les modifications du système financier qui ont offert aux ménages de plus larges possibilités d'utiliser leur patrimoine immobilier pour contracter des emprunts. Durant les années 70, le régime réglementaire en vigueur dans la plupart des pays ne permettait guère aux institutions financières d'accroître leurs concours hypothécaires, malgré la valorisation des actifs pouvant servir de garantie. Le crédit hypothécaire était généralement réservé à des établissements spécialisés auxquels il était interdit d'exercer d'autres activités ; les autorités imposaient un contrôle quantitatif des prêts ou limitaient la capacité de refinancement des établissements spécialisés ; enfin, les conditions des prêts hypothécaires étaient réglementées.

*Avant les années 80, les marchés hypothécaires étaient soumis à des restrictions dans de nombreux pays*

Les réformes financières mises en œuvre depuis les années 80 ont allégé considérablement les contraintes visant les emprunts des ménages (tableau VI.2). Dans certains cas, la réforme a contribué aux fluctuations macroéconomiques car les décideurs publics comme les acteurs du marché ont connu une phase d'apprentissage en s'adaptant au nouvel environnement<sup>5</sup>. Aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans les pays nordiques, en Australie et en Nouvelle-Zélande, le processus de libéralisation a été relativement rapide et se trouvait presque achevé dès le milieu des années 80. Dans quelques pays d'Europe continentale et au Japon, la déréglementation a été en général moins complète et plus lente.

*Les réformes financières ont élargi l'accès des ménages au crédit hypothécaire...*

Dans les pays où la libéralisation s'est achevée au milieu des années 80, la concurrence sur le marché hypothécaire s'est amplifiée car de nouveaux opérateurs ont cherché à se tailler une part de marché :

*... et la concurrence sur le marché hypothécaire s'est intensifiée*

- Aux États-Unis, la réduction des avantages fiscaux accordés aux institutions d'épargne<sup>6</sup>, le déplafonnement des taux d'intérêt et les mesures gouvernementales visant à développer les marchés secondaires d'obligations foncières ont conduit les banques et les institutions d'épargne à se livrer une concurrence plus vive pour attirer la clientèle. La part des établissements autres que les institutions d'épargne dans le total des opérations à l'origine de créances hypothécaires, autrement dit des prêts directs aux ménages, est passée de 45 pour cent à la fin des années 70 à 60 pour cent à la fin des années 80, et

5. Comme on a pu le constater par la suite, dans le nouvel environnement concurrentiel de nombreuses institutions ont accordé un volume excessif de crédits hypothécaires. De fait, beaucoup de pays ont connu de sérieux problèmes avec les prêts hypothécaires, ce qui a nécessité des interventions publiques coûteuses (voir Edey et Hviding, 1995).

6. Les caisses d'épargne et les sociétés d'épargne et de prêt (*savings and loans*) se consacrent traditionnellement à la collecte des dépôts des particuliers et au crédit hypothécaire.

**Tableau VI.2. Mesures de déréglementation financière et de libéralisation affectant le marché immobilier**

États-Unis	Titrisation instaurée en 1971 Déréglementation des taux d'intérêt, suppression du Règlement Q <sup>a</sup> , étalée sur une période de quatre ans à partir de 1980 Suppression en 1980 des restrictions de portefeuille visant les institutions d'épargne
Japon	Assouplissement des obligations de spécialisation bancaire en 1993 Déréglementation des taux d'intérêt achevée en 1994
Allemagne	Déréglementation des taux d'intérêt en 1967 Transposition de la Deuxième directive de coordination bancaire (89/646/EEC) <sup>b</sup> dans le droit national en 1992
France	Réduction des obligations de spécialisation en 1984 Suppression de l'encadrement du crédit en 1987 Titrisation instaurée en 1991 Transposition de la Deuxième directive de coordination bancaire (89/646/EEC) <sup>b</sup> dans le droit national en 1992
Italie	Déréglementation des taux d'intérêt en 1993 Plafonds des crédits supprimés en 1983 et rétablis temporairement en 1986-87 Transposition de la Deuxième directive de coordination bancaire (89/646/EEC) <sup>b</sup> dans le droit national en 1992 Séparation entre les établissements de crédit à long terme et à court terme supprimée en 1994
Royaume-Uni	Encadrement du crédit supprimé en 1980 Abolition du taux débiteur minimum de la Banque d'Angleterre en 1981 Les banques sont autorisées à concurrencer les sociétés de crédit immobilier sur le marché du financement du logement après 1981 Les sociétés de crédit immobilier sont autorisées à diversifier leurs opérations de prêt après 1986 Le gouvernement supprime les directives sur le crédit hypothécaire en 1986 Titrisation instaurée en 1987 Transposition de la Deuxième directive de coordination bancaire (89/646/EEC) dans le droit national en 1993
Canada	Suppression du plafond sur les taux d'intérêt des prêts bancaires en 1967 Les restrictions de la participation des banques au financement hypothécaire sont levées en 1967 Les banques sont autorisées à avoir des filiales de crédit hypothécaire en 1980 Titrisation instaurée en 1987
Australie	Obligations de spécialisation bancaire supprimées pour les grandes banques nationales en 1980 Les directives quantitatives pour le crédit bancaire sont supprimées en 1982 Déréglementation des taux d'intérêt en 1985
Danemark	Libéralisation des modalités des contrats hypothécaires en 1982 Déréglementation des taux d'intérêt en 1982 Suppression de restrictions sur l'émission d'obligations hypothécaires en 1989 Transposition de la Deuxième directive de coordination bancaire (89/646/EEC) dans le droit national en 1991
Finlande	Les quotas de refinancement des banques commerciales par la Banque centrale sont supprimés en 1984 Déréglementation des taux d'intérêt en 1986 Le gouvernement supprime les lignes directrices sur le crédit hypothécaire en 1987 Titrisation instaurée en 1989
Pays-Bas	Déréglementation des taux d'intérêt en 1980 Transposition de la Deuxième directive de coordination bancaire (89/646/EEC) dans le droit national en 1992
Nouvelle-Zélande	Suppression des lignes directrices sur l'allocation du crédit en 1984 Déréglementation des taux d'intérêt achevée en 1984
Norvège	Contrôle du crédit supprimé en 1984 Déréglementation des taux d'intérêt en 1985
Suède	Déréglementation des taux d'intérêt en 1985 Plafonnement du crédit bancaire supprimé en 1985

