

IV. MARCHÉS DU LOGEMENT, PATRIMOINE ET CYCLE ÉCONOMIQUE

Introduction

Les marchés du logement interviennent largement dans les réactions aux chocs et aux impulsions monétaires

Les pays de l'OCDE ont témoigné de degrés variables de résilience économique au cours de la récente récession conjoncturelle, certains ayant négocié et surmonté mieux que d'autres une série de chocs communs. Dans une certaine mesure, les différences de résilience économique semblent liées à la performance des marchés du logement. En particulier, le dynamisme des prix immobiliers dans certains pays paraît avoir dopé la consommation privée et la construction résidentielle et, par là même, contribué à compenser les faiblesses existant dans d'autres secteurs. On constate que le cadre institutionnel des marchés du logement et des marchés hypothécaires détermine dans une large mesure non seulement l'efficacité économique d'ensemble et les revenus réels, mais aussi la propagation des chocs. En conséquence, les structures qui favorisent la performance économique en longue période peuvent aussi permettre d'améliorer les résultats à court terme. De plus, si les réformes structurelles doivent être essentiellement engagées dans un souci d'efficacité à long terme, elles peuvent avoir aussi d'importantes implications pour l'efficacité de la politique macroéconomique. Ainsi les institutions des marchés du logement semblent influencer la rapidité et l'ampleur de la diffusion à l'ensemble de l'économie des réactions de la politique monétaire aux chocs. Le présent chapitre vise à faire la lumière sur certaines de ces interactions¹.

La première partie du chapitre présente des faits stylisés pour répondre à un certain nombre de questions : quelle est l'étroitesse des liens entre les prix des logements et la production sur l'ensemble du cycle ? Dans quelle mesure la dette hypothécaire et le patrimoine immobilier contribuent-ils à lier les prix des logements à la demande et à l'activité ? La section suivante analyse le rôle joué par les institutions des différents pays sur l'évolution conjoncturelle des prix des logements, et donc sur la demande des ménages. Une attention particulière est notamment accordée aux caractéristiques du marché hypothécaire qui peuvent faciliter ou entraver l'influence du patrimoine immobilier sur les dépenses des ménages. L'analyse porte ensuite sur un important aspect du mécanisme de transmission de la politique monétaire et la capacité générale d'adaptation du marché résidentiel aux chocs. Le chapitre s'achève par l'analyse de certains des facteurs liés à la politique macroéconomique et structurelle qui peuvent parfois faire naître des bulles spéculatives sur les marchés du logement, le but étant d'identifier les conditions qui permettent le mieux de mettre à profit la flexibilité des marchés du logement pour favoriser la résilience macroéconomique et la stabilité.

1. Les marchés du logement peuvent aussi intervenir largement dans la résilience économique par le biais de leurs effets sur la mobilité de la main-d'œuvre. Cet aspect de la question ne sera cependant pas examiné ici.

Les principales conclusions de ce travail sont les suivantes :

- Le décalage entre les mouvements des prix des logements et les cycles conjoncturels varie selon les pays...*

 - Les mouvements des prix réels des logements, qui ont sensiblement différé selon les pays, suivent généralement avec un certain retard les points hauts et bas du cycle – retard qui diffère cependant non seulement d'un pays à l'autre mais aussi d'un cycle à l'autre².
 - ... de même que l'ampleur et la synchronisation des effets de richesse sur la consommation...*

 - Les prix des logements se répercutent essentiellement sur l'activité par le biais d'effets de richesse qui affectent la consommation des ménages ; l'ampleur de ces effets de patrimoine sur le dynamisme de la consommation diffère fortement selon qu'il est plus ou moins facile de contracter un emprunt hypothécaire et d'opérer des prélèvements sur la valeur immobilière.
 - ... et l'évolution conjoncturelle de l'investissement résidentiel*

 - L'évolution de la construction résidentielle sur l'ensemble du cycle présente également d'importantes différences, le volume des mises en chantier réagissant plus rapidement et plus fortement aux points de retournement du cycle dans certains pays que dans d'autres.
- Les différences existant au niveau des caractéristiques institutionnelles des marchés du logement et des marchés hypothécaires influencent fortement l'ampleur des effets de richesse sur la consommation :
- Le cadre institutionnel contribue à expliquer les effets de richesse immobilière sur la consommation...*

 - Les caractéristiques des marchés hypothécaires, et en particulier leur degré de « complétude », renforcent la transmission des modifications du patrimoine immobilier à la consommation. Une baisse des coûts de transaction et une hausse des taux d'occupation par les propriétaires peuvent également favoriser ce processus de transmission.
 - ... et donc l'efficacité de la politique monétaire...*

 - L'efficacité de la politique monétaire, mesurée par l'incidence des modifications des taux d'intérêt directeurs sur les taux d'intérêt du marché de l'immobilier résidentiel et donc sur les prix des logements et sur le patrimoine, diffère très largement selon les pays de l'OCDE. Des facteurs institutionnels interviennent peut-être aussi, tels que le type d'intérêts hypothécaires le plus largement répandu (selon notamment qu'il s'agit de taux fixes ou de taux variables), les coûts du refinancement et la flexibilité avec laquelle le marché hypothécaire réagit aux modifications de la demande de logements.
 - ... mais les rigidités et les distorsions existant du côté de l'offre constituent une source d'instabilité*

 - Si la résilience économique peut être améliorée par la suppression des rigidités du marché hypothécaire et un renforcement de la réaction à la politique monétaire par le biais des effets de richesse liés au patrimoine immobilier, des réformes incomplètes et/ou inopportunes risquent de faire naître des déséquilibres, sous forme de bulles immobilières. Plus généralement, la résilience est améliorée et l'instabilité potentielle réduite dans la mesure où l'on évite les distorsions (telles que, par exemple l'absence de neutralité de la fiscalité de l'immobilier ou des réglementations de zonage inutilement restrictives), où la politique monétaire parvient effectivement à maîtriser l'inflation, et où il existe des contrôles prudentiels permettant d'assurer la solidité des institutions financières en cas de variation des prix des logements.

2. Tout au long de ce chapitre, on entend par « prix réels des logements » les prix des logements en termes nominaux corrigés du déflateur de la consommation privée.

Les prix des logements, le patrimoine immobilier et le cycle économique dans les pays de l'OCDE : quelques faits stylisés

Les tendances et la variabilité des prix des logements diffèrent

Depuis le milieu des années 90, les prix des logements ont affiché en termes réels des rythmes de hausse très différents selon les pays de l'OCDE (graphique IV.1, partie A). En règle générale, la plupart des pays dans lesquels les prix réels des logements ont affiché ces derniers temps les hausses les plus fortes sont aussi ceux où cette tendance ascendante a été la plus nette en longue période. L'Allemagne, le Japon et la Suisse sont parmi les pays où les prix réels des logements ont baissé depuis le milieu des années 90, et leur niveau n'est aujourd'hui guère éloigné de ce qu'il était en 1970. Pas plus les différences internationales des tendances des prix à long terme que l'accélération récente observée dans certains pays ne peuvent être imputées à des facteurs démographiques³.

La diversité des taux moyens de hausse des prix réels des logements s'est accompagnée de nettes différences pour ce qui est de leur variabilité (graphique IV.1, partie B). L'écart type des variations des prix réels des logements sur l'ensemble de la période 1970-2002 est particulièrement important dans certains des pays où l'augmentation tendancielle des prix a été la plus forte (Pays-Bas, Espagne et Royaume-Uni), ce qui permet de penser qu'il existe peut-être une origine commune entre les variations en longue période et les variations conjoncturelles. En revanche, la variabilité des prix est beaucoup plus faible en Allemagne et aux États-Unis, pays dans lesquels les prix régionaux des logements tendent cependant à varier plus fortement que dans la moyenne des pays.

Dans tous les pays, les marchés de l'immobilier tendent à suivre le cycle conjoncturel, les points de retournement des prix réels des logements accusant généralement un certain retard par rapport aux points hauts et bas de la conjoncture. À plusieurs reprises, les prix des logements ont continué de baisser en termes réels pendant quelques années après que l'activité se soit redressée. À l'inverse, les prix continuent souvent d'augmenter au tout début d'une récession conjoncturelle. Ceci semble indiquer que les prix sur les marchés des biens résidentiels tendent à s'adapter aux conditions conjoncturelles plus progressivement que sur les marchés boursiers⁴.

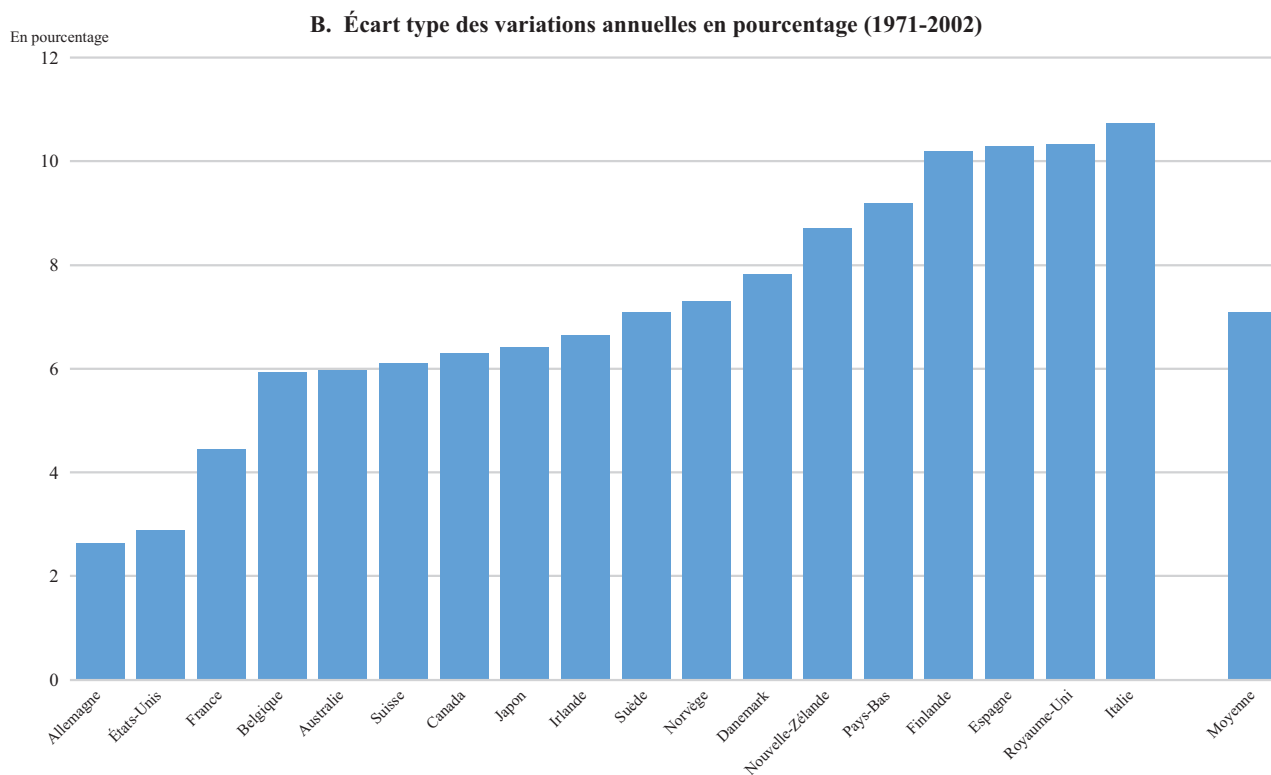
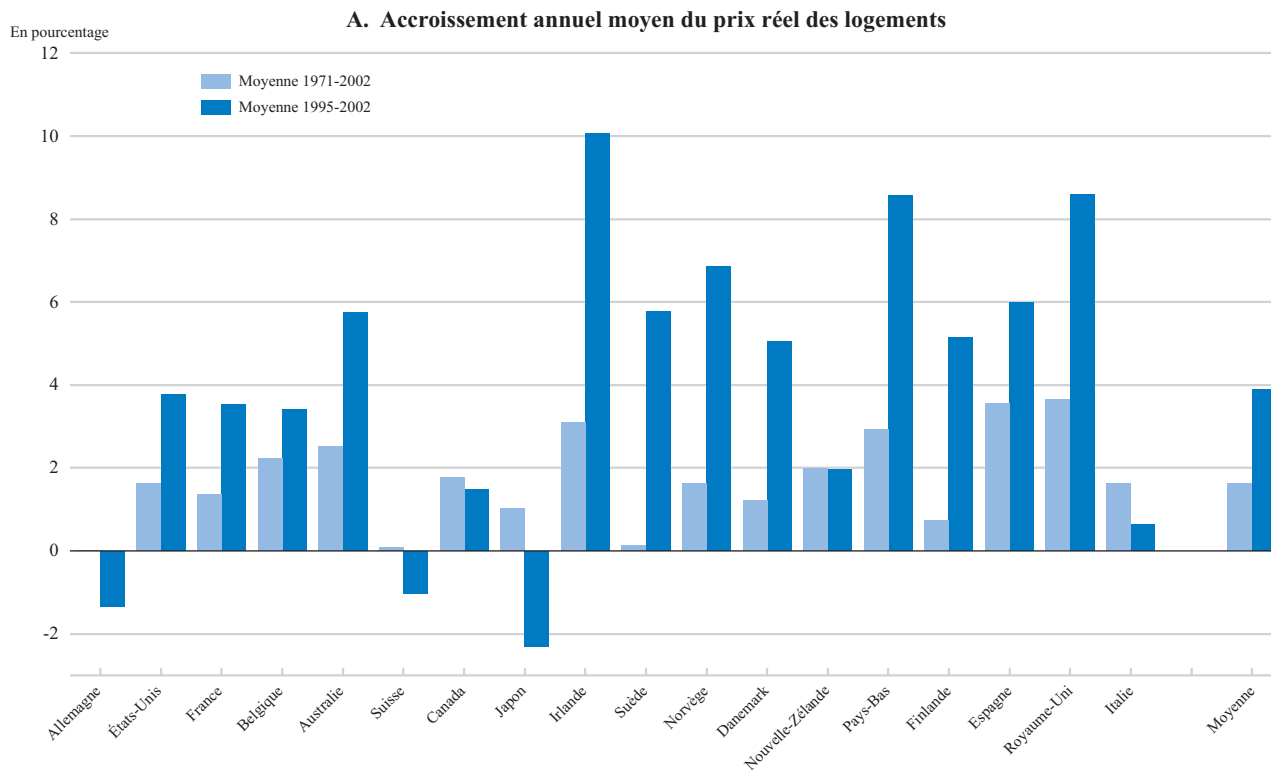
Les prix des logements suivent des tendances largement différentes selon les pays...

