



HAL
open science

Logement : toujours plus haut ?

Elena Stancanelli, Valerie Chauvin, Guillaume Chevillon, Odile Chagny,
Hélène Baudchon, Gael Dupont, Catherine Mathieu, Christine Riffart,
Danielle Schweisguth, Hervé Péléraux, et al.

► **To cite this version:**

Elena Stancanelli, Valerie Chauvin, Guillaume Chevillon, Odile Chagny, Hélène Baudchon, et al..
Logement : toujours plus haut ?. Revue de l'OFCE, 2004, 91, pp.179 - 191. 10.3917/reof.091.0179 .
hal-03458799

HAL Id: hal-03458799

<https://sciencespo.hal.science/hal-03458799>

Submitted on 30 Nov 2021

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

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

LOGEMENT : TOUJOURS PLUS HAUT ?

Département analyse et prévision de l'OFCE

Depuis 1997, les prix immobiliers ont fortement augmenté (+ 135 % au Royaume-Uni, + 120 % en Espagne, + 60 % en France et aux États-Unis). Ce boom immobilier s'est appuyé sur un revenu des ménages dynamique et des conditions de financement particulièrement favorables (bas niveau des taux d'intérêt et concurrence accrue sur le marché du crédit). À l'exception des français, les ménages de ces pays sont aujourd'hui très endettés. L'exubérance du marché immobilier a soutenu la croissance, non seulement par le biais de l'investissement logement, mais aussi de la consommation. Par un effet richesse, la valorisation du patrimoine immobilier des ménages a incité ces derniers à réduire leur taux d'épargne. De plus, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les ménages ont pu renégocier leurs prêts et dégager ainsi des liquidités qui leur ont permis d'accroître leur consommation.

À l'automne 2004, les perspectives de ralentissement de la demande posent la question d'une surévaluation des prix et d'un excès d'offre. Selon des études empiriques, les prix de l'immobilier seraient surévalués de 10 à 20 % en Espagne et au Royaume-Uni, légèrement surévalués en France et en ligne avec les fondamentaux aux États-Unis. En revanche, il ne semble pas y avoir d'excès d'offre, sauf peut-être en Espagne, où des signes de ralentissement commencent à se faire sentir, comme c'est déjà le cas aux États-Unis. Nous faisons l'hypothèse que, face aux perspectives de ralentissement de la demande qui se profilent, l'offre s'ajusterait rapidement et donc que l'ajustement nécessaire des prix immobiliers serait progressif. À l'horizon 2005, le marché immobilier contribuerait moins à la croissance, mais ne remettrait pas en cause le mouvement de reprise de l'activité.

Depuis 1997, dans plusieurs pays européens ainsi qu'aux États-Unis, les prix de l'immobilier ont fortement augmenté. C'est en particulier le cas en Espagne et au Royaume-Uni, dans une moindre mesure aux États-Unis et en France. Ce sont les quatre pays que nous étudierons ici. Les cas spécifiques allemand et japonais ne seront pas analysés, puisque ces deux pays continuent de purger les surcapacités nées respectivement du *boom* de l'après-réunification, et de la bulle de la fin des années 1980. La hausse des prix y est très faible, quoiqu'un léger frémissement commence à s'y faire sentir.

Le *boom* immobilier s'est appuyé sur un revenu des ménages dynamique et des conditions de financement particulièrement favorables. Il a soutenu la croissance, mais aujourd'hui les perspectives de ralentissement de la demande posent la question d'une surévaluation des prix et d'un excès d'offre. S'il ne semble pas y avoir de bulle, un retournement brutal dans ce secteur aurait néanmoins des conséquences néfastes sur l'activité (encadré) : ce n'est pas le scénario que nous retenons, basé sur l'hypothèse d'un ajustement progressif sur ce marché.

Bulle ou *boom*? Quelles conséquences?

