



Le quartier du Herengracht, à Amsterdam, où vivait Pieter Frantz.

Immobilier : les prix

Prakash Loungani

Dans une perspective historique, l'important n'est pas la tendance des prix de l'immobilier, mais leur volatilité

EN 1625, Pieter Frantz construisit une maison dans Herengracht, un nouveau quartier d'Amsterdam. Dans les années 1620, les Pays-Bas devinrent une puissance mondiale — Amsterdam créant le premier grand marché boursier ainsi que des marchés de matières premières et d'opérations à terme — et les prix de l'immobilier doublèrent en moins de dix ans. Pendant les trois siècles suivants, le prix de la maison fut déprimé par les guerres, les récessions et les crises financières, puis se redressa (Shorto, 2006). Quand la famille céda la maison, dans les années 80, sa valeur réelle, c'est-à-dire corrigée de l'inflation, n'avait que doublé en 350 ans, soit un rendement très modeste de l'investissement.

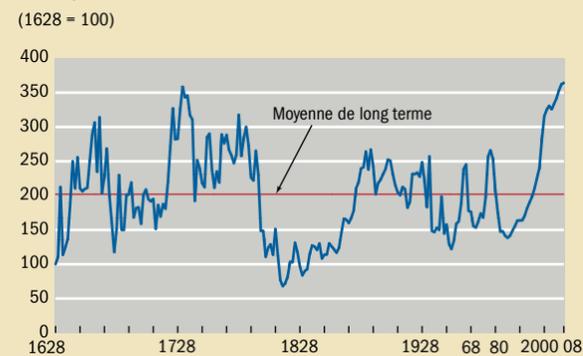
D'un point de vue historique, les prix des logements à Herengracht ne sont pas remarquables par leur tendance, mais par leurs fluctuations (graphique 1) : les innovations et les périodes prospères les ont fait monter pendant des années et — juste au moment où l'on était convaincu que, cette fois, la hausse continuerait — des chocs survenaient et les faisaient rechuter.

À partir de la fin des années 90, les prix à Herengracht, et plus généralement à Amsterdam, ont doublé en

dix ans, avant d'amorcer une nouvelle baisse brutale. Ce récent va-et-vient s'inscrit dans un cycle mondial d'envolée, puis d'effondrement, des prix de l'immobilier. Aux États-Unis, leur ascension a résulté d'innovations financières. En Irlande, elle a coïncidé avec une accélération historique de la croissance; en Espagne et en Australie, elle a été stimulée par l'immigration; en Islande, elle a été générée par un formidable essor du système financier national. En 2006, les prix ont commencé à fléchir, aux États-Unis d'abord, puis ailleurs (graphique 2).

Graphique 1
Perspective à long terme

De 1628 à 2008, les prix des logements dans le quartier du Herengracht ont fluctué, mais les prix réels ont doublé en moyenne.



Source : Eicholtz, Piet M.A., 1997, "The Long-Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628-1973", *Real Estate Economics*, actualisé jusqu'en 2008 par Eicholtz.

vont-ils encore baisser?

On estime généralement que ce cycle expansion-repli est largement responsable de la crise financière mondiale, elle-même considérée comme la plus grande menace qu'ait connue l'économie internationale depuis la Dépression des années 30. Dans l'intérêt de la stabilité macroéconomique, nationale et mondiale, il faut comprendre les éléments qui sont à la base des cycles de l'immobilier et trouver les moyens de les atténuer.

Que savons-nous de l'incidence et de l'amplitude (variation des prix du point haut au point bas, et vice versa) des cycles des prix immobiliers dans le monde? Quelles en sont les causes? Et quelles conclusions peut-on en tirer pour prévoir l'évolution future?

Le cycle des prix de l'immobilier

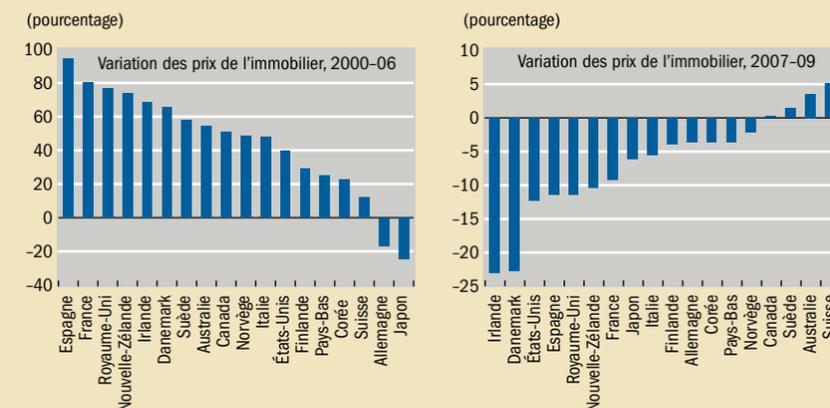
La hausse des prix de l'immobilier dans 18 pays avancés¹, qui a commencé au milieu des années 90 et continué pendant dix ans, a été supérieure à celle des cycles passés. La baisse amorcée il y a trois ans se poursuit.