... et témoignent d'une variabilité inégale

Les variations des prix des logements suivent le cycle avec un certain retard...

3. Depuis 1990, la croissance moyenne de la population a été pratiquement la même ou un peu plus lente que pendant les quinze années précédentes dans la plupart des pays figurant au graphique IV.1, la principale exception étant l'Irlande. Qui plus est, dans la quasi-totalité d'entre eux, on a constaté une forte décélération de la croissance démographique du groupe d'âge 25-34 ans, celui qui est le plus à même de constituer de nouvelles familles et de renforcer la demande de logements même si l'effet de ce facteur sur la demande de logements a probablement été annulé par la réduction de la taille moyenne de la famille. Les seuls pays où l'on observe une étroite corrélation entre les variations des prix des logements et la croissance démographique sont le Luxembourg et la Nouvelle-Zélande, principalement en raison de fluctuations des soldes migratoires. Il ne semble cependant exister dans aucun pays de corrélation entre l'ampleur de l'accélération des prix des logements et la variation des taux de croissance démographique entre les années 80 et les années 90.
4. Ayant récemment analysé les cycles des prix des titres et des logements dans un groupe de pays de l'OCDE au cours des trente dernières années, Borio et McGuire (2004) constatent que : a) bien que les points hauts des prix boursiers ne soient pas tous suivis par un point haut des prix des logements, l'occurrence d'un point haut des prix boursiers augmente sensiblement la probabilité d'un point haut des prix des logements ; b) en règle générale, les points hauts des prix des logements tendent à suivre les principaux points hauts des marchés boursiers avec un retard d'au moins un an, et en moyenne de deux ans ; c) la baisse cumulée des prix des logements à la suite d'un point haut est habituellement d'autant plus importante que la hausse qui l'a précédé a été plus accusée, et elle sera plus importante si de larges déséquilibres financiers se sont accumulés pendant la phase d'expansion.

Graphique IV.1. Prix réels des logements : accroissement annuel moyen et dispersion



Note : Les prix des logements sont déflatés au moyen de l'indice des prix à la consommation privée.

Source : Banque des règlements internationaux et Quotable Value New Zealand.

Tableau IV.1. **Intensité et chronologie des corrélations entre les prix constants des logements et le cycle économique**

	Écart conjoncturel simultané ou décalé de moins d'un an	Écart conjoncturel décalé de un à deux ans	Écart conjoncturel décalé de trois à quatre ans
Intensité de la corrélation			
Forte	Danemark, Finlande, Irlande, Royaume-Uni	Espagne	
Moyenne	Japon	Canada, France, Suède	Australie, Allemagne, Suisse
Faible	Nouvelle-Zélande	Norvège, États-Unis	Belgique, Italie, Pays-Bas

Note : Corrélations entre les prix constants des logements corrigés de la tendance et l'écart conjoncturel, calculées pour la période 1970-2002 sur la base de données semestrielles. Les pays sont classés en fonction de l'intensité des corrélations maximales et du moment auquel elles sont observées. L'intensité de la corrélation est considérée comme « forte » si le coefficient de corrélation maximum est supérieur à .65, « moyenne » s'il se situe entre .50 et .65, et « faible » s'il est inférieur à .50.

Source : OCDE.

Les décalages entre les variations des prix des logements et les variations conjoncturelles diffèrent selon les pays (tableau IV.1) et diffèrent également selon le cycle. Au cours de la récente récession, dans plusieurs pays – notamment les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Australie, l'Irlande et l'Espagne – non seulement les prix des logements ont continué de s'élever mais ils se sont en fait accélérés après le point de retournement du cycle⁵.

À la différence des prix des logements, le volume de l'investissement résidentiel a généralement tendu à s'inverser à un stade assez précoce des phases d'expansion et de récession conjoncturelles, sauf dans les grandes économies de la zone euro et aux Pays-Bas. Là encore, la récente récession paraît avoir été inhabituelle dans la mesure où, à l'exception de ces mêmes pays, l'investissement résidentiel ainsi que les prix des logements sont restés soutenus tout au long de la courte phase de ralentissement conjoncturel et jusqu'au début de la reprise qui a suivi (graphique IV.2).

... et sont devenues plus contra-cycliques au cours du dernier cycle...

... alors même que l'investissement résidentiel faisait preuve de résilience

Liens entre les prix des logements, le patrimoine des ménages et la consommation

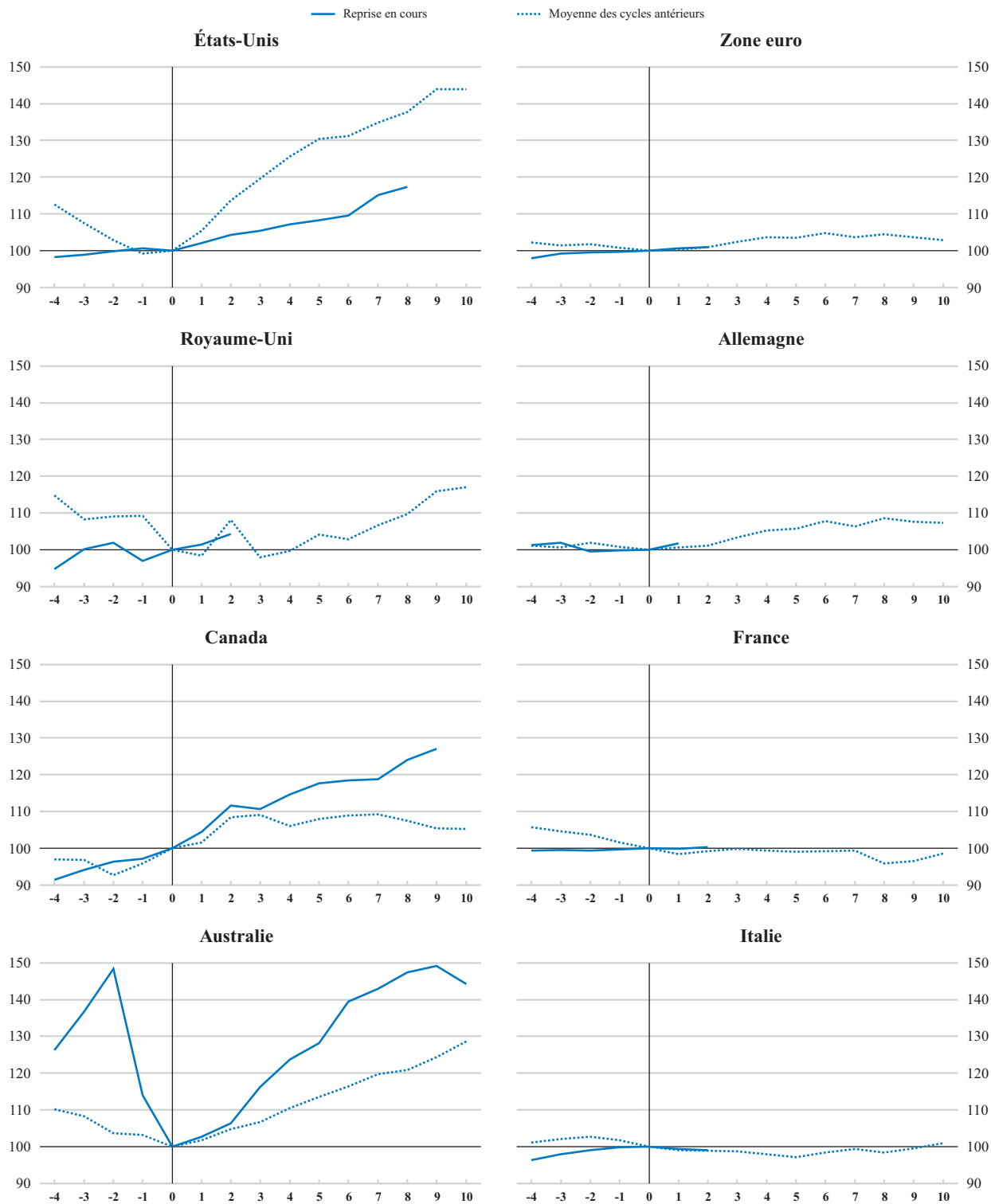
Les variations des prix des logements et de la consommation privée sont corrélées dans la plupart des pays – pour tous les pays et sur l'ensemble de la période considérée, le coefficient moyen de corrélation entre la croissance annuelle de la consommation et les variations concomitantes des prix réels des logements est de 0.57 – mais à des degrés très variables (graphique IV.3). C'est essentiellement par le

Les prix des logements affectent la consommation par le biais du patrimoine...

5. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 74, page 21.

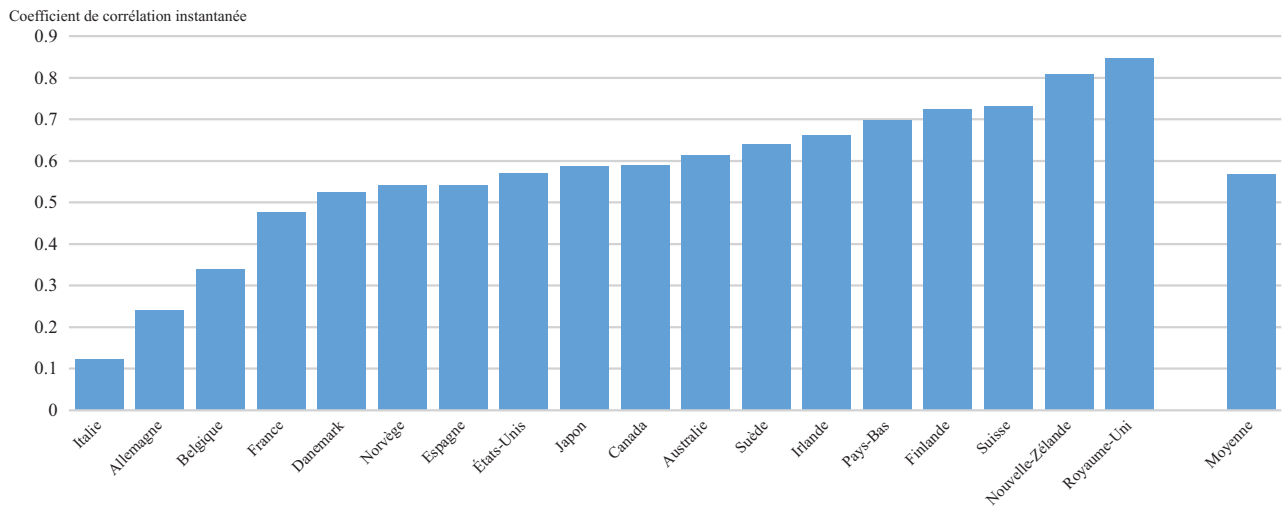
Graphique IV.2. Le comportement cyclique de l'investissement résidentiel

Indice, creux cyclique = 100



Note : Le dernier creux cyclique est 2000 T4 pour l'Australie, 2001 T3 pour le Canada, 2001 T4 pour les États-Unis et 2003 T2 pour les pays européens.
Source : OCDE.

— Graphique IV.3. **Corrélation entre la croissance de la consommation privée et l'évolution des prix réels des logements** —



Notes : Les coefficients de corrélation instantanée sont calculés à partir de données annuelles, de 1971 à 2002. Les prix des logements sont déflatés au moyen de l'indice des prix à la consommation privée.

Source : Banque des règlements internationaux, Quotable Value New Zealand et OCDE.

biais des variations de la valeur du patrimoine immobilier des ménages, qui contribuent à déterminer les mouvements des taux d'épargne de ce secteur, que les variations des prix des logements affectent le comportement des consommateurs (encadré IV.1). De fait, des travaux de recherche de l'OCDE confirment que le patrimoine résidentiel exerce d'importants effets sur la consommation aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, aux Pays-Bas et en Australie⁶. En France, en Allemagne et en Italie, bien que la valeur des actifs des ménages ait rapidement augmenté depuis 1995, il semble que la consommation réagisse peu aux variations du patrimoine. On estime que la propension marginale à long terme à consommer la richesse immobilière se situe entre 0.05 et 0.08 pour le premier groupe de pays sus-mentionnés, tandis qu'elle est négligeable au Japon et en Italie, et statistiquement non significative en France et en Allemagne (tableau IV.2).