Si à long terme les prix immobiliers sont déterminés par des fondamentaux (la démographie, le coût de la construction...), à moyen terme, d'autres éléments interviennent comme l'arbitrage avec les autres actifs et par ce biais le niveau des taux d'intérêt. Les délais d'ajustement sur le marché immobilier peuvent aussi expliquer une augmentation durable des prix. Quant à la politique du logement, elle joue un rôle important dans la formation des prix, via des aides à l'emprunt, des avantages fiscaux, l'habitat social, les plans d'occupation des sols... Mais toute forte progression des prix immobiliers n'est pas bulle : celle-ci se caractérise par le fait que la hausse présente des prix est alimentée par sa hausse future et non plus par ses déterminants fondamentaux. Les ménages qui achètent un logement font un arbitrage entre l'achat (en général à crédit) d'une part, et la location et le placement de l'épargne disponible qui n'a pas servi à l'achat d'autre part. Ainsi, le rendement du logement, déterminé par le ratio du loyer (réellement payé ou le montant équivalent pour les propriétaires) sur le prix, doit-il être comparé au rendement du marché obligataire (le taux d'intérêt réel) et au rendement du marché des actions (inverse du PER). Cette comparaison permet de poser l'existence d'une bulle ou non relativement aux autres marchés. À court et moyen terme, les loyers sont relativement inertes, du fait de l'existence de contrats (à trois ans généralement) et de la protection des locataires en vigueur (pour éviter les ruptures de contrat et encadrer les loyers lors des changements de contrats). Les prix étant plus volatils que les loyers, ils sont à l'origine des variations de rendement observées, et ce d'autant plus que l'offre de logements est relativement rigide du fait des délais de construction (entre le moment où l'opportunité de construire est étudiée

et l'arrivée sur le marché d'un logement) et des infrastructures. Dans la plupart des modèles d'arbitrage entre biens immobiliers et autres actifs, le prix de l'immobilier est déterminé par le cours des actions, les taux d'intérêt réels et le pouvoir d'achat des ménages. Ce raisonnement suppose que les marchés financiers sont parfaits et qu'il n'y a pas de contrainte de liquidités. Les équations obtenues se caractérisent par une très grande inertie des comportements, à la hausse comme à la baisse, car les signaux de prix se diffusent lentement.

Quelles peuvent être les conséquences d'une bulle ou d'une exubérance immobilière? Dans la phase de progression, les ménages s'endettent pour acheter leur logement, ce qui leur apporte une certaine liquidité de leur épargne. Les mises en chantier pour répondre à la demande créent de l'activité. Des déséquilibres peuvent s'accumuler, en dehors même du caractère spéculatif de la hausse des prix: l'endettement des ménages, justifié par leur actif, est difficilement soutenable au regard du revenu courant, les logements neufs ne trouvent pas acquéreur. Des ventes de logements servant de garantie de prêts hypothécaires, des stocks importants de logements neufs ou un taux de vacance élevé vont peser sur les prix immobiliers. Dans le cas d'une bulle, les anticipations de hausse de prix peuvent se retourner et créer un retournement de tendance. La dépréciation des biens immobiliers n'a pas le même impact sur l'économie selon qu'ils appartiennent à des ménages ou à des investisseurs institutionnels. Le risque pour les banques est limité dans le premier cas, il est plus important dans le second. En effet, les investisseurs, en cas de dépréciation, vont chercher à liquider leurs biens pour apurer leur bilan. La baisse des prix va donc entraîner des ventes supplémentaires, poussant les prix à la baisse. De plus, les ménages propriétaires vont repousser leurs ventes en attendant une remontée des prix, tandis que les ménages locataires vont différer leurs éventuels achats tant que les prix baissent. L'activité sur ce marché devient donc atone. L'impact sur l'activité de la baisse des prix est important, du fait de l'ajustement à la baisse de l'investissement logement, mais aussi de l'impact sur la consommation ou les futurs crédits du rééquilibrage de la situation financière des ménages et des banques.

Comment est né le *boom* immobilier?

Une demande soutenue

Différents éléments ont soutenu la demande de logement des ménages depuis 1997. Certains sont communs à la plupart des pays étudiés ici, comme la dynamique de l'emploi et du revenu, la baisse des taux d'intérêt et une politique de logements favorisant l'accès à la propriété au détriment du marché locatif (par le biais du traitement fiscal des biens immobiliers ou au moyen d'aides à l'accès au financement). D'autres facteurs spécifiques à certains pays soutiennent aussi

l'investissement résidentiel, comme la démographie, le rattrapage ou la demande liée au tourisme par exemple.

