

Marché du logement en France : quel serait l'impact de mesures macroprudentielles ?

Sanvi AVOUYI-DOVI et Rémy LECAT
Direction des Études microéconomiques
et structurelles

Claire LABONNE
Autorité de contrôle prudentiel
et de résolution
Direction des Études

Ce Rue de la Banque évalue l'impact sur les prix immobiliers, la construction et le crédit à l'habitat de mesures macroprudentielles conduisant à une hausse des taux des crédits, à une réduction du taux d'effort (échéances rapportées au revenu) ou à une limitation de la durée initiale des prêts. Ces trois types de mesures auraient des effets significatifs sur l'évolution du crédit à l'habitat et, dans une moindre mesure, sur les prix du logement en raison de l'impact des variations du crédit sur le stock de logements.

Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

Les épisodes récurrents de hausse et d'effondrement du marché immobilier et leurs effets sur le système bancaire ont montré l'importance de la surveillance de ce marché pour la stabilité financière (Glaeser, 2013). La politique macroprudentielle joue un rôle central dans cette surveillance. Ainsi, la directive européenne CRD IV et la loi bancaire française de 2013 prévoient des instruments macroprudentiels ciblant l'immobilier : instruments de capital sectoriels et contraintes sur les conditions d'octroi du crédit.

Les banques françaises sont exposées à un risque immobilier, notamment à travers les crédits à l'habitat qu'elles accordent. Leur sensibilité aux évolutions du marché immobilier dépend cependant des stratégies de couverture mises en place par les établissements de crédit. Plus de la moitié des crédits à l'habitat distribués en France sont cautionnés et non hypothéqués (ACPR, 2013). Ce mode de couverture incite les établissements bancaires à être plus attentifs à la qualité de l'emprunteur qu'à la valeur de l'hypothèque. En cas de défaut, les sociétés de cautionnement puisent dans les fonds solidaires pour dédommager la banque et se retournent

vers l'emprunteur pour recouvrer la perte. Mais, à la différence de l'hypothèque, elles ne sont pas prioritaires parmi les créanciers. Dès lors, la probabilité de défaut de l'emprunteur apparaît clairement comme un facteur clé dans la sélection des prêts de meilleure qualité. Ainsi, les banques françaises sont généralement attentives à limiter le taux d'effort des ménages emprunteurs à 33 % de leurs revenus disponibles. Enfin, l'hypothèque rechargeable est peu développée en France et le montant qui peut être apporté en garantie est limité au prix d'achat du bien et non à sa valeur de marché¹.

Cette spécificité française invite à s'interroger sur les instruments les plus efficaces d'une politique macroprudentielle immobilière. Quels sont les canaux de transmission d'un risque immobilier ? Comment peut-on agir sur ces canaux ou les contrôler ?

¹ Ces mécanismes ne rendent pas possible l'existence d'un accélérateur financier immobilier en France, qui ne peut exister que si la hausse des prix du logement permet une croissance du crédit, celui-ci étant adossé aux biens immobiliers via une hypothèque (Bernanke et al., 1996).

Une croissance forte des marchés immobiliers et du crédit dans les années 2000, sans ajustement marqué avec la crise

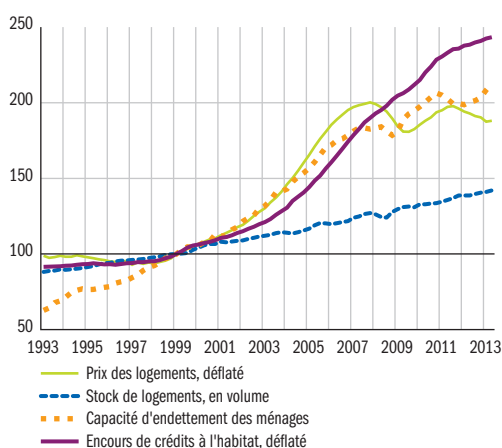
Les marchés de l'immobilier² et du crédit en France ont connu une phase de croissance forte dans la première moitié des années 2000, à l'instar de nombreux autres pays avancés. Toutefois, après la crise financière de 2008, le marché immobilier s'est peu ajusté au sens où l'on n'a pas observé de renversement de tendance. Antipa et Lecat (2013) montrent en effet qu'en dépit de l'ajustement entamé depuis 2008, les prix en 2012 étaient encore supérieurs de 20 % aux prix d'équilibre, ces derniers étant évalués à partir des seuls indicateurs fondamentaux traditionnels (revenu des ménages, facteurs démographiques, coût d'usage, stock de logements, etc.).

L'inertie du stock de logements par rapport aux prix explique, en partie, cette tendance des prix. Ce constat est confirmé par nos estimations (voir aussi Caldera Sánchez et Johansson, 2011) qui montrent que le stock de logements est peu sensible aux prix du logement en France, en raison des contraintes pesant sur l'offre de terrains et des réglementations entourant le marché de la construction.

On observe également sur la période étudiée une forte augmentation de la demande. En effet, la croissance de la population française a nettement progressé au début des années 2000, tandis que le nombre des ménages augmentait plus rapidement encore³. Ce choc de demande combiné avec l'inertie du stock a mécaniquement favorisé la hausse des prix.

G1 Marché immobilier et marché du crédit

(base 100 en 1999 T1)



Sources : Banque de France, Insee ; calculs des auteurs.

Enfin, le marché immobilier a bénéficié du desserrement des contraintes pesant sur la demande de crédit. Ceci peut être assimilé à un choc positif de demande de biens immobiliers pouvant entraîner, toutes choses égales par ailleurs, une remontée des prix. Rappelons que ce desserrement s'explique d'abord par la nette amélioration des conditions de refinancement des banques sur la période. En effet, la baisse des taux de refinancement des banques a été transmise aux taux des crédits à l'habitat. Ceci a permis à plus de ménages d'accéder au crédit immobilier, ou d'augmenter les montants des crédits.