Il apparaît que la consommation ne s'ajuste généralement qu'avec lenteur jusqu'au niveau souhaité, ce qui donne à penser que les variations de prix à court terme ont un effet limité, mais que des variations durables du patrimoine résidentiel pourront probablement avoir un effet sensible sur la consommation un certain temps après que soit intervenue la hausse des prix des logements. Le Royaume-Uni paraît constituer une exception à cette lenteur d'ajustement, dans la mesure où les modifications du patrimoine immobilier ont un important effet à court terme sur le comportement de consommation, effet à court terme qui « dépasse » légèrement l'effet à long terme⁷.

... dont la rapidité d'ajustement diffère

6. On trouvera une description détaillée de la méthode utilisée et des résultats de ces travaux dans Catta *et al.* (2004).

7. Des analyses économétriques effectuées à la fois par le Trésor britannique et la Bank of England ainsi que des travaux analogues effectués à l'OCDE (2004a) confirment que les modifications du patrimoine immobilier ont un impact à court terme relativement important sur le comportement en matière de consommation, impact qui dépasse l'effet à plus long terme.

Encadré IV.1. La hausse des prix des logements augmente-t-elle le patrimoine net ?

Les ménages détiennent des actifs immobiliers mais consomment aussi les services qui s'y rattachent. En conséquence, pour un parc immobilier donné, lorsque les prix des logements augmentent, la plus-value qui en résulte pour le propriétaire est partiellement ou intégralement neutralisée par la hausse de la valeur actualisée des loyers futurs¹. À la différence d'une hausse des prix des actions, qui peut refléter une augmentation du potentiel productif attendu de l'économie, et donc des revenus futurs, une hausse des prix des logements peut simplement refléter une pénurie aggravée du fait d'un accroissement de la demande, sans modification nette du patrimoine national.

Néanmoins, si le patrimoine global est inchangé, les augmentations des prix des logements affectent habituellement les positions relatives de groupes de population particuliers – par exemple, les possesseurs actuels de logements par rapport aux acquéreurs potentiels. Ces transferts de patrimoine peuvent avoir des effets macroéconomiques si les propensions de ces catégories à consommer diffèrent, comme on peut le

supposer. De plus, une modification du prix relatif du logement peut inciter les consommateurs à remplacer une acquisition immobilière par d'autres types de dépenses.

La valeur des biens immobiliers peut également affecter les dépenses des ménages en améliorant l'accès au crédit de ceux qui ont des problèmes de liquidités. Le crédit à la consommation est généralement coûteux lorsqu'il n'est pas assorti de garanties et il peut être tout simplement refusé à beaucoup de ménages. Les actifs immobiliers constituent la principale forme de garantie disponible, là encore parce qu'ils sont moins concentrés sur certains groupes de la population que les actifs financiers. Lorsqu'une augmentation des prix des logements accroît la valeur des garanties disponibles pour des ménages qui ne pourraient sans cela obtenir de crédits, l'ampleur de cet effet sur la consommation dépendra fortement de la mesure dans laquelle les marchés hypothécaires autorisent les ménages à emprunter sur la base de cette garantie.

1. L'ampleur de ce phénomène dépend de l'horizon temporel effectif dans lequel se placent les propriétaires, c'est-à-dire selon qu'ils ont l'intention de vendre leurs actifs immobiliers avant leur décès ou qu'ils prévoient de le transmettre à leurs descendants. Si les détenteurs actuels de patrimoine internalisent intégralement le bien-être des générations futures, de telle sorte que leur horizon de planification économique est effectivement infini, le coût attendu des futurs loyers imputés neutralise intégralement la valeur des actifs immobiliers (conclusion qui présente une certaine analogie avec la théorie de l'équivalence ricardienne sur les effets de la dette publique).

Tableau IV.2. Incidence à court et à long terme du patrimoine résidentiel sur la consommation

Estimations des propensions marginales à consommer la richesse immobilière à court et long terme

	Court terme	Long terme
Australie	0.02	0.07
Canada	0.03	0.06
France	..	..
Allemagne	..	..
Italie	..	0.01
Japon	0.01	0.01
Pays-Bas	0.02	0.08
Espagne	0.01	0.02
Royaume-Uni	0.08	0.07
États-Unis	..	0.05

Note : Voir Catte *et al.* (2004) pour une description de la méthodologie.

Source : OCDE.

Les emprunts hypothécaires et les prélèvements sur la valeur immobilière jouent un rôle important

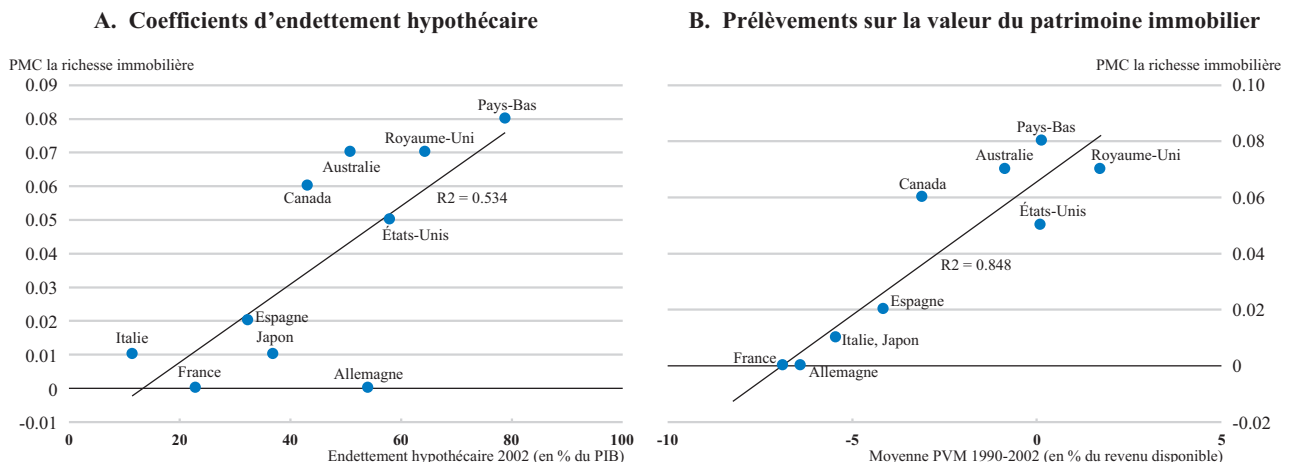
L'importance de la propension marginale à long terme à consommer le patrimoine résidentiel paraît être corrélée de manière positive avec les ratios d'endettement hypothécaire dans les différents pays, ce qui donne à penser que le marché hypothécaire joue un rôle déterminant pour répercuter les chocs intervenant au niveau des prix des logements sur les comportements en matière de dépense (graphique IV.4, partie A). L'ampleur de la dette hypothécaire immobilière du secteur des ménages diffère fortement selon les pays, allant actuellement de plus de 60 pour cent du PIB au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni à moins de 25 pour cent en France, en Italie et en Grèce. Ces ratios ont très fortement augmenté au cours des dix dernières années, notamment là où les prix des logements ont affiché la plus forte progression (tableau IV.3).

Le marché hypothécaire paraît jouer un rôle essentiel...

L'influence du marché du logement sur la consommation – ainsi que la rapidité de cette réaction – dépend du degré auquel il est possible de tirer parti du patrimoine immobilier et, en particulier, du degré auquel le propriétaire d'un logement peut contracter un emprunt adossé à un actif immobilier pour un achat ou un placement autre qu'un investissement immobilier, cette possibilité correspondant à la différence entre l'augmentation de l'emprunt adossé à l'actif immobilier et le montant utilisé pour un investissement résidentiel. De fait, il existe une étroite corrélation entre d'une part l'importance des prélèvements sur la valeur immobilière et d'autre part l'impact du patrimoine résidentiel sur la consommation (graphique IV.4, partie B), ainsi que le niveau de la dette hypothécaire entre les différents pays⁸. Et si l'on fait

... grâce principalement aux prélèvements opérés sur la valeur immobilière

Graphique IV.4. Propension marginale à consommer la richesse immobilière et indicateurs du marché hypothécaire



Note : PMC est la propension marginale à consommer. PVM correspond aux prélèvements opérés sur la valeur du patrimoine immobilier.
 Source : European Mortgage Federation, United States Federal Reserve Board, Statistique Japon, United Kingdom Office for National Statistics, Banque du Canada, Banque de France, Statistique Canada, Banque des Pays-Bas, Banque d'Espagne, Banque centrale européenne, Reserve Bank of Australia et OCDE.

8. Le coefficient de corrélation international entre le niveau moyen sur la période 1990-2002 des prélèvements sur la valeur immobilière (en pourcentage du revenu disponible) et le niveau moyen de la dette hypothécaire pendant la même période (en pourcentage du PIB) est de 0.64.

Tableau IV.3. Indicateurs du marché hypothécaire et du marché du logement

	Dettes hypothécaires résidentielles en % du PIB		Ratios prêt/valeur du bien (%)		Durée du prêt moyen (années)	Pourcentage des logements occupés par leur propriétaire (%)		
	1992	2002	moyen	maximum		1980 ^a	1990 ^a	2002 ^a
Australie	24.2	50.8	65	..	25	71	72	70
Autriche	..	..	60	80	20-30	52	55	56
Belgique	19.9	27.9	83	100	20	59	67	71
Canada	42.7	43.1	75	..	25	62	63	66
Danemark	63.9	74.3	80	80	30	52	52	51
Finlande	37.2	31.8	75	80	15-18	61	67	58
France	21.0	22.8	67	100	15	47	54	55
Allemagne	38.7	54.0	67	80	25-30	41	39	42
Grèce	4.0	13.9	75	80	15	75	76	83
Irlande	20.5	36.5	66	90	20	76	79	77
Italie	6.3	11.4	55	80	15	59	68	80
Japon	25.3	36.8	80	..	25-30	60	61	60
Luxembourg	23.9 ^b	17.5	..	80	20-25	60	64	70
Pays-Bas	40.0	78.8	90	115	30	42	45	53
Nouvelle-Zélande	32.6	56.2	..	..	..	..	73	65
Norvège	47.9	50.2	..	80	15-20	74	78	77
Portugal	12.8	49.3	83	90	15	52	67	64
Espagne	11.9	32.3	70	100	15	73	78	85
Suède	37.5	40.4	77	80	< 30	58	56	61
Royaume-Uni	55.5	64.3	69	110	25	58	65	69
États-Unis	45.3	58.0	78	..	30	65	64	68

a) Dates approximatives.

b) 1994.

Source : Fédération hypothécaire européenne, Mercer Oliver Wyman (2003), BCE (2003), Contact Group (2002), Noguchi et Poterba (1994), et Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Canada Mortgage and Housing Corporation, Japan Statistics Bureau, Bank of Japan, Statistics New Zealand, Reserve Bank of New Zealand, UK Office for National Statistics, US Department of Housing and Urban Development, US Federal Reserve, US Mortgage Bankers Association.

Intervenir le prélèvement sur la valeur immobilière comme variable explicative supplémentaire dans les équations consommation/patrimoine résidentiel, on constate que cette variable est nettement positive, parmi les grands pays, pour le Royaume-Uni, le Canada et les États-Unis, où les marchés hypothécaires sont développés. On ne relève aucun effet en France, en Italie, en Allemagne et au Japon, où les marchés hypothécaires sont plus réduits. Là où la variable correspondant au prélèvement sur la valeur immobilière est significative, elle semble refléter l'essentiel de l'effet exercé par la richesse immobilière sur la consommation, ce qui donne à penser que cet effet intervient dans une large mesure par le biais d'un plus large accès à des liquidités⁹. Ceci rejoint le fait que dans les pays où les prélèvements sur la valeur immobilière jouent un rôle important (Australie, Canada, Pays-Bas, Royaume-Uni, États-Unis), ils sont aussi fortement corrélés avec les prix des logements¹⁰.

9. En fait, lorsque l'on fait intervenir les prélèvements sur la valeur immobilière parmi les variables explicatives, l'effet de la richesse immobilière n'est plus statistiquement significatif (voir Catte *et al.*, 2004).

10. Voir Catte *et al.* (2004) pour une analyse internationale plus détaillée des prélèvements sur la valeur immobilière et des prix réels des logements.

Les facteurs structurels qui expliquent les différences du comportement du marché du logement

Deux constatations majeures se dégagent de l'analyse schématique qui précède. Premièrement, la relation entre les prix des logements et le cycle économique n'intervient pas simplement par le biais de l'investissement résidentiel mais aussi par le biais des effets exercés par le patrimoine et les emprunts hypothécaires sur la consommation. L'ampleur largement différente de ces influences peut expliquer quelques unes des disparités constatées au plan international concernant la résilience face aux variations cycliques. Deuxièmement, et par ailleurs, les fluctuations des prix des logements sont corrélées avec le cycle de la production, avec des décalages qui varient aussi bien d'un cycle à l'autre que d'un pays à l'autre, et qui déterminent la mesure dans laquelle les variations des prix des logements sont pro ou contra-cycliques. Dans la présente section, on examine les facteurs qui aident à déterminer ces deux phénomènes en présentant quelques unes des conclusions que l'on peut en tirer.