a) Plafonds applicables aux taux d'intérêt créditeurs.

b) Cette directive porte sur la coordination des lois, règlements et dispositions administratifs relatifs à l'exercice et à la poursuite d'activités et de services par les établissements de crédit. Elle vise à libéraliser davantage les services bancaires tant en ce qui concerne la liberté d'établissement que la liberté de prestation de services financiers.

Sources : Williamson et Mahar (1998), Freedman (1998), Booth *et al.* (1994), Drees et Pazarbasoglu (1995) et OCDE.

leur part de l'encours des créances hypothécaires a atteint 70 pour cent à la fin des années 80.

- Au Royaume-Uni, les banques sont entrées sur le marché hypothécaire lorsque l'encadrement du crédit a été supprimé et que les restrictions visant les crédits hypothécaires à d'autres fins que le logement ont été abolies. Les parts

de marché des sociétés de crédit immobilier dans le total des opérations à l'origine des nouvelles créances hypothécaires ont chuté de 50 pour cent du marché hypothécaire à la fin des années 70, à 35 pour cent à la fin des années 80. Le crédit au logement s'est considérablement développé et la gamme des contrats offerts a été élargie.

- Au Canada, les plafonds applicables aux taux d'intérêt des prêts et les restrictions visant la participation des banques commerciales au financement hypothécaire ont été abolis en 1967, si bien que les établissements bancaires ont pu investir dans le segment des créances hypothécaires non assurées. Depuis lors, les banques et les compagnies de fiducie et de prêt se livrent une concurrence assez vive sur le marché des hypothèques. La part des banques sur le marché hypothécaire résidentiel (y compris les créances hypothécaires titrisées) a augmenté régulièrement pour passer de 10 pour cent en 1970 à près de 55 pour cent à la fin des années 90 (Freedman, 1998).
- Dans la plupart des pays nordiques, la déréglementation financière a eu un impact particulièrement prononcé sur le marché du logement car elle s'est produite en l'espace de quelques années et dans des conditions telles que les systèmes fiscaux offraient de fortes incitations à l'emprunt. La libéralisation des taux débiteurs et créditeurs a ouvert la voie à une concurrence accrue en facilitant l'entrée des banques et d'autres institutions financières dans de nouveaux segments du marché du crédit.

En Allemagne, le système financier était largement libéralisé au début des années 70 et toutes les restrictions sur les taux d'intérêt avaient déjà été levées en 1967. Cependant, la concurrence s'agissant du refinancement du secteur des banques demeure sujette à des distorsions puisque les institutions financières publiques, représentant une part importante du marché hypothécaire résidentiel, bénéficient de conditions de financement avantageuses grâce aux garanties publiques implicites.

Dans un certain nombre d'autres pays, le processus de réforme a été moins global et la pression concurrentielle moins intense sur le marché hypothécaire :

- En France, la déréglementation a permis aux banques commerciales de proposer leurs services sur le marché hypothécaire après 1987, mais les restrictions de taux d'intérêt ont subsisté pendant une période plus longue. Bien que le crédit aux conditions du marché soit désormais la règle, les sources de refinancement n'ont pas été complètement ouvertes à la concurrence et les intermédiaires financiers du secteur public bénéficient encore d'avantages considérables. Jusqu'au milieu de 1999, le Crédit Foncier de France, principal établissement public de crédit au logement, détenait le monopole de l'émission d'obligations hypothécaires.
- En Italie, l'encadrement du crédit bancaire a été supprimé en 1983 mais rétabli temporairement en 1986 et 1987. En 1994, d'importantes restrictions des activités dans le secteur bancaire ont été levées et toutes les catégories d'établissements de crédit ont été autorisées à émettre des obligations hypothécaires et à accorder des prêts à long terme. Les banques sont néanmoins soumises à diverses restrictions procédurales et de crédit visant leur activité hypothécaire, ce qui limite leurs possibilités d'accorder des prêts dans ce secteur.
- Le Japon a opté pour une déréglementation progressive de son marché financier. La libéralisation des taux d'intérêt s'est amorcée au début des années 80 mais les restrictions n'ont pas été totalement supprimées avant le milieu des

années 90 et les mesures de contrôle du crédit ont été levées peu à peu au début des années 90. Toutefois, dans la seconde moitié de la décennie 80, les prêts au logement ont augmenté massivement car les banques disposaient de liquidités abondantes après l'assouplissement de la politique monétaire. Elles ont prêté aux sociétés de crédit au logement (*jusen*), qui se montraient actives sur le segment du financement hypothécaire et qui ont contribué à développer considérablement les prêts immobiliers.