Cycle	Phase de hausse		Phase de baisse	
	Durée	Variation des prix ²	Durée	Variation des prix ³
1970-milieu années 90	21 trimestres	+40 %	18 trimestres	-22 %
Milieu années 90-présent	41 trimestres	+114 %	13 trimestres	-15 %

Source : Igan and Loungani (à paraître).
¹Les 18 pays sont : l'Allemagne, l'Australie, le Canada, la Corée, le Danemark, les États-Unis, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Japon, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.
²Prix réels, du point bas au point haut.
³Prix réels, du point haut au point bas.

Graphique 2
De la hausse à la baisse

Dans la plupart des pays avancés, les prix de l'immobilier ont augmenté de 2000 à 2006. Depuis 2007, la baisse est tout aussi générale.



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Illustration des cycles

Plus les séries statistiques sont anciennes, plus il est facile de « dater » les points de retournement. Les séries de prix de l'immobilier remontant au XVII^e siècle, comme celle du quartier du Herengracht, sont rares. Mais, dans beaucoup de pays membres de l'OCDE, les données remontent jusqu'à 1970, ce qui est une durée suffisante pour dater de façon fiable les cycles de l'immobilier.

De 1970 jusqu'au milieu des années 90, les phases de hausse des prix de l'immobilier dans 18 économies de l'OCDE ont duré un peu plus de cinq ans, les prix réels (corrigés de l'inflation) augmentant de 40 % en moyenne (voir tableau). Elles ont habituellement été suivies d'une

Prix de l'immobilier : fondamentaux ou bulles?

Robert Shiller est renommé pour avoir prévu le krach boursier américain de 2000-01 (voir *F&D* de septembre 2008). En 2003, il avertit que les prix de l'immobilier américain constituaient aussi une « bulle », c'est-à-dire qu'ils étaient devenus bien supérieurs à ce que justifiaient des facteurs fondamentaux comme la croissance des revenus, les taux d'intérêt, l'évolution démographique et les coûts de construction. Il montra que les ratios prix/loyers et prix/revenus étaient au plus haut depuis un siècle.

Shiller pense que les bulles se forment parce que les anticipations de prix d'actifs résultent souvent de récits, d'une perception sociale de la réalité et d'une croyance excessive en des évolutions favorables. Des comportements malhonnêtes et antisociaux peuvent aussi accentuer le mouvement. À propos du marché immobilier américain, il pense que l'on s'est persuadé que les prix ne baissent jamais, ou que ce serait différent cette fois. Les conséquences de cette erreur ont été aggravées par la commercialisation de crédits immobiliers à des personnes manifestement incapables de les rembourser et par leur conversion en titres échangeables.

En revanche, James Kahn, économiste à l'université Yeshiva, affirme, dans une étude réalisée avec Robert Rich de la Banque fédérale de réserve de New York, que l'envolée des prix de l'immobilier peut s'expliquer par des facteurs fondamentaux, notamment les anticipations de hausse des revenus. Selon Kahn, la poussée des prix, du milieu des années 90 à 2007, reposait sur la conviction que les gains de productivité permettraient une progression continue des revenus. La dynamique s'est inversée en 2007, quand la perception du ralentissement de la productivité a enrayé le boom du logement et mis en question la viabilité des crédits immobiliers basée sur une hausse constante des prix. Bien que la décélération des gains de productivité ait commencé en 2004, elle n'aurait été ressentie qu'en 2007.

Kahn estime aussi qu'à cause de l'inélasticité de l'offre de logements, leurs prix peuvent augmenter plus vite que les revenus dans les périodes où la croissance est supérieure à la moyenne, puis chuter brutalement quand elle ralentit. L'amplification consécutive de la réaction des prix au changement des facteurs fondamentaux se manifeste à la façon du scénario expansion-repli qui s'est mis en place récemment.

baisse sur quatre ans et demi, effaçant à peu près la moitié de la hausse précédente.