Des facteurs structurels peuvent expliquer les différences de résilience conjoncturelle

Le rôle des institutions hypothécaires dans la relation entre les taux d'intérêt, les prix des logements et la consommation

Des paramètres liés à la politique institutionnelle ou structurelle peuvent aider à expliquer les différences observées au plan international entre les propensions marginales à financer de la consommation sur le patrimoine immobilier et le comportement du marché hypothécaire qui lui est associé. En particulier, les réactions de la consommation aux modifications du patrimoine résidentiel seront vraisemblablement plus fortes, toutes choses égales d'ailleurs, dans les pays où :

Des facteurs institutionnels peuvent expliquer les différences des effets de patrimoine

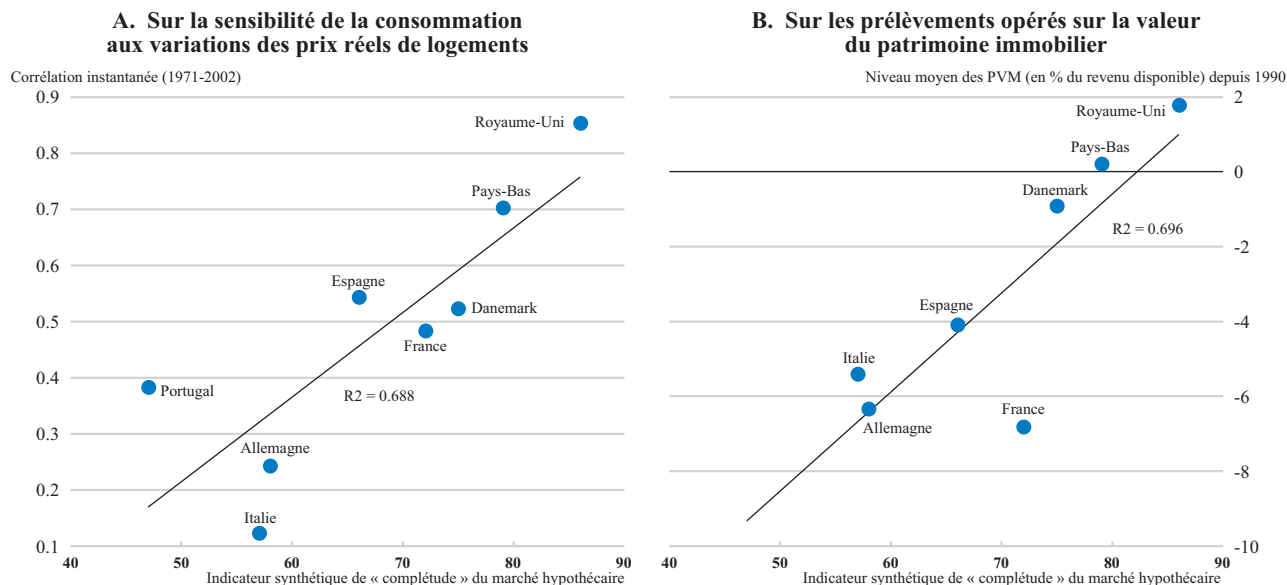
- Les marchés financiers assurent un accès facile à des moyens de financement hypothécaires et à des produits financiers qui facilitent les prélèvements sur la valeur immobilière.
- Les coûts de transaction sont faibles dans l'immobilier et le patrimoine résidentiel est exonéré des taxes sur les plus values, deux facteurs qui encouragent les propriétaires à considérer que les actifs résidentiels sont relativement liquides.
- Le pourcentage des logements occupés par leur propriétaire est élevé, ce qui implique une large distribution du patrimoine résidentiel.

Importance de la « complétude » du marché hypothécaire

L'étroite relation de la « complétude » des marchés hypothécaires avec les corrélations prix réels des logements/consommation (graphique IV.5, partie A) et avec les prélèvements sur la valeur immobilière (partie B) confirme le rôle majeur joué par la fourniture de liquidités associées à des actifs résidentiels (voir tableau IV.4 pour quelques critères liés à l'indice de complétude). En général, les marchés hypothécaires moins réglementés et plus compétitifs sont susceptibles d'offrir un plus large éventail de produits hypothécaires, pour pouvoir répondre aux besoins d'emprunteurs plus diversifiés et pour pouvoir appliquer des marges d'intérêt plus faibles sur les prêts hypothécaires. Une telle comparaison internationale systématique

Les effets exercés par les prix des logements sur la consommation varient en fonction de la « complétude » du marché hypothécaire...

Graphique IV.5. Effets de la « complétude » du marché hypothécaire



Note : PVM correspond aux prélèvements opérés sur la valeur du patrimoine immobilier. Pour le Portugal, la corrélation instantanée entre la consommation et les variations des prix immobiliers en termes réels est calculée sur la période 1989-2001, faute de données suffisantes.

Source : Mercer, Oliver, Wyman (2003), United States Federal Reserve Board, Statistiques Japon, United Kingdom Office for National Statistics, Banque du Canada, Banque de France, Statistiques Canada, Banque des Pays-Bas, Banque d'Espagne, Banque centrale européenne, Reserve Bank of Australia et OCDE.

n'a été faite que pour huit pays européens¹¹. Parmi ceux-ci, le Danemark, les Pays-Bas et le Royaume-Uni semblent avoir les marchés hypothécaires les plus complets pour ce qui est de l'éventail des produits proposés, tels que les deuxièmes hypothèques et les produits permettant de tirer parti de l'augmentation de la valeur du bien, ainsi que de la possibilité de choisir entre différents barèmes de remboursement et d'ajustement des taux d'intérêt. Les marchés de ces pays sont également en mesure de servir un plus large éventail d'emprunteurs potentiels, notamment par exemple les ménages jeunes ou âgés, ou encore les emprunteurs qui ne sont pas en mesure de certifier leurs revenus. Certaines de ces options au niveau des produits ou des emprunteurs couverts existent également sur des marchés traditionnellement moins sophistiqués comme ceux de l'Italie et de l'Allemagne, mais elles sont moins fréquentes, ayant été adoptées plus récemment.

... ainsi qu'en fonction du type et des conditions de l'hypothèque

La nature de l'hypothèque (taux fixe ou taux variable) joue ici un rôle potentiellement important dans la mesure où les taux hypothécaires peuvent réagir différemment en fonction de la façon dont évolue la courbe des rendements¹². Le taux d'intérêt à court terme a une incidence plus importante dans les pays où les hypothèques sont essentiellement à taux variables, tandis que le taux à long terme joue un rôle particulièrement pertinent dans les pays où les hypothèques sont essentiellement à taux fixes. Dans ce dernier cas, le refinancement peut s'avérer coûteux. En France par exemple, des hypothèques à taux fixes sont généralement proposées pour une durée de quinze

11. Voir Mercer Oliver Wyman (2003). Les pays couverts sont le Danemark, la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, le Portugal, l'Espagne et le Royaume-Uni.

12. Comme on peut s'y attendre, dans les pays où les hypothèques sont essentiellement à taux fixes, la répercussion sur les taux des nouveaux prêts dépend du point de savoir si la variation des taux courts s'accompagne d'une variation des taux longs (de Bondt *et al.*, 2003).

Tableau IV.4. « Complétude » des marchés hypothécaires : éventail de produits disponibles et d'emprunteurs servis dans huit pays européens

	Danemark	France	Allemagne	Italie	Pays-Bas	Portugal	Espagne	Royaume-Uni
a) Ratios prêt/valeur du bien								
Moyen	80	67	67	55	90	83	70	69
Maximum	80	100	80	80	115	90	100	110
b) Variété des produits hypothécaires								
Taux								
Variables	**	**	**	**	**	**	**	**
Variables (avec référence)	**	**	-	**	**	**	**	**
Variables (avec taux initial réduit)	-	**	-	*	-	-	**	**
Variables plafonnées	**	**	*	*	**	-	*	**
Durée								
2-5	**	**	**	**	**	*	*	**
5-10	**	**	**	**	**	*	*	*
10-20	**	**	**	*	**	-	*	*
20+	**	*	*	*	*	-	*	-
Remboursement								
Paiement capital et intérêts	**	**	**	**	**	**	**	**
Paiement intérêts uniquement	*	**	**	*	**	-	-	**
Flexible	*	**	-	*	**	-	*	**
Remboursement sans pénalité ^a	**	-	-	-	-	-	-	*
Pénalité intégrale	**	*	**	*	**	*	*	*
c) Type d'emprunteurs et objet du prêt								
Type d'emprunteur								
Ménage jeune (<30)	**	*	**	*	*	**	**	**
Ménage âgé (>50)	**	*	*	*	**	*	*	**
Faible apport initial	-	**	*	-	*	*	*	**
Revenu auto-certifié	-	-	-	-	*	-	-	*
Ex-failli	*	-	-	-	-	-	-	*
Mauvais antécédents	*	*	-	*	*	-	*	**
Travailleur indépendant	**	*	**	**	*	**	**	**
Aide de l'État	*	**	*	*	*	**	*	*
Objet du prêt								
Hypothèque 2ème rang	**	*	**	**	**	**	**	**
Résidence de vacances à l'étranger	**	**	*	**	*	-	-	**
Location	**	**	**	**	**	**	**	**
Prélèvement sur la valeur du bien	**	-	*	**	**	-	*	**
Accession partielle à la propriété	**	*	*	*	*	**	-	**
Indice de "complétude" du marché hypothécaire ^b	75	72	58	57	79	47	66	86

Note : Grande disponibilité : lorsque les produits sont commercialisés activement et bien connus du public ; faible disponibilité : lorsque seul un petit groupe de prêteurs propose ce produit, souvent avec des conditions supplémentaires ; pas disponible : le produit n'est proposé par aucun des prêteurs couverts par l'enquête. Voir Mercer Oliver Wyman (2003) pour plus de détail sur l'échantillon et les critères utilisés pour l'enquête.

Clé : ** grande disponibilité ; * faible disponibilité ; - pas disponible

a) Uniquement sur les produits à taux fixe.

b) Voir Mercer Oliver Wyman (2003) pour plus de détails sur le calcul de l'indice.

Source : Mercer Oliver Wyman (2003).

ans, mais les pénalités en cas de refinancement peuvent représenter jusqu'à six mois d'intérêts ou 3 pour cent du solde remboursé par anticipation. Le refinancement n'offre donc guère d'attrait lorsque les baisses de taux d'intérêt sont faibles. En Allemagne, les taux des hypothèques sont habituellement fixes pendant dix ans, et il est très difficile d'obtenir un refinancement. Le marché italien est hybride, comportant à la fois des taux fixes et des taux variables. En revanche, au Danemark et aux États-Unis où la plupart des prêts sont également à taux fixes, la possibilité d'un remboursement anticipé sans pénalités est fréquemment prévue, dans la mesure où les

prêts hypothécaires sont largement financés par des titres adossés à des créances hypothécaires et remboursables par anticipation au gré de l'émetteur. Au Royaume-Uni, les taux hypothécaires sont généralement variables et les variations des taux d'intérêt se traduisent rapidement par des variations des paiements mensuels au titre du service de la dette.

Les différences des marges de taux d'intérêt se sont atténuées...

En revanche, les différences internationales des marges de taux hypothécaires par rapport aux taux du marché pour l'échéance concernée, qui sont des indicateurs rapprochés de l'efficience, ne sont pas très importantes, et se sont sensiblement réduites au cours des dix dernières années. En prenant en compte les commissions et en opérant un ajustement pour le risque de crédit et la valeur des options de remboursement anticipé, les marges varient à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite (70 à 135 points de base) pour ce qui est des pays examinés au tableau IV.4¹³. Les différences restantes tiennent essentiellement à la structure des produits et aux coûts d'exploitation et de financement, à quoi il faut ajouter certains facteurs de distorsion comme la péréquation avec d'autres produits et la présence dans certains pays d'établissements de prêts appartenant à l'État pour lesquels le coût du capital est faible. Les marges sont particulièrement élevées en Italie, pays où les coûts d'exploitation sont également les plus lourds. Au Danemark et en Allemagne, l'existence de marchés bien développés pour les titres adossés à des créances hypothécaires a contribué à contenir les coûts de financement des prêts à taux fixes.

... mais les conditions hypothécaires et l'innovation diffèrent...

Deux principaux indicateurs de l'aptitude des marchés hypothécaires à fournir un accès à des moyens de financement sont les ratios normaux ou maximums prêt/valeur et les conditions hypothécaires (tableau IV.3). Dans tous les pays, ces deux indicateurs sont corrélés avec le volume de la dette hypothécaire, ce qui n'a rien d'étonnant¹⁴. En fait, des coefficients élevés prêt/valeur permettent aux emprunteurs de contracter une dette plus importante, et il est alors nécessaire d'allonger la période de remboursement pour que le service de la dette rapporté au revenu soit raisonnable. Même si les prêts immobiliers ne sont contractés que pour l'achat d'un logement, cette opération gonfle la liquidité du secteur des ménages. Il existe aux Pays-Bas et au Royaume-Uni des ratios maximums prêt/valeur supérieurs à 100 pour cent, même si la moyenne est habituellement plus faible. Les ratios classiques prêt/valeur sont particulièrement bas en Italie. Les prélèvements sur la valeur immobilière sont encore plus faciles lorsque des produits hypothécaires spécifiquement conçus à cet effet sont largement proposés sur le marché, comme c'est le cas notamment en Australie, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux États-Unis, mais aussi dans plusieurs pays nordiques. En revanche, de tels produits ne sont ni proposés ni largement utilisés en France, en Belgique et dans les pays d'Europe méridionale.