Les réformes des marchés financiers ont souvent influé sur la tendance des ménages à injecter du capital dans le marché du logement ou, parfois, à en retirer, autrement dit sur la différence entre l'investissement résidentiel des ménages et le flux de prêts hypothécaires nets aux ménages (graphique VI.2). La déréglementation du marché hypothécaire au cours des années 80 s'est accompagnée de prélèvements massifs sur la valeur immobilière au Royaume-Uni et en Norvège et, dans une moindre mesure, aux États-Unis et en Suède. Tandis que cette phase a été suivie d'une période marquée par l'absence de prélèvement ou par des injections de capital immobilier, dans ces pays les emprunts hypothécaires des ménages ont eu tendance à dépasser leurs investissements résidentiels durant la seconde moitié des années 90. Ce prélèvement sur la valeur immobilière fournit des liquidités aux ménages et peut contribuer à stimuler la consommation. En revanche, dans les pays où la déréglementation du marché hypothécaire a eu moins d'ampleur, le secteur des ménages a injecté en permanence des actifs dans le logement, le plus souvent pour des montants considérables. Le Japon fait exception à cet égard, mais comme mentionné plus haut, le prélèvement positif sur le patrimoine immobilier durant les années 80 a été principalement lié à d'abondantes liquidités dans le système financier.

Graphique VI.2. Prélèvement sur la valeur immobilière dans certains pays<sup>1</sup>

Pourcentage du revenu disponible des ménages

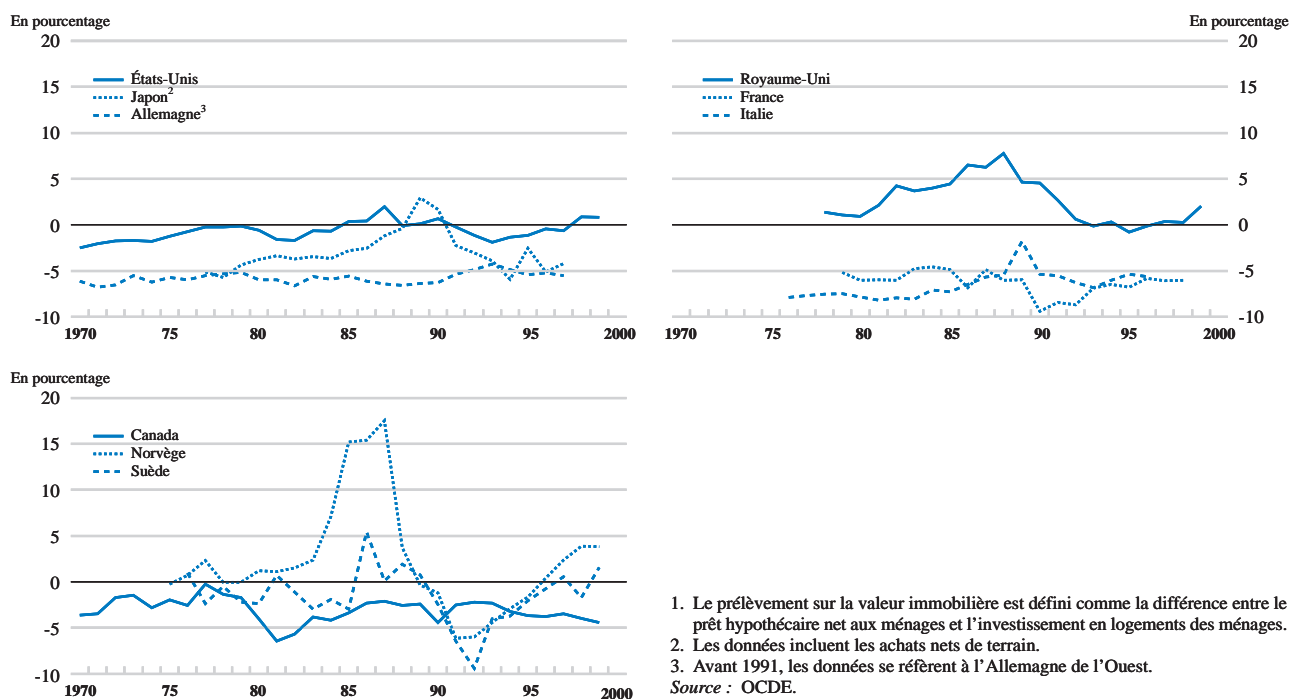


Tableau VI.3. Les marchés hypothécaires dans les pays de l'OCDE : cadre institutionnel<sup>a</sup>