Le passé aide à comprendre le cycle actuel des prix de l'immobilier, qui a débuté, dans la plupart des pays, entre le milieu des années 90 et le début des années 2000. La phase de hausse a été en moyenne deux fois plus longue qu'auparavant (41 trimestres au lieu de 21) et plus prononcée, les prix montant presque trois fois plus. La durée de la baisse actuelle s'approche de celle des cycles passés et, jusqu'à présent, son amplitude est comparable. Mais, comme les prix ont beaucoup plus augmenté que dans le passé, ils pourraient baisser davantage.

Les causes des cycles de l'immobilier

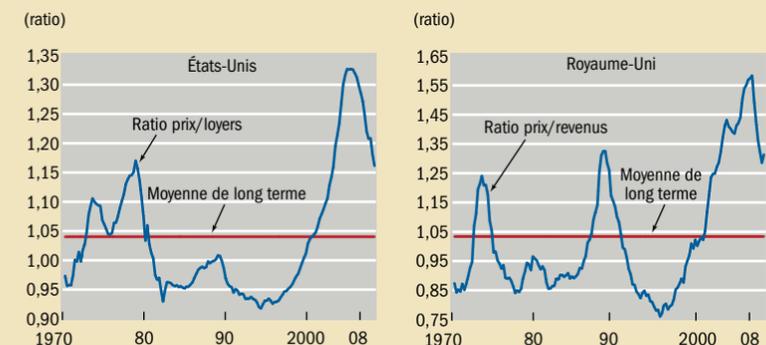
Comment expliquer les cycles des prix de l'immobilier illustrés par le tableau? À la fois par des corrélations à long terme et par des déterminants à court terme.

Corrélations à long terme : Selon la théorie économique, les prix des logements, les loyers et les revenus doivent évoluer parallèlement sur longue période. Pour comprendre pourquoi, considérons d'abord les prix et les loyers. Acheter et louer sont les deux moyens possibles de répondre au besoin de se loger. À longue échéance, il ne peut donc y avoir dissociation des prix et des loyers. Si cela se produisait, les particuliers arbitreraient entre acquisition et location, provoquant des ajustements qui restaureraient ce parallélisme. De même, sur longue période, les prix des logements ne peuvent trop s'écarter de la capacité à les acquérir, c'est-à-dire des revenus personnels.

Observons, par exemple, ces corrélations longues aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 3). De 1970 au début des années 2000, aux États-Unis, le rapport entre prix de l'immobilier et loyers est revenu quatre fois à sa moyenne de long

Graphique 3
Des évolutions indissociables

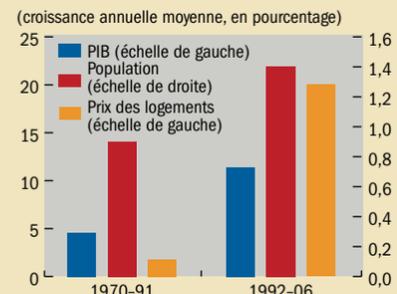
Aux États-Unis et au Royaume-Uni, comme dans beaucoup de pays, loyers et revenus évoluent parallèlement aux prix de l'immobilier.



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.

Graphique 4
Ce qui fait monter les prix

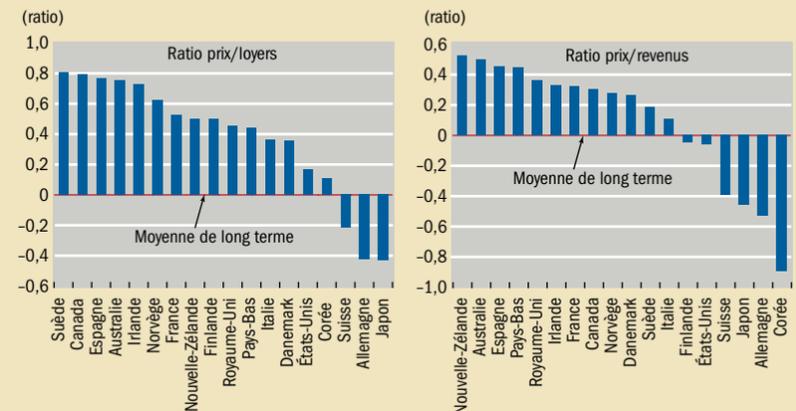
Une forte croissance des revenus et de la population peut faire grimper les prix réels des logements, comme on l'a vu en Irlande à partir de 1992.