... en partie du fait des systèmes légaux et réglementaires

Les différences que l'on vient d'évoquer tiennent probablement à l'idée que se fait le prêteur du risque lié aux prêts hypothécaires. Un important élément à cet égard est la protection légale de la garantie. Les frais administratifs et les délais nécessaires pour réaliser la valeur de la garantie en cas de défaillance diffèrent très largement selon les pays (tableau IV.5). En Belgique, en France, au Portugal, et plus encore en Italie, la longueur des procédures légales est probablement l'un des principaux facteurs qui découragent les banques de consentir des prêts plus importants par rapport à la valeur

13. Une étude antérieure réalisée par Diamond et Léa (1992) sur quatre des huit pays examinés dans l'étude de Mercer Oliver Wyman (2003) (Danemark, France, Allemagne et Royaume-Uni) avait abouti à la conclusion que les écarts ajustés s'établissaient entre 120 et 276 points de base.

14. S'agissant des pays énumérés au tableau IV.3, le coefficient de corrélation des ratios hypothécaires avec les ratios classiques prêt/valeur est de 0.48, et avec les conditions hypothécaires classiques de 0.74.

Tableau IV.5. **Délai nécessaire et coût des procédures d'attribution des prêts hypothécaires**

	Délai habituellement nécessaire ^a (mois)	Frais administratifs ^b (en %)
Autriche	6	..
Belgique	18	18.70
Danemark	6	..
Finlande	2-3	2.5
France	15-25	7
Allemagne	12	4.2
Grèce	3	16
Irlande	11-14	8.6-10.6
Italie	60-84	..
Pays-Bas	6	3
Portugal	18-30	8
Espagne	7-9	17
Suède	4-6	5
Royaume-Uni	8-12	2.6-7
États-Unis	8.4	11.5

a) Nombre total de mois entre l'acte d'exécution (dans les pays où l'attribution doit être avalisée par un tribunal) et le versement du prêt aux créanciers.

b) Aussi bien fixes que variables. Les frais sont calculés ici pour un bien dont la valeur est de 100 000 euros. Ils ne couvrent pas les intérêts perdus pendant le délai de la procédure.

Source : Pour les pays de l'Union européenne : FHE (2002) ; pour les États-Unis : Department of Housing and Urban Development (1996).

du bien et de prêter à des emprunteurs présentant des risques relativement élevés. Dans un certain nombre de pays de l'OCDE, les ratios prêt/valeur sont également plafonnés par la réglementation, et, dans la plupart d'entre eux, le ratio prêt/valeur d'un prêt influence la pondération qu'on lui attribue pour vérifier le respect des normes de fonds propres, de telle façon que les prêts dont le ratio prêt/valeur est élevé sont plus coûteux à financer. Les limitations réglementaires sont particulièrement contraignantes en Allemagne, dans la mesure où elles se combinent à une méthode obligatoire d'évaluation du prêt qui implique une augmentation supplémentaire de 20 à 25 pour cent par rapport aux prix du marché¹⁵.

Bien que les marchés hypothécaires aient rapidement évolué dans la plupart des pays de l'OCDE, notamment ceux où ils étaient le moins développés, les différences sont encore très importantes concernant l'éventail des emprunteurs susceptibles d'être servis et la diversité des besoins couverts. Si les ratios d'endettement hypothécaire peuvent être considérés comme un indicateur succinct de la dimension du marché, leur dispersion s'est en fait intensifiée entre 1992 et 2002. Il semble ainsi possible de faire la distinction entre un groupe de pays où les marchés hypothécaires offrent un large accès aux liquidités (Australie, Canada, Pays-Bas, Royaume-Uni, États-Unis et pays nordiques) et d'autres où cet accès est encore limité (notamment l'Italie et la France). La situation est plus complexe en Allemagne – où des hypothèques

L'efficience des marchés hypothécaires présente encore de fortes disparités

15. Voir Contact Group on Asset Prices (2002). En Allemagne, les prêts dont le montant rapporté à la valeur du bien dépasse le plafond de 60 pour cent ne peuvent pas davantage être inclus parmi les titres adossés à une hypothèque (ou peuvent être inclus, dans la limite d'un ratio prêt/valeur de 80 pour cent, mais la fraction du prêt au-delà de 60 pour cent n'est pas prise en compte comme garantie).

de base assorties de longues périodes de remboursement sont très abordables mais où l'éventail de produits est limité et où les ratios prêt/valeur du bien sont faibles – et en Espagne, où le marché semble s'être développé très rapidement.

Influence de l'occupation des logements par leurs propriétaires

Les taux d'occupation des logements par leurs propriétaires reflètent toute une série de facteurs structurels

Un autre facteur susceptible d'amplifier l'importance de l'organisation du marché hypothécaire est l'ampleur du taux d'occupation des logements par leurs propriétaires. Les modes d'occupation des logements diffèrent fortement à l'intérieur de la zone de l'OCDE. En règle générale, le pourcentage des logements occupés par leurs propriétaires est très élevé dans les pays d'Europe méridionale, relativement faible en Autriche, en Allemagne, aux Pays-Bas et dans certains pays nordiques, et de l'ordre des deux tiers dans la plupart des autres pays (tableau IV.3). Ces différences sont en partie imputables à des incitations fiscales (analysées plus loin). Elles tiennent aussi aux différences d'accès au financement hypothécaire. L'accès aux marchés hypothécaires autorise semble-t-il les ménages à accéder à la propriété de leur logement à un âge relativement peu avancé : aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, les ménages appartenant au groupe d'âge 25-29 ans ont plus de chances d'être propriétaires de leur logement, par rapport à la moyenne nationale, qu'en France, en Allemagne, en Italie ou en Espagne. Dans la pratique cependant, quelques-uns des pays où les taux d'occupation des logements par leurs propriétaires sont les plus élevés – comme l'Italie et l'Espagne – sont parmi ceux qui ont, ou qui avaient jusqu'à récemment, les marchés hypothécaires les moins développés. Ceci donne à penser qu'il existe dans ces pays d'autres mécanismes permettant d'accéder à la propriété, comme par exemple des transferts de patrimoine intergénérationnels. Ainsi, bien que l'occupation d'un logement par son propriétaire puisse être une condition nécessaire pour pouvoir opérer des prélèvements sur la valeur du patrimoine résidentiel, elle ne constitue pas une condition suffisante, et la correspondance, dans les différents pays, entre le taux d'occupation des logements par leur propriétaire et la sensibilité de la consommation aux prix réels des logements est faible.

Les coûts de transaction dans le secteur du logement et l'imposition des plus-values immobilières

Les coûts de transaction peuvent affecter la relation entre les prix des logements et la consommation...

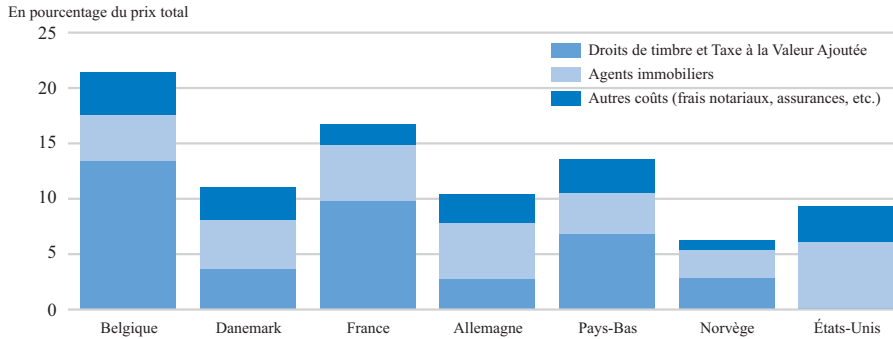
Les coûts de transaction dans le secteur du logement diffèrent aussi très fortement selon les pays. Les taxes, telles que les droits de timbre, sont l'une des composantes de ces coûts¹⁶. De plus, les commissions à verser aux intermédiaires peuvent être directement fixées par voie réglementaire, ou être influencées par les réglementations qui régissent l'entrée sur le marché des services immobiliers. On dispose d'estimations des coûts de transaction dans le secteur du logement émanant de plusieurs sources, mais elles sont rarement comparables et elles ne concernent qu'un nombre limité de pays. D'après les données du ministère danois des Entreprises, présentées au graphique IV.6, ces coûts sont généralement plus élevés dans les pays d'Europe continentale que dans les pays nordiques. Des données d'autres sources font apparaître que les coûts de transaction sont particulièrement faibles au Royaume-Uni¹⁷. Le lien entre les coûts des transaction dans le secteur du logement et l'existence d'une étroite corrélation entre le

16. Voir Catta *et al.* (2004) pour une comparaison internationale de la fiscalité de l'immobilier.

17. Ainsi, MacLennan *et al.* (1999) présentent les chiffres de 1993 de la Woolwich Building Society selon lesquels les coûts de transaction sont très élevés en France et en Espagne, plus faibles, mais encore importants en Allemagne, en Italie et aux États-Unis, et beaucoup plus faibles au Royaume-Uni. Néanmoins, ces données ne sont pas totalement comparables avec celles présentées au graphique IV.6, à la fois en raison des définitions utilisées et de la période couverte. Les données publiées dans *The Economist* du 3 septembre 1998 (qui ne se réfèrent qu'aux coûts de transaction hors fiscalité) aboutissent à un classement des pays à peu près comparable.

Graphique IV.6. Coûts de transaction des logements

Coûts de transaction pour les ventes de logements de taille moyenne



Source : Danemark, ministère des Entreprises, « Boligrapport » 1997.

prix des logements et la consommation est difficile à démontrer à partir de cet échantillon limité. Néanmoins, il est à présumer que des coûts plus élevés ont pour effet d'entraver les mécanismes de transmission entre le secteur du logement et la consommation en rendant moins liquides les actifs immobiliers.

La fiscalité des plus-values sur les actifs immobiliers a vraisemblablement des effets comparables à ceux des coûts de transaction si l'impôt est perçu au moment où les plus-values sont réalisées, comme c'est habituellement le cas. Néanmoins, bien que la plupart des pays de l'OCDE appliquent des taxes sur les plus-values immobilières, la majorité d'entre eux exonèrent le logement occupé par ses propriétaires lorsqu'il est leur résidence principale¹⁸. Dans les rares pays où les plus-values sont imposées mais où il n'existe pas d'exemption pour la résidence principale, tels que la Norvège, la Suède et l'Autriche, cette taxe peut être considérée comme un coût de transactions supplémentaire et non négligeable¹⁹.

... de même que le régime fiscal des plus-values

Les déterminants de la variabilité des prix des logements

Les implications de l'analyse qui précède pour la transmission des effets de la politique monétaire présentent un intérêt particulier. Les variations des taux d'intérêt directs peuvent influencer les dépenses des ménages à la fois par le biais « d'effets de revenu » sur les emprunteurs, résultant des modifications des paiements d'intérêt sur l'encours des prêts immobiliers, et par le biais « d'effets de richesse » qui résultent des mouvements connexes des prix réels des logements, et donc des modifications de la valeur du bien immobilier. Dans ce cas particulier, « l'effet de richesse » impliquerait l'existence d'un lien initial par le biais duquel les taux d'intérêt affectent les prix réels des logements, dans la mesure où les modifications du coût relatif des services immobiliers entraînent des fluctuations de la demande de logement. Il semble bien d'ailleurs que les prix des logements soient affectés par les modifications des taux d'intérêt dans différents

Les effets de la politique monétaire sur les prix des logements diffèrent selon les pays

18. Dans quelques pays, comme l'Autriche, la Belgique, la Finlande et l'Allemagne, cette exemption n'est accordée que si le bien est détenu pendant un nombre minimum d'années (cinq à dix ans par exemple), disposition qui vise à encourager les investissements à long terme et non spéculatifs dans le logement.

19. En Espagne et au Portugal, les plus-values sur le logement sont exonérées d'impôt si le produit de la vente est réinvesti (voir Catte *et al.*, 2004).

pays²⁰. Néanmoins, la relation statistique entre les taux d'intérêt et les mouvements des prix des logements que l'on constate dans différents pays diffère fortement en rythme et en intensité²¹. On peut supposer *a priori* que ces différences opèrent par le biais des mêmes mécanismes du marché hypothécaire qui déterminent la force des effets de richesse immobilière sur la dépense, tels que les coûts de refinancement et la flexibilité du marché hypothécaire face aux modifications de la demande de logement. Néanmoins, les variations internationales du lien entre la politique monétaire et les prix des logements peuvent aussi tenir à des facteurs tels que les différences d'élasticité de l'offre de logement, les anticipations inflationnistes et la fiscalité des biens immobiliers.

La variabilité des prix des logements peut aussi tenir à des rigidités structurelles...