	Principaux prêteurs <sup>b</sup> (part de marché approximative)	Ajustement des taux d'intérêt (part de marché approximative)	Durée normale (années)	Coefficient prêt/ valeur maximum <sup>c</sup> (pourcentage)
États-Unis		Taux fixe : 74 % Taux fixe en période initiale : 26 %	30	75-80 <sup>d</sup>
Créances hypothécaires nettes	Sociétés de crédit hypothécaire : 58 % Banques commerciales : 24 % Institutions d'épargne : 15 %			
Encours des créances hypothécaires	Blocs de créances hypothécaires : 55 % Banques commerciales : 19 % Institutions d'épargne : 12 %			
Japon	Sociétés de crédit au logement : 30 % Banques commerciales : 64 %	Taux fixe : 36 % Taux fixe en période initiale et taux révisable : 64 %	25-30	75-80 <sup>d</sup>
Allemagne	Banques de crédit hypothécaire : 28 % Caisses d'épargne : 26 % Coopératives et banques mutuelles de crédit : 14 %	Taux fixe en période initiale : 100 %	25-30	60-80
France	Banques de crédit coopératif et mutuel : 34 % Banques commerciales : 33 % Caisses d'épargne : 13 %	Taux fixe : 60 % Taux révisable : 40 %	15	80
Italie	Banques commerciales : 100 %	Taux fixe en période initiale : 50 % Taux fixe : 50 %	15	50
Royaume-Uni	Sociétés de crédit immobilière : 23 % Banques commerciales : 71 %	Taux fixe en période initiale : 95 % Taux révisable : 5 %	25	100
Canada	Banques commerciales : 55 % Sociétés de fiducie : 11 % Établissements de crédit coopératif : 14 %	Taux fixe ou taux fixe en période initiale : 92 % Taux révisable : 8 %	25	75 <sup>d</sup>
Autriche	Caisses d'épargne : 26 % Bausparkassen : 20 % Banques de crédit hypothécaire : 19 %	Taux fixe en période initiale : 100 %	20-30	60-80
Belgique	Banques commerciales : 91 % Compagnies d'assurances et fonds de pension : 6 %	Taux fixe en période initiale : 79 % Taux fixe : 21 %	20	80-85
Danemark	Banques de crédit hypothécaire : 90 % Banques commerciales : 10 %	Taux fixe : 78 %	30	80
Finlande	Banques commerciales : 38 % Prêteurs spécialisés : 38 % Banques de crédit coopératif et mutuel : 19 %	Taux fixe en période initiale : 90 %	15-18	70-80
Grèce	Banques commerciales : 67 % Institutions spécialisées : 31 %	Taux fixe en période initiale : 88 % Taux fixe : 12 %	15	70
Irlande	Sociétés de crédit au logement : 62 % Banques commerciales : 38 %	Taux fixe en période initiale : 70 % Taux révisable : 30 %	20	90
Pays-Bas	Banques commerciales : 85 % Compagnies d'assurances et fonds de pension : 15 %	Taux fixe en période initiale : 80 % Taux révisable : 20 %	30	75
Norvège	Caisses d'épargne : 43 % Banques commerciales : 38 %	Taux fixe en période initiale : 10 % Taux révisable : 90 %	15-20	80
Portugal	Banques commerciales : 100 %	Taux révisable : 100 %	15	90
Espagne	Caisses d'épargne : 52 % Banques commerciales : 38 %	Taux fixe en période initiale : 50 % Taux révisable : 50 %	15	80
Suède	Banques de crédit hypothécaire : 80 % Compagnies d'assurances et fonds de pension : 10 % Banques commerciales : 10 %	Taux fixe en période initiale : 100 %	< 30	60-80

Note : Dans un contrat à taux fixe, le taux d'intérêt ne varie pas pendant toute la durée du prêt. Un contrat à taux fixe en période initiale débute par une période durant laquelle le taux d'intérêt ne varie pas. Après cette période initiale, le taux d'intérêt peut être fixe pendant une nouvelle période ou être révisable. Dans un contrat à taux révisable, le taux d'intérêt peut varier selon une fréquence comprise entre un jour et un an.

a) Dernières données disponibles.

b) Les parts de marché des principaux prêteurs aux États-Unis concernent les nouvelles opérations de créances hypothécaires représentant le flux de nouveaux prêts (prêts directs aux ménages) et l'encours des crédits hypothécaires défini comme le stock de créances hypothécaires (y compris la titrisation). Pour le Canada et les pays européens, les créances hypothécaires titrisées sont incluses.

c) Les coefficients prêt/valeur maximums normaux sont indiqués ici. La Fédération hypothécaire européenne publie aussi les coefficients maximums absolus.

d) Pour ces pays on a indiqué les coefficients prêt/valeur typiques.

e) Depuis 1997, un certain nombre de sociétés de crédit immobilier sont passées du statut d'établissement mutuel à celui de banque commerciale. La part des sociétés de crédit immobilier indiquée ci-dessus concerne les institutions définies par la loi sur les sociétés de crédit immobilier.

Source : Fédération hypothécaire européenne (2000), Noguchi et Poterba (1994), US Department of Housing and Urban Development, Société canadienne d'hypothèques et de logement.