Un revenu dynamique

De 1997 à 2001, le dynamisme des créations d'emplois a permis une réduction importante du taux de chômage dans la plupart des pays. Le taux de chômage est ainsi passé de 17 % en 1997 à 10,6 % en 2001 en Espagne, de 11,8 % à 8,4 % en France et de 6,9 % à 5 % au Royaume-Uni. Les États-Unis ont aussi connu une baisse du chômage, qui a pris fin au dernier trimestre 2000, ce dernier se situant alors à 4 %. Ces créations d'emplois ont soutenu le revenu disponible des ménages jusqu'en 2001. Malgré la remontée du taux de chômage depuis 2002 en Espagne et en France (2001 aux États-Unis), le pouvoir d'achat du revenu des ménages a continué à croître à un rythme élevé, de l'ordre de 3 % par an dans les pays cités dans cette étude (tableau 1). En France, cela s'explique surtout par le retard d'ajustement de la masse salariale à l'activité et aux États-Unis par les baisses d'impôts. La bonne tenue du revenu a donc soutenu la croissance de ce secteur de 1997 à 2003. En 2004 et 2005, les perspectives de revenu sont cependant moins favorables en France, en raison de l'ajustement tardif de la masse salariale. En Espagne et au Royaume-Uni, le revenu resterait dynamique. Aux États-Unis, les ménages bénéficieraient de l'amélioration du marché du travail et d'une hausse des salaires basée sur les gains de productivité élevés, qui prendraient le relais des baisses d'impôts passées. En revanche, dans tous ces pays, les ménages pâtiraient de la flambée du prix du pétrole.

1. Évolution du taux de chômage et du revenu disponible

	1997-2001	2001-2003	1997-2003
Evolution du taux de chômage (en pts)			
France	- 3,4	1,0	- 2,4
Espagne	- 6,3	0,7	- 5,7
Royaume-Uni	- 1,8	- 0,1	- 1,9
États-Unis	- 0,2	1,2	1,0
Croissance annuelle du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages (en %)			
France	2,7	1,3	2,3
Espagne	2,9	3,1	2,9
Royaume-Uni	3,2	2,3	3,0
États-Unis	3,7	2,9	3,5

Sources : Comptabilités nationales.

Une facilité d'endettement

Le développement du crédit depuis 1996 ou 1997 selon les pays tient à deux éléments : d'une part, une offre de crédits plus importante, d'autre part une demande de crédits de la part de ménages rendus solvables par la baisse des taux d'intérêt.

L'offre de crédits s'est accrue, en raison de la concurrence vive entre les établissements de crédit pour capter le marché hypothécaire et du développement de nombreux instruments de couverture : d'une part, le *scoring*, permettant un traitement plus rapide et plus sérieux des dossiers des clients ; d'autre part, la titrisation des crédits accordés contre un risque de défaut éventuel. Au premier semestre 2004, la croissance en glissement annuel des crédits hypothécaires atteignait encore 18 % en Espagne, 15 % au Royaume-Uni, 12 % aux États-Unis (en léger ralentissement) et 8 % en France.

De plus, la baisse des taux hypothécaires, outre le fait qu'elle renforce la rentabilité de l'immobilier par rapport aux autres actifs (cf. supra), permet de rendre solvables un nombre croissant de ménages. Cette baisse des taux hypothécaires n'a pas été uniforme selon les pays, en raison des différences de politiques monétaires mais aussi des modes de fixation des taux des prêts accordés aux ménages. En Espagne, où la perspective de l'entrée dans la zone euro a entraîné une convergence des taux avec les taux allemands entre 1996 et 1999, la baisse des taux hypothécaires nominaux a été particulièrement forte (quasiment 6 points entre le début 1996 et la fin 1998). La France a aussi bénéficié de la suppression des primes de risque sur les taux dans l'optique de son entrée dans l'Union monétaire, mais dans une moindre mesure (moins 3 points pour les taux hypothécaires entre le début 1996 et la fin 1998). Dans les autres pays, la baisse a surtout été importante depuis 2001. En ce qui concerne leur mode de fixation, en Espagne et au Royaume-Uni, les ménages s'endettent en grande majorité à taux variables, c'est-à-dire que les taux d'intérêt sont révisables, généralement tous les ans, en fonction de l'évolution des taux courts. En revanche, en France et aux États-Unis, les ménages s'endettent plutôt à taux fixes : les taux d'intérêt, indexés sur les taux longs, sont fixés au moment de la signature du prêt. Ils ne varient plus ensuite, sauf éventuellement à la baisse s'il y a des facilités de renégociation, comme c'est le cas aux États-Unis. Si les taux hypothécaires sont à la mi-2004 à des niveaux historiquement bas dans tous les pays, ils s'inscrivent dans une fourchette tout de même assez large (tableau 2). Aux États-Unis, la hausse des taux longs au deuxième trimestre 2004 s'est répercutée sur les taux fixes, sur lesquels reposent majoritairement les prêts. De ce fait, les ménages américains empruntent aux taux les plus hauts. En revanche, les ménages espagnols, qui bénéficient de la politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) et

de prêts principalement à taux variables, empruntent aux taux les plus bas. De plus, l'Espagne étant l'un des pays de la zone euro le plus inflationniste, les taux hypothécaires réels sont quasiment nuls depuis fin 2002.