Source : calculs de l'auteur basés sur des données du FMI et de l'OCDE.

Graphique 5
Jusqu'à où peut aller la baisse?

Malgré de fortes diminutions, les ratios prix/loyers et prix/revenus restent supérieurs aux moyennes de long terme dans la plupart des pays avancés.



Source : Organisation de coopération et de développement économiques.
Note : La moyenne de long terme porte sur la période 1970-2000. Les ratios actuels sont ceux de fin 2009.

terme. Dans les années 70, les prix avaient beaucoup plus augmenté que les loyers, mais, de 1980 à 2000, le ratio prix/loyers a glissé un peu en deçà de sa moyenne sur longue période. Passé bien au-dessus de cette moyenne de 2000 à 2006, il a commencé ensuite à s'en rapprocher. Au vu de cette évolution, comme de l'amplitude des cycles passés, la correction pourrait se poursuivre. Au Royaume-Uni, la situation

Si les prix de l'immobilier augmentent aussi rapidement, c'est parce que l'offre de logements a du mal à suivre.

est similaire pour le ratio prix/revenus. De 1970 à 2000, il a oscillé autour de sa moyenne de long terme, avec quelques rares pics. Depuis 2006, il redescend vers cette moyenne, tout en restant bien au-dessus.

Déterminants à court terme : Bien que les corrélations à long terme représentent un ancrage, les prix de l'immobilier s'en écartent sur courte période, souvent très sensiblement et durablement. Une forte demande les fait monter et, fréquemment, les facteurs sous-jacents ne peuvent expliquer l'intégralité de la hausse. L'Irlande en est une bonne illustration (graphique 4). De 1992 à 2006, les revenus y ont augmenté de plus de 10 % par an, soit plus de deux fois la moyenne des deux décennies précédentes. La croissance démographique s'est aussi accélérée à partir de 1992. Or, la hausse des prix de l'immobilier a été supérieure dans les deux cas : près de 20 % par an de 1992 à 2006, dix fois plus que pendant les vingt années précédentes.

Si les prix de l'immobilier augmentent aussi rapidement, c'est parce que l'offre de logements a du mal à suivre, et aussi à cause de l'interaction de l'immobilier et des marchés financiers. Les logements servant de garantie, la hausse peut avoir un effet en retour : la valorisation des garanties incite les banques à prêter plus aux ménages, ce qui entretient le boom des prix de l'immobilier. Cette rétroaction peut se produire indépendamment de la cause initiale de la hausse — une progression de la demande, des mesures officielles, telles que le maintien de taux d'intérêt bas, ou des changements institutionnels facilitant l'obtention de crédits immobiliers.

De plus, les facteurs fondamentaux n'expliquent pas entièrement toutes les variations de prix partout et toujours. Comme l'affirment Robert Shiller, économiste à l'université Yale, et d'autres,

les prix de l'immobilier sont parfois déterminés par des éléments psychologiques et sociologiques, qui peuvent aussi amplifier la réaction des prix aux données fondamentales (voir encadré).

La baisse va-t-elle se poursuivre?

Malgré des signes de stabilisation, la correction générale des marchés immobiliers a continué en 2009. Dans l'OCDE, les prix réels ont baissé de quelque 5 % en moyenne du quatrième trimestre de 2007 au troisième trimestre de 2009.

Jusqu'à où peuvent-ils baisser? Pour répondre, il faut considérer plusieurs facteurs.

D'abord, dans la plupart des pays, les prix de l'immobilier sont encore très supérieurs à leurs niveaux d'avant la hausse des premières années 2000. Ensuite, ils restent élevés par rapport aux loyers et aux revenus, qui, on l'a dit, servent souvent de points d'ancrage à long terme. Le graphique 5 montre de combien les ratios prix/loyers et prix/revenus devraient baisser dans chaque pays pour revenir à leur moyenne de long terme. Enfin, selon les modèles économétriques, les prix ont plus augmenté de 2000 à 2006 que ne peuvent l'expliquer les déterminants immédiats ou les corrélations à long terme; jusqu'à présent, la correction n'a pas effacé tous les excès.

D'où une conclusion inquiétante : il y a encore une marge de baisse dans de nombreux pays. ■

Prakash Loungani est conseiller au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Igan, Deniz, and Prakash Loungani, à paraître, "Global Housing Cycles," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).

Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," *The New York Times Magazine*, March 5.