*Cependant, la convergence entre pays est loin d'être achevée*

Du fait en partie du rythme inégal de la libéralisation des marchés hypothécaires, les conditions et modalités des prêts hypothécaires varient considérablement d'un pays à l'autre (tableau VI.3). Ainsi, le coefficient prêt/valeur va de 50 pour cent en Italie à 100 pour cent au Royaume-Uni, la durée normale des prêts hypothécaires varie entre 15 ans en France, en Italie, en Finlande et en Grèce et 30 ans aux États-Unis, au Danemark et aux Pays-Bas, et la part des prêts hypothécaires à taux révisable va de 10 à 100 pour cent. Certes, ces écarts reflètent sans doute la diversité des réglementations et l'intensité variable de la concurrence sur le marché hypothécaire, mais elles traduisent aussi des disparités d'un pays à l'autre concernant les procédures légales (par exemple pour l'octroi des prêts et la saisie en cas de défaut de paiement) et la réglementation du secteur locatif.

## Patrimoine immobilier et consommation privée

*Les fluctuations des prix du logement peuvent influencer la consommation par un effet de richesse...*

Les variations des prix immobiliers peuvent avoir un puissant impact sur la consommation privée par le biais des effets de richesse<sup>7</sup>. Ainsi, les propriétaires-occupants peuvent estimer que la montée des prix des logements valorise leur patrimoine et réduire leur épargne sur le revenu courant<sup>8</sup>. Toutefois, les ménages qui prévoient d'accéder à la propriété sont susceptibles de réduire leur consommation à la suite d'une hausse des prix des logements, car ils devront épargner davantage pour financer des acomptes et des remboursements plus élevés. Pour ces raisons, l'ampleur de l'effet de richesse est incertaine.

*... et par suite d'un assouplissement des contraintes de liquidité des ménages*

La variation des prix des logements peut influencer la consommation privée, même en l'absence d'effets de richesse, dans la mesure où elle affecte la capacité d'emprunt des ménages<sup>9</sup>. Le rationnement du crédit était souvent un trait caractéristique d'un système qui fixait artificiellement les taux d'intérêt à de bas niveaux. Mais le rationnement à la marge peut aussi exister dans un système fondé sur le marché pour diverses raisons telles que l'asymétrie de l'information entre emprunteurs et prêteurs (voir Deaton, 1991, pour un examen des arguments en faveur d'un contrôle du crédit). Dans la pratique, la capacité d'emprunt des ménages est fortement tributaire de leur aptitude à offrir des actifs pouvant servir de garantie pour les remboursements, et les biens immobiliers sont le nantissement le plus largement utilisé. Les ménages peuvent prélever une partie de la survaleur immobilière en augmentant leurs emprunts garantis par des valeurs immobilières en hausse, et en utilisant une fraction du produit de ces emprunts pour financer des dépenses de consommation supplémentaires.

7. Miles (1995) présente une analyse complète des questions relatives au marché du logement et de leur incidence macroéconomique.

8. Il se peut aussi que les propriétaires ne s'estiment pas plus riches quand la valeur de leur bien augmente, étant donné que leurs coûts locatifs implicites se sont également élevés. Toutefois, dans ce cas, l'augmentation du coût locatif implicite peut inciter les propriétaires à racheter une maison à plus bas prix et le retrait consécutif de valeur immobilière peut servir à accroître la consommation.

9. Voir Kennedy et Andersen (1994) pour une analyse comparée du rôle des prix des logements dans l'épargne des ménages.

## Encadré VI.1. Patrimoine et consommation : quelques résultats empiriques récents

L'OCDE a examiné les déterminants à long terme de la consommation et en particulier le rôle joué par le patrimoine immobilier sur l'évolution des dépenses courantes des ménages dans les principaux pays de l'OCDE. Poursuivant des travaux effectués récemment à l'OCDE sur les effets de la richesse en actifs financiers sur la consommation privée, l'approche adoptée ici présente des estimations d'équations structurelles de consommation. Deux spécifications de long terme ont été utilisées. La première lie la consommation privée à la richesse nette des ménages (ou des ménages et entreprises privées non constituées en sociétés). Cette relation implique que la propension marginale à consom-

mer (PMC) est la même pour les différentes formes de richesse. Ainsi, un dollar supplémentaire de patrimoine immobilier se traduit par un effet similaire à un dollar supplémentaire de richesse financière ou d'une autre forme de richesse. La deuxième spécification permet des effets différents des PMC sur les trois principales formes de la richesse nette des ménages: le patrimoine financier défini par l'actif financier diminué du passif financier, le patrimoine immobilier et les autres éléments du patrimoine définis de façon résiduelle. Indépendamment de ces variables centrales, les équations de régression ont aussi tenu compte du taux d'intérêt et du taux d'inflation.

## Estimations de la propension marginale à consommer

	Propension marginale à consommer la richesse nette	Propension marginale à consommer le patrimoine immobilier
États-Unis	0.04	0.05
Japon		0.16 <sup>a</sup>
France	0.03	0.04 <sup>a</sup>
Royaume-Uni	0.02	0.03 <sup>a</sup>
Canada	0.05	0.12

a) Patrimoine immobilier net : patrimoine brut diminué des créances hypothécaires sur le logement.