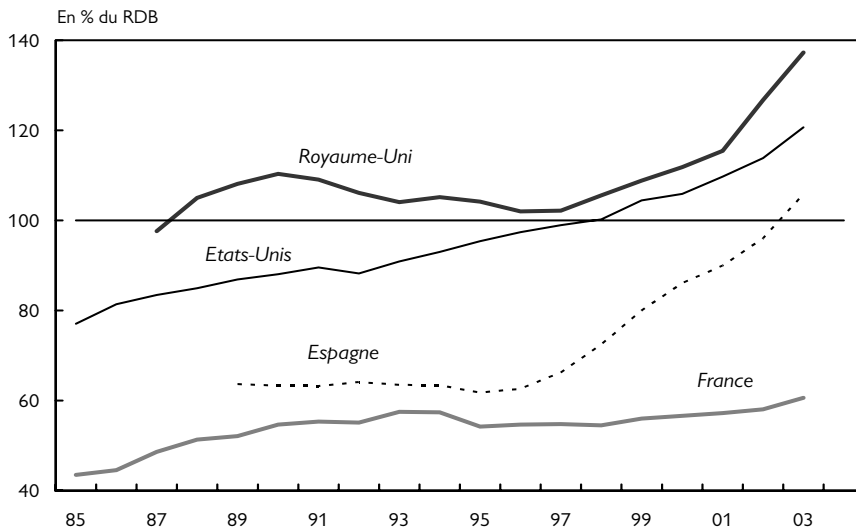
Le rythme de croissance soutenu des crédits hypothécaires s'est traduit par une nette hausse du taux d'endettement des ménages dans la plupart des pays, à l'exception de la France (graphique 1). En Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'endettement total des ménages dépasse désormais le revenu disponible annuel.

2. Différents taux à la mi-2004 et part des divers types de taux

	États-Unis	Royaume-Uni	France	Espagne
Taux hypothécaires nominaux (mi-2004)	6 %	5,2 %	4,2 %	3,3 %
Taux courts nominaux	1,3 %	4,7 %	2,1 %	2,1 %
Taux longs nominaux	4,7 %	5,2 %	4,4 %	3,8 %
Type de taux sur les nouveaux prêts (en 2001)	variable (12 %), fixe (88 %)	variable (72 %), fixe (28 %)	variable (14 %), fixe (86 %)	variable (plus de 75 %)

Sources : Banques centrales nationales, BCE, Federal Housing Finance Board.

1. Taux d'endettement des ménages



Sources : Banques centrales nationales.

Cependant, au regard du niveau des taux d'intérêt, de la croissance du revenu et de la richesse, cet endettement ne pose pas aujourd'hui de problème de solvabilité des ménages au niveau macroéconomique.

Tout d'abord, l'endettement des ménages est actuellement assis sur un patrimoine élevé. En 2003, il est inférieur à 10 % du patrimoine brut en France, proche de 10 % en Espagne et un peu inférieur à 20 % aux États-Unis et au Royaume-Uni. Surtout, les mensualités (remboursement du capital et des intérêts) restent maîtrisées dans les pays étudiés ici, grâce à la baisse des taux d'intérêt. Elles sont stables autour de 10 % du revenu disponible des ménages en 2003 au Royaume-Uni, un peu plus élevées aux États-Unis et en Espagne (environ 13 % depuis 2001). Il faut tout de même préciser que, la répartition du patrimoine, du revenu et de l'endettement n'étant pas homogène, ces chiffres au niveau macroéconomique ne reflètent pas nécessairement la réalité au niveau microéconomique, à savoir que ceux qui s'endettent ne sont pas nécessairement ceux qui ont un patrimoine ou un revenu élevé. La situation peut donc être plus préoccupante au niveau microéconomique dans certains pays. Ce n'est a priori pas le cas en France, où la loi Robien incite des ménages fortunés à s'endetter pour bénéficier d'avantages fiscaux (réductions d'impôts pour intérêts d'emprunt).