Bien que la transmission des impulsions de la politique monétaire à la demande globale par le biais des effets de richesse immobilière et de revenu puisse contribuer à la résilience économique, la variabilité des prix des logements peut aussi être dans certains cas la résultante de rigidités ou de distorsions du marché de l'immobilier. La variabilité des prix des logements sera probablement plus forte si l'offre de logements est inélastiques face aux variations de prix (graphique IV.7, partie D) et si la demande de logements est soumise à des chocs substantiels. Le parc immobilier est donné à court terme, tandis que son élasticité à long terme concernant les modifications des prix relatifs dépendra probablement surtout de la pénurie, naturelle ou induite par l'action gouvernementale, de terrains constructibles. Il ressort ainsi de plusieurs études qu'au Royaume-Uni, les réglementations complexes concernant le zonage local et la lenteur du processus d'autorisation sont parmi les facteurs responsables de la rigidité de l'offre de logements, et contribuent pour une large part à la hausse tendancielle des prix des logements dans ce pays et à leur forte variabilité²². Des facteurs analogues affectent la dynamique des prix des logements au Luxembourg, aux Pays-Bas et en Espagne (OCDE, 2003a, 2003b et 2004b).

... ou à des chocs inflationnistes, ce qui peut déclencher un comportement spéculatif...

Les diverses études concernant les facteurs qui affectent les prix des logements ont insisté sur le fait que l'un des principaux déterminants des fluctuations des prix des logements sont les anticipations inflationnistes, dont les modifications affectent les rendements relatifs des différentes formes d'investissement possibles. De fait, la variabilité des prix des logements dans les différents pays paraît être corrélée avec la variabilité de l'inflation (graphique IV.7, partie A), bien que la pertinence de ce résultat soit nettement moindre dans un contexte de faible inflation²³. Néanmoins, les risques de comportement spéculatif sont accrus par plusieurs caractéristiques des marchés de l'immobilier et des marchés hypothécaires dont on a constaté qu'elles favorisaient la résilience économique. Ainsi, les marchés hypothécaires sur lesquels les ratios prêt/valeur sont élevés permettent plus facilement aux investisseurs de s'endetter, tandis que la faiblesse des coûts de transaction et l'exonération des actifs immobiliers de la taxe sur les plus-values peuvent accroître le rendement net attendu d'investissements immobiliers spéculatifs.

20. Borio et McGuire (2004) constatent que les mouvements des taux d'intérêt peuvent affecter la relation entre les prix des logements et le cycle conjoncturel. La tendance décroissante des prix des logements sous l'effet des cycles économiques est généralement retardée, et la baisse ultérieure des prix plus faible, lorsque les taux d'intérêt augmentent moins que d'ordinaire ou baissent après que le marché boursier ait atteint un point haut.

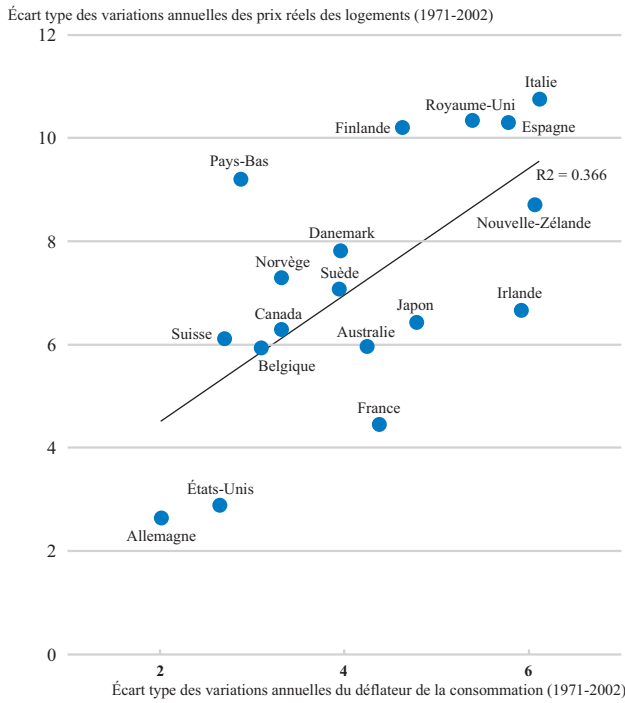
21. Tsatsaronis et Zhu (2004) constatent que l'impact des taux d'intérêt sur les prix des logements est à la fois plus puissant et plus rapide dans les pays où les marchés hypothécaires sont relativement développés (Australie, Irlande, Pays-Bas, Royaume-Uni, États-Unis, ainsi que les pays nordiques et le Japon) que dans la plupart des pays d'Europe continentale. Voir aussi Sutton (2002).

22. Voir OCDE (2004a), Barker (2003) et Bramley (1993).

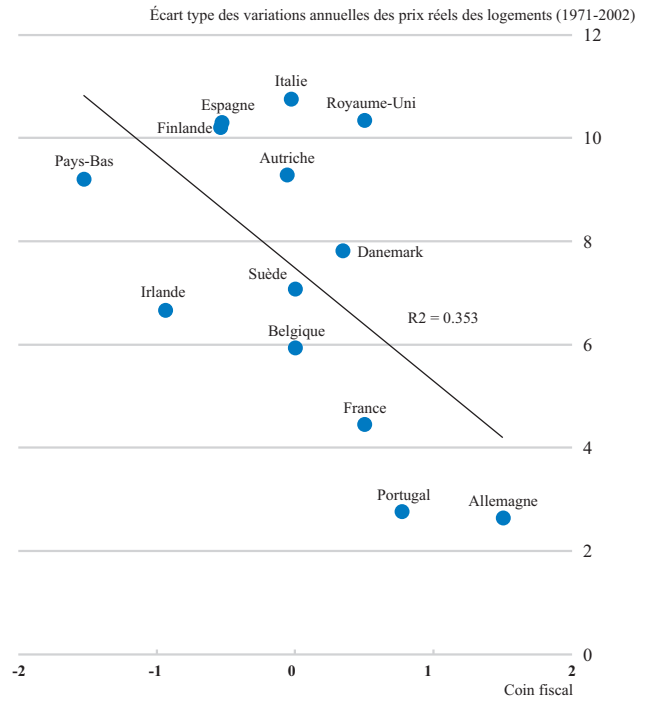
23. Ces variabilités sont calculées sur une période relativement longue (1970-2002) de sorte que les résultats reflètent dans une large mesure l'histoire passée de l'instabilité macroéconomique dans un certain nombre de pays.

— Graphique IV.7. Variabilité des prix réels des logements et quelques-unes de leurs variables explicatives —

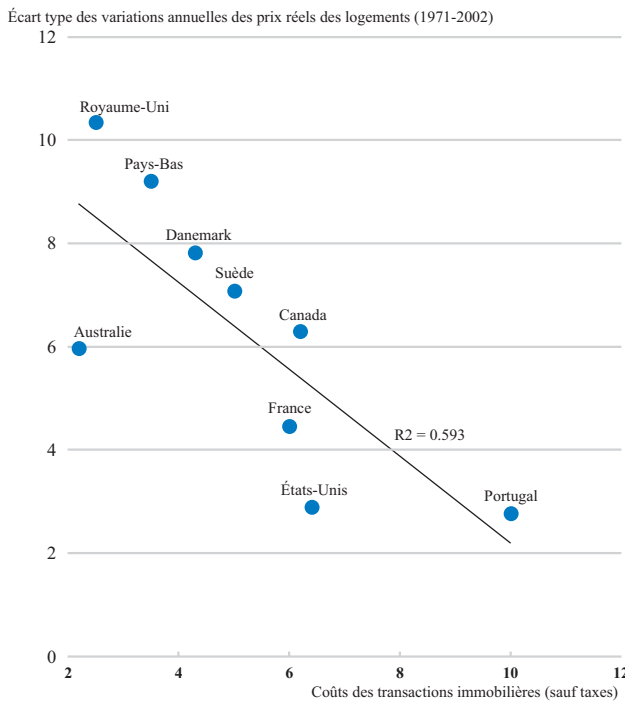
A. Variabilité de la hausse des prix à la consommation



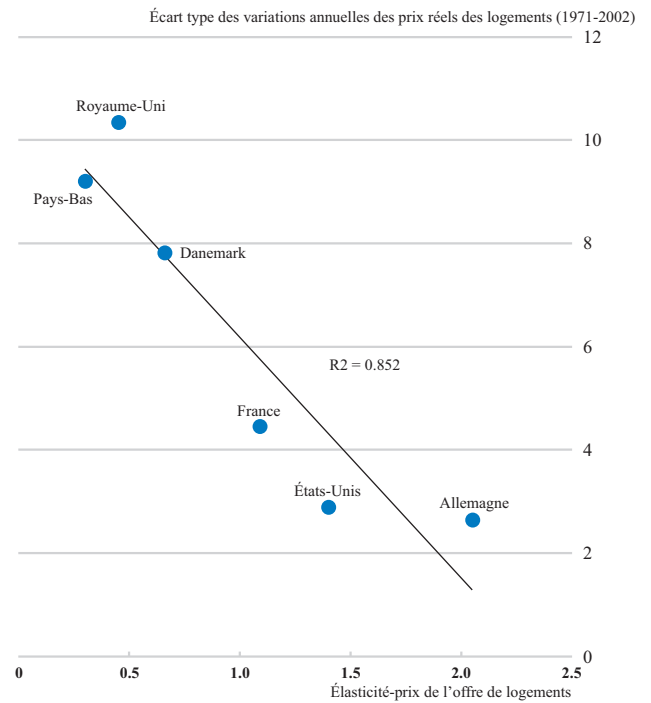
B. Coin fiscal sur les intérêts hypothécaires



C. Coûts des transactions immobilières



D. Élasticité-prix de l'offre de logements



Note : En partie B, le coin fiscal se définit comme la différence entre le taux d'intérêt réel avant impôts et après impôt sur les prêts hypothécaires. Il intègre également l'incidence des impôts fonciers. De ce fait, un coin fiscal faible ou négatif indique un traitement fiscal plus favorable des intérêts hypothécaires.

Sources : Banque des règlements internationaux, Quotable Value New Zealand, the Economist, Swank, Kakes and Tieman (2002), Van den Noord (2004) et OCDE.

... et elle peut être renforcée par des coïns fiscaux sur les intérêts hypothécaires

Parmi les facteurs structurels dont on a constaté qu'ils pouvaient être une source potentielle de variabilité des prix des logements, les coïns fiscaux négatifs dus à la déductibilité fiscale des intérêts hypothécaires semblent être corrélés avec la variabilité des prix des logements, du moins parmi les pays de l'Union européenne (graphique IV.7, partie B)²⁴. Ceci paraît confirmer que les incitations fiscales peuvent renforcer le caractère cyclique de l'évolution de certains marchés du logement en abaissant le coût des emprunts contractés pour financer un investissement résidentiel. Il existe aussi une certaine corrélation entre la variabilité des prix des logements et la faiblesse des coûts de transaction dans le secteur de l'immobilier, bien que l'on ne dispose pas de données fiables sur ce point pour un nombre suffisant de pays pour que la relation puisse être jugée robuste (graphique IV.7, Partie C)²⁵.

Efficienc e du marché du logement et résilience aux chocs

Une offre efficiente renforce la résilience...

En résumé, l'amélioration de la résilience qui résulte de la libéralisation des marchés du logement et des marchés hypothécaires et de la réduction des coûts de transaction dans le secteur de l'immobilier paraît être encore plus significative lorsque les conditions sont favorables du côté de l'offre. Il semblerait d'après ce qui précède que les mesures qui créent un contexte d'inflation faible et stable, qui renforcent l'efficience du marché du logement par le biais d'une structure fiscale neutre, et qui encouragent la souplesse de réaction de l'offre de logements en évitant les réglementations de zonage inutilement restrictives peuvent éviter des fluctuations erratiques des prix des actifs sur le marché de l'immobilier.

... mais des réformes partielles ou dont le calendrier de mise en œuvre est mal conçu peuvent être source d'instabilité...

Bien que la suppression des distorsions que les réglementations et la fiscalité peuvent entraîner sur les marchés du logement et les marchés hypothécaires puisse normalement se traduire par des avantages à long terme sur le plan de l'affectation efficiente des ressources et de la plus grande résilience aux chocs, le calendrier de mise en œuvre des réformes structurelles est également important. S'il est mal choisi, il peut être source d'instabilité macroéconomique à court terme et conduire à l'accumulation de déséquilibres dont la résorption ultérieure risque d'exiger un processus d'ajustement long et coûteux. Ainsi, pendant les années 80, dans plusieurs pays nordiques, la déréglementation des marchés financiers est intervenue dans un contexte encore caractérisé par d'importantes subventions fiscales aux emprunts hypothécaires et par une surveillance prudentielle inadéquate. On a vu de ce fait se dessiner très nettement un cycle des prix des logements, entretenu par l'octroi de prêts excessifs, et qui a conduit au bout du compte au renflouement coûteux d'établissements bancaires et à une longue période d'assainissement des bilans tant dans le secteur des ménages que dans le secteur financier.

... et il faut éviter tout comportement spéculatif

Même en l'absence de réformes inopportunes, on ne peut exclure le risque de voir apparaître des bulles spéculatives sur le marché du logement et il convient de tout mettre en œuvre pour les éviter. Quelques-unes des caractéristiques particulières du marché du logement, qui le différencient des autres marchés d'actifs

24. Les coïns fiscaux illustrés dans le graphique prennent également en compte les taxes foncières sur le logement (van den Noord, 2004).

25. Les coûts de transaction ont deux effets de signe opposé : d'une part, ils tendent à rendre la demande de logements inélastique par rapport au prix, ce qui tend à aggraver les fluctuations des prix des logements ; d'autre part, ils rendent également la demande moins réactive aux anticipations de prix, ce qui réduit le risque de bulles spéculatives.