Source : Secrétariat de l'OCDE.

Les principaux résultats montrent que la propension marginale à long terme à consommer le patrimoine net (y compris le patrimoine immobilier) varie entre 0.02 et 0.05 aux États-Unis, en France, au Royaume-Uni et au Canada (tableau). Les régressions indiquent aussi qu'aux États-Unis un dollar supplémentaire de patrimoine immobilier se traduit en définitive par un accroissement de la consommation privée de quelque 5 cents. D'après les estimations, la propension marginale à consommer le patrimoine immobilier est un peu plus faible en France et au Royaume-Uni. En revanche, pour le Japon et le Canada les estimations de la propension marginale établies par l'OCDE sont élevées et sensiblement supérieures aux valeurs publiées dans d'autres études.

Des études économétriques effectuées dans un certain nombre de pays confirment l'importance de la richesse immobilière dans la détermination de la consommation privée<sup>1</sup>. Selon des travaux récents réalisés aux États-Unis, pour un dollar additionnel de patrimoine immobilier, les ménages accroissent leur consommation de 3 à 5 cents (Greenspan, 1999 et Brayton, Davis et Tulip, 2000)<sup>2</sup>. Au Royaume-Uni, de nombreuses études ont tenté de relier le comportement de la consommation à l'évolution du marché du logement<sup>3</sup>. L'élasticité à long terme estimée du patrimoine immobilier varie de 6 à 15 pour cent et les estimations correspondantes de la propension

marginale à consommer à l'aide du patrimoine immobilier vont de 0.02 à 0.08. Au Japon, Ogawa *et al.* (1996) ont présenté les effets de patrimoine foncier (terrain et habitation), avec des estimations de l'élasticité à long terme comprises entre 6 et 10 pour cent. En Italie, les études publiées ne montrent guère d'indices d'effets de la richesse immobilière. Toutefois, Rossi et Visco (1995) constatent que la propension marginale à consommer à partir de la richesse totale est de l'ordre de 0.03 à 0.035, compte tenu du double comptage des transferts de sécurité sociale dans la mesure du revenu disponible et dans celle du patrimoine-retraite. De même, au Canada, les études empiriques montrent peu d'indices d'effets de la richesse immobilière. Bérubé et Coté (2000) présentent des estimations de l'élasticité à long terme du patrimoine net comprises entre 2 et 4 pour cent. Pour la France, diverses études ne détectent pas d'indices robustes d'un quelconque effet de richesse.

L'importance du prélèvement de valeur immobilière à des fins de consommation privée est aussi confirmée par les régressions de l'OCDE effectuées pour les États-Unis, le Royaume-Uni, la France et le Canada. Dans ces pays, les variations du prélèvement sur le patrimoine immobilier influencent le taux d'épargne, s'ajoutant aux effets de patrimoine total qui déterminent la valeur à long terme du taux d'épargne<sup>4</sup>.

1. Voir Boone *et al.* (1998) pour une revue du rôle des fluctuations des marchés des actions sur la richesse et la consommation des ménages.
2. Les estimations de la propension marginale à consommer varient considérablement d'un modèle à l'autre car elles dépendent de la mesure particulière du patrimoine qui est incorporée à l'ensemble des variables explicatives, de la mesure de la consommation privée, de l'échantillon de données utilisé et de la spécification particulière qui est estimée.
3. Pour une vue d'ensemble, voir Church, Smith et Wallis (1995).
4. Des travaux récents effectués aux États-Unis suggèrent que les opérations de refinancement hypothécaire accompagnées d'un versement monétaire (*cash-out*) réalisées en 1998 et au début de 1999 ont probablement stimulé les dépenses de consommation, mais dans des proportions réduites au regard des dépenses totales de consommation (Brady *et al.*, 2000).

*Les variations du patrimoine immobilier ont contribué à alimenter la consommation dans certains pays ces dernières années*

Il ressort de travaux empiriques de l'OCDE (encadré VI.1) que les hausses récentes des prix des logements ont contribué à stimuler la demande dans quelques pays. Aux États-Unis, sur la période 1996-99, l'excédent de croissance du patrimoine immobilier par rapport à l'expansion des revenus a sans doute contribué pour 0.4 point de pourcentage à la baisse totale du taux d'épargne des ménages, qui a avoisiné 2.4 points. Au Royaume-Uni, l'augmentation du ratio patrimoine immobilier/revenu disponible au cours de la même période pourrait avoir réduit le taux d'épargne de 2.0 points.

## Prix des logements et investissement résidentiel

*Les prix immobiliers peuvent influencer l'investissement résidentiel par leur impact sur la rentabilité de la construction de logements*

Les prix immobiliers peuvent avoir d'importants effets sur la construction de logements par leur impact sur la rentabilité de cette activité. Quand les prix des logements dépassent les coûts de construction courants, la mise en chantier de nouveaux logements devient rentable pour les promoteurs. Étant donné qu'un tel investissement est sans doute faible à court terme par rapport au parc existant, l'activité de construction courante est peu susceptible d'avoir une forte incidence sur les prix des logements. Les nouvelles unités peuvent donc être vendues au prix en vigueur sur le marché secondaire du logement avec une marge par rapport aux coûts. Mais au fil du temps l'accroissement cumulé du parc de logements influe sur les prix immobiliers, et dans le long terme les marges bénéficiaires redeviennent normales.