Si l'endettement paraît aujourd'hui soutenable, il ne peut raisonnablement continuer à croître à des rythmes aussi élevés. Deux risques concernant la solvabilité peuvent émerger : une baisse du revenu ou une hausse brusque des taux, en particulier au Royaume-Uni ou en Espagne où les taux variables sont majoritaires. Ce n'est pas notre scénario, puisque nous inscrivons dans cette prévision une remontée douce des taux dans tous les pays étudiés ici, mouvement qui est d'ailleurs déjà amorcé au Royaume-Uni depuis la fin 2003. En ce qui concerne le revenu, c'est un risque qui est aussi écarté, puisque les perspectives restent favorables. Certains éléments incitent cependant à la prudence. D'une part, les taux d'épargne ont beaucoup diminué depuis le milieu des années 1990, à l'exception de la France (où il est quasiment stable autour de 16 %). En Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, il a perdu entre 2,5 et 4 points depuis 1997. Il est aujourd'hui proche de 10 % en Espagne et de 5 % au Royaume-Uni et aux États-Unis. Quant au taux d'épargne financière, son évolution est préoccupante au Royaume-Uni, en Espagne et aux États-Unis, puisqu'il est négatif dans le premier (autour de - 1 % du revenu disponible), et quasiment nul dans les deux derniers. Les ménages ont donc très peu de marges de manœuvre financière pour faire face à un éventuel choc. De plus, en Espagne, la part de l'immobilier dans le patrimoine brut des ménages a atteint des niveaux élevés (75 % en 2003), rendant les ménages particulièrement vulnérables à un retournement éventuel des prix de l'immobilier. Ce risque est moindre en France et au Royaume-Uni où

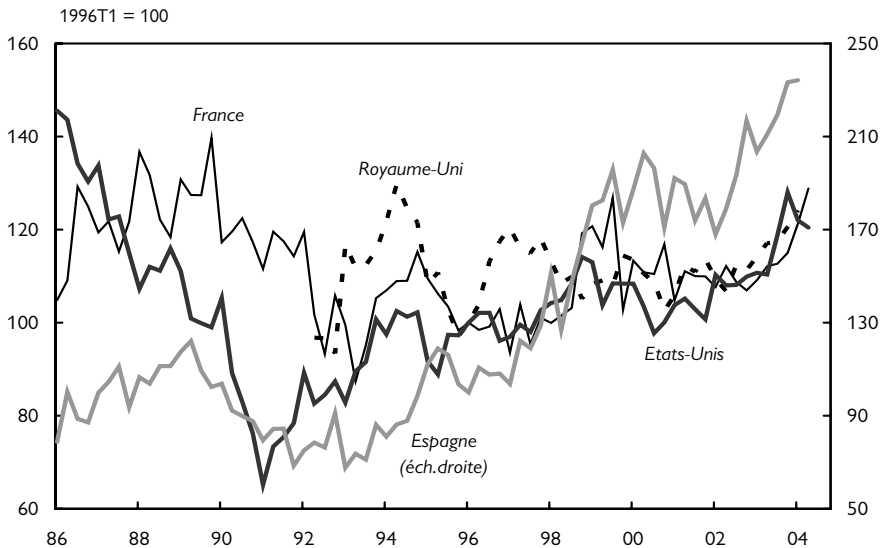
l'immobilier représente 50 % de la richesse, il est limité aux États-Unis où ce ratio n'est que de 30 %.

Pas d'excès d'offre

Pour un coût de construction donné, c'est l'évolution des prix de l'immobilier qui rend rentable ou non la construction. Étant donnés les délais entre la décision de mise en chantier et l'arrivée sur le marché d'un logement, l'offre répond aux variations de la demande avec plusieurs mois de retard. De ce fait, un ralentissement de la demande non anticipé après plusieurs années de forte croissance peut conduire à un excès d'offre, qui amplifie la baisse des prix immobiliers. Sachant que les perspectives à l'horizon de notre prévision, tant en terme de revenu que de crédits et de taux d'intérêt, plaident pour un ralentissement progressif de la demande, cela pose aujourd'hui le problème d'un excès ou non de capacité sur le marché immobilier.

Aux États-Unis, le taux de vacance des logements à louer augmente et les stocks de logements neufs ont progressé depuis 2001. Leur niveau reste soutenable du fait du niveau élevé des ventes, mais le délai pour trouver des acquéreurs s'allonge. Ces indicateurs pourraient plaider pour un excès d'offre, mais l'ajustement de l'offre semble amorcé, avec une stabilisation, voire une légère décrue des mises en chantier (graphique 2). En France, l'accélération des mises en chantier ne s'est confirmée qu'au début 2004 et fait suite à un niveau historiquement bas des logements neufs, tant en termes de nombre de logements qu'en termes de mois de vente. Par ailleurs, le taux de vacance des logements continue de baisser. Malgré les perspectives de ralentissement de la demande, la croissance de la construction de logement ne devrait donc pas aboutir à une saturation du marché à l'horizon de deux ou trois ans. Au Royaume-Uni, les mises en chantier sont restées à des niveaux modérés, des contraintes d'offre continuant de se faire sentir dans ce secteur. Au final, c'est en Espagne que les risques de surplomb de l'offre sur la demande sont les plus marqués, l'accélération des mises en chantier de 2002 faisant suite à un premier bond en 1998. Cependant, nous gardons un scénario d'ajustement progressif de l'offre.