– prédominance de petits investisseurs, absence de produits dérivés et de ventes à découvert, hétérogénéité et indivisibilité de l'actif négocié, et faible fréquence des transactions – tendent à créer une certaine inertie des mouvements de prix et à aggraver les problèmes d'information. Elles peuvent aussi laisser plus facilement les prix être dictés par des anticipations qui s'écartent des paramètres fondamentaux. Plusieurs études ont mis en évidence que les anticipations relatives aux prix des logements étaient le plus souvent des extrapolations²⁶. Pour ces différentes raisons, les autorités de contrôle doivent continuer de veiller à ce que le cadre prudentiel fasse lui aussi preuve de résilience, en décourageant les prises de risque excessives de la part des prêteurs et en surveillant l'apparition de signes éventuels de fragilité financière dans les bilans lorsque les conditions sont telles que les prix des actifs peuvent faire l'objet de fortes corrections.

26. La plupart des travaux économétriques consacrés à l'efficacité des marchés du logement (ces travaux sont passés en revue par Cho, 1996) constatent qu'aussi bien les prix des logements que les rendements supplémentaires font apparaître une corrélation séquentielle positive à court terme. De même, Meuellbauer et Murphy (1997) observent que, pour le Royaume-Uni, les modifications décalées des prix des logements sont une variable explicative significative du niveau actuel des prix des logements. Enfin, Case et Shiller (2003) rendent compte des résultats d'enquêtes menées en 1988 et 2003 auprès d'acquéreurs de logements dans quatre villes des États-Unis, résultats qui semblent indiquer que les importantes plus-values attendues à long terme et la faiblesse des risques perçus pèsent fortement sur les décisions d'acquies un logement en période de hausse des prix.

BIBLIOGRAPHIE

- BARKER, K. (2003), *Review of Housing Supply, Interim Report*, HM Treasury, décembre.
- BORIO, C. et P. MCGUIRE (2004), « Twin peaks in equity and housing prices? », *BIS Quarterly Review*, mars.
- BRAMLEY, G. (1993), « The impact of land use planning and tax subsidies on the supply and price of housing in Britain », *Urban Studies*, vol. 30, n° 1.
- CASE, K.E. et R.J. SHILLER (2003), « Is there a bubble in the housing market? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2003.
- CATTE, P., N. GIROUARD, R. PRICE et C. ANDRÉ (2004), « Housing markets, wealth and the business cycle », *Document de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.
- CHO, M. (1996), « House price dynamics: a survey of theoretical and empirical issues », *Journal of Housing Research*, vol. 7, n° 2.
- CONTACT GROUP ON ASSET PRICES (2002), « Turbulence in asset markets: the role of micro policies », Banque des règlements internationaux, Bâle, septembre.
- DE BONDT, G. B. MOJON et N. VALLA (2003), « Term structure and the sluggishness of retail bank rates in the euro area », Banque centrale européenne, document interne, avril.
- DIAMOND, D.B. et M.J. LEA (1992), « Housing finance in developed countries: an international comparison of efficiency », *Journal of Housing Research*, vol. 3, Fannie Mae, Washington.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2003), « Structural Factors in the EU Housing Markets », mars.
- EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION (2002), « Efficiency of mortgage collateral in the European Union », *Comparative Study, European Survey*, Bruxelles.
- INTERNATIONAL BUREAU OF FISCAL DOCUMENTATION (IBFD) (2002), *European Tax Handbook*, 13^e édition annuelle, Amsterdam.
- MACLENNAN, D., J. MUELLBAUER et M. STEPHENS (1999), « Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU », *CEPR Discussion Paper*, n° 2062, janvier.
- MERCER OLIVER WYMAN (2003), *Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets*, European Mortgage Federation, Bruxelles, octobre.
- MUELLBAUER, J. et A. MURPHY (1997), « Booms and busts in the UK housing market », *The Economic Journal*, vol. 107, n° 775, novembre.
- NOGUCHI, Y. et J.M. POTERBA (1994), « Housing markets in the United States and Japan », *National Bureau of Economic Research Conference Report*, University of Chicago Press, Chicago et Londres.
- OCDE (1999), *Étude économique du Danemark*.
- OCDE (2003a), *Étude économique de l'Espagne*.
- OCDE (2003b), *Étude économique du Luxembourg*.
- OCDE (2004a), *Étude économique du Royaume-Uni*.
- OECD (2004b), *Étude économique des Pays-Bas*.
- SUTTON, G.D. (2002), « Explaining changes in house prices », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- SWANK, J., J. KAKES et A.F. TIEMAN (2002), « The housing ladder, taxation and borrowing constraints », *De Nederlandsche Bank Staff Reports*, n° 9.
- TSATSARONIS, K. et H. ZHU (2004), « What drives house price dynamics: cross-country evidence », *BIS Quarterly Review*, mars.
- US DEPARTMENT OF HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT (1996), *Providing Alternatives to Mortgage Foreclosure: A Report to Congress*, Washington, mars.
- VAN DEN NOORD, P. (2004), « Tax incentives and house price volatility in the euro area: theory and evidence », *Économie internationale*, à paraître.

Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des *Perspectives économiques de l'OCDE*

N° 74, décembre 2003

Cyclicité de la politique budgétaire : le rôle de la dette, des institutions et des contraintes budgétaires
Relations financières entre l'État et les collectivités territoriales
Dépenses publiques : améliorer le rapport coûts-résultats

N° 73, juin 2003

Après la bulle des télécommunications
Politiques structurelles et croissance
Tendances de l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE
Restrictions à l'investissement direct étranger dans les pays de l'OCDE
Incidences des politiques sur l'investissement direct étranger

N° 72, décembre 2002

Soutenabilité budgétaire : le rôle des règles
La contribution d'une retraite plus tardive à la croissance de l'emploi
Concurrence sur les marchés de produits et performance économique
La persistance de l'inflation dans la zone euro

N° 71, juin 2002

Conséquences économiques du terrorisme
Les changements en cours du cycle économique
Échanges intra-branche et intra-groupe et internationalisation de la production
Productivité et innovation : incidence des politiques sur les marchés du travail et des produits
Instabilité des marchés de change et taxes sur les opérations financières

N° 70, décembre 2001

Épargne et investissement : déterminants et conséquences pour l'action des pouvoirs publics
L'investissement en capital humain *via* l'enseignement et la formation post-obligatoires
Effets croisés des politiques sur les marchés du travail et des produits
Réforme des politiques agricoles : il faut aller plus loin

N° 69, juin 2001

Implications budgétaires du vieillissement : prévisions des dépenses liées à l'âge
Les grands enjeux de la politique fiscale dans les pays de l'OCDE
Pour une croissance écologiquement viable : l'expérience des pays de l'OCDE
Productivité et dynamique de l'entreprise : leçons à tirer des micro-données

N° 68, décembre 2000

Liens entre la politique économique et la croissance : constatations au niveau international
Révision des indicateurs de chômage structurel de l'OCDE
Prix des logements et activité économique
Tendances de l'immigration et conséquences économiques

N° 67, juin 2000

La réforme de la réglementation dans les industries de réseau : enseignements à tirer et problèmes actuels
Tendances récentes de la croissance dans les pays de l'OCDE
Le commerce électronique : conséquences et défis pour la politique économique
Performance récente du marché du travail et réformes structurelles
La politique monétaire dans un environnement financier en mutation

DÉPARTEMENT DES AFFAIRES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Des informations sur les publications et les études récentes du Département des affaires économiques sont disponibles sur le site Web de l'OCDE à partir de www.oecd.org/eco-fr. Ce site propose la série complète des *Documents de travail du Département des affaires économiques* (www.oecd.org/eco/documentsdetravail), disponibles gratuitement, ainsi que les résumés des éditions récentes de la série des *Études économiques de l'OCDE* (www.oecd.org/eco/etudeseconomiques) et des *Perspectives économiques de l'OCDE* (www.oecd.org/eco/perspectiveseconomiques).

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Flashfile des *Perspectives économiques* de l'OCDE

Un fichier de données contenant un résumé des prévisions des *Perspectives* est disponible sur le Web dès le jour de la parution de la version préliminaire des *Perspectives*, un mois à six semaines avant la publication finale (www.oecd.org/eco/statistiques). Les données pour les variables macroéconomiques clés sont présentées pour tous les pays et régions de l'OCDE sous forme de fichier Excel, qui peut être exploité directement avec la plupart des logiciels statistiques et analytiques. Le Flashfile des *Perspectives économiques* est disponible gratuitement, en anglais.

Statistiques et prévisions sur CD-ROM

Un CD-ROM contenant les données historiques et les prévisions des *Perspectives* est commercialisé en même temps que la publication. Le CD-ROM des *Perspectives* contient quelque 4 000 séries macroéconomiques temporelles pour les pays de l'OCDE et les régions hors OCDE. Ces séries commencent en 1960 et finissent à l'horizon des prévisions publiées.

La couverture générale par sujet et par pays pour ces deux versions est la suivante :

Couverture par sujet

- Produit intérieur brut et ses composantes
- Comptes d'affectation des administrations publiques et des ménages
- Indicateurs monétaires et budgétaires
- Marché du travail et indicateurs d'offre
- Salaires, prix et profits
- Échanges internationaux
- Production potentielle et écarts de production

Couverture par pays

- 30 pays de l'OCDE
- Zone euro
- Régions de l'OCDE
- Régions hors OCDE

Les abonnements, incluant la version imprimée des *Perspectives*, peuvent être souscrits à tout moment de l'année. Pour obtenir des conditions préférentielles (universités, administrations, etc.) et des informations sur les droits de reproduction, veuillez contacter Les éditions de l'OCDE. Pour plus d'informations, il vous suffit de vous abonner aux Newsletters de l'OCDE (www.oecd.org/OECDdirect), de visiter notre librairie en ligne (www.sourceOCDE.org), ou bien encore d'envoyer votre commande à :

Les éditions de l'OCDE
2, rue André-Pascal
75775 Paris Cedex 16
FRANCE

ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

Pour une analyse approfondie de la situation économique des pays, lisez les *Études économiques de l'OCDE*. En apportant une information riche sur l'évolution économique, cette série sert de référence aux institutions financières, aux entreprises multinationales, aux bureaux de consultants, aux universités et aux bibliothèques du monde entier. Chaque numéro contient une évaluation de l'OCDE sur :

- Les performances macroéconomiques récentes et les perspectives à court terme, axée sur la pertinence de la politique monétaire et la soutenabilité des finances publiques.
- La politique économique et les réformes structurelles dans de nombreux domaines, tels que le marché du travail, les marchés des produits, le système financier, la fiscalité, la santé et l'environnement.
- Des thèmes structurels spécifiques, parmi lesquels : la réforme fiscale, les dépenses publiques, le vieillissement de la population, le développement durable, les migrations et la concurrence.

Les *Études* sont disponibles pour les pays suivants :

Allemagne	Italie
Australie	Japon
Autriche	Luxembourg
Belgique	Mexique
Brésil	Nouvelle-Zélande
Canada	Norvège
Chili	Pays-Bas
Corée	Pologne
Danemark	Portugal
Espagne	Roumanie
États-Unis	République slovaque
Fédération de Russie	République tchèque
Finlande	Royaume-Uni
France	Suède
Grèce	Suisse
Hongrie	Turquie
Irlande	Zone euro
Islande	

Disponibles par abonnement. Vous pouvez créer votre propre collection en choisissant les pays qui vous intéressent ; par exemple : les sept principaux pays de l'OCDE, les pays de l'Union européenne ou de l'Europe centrale et orientale ou un pays uniquement. Cette série s'adapte à vos besoins. Pour plus d'informations, abonnez-vous aux Newsletters de l'OCDE (www.oecd.org/OECDdirect), ou visitez notre librairie en ligne (www.sourceOCDE.org), ou bien envoyez votre commande à :

Les éditions de l'OCDE
2, rue André-Pascal
75775 Paris Cedex 16
FRANCE

Pour les clients d'Allemagne et d'Autriche

OECD Sales Office

August-Bebel-Allee 6, D-53175 Bonn

Tél. : 49 228 959 1215

Fax : 49 228 959 1218

E-mail : bonn.contact@oecd.org

Internet : www.oecd.org/deutschland

Pour les clients d'Amérique du Nord

OECD Washington Center

2001 L Street N.W., Suite 650

Washington DC, 20036-4922, USA

Tél. : 1 202 785 6323

Fax : 1 202 785 0350

E-mail : washington.contact@oecd.org

Internet : www.oecd.wash.org

Pour les clients du Japon et d'Asie

OECD Tokyo Centre

3rd Floor, Nippon Press Center Building

2-2-1, Uchisaiwaicho

Chiyoda-ku, Tokyo 100-0011, Japan

Tél. : 81 3 5532 0021

Fax : 81 3 5532 0035

E-mail : center@oecdtokyo.org

Internet : www.oecdtokyo.org

Pour les clients d'Amérique centrale et d'Amérique du Sud

OECD Mexico Centre

Av. Presidente Mazaryk 526

Colonia : Polanco

C.P. 11560, Mexico D.F.