*Plusieurs petits pays se caractérisent par l'extrême instabilité des marges bénéficiaires*

Mesurées par le rapport entre le prix de l'immobilier à usage résidentiel et l'indice implicite de l'investissement résidentiel (qui exclut les coûts fonciers), les marges bénéficiaires dans le secteur de la construction de logements ont fortement fluctué dans plusieurs des pays Membres pour lesquels on dispose de données. Les fluctuations annuelles et les variations cumulées ont été particulièrement prononcées dans quelques-uns des petits pays européens, notamment le Danemark, la Finlande et la Norvège, mais aussi, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni (graphique VI.3). En revanche, les trois plus grands pays de l'OCDE n'ont connu que de faibles variations des marges bénéficiaires.

*Dans quelques pays les marges bénéficiaires ont été étroitement corrélées avec l'investissement résidentiel privé...*

Dans la majorité des pays examinés, il existe un lien simultané relativement étroit entre l'indicateur de rentabilité de la construction et l'investissement résidentiel (tableau VI.4). Le coefficient de corrélation est particulièrement élevé dans quelques-uns des petits pays européens, et excède même 0.8 sur la période 1980-99 aux Pays-Bas, au Danemark, en Espagne et en Belgique. En revanche, la corrélation est faible aux États-Unis, au Japon, en France et en Norvège, tandis que la corrélation négative observée en Allemagne est sans doute largement imputable aux subventions massives destinées à améliorer le logement dans les nouveaux *Länder*, subventions qui ne sont pas prises en compte dans l'indicateur de rentabilité.

*... mais il ne semble guère que les marges bénéficiaires puissent expliquer à elles seules l'évolution de la construction résidentielle privée dans le long terme*

En dépit des liens étroits à court terme observés dans de nombreux pays, il n'y a guère de preuve formelle d'une relation à long terme stable entre la rentabilité de la construction et l'investissement résidentiel privé. Dans une certaine mesure, ce résultat peut traduire le fait que l'indicateur de rentabilité utilisé ici n'inclut pas le coût du terrain<sup>10</sup>, mais il pourrait aussi refléter l'importance d'autres facteurs. Ainsi, les prix des logements neufs et ceux des logements existants peuvent différer, notamment à cause de mécanismes de financement segmentés. En outre, le manque de ressources

10. Des études utilisant de meilleures mesures des écarts prix-coûts ont détecté des liens à long terme plus significatifs entre la rentabilité et l'investissement dans quelques pays.



**Tableau VI.4. Construction de logements et rentabilité  
de l'investissement résidentiel<sup>a</sup>**

	Coefficients de corrélation, 1980 à 1999 (* : significatif statistiquement au niveau 5 pour cent)
États-Unis	0.37
Japon	0.35
Allemagne	-0.71*
France	0.25
Italie	0.77*
Royaume-Uni	0.61*
Canada	0.66*
Australie	0.51*
Belgique	0.83*
Danemark	0.92*
Finlande	0.59*
Irlande	0.43
Pays-Bas	0.92*
Norvège	0.16
Espagne	0.82*
Suède	0.60*

*a)* Les données sur la construction de logements concernent l'investissement résidentiel privé. La rentabilité de l'investissement résidentiel est mesurée par le rapport entre les prix de l'immobilier résidentiel et l'indice implicite des prix de l'investissement résidentiel (qui exclut le prix des terrains).

Source : OCDE.

financières a pu contrarier les décisions d'investissement des promoteurs immobiliers. De fait, les sociétés de construction sont généralement très endettées et donc particulièrement vulnérables à toute modification des pratiques de crédit des institutions financières.

## Conséquences pour l'action des pouvoirs publics

*Les prix immobiliers  
pourraient être d'utiles  
indicateurs des pressions  
excédentaires de la demande...*

Étant donné le lien entre l'évolution des prix des logements et les fluctuations de la demande globale, on peut penser que le suivi des marchés immobiliers pourrait être utile pour le réglage des politiques économiques. Dans un certain nombre de pays de l'OCDE les prix des logements sont déjà considérés comme d'importants indicateurs de l'état de l'économie et des pressions de la demande, et des données à jour et complètes sur les prix immobiliers y sont disponibles. Mais dans d'autres on manque d'informations adéquates sur les prix immobiliers et il convient donc de déployer des efforts accrus pour élaborer des systèmes améliorés de collecte de données pertinentes.

*... et suivre les variations  
de la capacité des ménages  
d'entamer leur capital  
immobilier*

Il est aussi important de suivre les modifications du régime des crédits hypothécaires qui permettent aux ménages d'entamer plus facilement leur patrimoine immobilier et de financer ainsi leur consommation. Au cours des prochaines années, en particulier dans l'Union européenne avec l'instauration d'un marché unique des services financiers, les modalités et conditions applicables aux produits hypothécaires sont susceptibles d'évoluer encore. Les mécanismes de marché sont susceptibles de faciliter les emprunts hypothécaires dans les pays où l'apport personnel exigible

demeure élevé et où les périodes de remboursement sont encore courtes. Ce processus de convergence peut donc stimuler la demande dans quelques pays en facilitant les prélèvements de valeur immobilière.