2. Mises en chantier par habitant

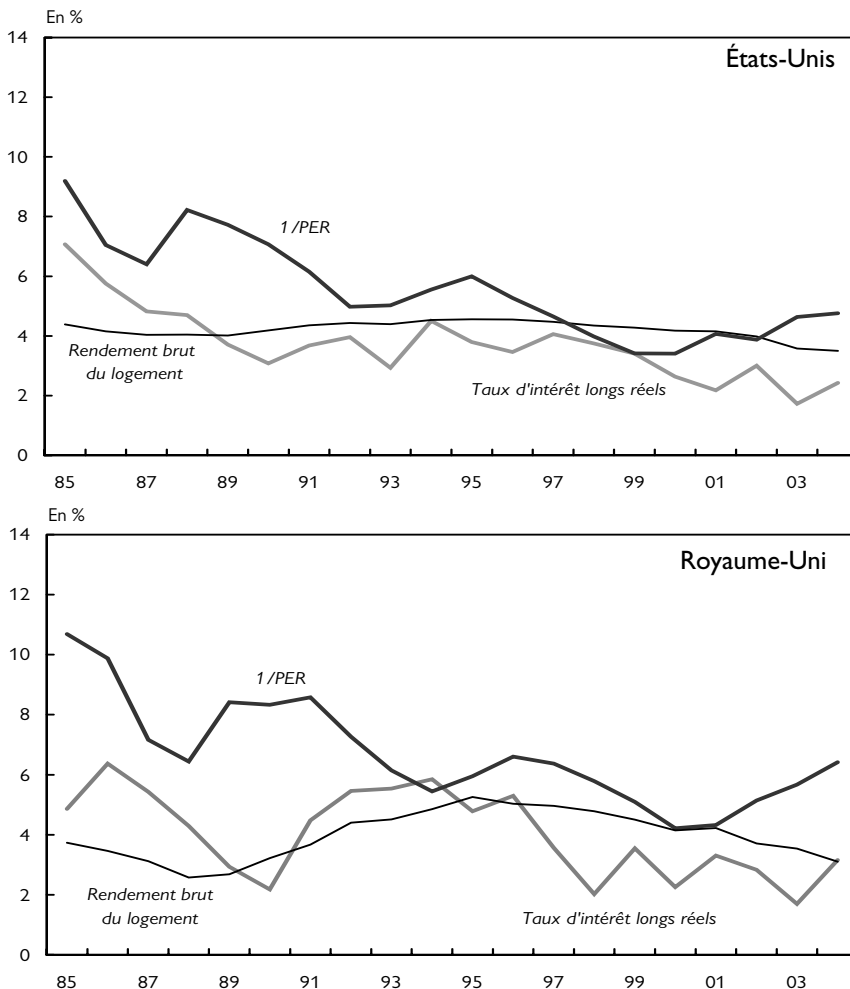


Un ajustement des prix nécessaire dans certains pays

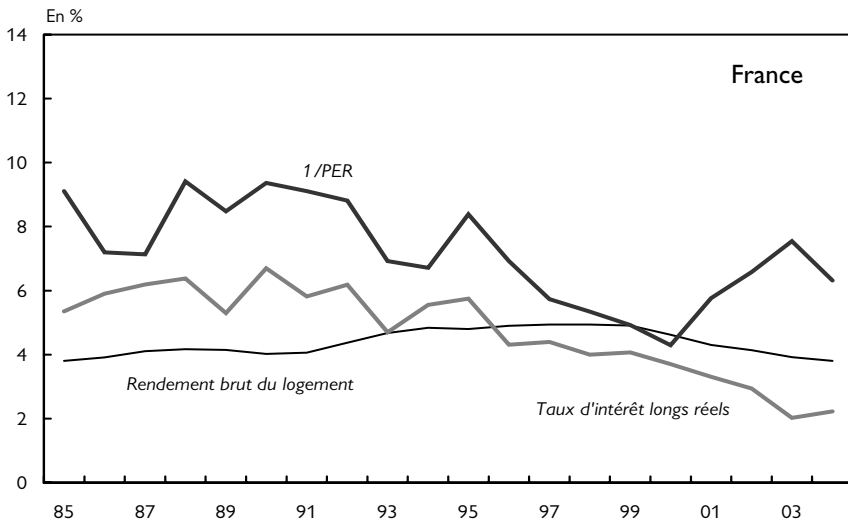
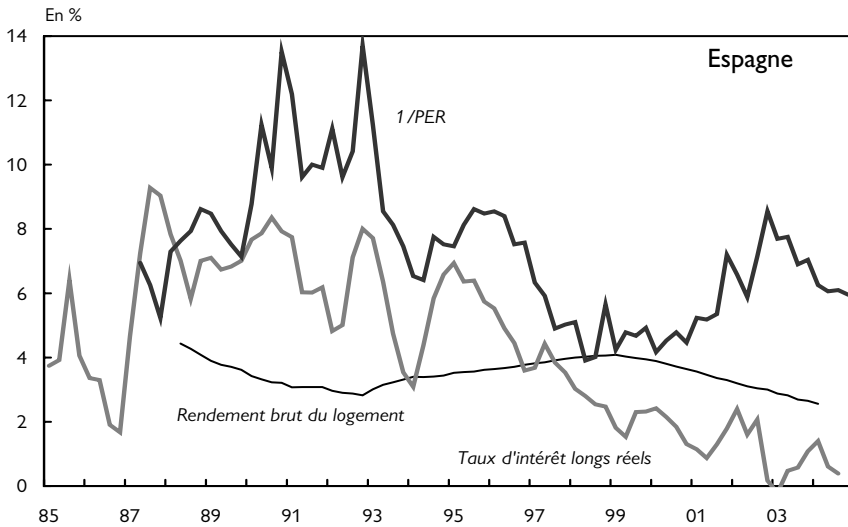
Pour conclure à la surévaluation relative ou non des prix immobiliers par rapport aux autres actifs, il faut comparer le rendement du logement (mesuré par le ratio loyers/prix de l'actif) avec celui du marché obligataire (le taux d'intérêt long réel) et du marché d'actions (l'inverse du PER). Du fait de l'évolution des prix immobiliers, le rendement du logement a diminué au cours des dernières années (graphique 3). Cette baisse a commencé à partir de 1999 en Espagne et en France et s'est accentuée en 2001 au Royaume-Uni et en 2003 aux États-Unis. L'avance des pays européens s'explique notamment par l'évolution favorable des taux d'intérêt réels longs avant l'entrée dans l'Union monétaire. La baisse des taux d'intérêt a en effet justifié une grande partie de la dynamique des prix, non plus comme facteur de demande, mais en terme d'arbitrage: le rendement du logement peut diminuer puisque les actifs concurrents voient leur rendement diminuer. Cela a été d'autant plus vrai que le rendement des actions a fortement baissé du début des années 1990 à 1999, du fait de la bulle Internet. Ainsi, une bulle peut se transmettre d'un marché d'actif à l'autre. Actuellement, le rendement du logement reste supérieur aux taux