Tél. : 52 555 281 3810

Fax : 52 555 280 0480

E-mail : mexico.contact@oecd.org

Internet : rtn.net.mex/ocde

Pour les clients du reste du monde

OECD Paris Centre

2, rue André-Pascal

75775 Paris Cedex 16, France

Tél. : 33 1 45 24 94 16

Fax : 33 1 45 24 94 53

E-mail : sourceoecd@oecd.org

Internet : www.sourceoecd.org

Commande en ligne : www.oecd.org/publications
(paiement sécurisé par carte de crédit)

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial : Vers une reprise partagée				vii	
I. Évaluation générale de la situation macroéconomique				1	
Vue d'ensemble : une expansion plus autonome mais encore vulnérable.....				1	
Une reprise à deux vitesses.....				2	
Perspectives jusqu'en 2005 : l'amélioration s'étend.....				12	
Incertitudes, risques et tensions : Quelle est la robustesse des reprises prévues ?.....				21	
Enjeux de politique macroéconomique.....				25	
Délocalisations, emplois et politiques structurelles.....				34	
Appendice : Scénario de référence à moyen terme.....				39	
II. Évolutions dans les pays membres de l'OCDE				45	
États-Unis.....	45	Corée.....	89	Nouvelle-Zélande.....	122
Japon.....	50	Danemark.....	92	Pays-Bas.....	125
Zone euro.....	54	Espagne.....	95	Pologne.....	128
Allemagne.....	58	Finlande.....	98	Portugal.....	131
France.....	63	Grèce.....	101	République slovaque.....	134
Italie.....	67	Hongrie.....	104	République tchèque.....	137
Royaume-Uni.....	72	Irlande.....	107	Suède.....	140
Canada.....	76	Islande.....	110	Suisse.....	143
Australie.....	80	Luxembourg.....	113	Turquie.....	145
Autriche.....	83	Mexique.....	116		
Belgique.....	86	Norvège.....	119		
III. Évolutions dans un certain nombre d'économies non membres				149	
Chine.....				150	
Brésil.....				152	
Fédération de Russie.....				153	
IV. Marchés du logement, patrimoine et cycle économique				157	
Introduction.....				157	
Les prix des logements, le patrimoine immobilier et le cycle économique dans les pays de l'OCDE : quelques faits stylisés.....				159	
Les facteurs structurels qui expliquent les différences du comportement du marché du logement.....				167	
V. Les enjeux de la réduction du déficit de la balance courante des États-Unis				179	
Introduction.....				179	
Contexte des simulations.....				182	
Mécanisme 1 : Le rôle de la dépréciation du taux de change.....				183	
Mécanisme 2 : Accroissement de l'épargne nationale grâce à l'assainissement budgétaire.....				189	
Mécanisme 3 : Accroître la part d'exportations des États-Unis par une amélioration du côté de l'offre.....				193	
VI. Cycles des prix des actifs, facteurs exceptionnels et soldes budgétaires				203	
Introduction.....				203	
Les positions budgétaires dans les pays de l'OCDE.....				205	
Les effets des cycles des prix des actifs sur les différentes composantes des recettes.....				211	
Prise en compte des éléments exceptionnels des variations budgétaires.....				220	
Opérer les ajustements nécessaires pour tenir compte de l'effet des facteurs non structurels.....				222	
Appendice : Mesurer les fluctuations discrétionnaires et autonomes des recettes fiscales.....				224	

VII. Renforcer la convergence des revenus en Europe centrale après les adhésions à l'Union européenne	229
Introduction.....	229
Faire appel aux ressources de main-d'œuvre disponibles	232
Maintenir une forte stimulation de la productivité	236
À plus long terme, construire des économies fondées sur le savoir	240
Chapitres spéciaux parus dans les derniers numéros des Perspectives économiques de l'OCDE	245
Annexe statistique	247
Classification des pays.....	248
Mode de pondération pour les données agrégées	248
Taux de conversion irrévocable de l'euro.....	248
Systèmes de comptabilité nationale et années de référence	249
Tableaux annexes.....	251
Encadrés	
I.1. La Chine et la reprise mondiale	4
I.2. Hypothèses de politique économique et autres hypothèses sous-tendant les prévisions centrales.....	16
I.3. La croissance peut-elle résorber les déficits publics dans les grands pays de l'OCDE ?	31
I.4. Hypothèses sous-tendant le scénario de référence à moyen terme	43
IV.1. La hausse des prix des logements augmente-t-elle le patrimoine net ?	164
VI.1. Méthodes utilisées dans les différents pays pour corriger les effets dus aux fluctuations des prix des actifs	223
Tableaux	
I.1. La reprise gagne en dynamisme.....	1
I.2. Les indicateurs conjoncturels dénotent un certain dynamisme à court terme.....	14
I.3. Les taux de croissance de la productivité devraient converger quelque peu	20
I.4. Les échanges internationaux s'accroissent mais les déséquilibres externes persistent.....	21
I.5. La détérioration des comptes publics est plus marquée aux États-Unis qu'ailleurs	28
I.6. Les baisses d'impôts et augmentations de dépenses ont affaibli les finances publiques.....	28
I.7. L'emploi dans le secteur des technologies de l'information aux États-Unis est partiellement délocalisé mais devient plus qualifié	36
I.8. Résumé du scénario de référence à moyen terme	40
I.9. Évolutions budgétaires dans le scénario de référence à moyen terme.....	41
I.10. Croissance du PIB potentiel et de ses composantes.....	42
III.1. Prévisions pour la Chine	150
III.2. Prévisions pour le Brésil	152
III.3. Prévisions pour la Fédération de Russie	154
IV.1. Intensité et chronologie des corrélations entre les prix constants des logements et le cycle économique.....	161
IV.2. Incidence à court et à long terme du patrimoine résidentiel sur la consommation.....	164
IV.3. Indicateurs du marché hypothécaire et du marché du logement.....	166
IV.4. « Complétude » des marchés hypothécaires : éventail de produits disponibles et d'emprunteurs servis dans huit pays européens	169
IV.5. Délai nécessaire et coût des procédures d'attribution des prêts hypothécaires.....	171
V.1. Taux de change effectifs dans les scénarios de dépréciation du dollar.....	185
V.2. Scénarios de dépréciation du dollar : principaux résultats.....	188
V.3. Épisodes d'assainissement budgétaire de grande ampleur et niveaux des taux d'intérêt	191
V.4. Scénarios d'assainissement budgétaire : principaux résultats.....	192
V.5. Quelques estimations des élasticités-revenu pour les États-Unis	194
V.6. Scénario d'inversion des élasticités : principaux résultats.....	198
VI.1. Composantes de l'orientation budgétaire dans certains pays de l'OCDE	206
VI.2. Évolution des ratios d'impôts directs.....	207

VII.1. Des vitesses de convergences variables.....	230
VII.2. Durée de demi-vie estimée de la convergence	230
VII.3. Principaux indicateurs structurels	234
VII.4. Production de technologie et dépenses de R-D.....	242

Graphiques

I.1. La reprise dans la zone euro est à la traîne	3
I.2. L'investissement repart.....	3
I.3. Les profits ne se redressent pas encore partout.....	6
I.4. Le secteur des TI est de nouveau en plein essor	7
I.5. Les ménages épargnent davantage dans la zone euro	8
I.6. Les performances en matière d'emploi différent selon les pays	9
I.7. L'inflation est maîtrisée.....	10
I.8. Le prix élevé du pétrole a davantage affecté les consommateurs américains	11
I.9. La confiance s'est renforcée.....	12
I.10. Carnets de commandes et stocks.....	13
I.11. Les conditions financières sont favorables à la croissance	17
I.12. Les taux de change effectifs réels ont évolué.....	18
I.13. Les liquidités sont abondantes et les écarts de taux sont minimes.....	23
I.14. Les prix des matières premières et du transport augmentent rapidement.....	24
I.15. Des interventions massives sur le marché des changes ont propulsé la base monétaire mais pas le crédit bancaire	26
I.16. L'état des finances publiques américaines est historiquement précaire	29
I.17. Le retour à l'équilibre est un objectif à horizon glissant.....	30
IV.1. Prix réels des logements : accroissement annuel moyen et dispersion	160
IV.2. Le comportement cyclique de l'investissement résidentiel.....	162
IV.3. Corrélation entre la croissance de la consommation privée et l'évolution des prix réels des logements	163
IV.4. Propension marginale à consommer la richesse immobilière et indicateurs du marché hypothécaire.....	165
IV.5. Effets de la « complétude » du marché hypothécaire	168
IV.6. Coûts de transaction des logements	173
IV.7. Variabilité des prix réels des logements et quelques-unes de leurs variables explicatives	175
V.1. La balance courante américaine en perspective historique	179
V.2. Balances des opérations courantes dans le monde en 2003	180
V.3. Taux de change effectif réel et balance des opérations courantes aux États-Unis	184
V.4. Taux de change effectifs réels et scénarios	187
V.5. Corrélation négative entre les taux d'épargne publique et privée aux États-Unis	190
V.6. Performance des États-Unis sur les marchés	196
V.7. Progression des résultats à l'exportation dans les pays du G7 et en Irlande.....	197
VI.1. Revenus non expliqués et marché boursier.....	209
VI.2. Variations des différentes mesures des soldes financiers corrigés des fluctuations cycliques.....	210
VI.3. Impôts sur les plus-values	212
VI.4. Soldes financiers corrigés des recettes au titre des plus-values	214
VI.5. Impôts sur les transactions financières et en capital	219
VII.1. Sources de la croissance dans les pays de l'Union européenne en phase de rattrapage	232
VII.2. PIB par tête : Divers profils de convergence, 2003	233
VII.3. Entrées d'IDE et investissement total	237
VII.4. Décomposition de la croissance de la productivité du travail, 1994-2000.....	239

Légendes

\$	Dollar des États-Unis	.	Décimale
¥	Yen japonais	I, II	Semestres
£	Livre sterling	T1, T4	Trimestres
€	Euro	Billion	Mille milliards
mbj	Millions de barils par jour	Trillion	Mille billions
..	Données non disponibles	c.v.s.	Corrigé des variations saisonnières
0	Nul ou négligeable	n.c.v.s.	Non corrigé des variations saisonnières
-	Sans objet		

Résumé des prévisions

	2003	2004	2005	2003								Quatrième trimestre		
				T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	2003	2004	2005	
Pourcentage														
Croissance du PIB en volume														
États-Unis	3.1	4.7	3.7	4.1	4.6	4.3	3.8	3.9	3.6	3.6	4.3	4.2	3.6	
Japon	2.7	3.0	2.8	6.4	1.7	2.2	2.5	2.7	2.8	3.0	3.6	2.3	2.9	
Zone euro	0.5	1.6	2.4	1.4	1.4	1.9	2.3	2.3	2.5	2.5	0.7	2.0	2.6	
OCDE total	2.2	3.4	3.3	4.0	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	2.9	3.2	3.3	
Inflation														
États-Unis	1.7	1.7	1.6	1.5	2.1	2.0	1.3	1.3	1.8	1.5	1.6	1.7	1.6	
Japon	-2.5	-1.8	-1.1	-4.4	-0.8	-1.4	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0	-2.7	-1.1	-0.9	
Zone euro	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.6	1.8	1.8	1.6	1.7	2.0	1.7	1.7	
OCDE total	2.0	1.7	1.6	1.1	2.1	1.8	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	
Taux de chômage														
États-Unis	6.0	5.5	5.2	5.9	5.6	5.6	5.5	5.4	5.3	5.3	5.9	5.4	5.1	
Japon	5.3	5.0	4.6	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	5.1	4.9	4.3	
Zone euro	8.8	8.8	8.5	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.7	8.6	8.8	8.8	8.3	
OCDE total	7.1	6.9	6.7	7.1	7.0	7.0	6.9	6.9	6.8	6.7	7.1	6.9	6.5	
Croissance du commerce mondial	4.5	8.6	10.2	11.5	6.9	8.9	9.6	10.0	10.5	10.5	5.8	8.8	10.5	
Balance courante														
États-Unis	-4.9	-4.7	-4.8											
Japon	3.1	3.8	4.4											
Zone euro	0.4	0.5	0.6											
OCDE total	-1.2	-1.0	-1.0											
Solde corrigé des variations cycliques														
États-Unis	-4.2	-4.6	-3.9											
Japon	-7.5	-7.0	-7.0											
Zone euro	-1.7	-1.6	-1.8											
OCDE total	-3.4	-3.5	-3.2											
Taux d'intérêt à court terme														
États-Unis	1.2	1.3	2.9	1.1	1.2	1.2	1.4	1.6	2.1	2.6	1.1	1.6	3.6	
Japon	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Zone euro	2.3	1.7	1.8	2.2	2.1	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	2.2	1.5	2.3	

Note: La croissance du PIB, l'inflation (croissance de l'indice implicite des prix du PIB) et la croissance du commerce mondial (moyenne arithmétique des importations et des exportations mondiales en volume) sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables et exprimées en taux annualisés. Les trois dernières colonnes (quatrième trimestre) sont en taux de croissance annuels s'il y a lieu. Les taux d'intérêt sont: États-Unis : eurodollar à 3 mois ; Japon : certificat de dépôt à 3 mois ; zone euro : taux interbancaire à 3 mois.

Les hypothèses sur lesquelles sont fondées les prévisions sont les suivantes :

- les politiques fiscales en vigueur ou annoncées restent inchangées ;

- les taux de change restent inchangés par rapport à leur niveau du 14 avril 2004 ; en particulier 1 dollar = 108.50 yen et 0.836 euros ;

Les prévisions ont été établies à partir de données collectées avant la date limite du 21 avril 2004.

Source: OCDE.