Lorsque de fortes hausses des valeurs immobilières s'inscrivent dans une configuration plus générale de demande excédentaire sur les marchés de biens et de services, la nécessité d'une réaction par le biais de la politique monétaire est manifeste. La situation est plus difficile quand ce profil général d'excédent de la demande n'apparaît pas. La hausse des prix immobiliers peut faire redouter des pressions inflationnistes latentes, mais en leur absence il est malaisé de justifier une réaction des pouvoirs publics. Le risque majeur dans cette conjoncture est de voir les prix immobiliers s'élever jusqu'à des niveaux non soutenables, avec pour conséquence de graves problèmes de bilan dès qu'une correction s'enclenche, comme cela s'est produit dans un certain nombre de pays à la fin des années 80 et au début des années 90. Un régime strict de surveillance dans le secteur financier et des normes prudentielles élevées constituent le meilleur rempart contre ce risque.

## BIBLIOGRAPHIE

- BÉRUBÉ, G. et D. CÔTÉ (2000),  
« Long-term Determinants of the Personal Savings Rate: Literature Review and Some Empirical Results for Canada », *Document de travail de la Banque du Canada*, n° 2000-3, février.
- BONNET, F. et E. DUBOIS (1995),  
« Peut-on comprendre la hausse imprévue du taux d'épargne des ménages depuis 1990 ? »  
*Économie et Prévision* n° 121, ministère de l'Économie, Direction de la prévision.
- BOONE, L., C. GIORNO, et P. RICHARDSON (1998),  
« Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence »,  
*Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 208, Paris.
- BOOTH, G.G., J.L. GLASCOCK, T. MARTIKAINEN, et T. ROTHVIUS (1994),  
« The Financing of Residential Real Estate in Finland: An Overview », *Journal of Housing Research*, vol. 5, n° 2, Fannie Mae.
- BRADY, P.J., G.B. CANNER, et D.M. MAKI (2000),  
« The Effects of Recent Mortgage Refinancing », *Federal Reserve Bulletin*, July.
- BRAYTON, F., M. DAVIS, et P. TULIP (2000),  
« Polynomial Adjustment Costs in FRB/US », Federal Reserve Board, *mimeo*.
- CHURCH, K.B., P.N. SMITH et K.F. WALLIS (1995),  
« Econometric Evaluation of Consumers' Expenditure Equations », *Oxford Review of Economics Policy*, vol. 10, n° 2.
- DEATON, A. (1991),  
« Saving and Liquidity Constraint », *Econometrica*, 59(6).
- DREES, B. et C. PAZARBASIOUGLU (1995),  
« The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalisation? », *IMF Working Papers*, WP/95/61.
- EDEY, M. et K. HVIDING (1995),  
« An Assessment of Financial Reform in OECD Countries », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 154, Paris.
- FÉDÉRATION HYPOTHÉCAIRE EUROPÉENNE (2000),  
*Hypostat 1988-1998, Mortgage and Property Markets in the European Union and Norway, Comparison and Trends*, Bruxelles.
- FREEDMAN, C. (1998),  
« The Canadian Banking System », *Bank of Canada Technical Report*, n° 81, Ottawa.
- GIROUARD, N et S. BLÖNDAL (2000),  
« Prix des logements et activité économique », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- GREENSPAN, A. (1999),  
« *Mortgage markets and economic activity* », Remarks before a conference on Mortgage Markets and Economic Activity sponsored by America's Community Bankers, Washington, DC, 2 November.
- GRUNSPAN, T. et P. SICSIC (1997),  
« Les effets de richesse », *Rapport annuel*, Conseil national du crédit et du titre, Paris.
- KENNEDY, N. et P. ANDERSEN (1994),  
« Household Saving and Real House Prices: an International Perspective », *Working Paper* n° 20, Banque des règlements internationaux, Bâle.
- MILES, D. (1995),  
*Housing, Financial Markets and the Wider Economy*, Series in Financial Economics and Quantitative Analysis, Wiley, New York.

NOGUCHI, Y. et J.M. POTERBA (1994),  
« Housing Markets in the United States and Japan », *A National Bureau of Economic Research conference report*, The University of Chicago Press, Chicago et New York.

OCDE (2000),  
*Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 67, juin, Paris.

OGAWA, K., S. KITASAKA, H. YAMAOKA et Y. IWATA (1996),  
« An Empirical Re-evaluation of Wealth Effect in Japanese Household Behaviour », *Japan and the World Economy*, n° 8.

ROSSI, N. et I. VISCO (1995),  
« National Saving and Social Security in Italy », *Ricerche Economiche*, n° 49.

SICSIC, P. et J.-P. VILLETTELLE (1995),  
« Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages ? », *Économie et prévision* n° 121.

WILLIAMSON, J. et M. MAHAR (1998),  
« A Survey of Financial Liberalisation », *Essays in International Finance*, n° 211, International Finance Section, Department of Economics, Université de Princeton, November.