d'intérêt réels en Espagne et en France, mais l'écart avec le rendement des actions s'est creusé depuis 2001 en faveur des actions, en particulier en Espagne où cette situation est donc plus fragile. Au Royaume-Uni, le rendement du logement n'est plus supérieur à celui du marché obligataire, alors que c'est un investissement plus risqué. Il est donc a fortiori très inférieur au rendement du marché des actions. Le niveau des prix paraît donc nettement surévalué par rapport aux autres actifs. Aux États-Unis au contraire, le rendement du logement est resté supérieur à celui du marché obligataire depuis le début des années 1990. L'écart avec le marché des actions reste faible. Le niveau actuel des prix immobiliers ne pose donc pas de problème particulier dans ce pays.

3. Rendements des actifs



3. Rendements des actifs



Les taux d'intérêt longs réels sont obtenus en déflatant les taux longs nominaux par l'indice des prix à la consommation de chaque pays.
 Le rendement brut du logement correspond au ratio loyers/prix immobiliers. Pour l'Espagne, ce ratio est fourni par la Banque d'Espagne. Pour les autres pays, il a été approximé, car on ne dispose pas des loyers et des prix de l'immobilier en niveau, mais seulement en indices. Le rendement du logement est alors calculé comme le ratio de l'EBE des ménages (le service de logement correspondant à la production des ménages) sur leur patrimoine immobilier.
 Sources : Comptabilités nationales, banques centrales nationales.

Cette analyse du marché des actifs peut être complétée par des études empiriques réalisées par le FMI, le NIESR ou la Banque d'Espagne ¹, reliant les prix immobiliers aux prix passés, au revenu des ménages et au taux d'intérêt, les effets d'offre n'étant pas significatifs. Ces études aboutissent à la conclusion que les logements sont surévalués au Royaume-Uni et en Espagne de 10 à 20 %, par rapport à leur valeur d'équilibre. Le ralentissement couplé de la demande et de l'offre permettrait d'éviter un scénario catastrophe de baisse brutale des prix. L'ajustement des prix immobiliers serait marqué mais progressif. Certaines études font aussi état d'une légère surévaluation en France, justifiant un ralentissement des prix qui pourrait se matérialiser dans un marché du logement moins tendu. Pour les États-Unis, les prix paraissent en ligne avec leurs déterminants.

Le *boom* immobilier a soutenu la croissance

Le *boom* immobilier observé depuis 1997 a eu un impact favorable sur la croissance par le biais de l'investissement logement, de l'effet richesse sur la consommation des ménages et de la distribution de crédits hypothécaires par les banques. La hausse du taux d'investissement résidentiel en volume est surtout visible en Espagne (+ 1 point entre 1997 et 2003) et aux États-Unis (+ 0,4 point), mais pas au Royaume-Uni et en France. En 2003, ce taux atteint 6,5 % du PIB en Espagne, 5 % aux États-Unis et est proche de 4,5 % au Royaume-Uni et en France. En raison de ce poids relativement faible dans le PIB, la contribution de l'investissement logement à la croissance est restée limitée, malgré des taux de croissance non négligeable (tableau 3). L'achat de logements s'accompagne aussi de dépenses d'équipement qui alimentent la consommation finale.

3. Taux de croissance du PIB et de l'investissement logement

Taux de croissance annuel moyen 1997-2003	PIB	Investissement logement
France	2,4	2,5
Espagne	3,4	5,8
Royaume-Uni	2,7	2,7
États-Unis	3,2	4,1

Source : OCDE.

1. World Economic Outlook, FMI, septembre 2004; « The Current Position of UK House Prices », NIESR Review, n° 189, juillet 2004; « House Prices in Spain », Economic bulletin, Banque d'Espagne, octobre 2003.

Par ailleurs, étant donné le poids de la consommation dans ces pays (55 % du PIB en France en 2003, 60 % en Espagne, 67 % au Royaume-Uni et 70 % aux États-Unis), le canal de l'effet richesse a aussi joué sur la croissance. La valorisation de leur patrimoine pousse les ménages à diminuer leur taux d'épargne, en raison d'un effet revenu permanent. Celui-ci reste cependant limité. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, un autre mécanisme intervient : grâce aux baisses de taux d'intérêt, les ménages ont pu renégocier leurs prêts et dégager ainsi des liquidités, gagées sur les plus-values latentes de leurs biens immobiliers, et disponibles pour leurs dépenses de consommation (pour une analyse plus détaillée de la situation au Royaume-Uni, voir dans ce dossier la fiche « Royaume-Uni : comme une image »). La part des crédits hypothécaires non investie, c'est-à-dire disponible pour la consommation, a connu une montée en puissance dans ces pays depuis 2001. Au Royaume-Uni, elle a atteint 6,5 % du revenu disponible des ménages au deuxième trimestre 2004, soit plus qu'à la fin des années 1980. En Espagne et en France, le système des renégociations est peu développé, mais l'effet richesse joue sur la consommation par un autre biais. Étant donné la croissance élevée des prix, l'absence de problème de solvabilité des ménages (avec des taux bas et un allongement de la durée d'emprunt) et la dérégulation du marché du crédit, les banques accordent des prêts élevés aux ménages qui souhaitent acheter des logements. Si certains s'endettent pour acheter un premier logement ou un logement plus grand, d'autres vont au contraire chercher à se loger plus modestement (par exemple, des retraités dont les enfants sont partis). Ces derniers, grâce à la vente de leur logement vont donc dégager des liquidités. Celles-ci, même si elles sont en grande partie épargnées, vont alimenter la consommation et pousser le taux d'épargne de ce ménage à la baisse, puisque ses dépenses vont augmenter sans hausse équivalente de son revenu. Au final, les prêts accordés par les banques vont se retrouver, au bout d'une chaîne plus ou moins longue de transactions immobilières, disponibles sous forme de liquidités et en partie consommés, contribuant ainsi à la croissance de l'économie.

En cas de retournement brutal du marché immobilier, l'effet serait non négligeable sur la croissance. Cependant, dans notre scénario, l'ajustement progressif dans ce secteur, même s'il conduisait à une moindre contribution à la croissance, ne remettrait pas en cause la reprise de l'activité.