En outre, certaines conditions d'octroi de crédit ont été assouplies. Le graphique 1 montre que la capacité d'endettement des ménages s'inscrit dans une phase ascendante quasi continue avant une décélération à peine perceptible en fin de période. Jusqu'en 2007, les évolutions de la capacité d'endettement et de l'encours du crédit à l'habitat sont quasi parallèles⁴. Afin de respecter la contrainte traditionnelle des 33 % de ratio « échéances sur revenu », outre le fait que les revenus nominaux des ménages ont affiché une hausse sensible sur la période, les banques ont progressivement allongé la durée des crédits immobiliers. En effet, la durée initiale des prêts est passée de près de quatorze ans en 1999 à vingt ans (19,8 ans) en 2012⁵. Ainsi, selon Antipa et Lecat (2013), en prenant en compte l'allongement de la durée initiale des crédits, la capacité d'endettement des ménages et les fondamentaux traditionnels permettent d'expliquer une grande part de la hausse des prix du logement.

Un modèle conjoint des marchés du logement et du crédit à l'habitat

Afin d'étudier l'impact des chocs de mesures macroprudentielles, nous proposons un modèle permettant

- 2 Nous présentons ici un indice agrégé des prix du logement. Il ne reflète donc pas le fait que les biens immobiliers sont localisés et donc hautement hétérogènes.
- 3 Entre 1975 et 2005, la population a cru en moyenne de 0,48 % par an quand le nombre de ménages augmentait de 1,24 % (Insee Première, 2006).
- 4 Si la contrainte est supérieure au montant de crédit observé, alors le rationnement du crédit n'est imposé qu'aux ménages ayant la capacité d'emprunter. Une part de la population est ainsi exclue du marché du crédit immobilier. À l'opposé, on observe aussi une frange de la population dont les revenus sont suffisamment élevés pour que la banque décide de leur appliquer des taux d'endettement supérieurs aux 33 %. Toutefois, la dynamique du marché est principalement déterminée par la proportion des ménages soumis à la limite des 33 %.
- 5 Sources : Banque de France et calculs des auteurs.

d'analyser conjointement le marché du crédit à l'habitat et le marché du logement en France sur la période 1993-2013 (cf. Avouyi-Dovi *et al.*, 2014, pour une présentation détaillée). Le cadre proposé traduit l'imbrication étroite de ces deux marchés. Les mesures macroprudentielles visent l'offre de crédit mais l'analyse de leur impact doit aussi tenir compte des rétroactions entre marché immobilier et marché du crédit.

Le modèle est constitué de quatre relations estimées simultanément et dont les principaux résultats sont les suivants :

■ le prix du logement dépend positivement du revenu des ménages, du crédit à l'habitat et de la population. Il est négativement lié au stock de logements et au coût d'usage des logements. Ce dernier facteur traduit les évolutions du coût de la détention du bien immobilier (net des plus-values anticipées) et de la politique fiscale relative au logement⁶. Une augmentation du volume de crédit de 1 % aboutit à une augmentation des prix de 0,7 %. L'élasticité du prix par rapport au revenu des ménages est spontanément supérieure à 1, mais, en cohérence avec les études sur le sujet, elle a été contrainte à l'unité (+ 1 % de revenu = + 1 % de prix du logement) dans nos exercices de simulation, sans perte significative en précision ou en pouvoir explicatif. L'élasticité des prix à la population est relativement forte, ce qui reflète la croissance plus rapide du nombre de ménages que de la population sur la période ;

■ le stock de logements est positivement corrélé au crédit à l'habitat et aux prix du logement, négativement au taux d'intérêt à long terme, représentant le coût de financement des producteurs de logement. Selon nos estimations, une augmentation de 1 point des taux longs fait baisser à terme le stock de logements de près de 2 points. L'élasticité du stock de logements aux prix du logement est faible, ce qui reflète les contraintes déjà mentionnées portant sur l'offre en France ;

■ la demande de crédit à l'habitat réagit quant à elle négativement au taux d'intérêt ou à un indicateur de conditions de crédit, qui reflète la capacité d'endettement des ménages, hors revenu. Cet indicateur est défini comme une combinaison des taux d'intérêt, de la durée d'emprunt et de la part maximale du revenu consacré aux échéances d'emprunt. Elle est positivement liée au revenu des ménages et au prix immobilier ;

■ enfin, le taux de crédit à l'habitat est positivement corrélé au taux de long terme, qui en est le principal déterminant, mais baisse avec les prix du logement (un collatéral pour les établissements de crédit) et le niveau de capitalisation des établissements de crédit (qui reflète la solvabilité des banques et leur capacité à prendre des risques).

Une politique macroprudentielle efficace sur la progression du crédit à l'habitat

Le Haut Conseil de stabilité financière et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) disposent de plusieurs instruments de politique macroprudentielle. Les exigences en fonds propres renforcées sur les expositions immobilières consolident la résilience des banques en cas de choc adverse sur les prix du logement et peuvent renchérir *ex ante* les coûts des crédits immobiliers pour la banque. D'autres instruments entraîneraient une réduction du montant des échéances en proportion du revenu ou bien une limitation de la durée initiale des prêts immobiliers.

Nous simulons avec notre maquette les effets de ces trois types de chocs (cf. graphique 2) sur les taux des crédits à l'habitat, la durée initiale des crédits immobiliers et la part des échéances dans le revenu.

Une hausse d'un point du taux des crédits ferait baisser les prix du logement de 0,13 % sous l'effet de la baisse du crédit. Par la suite, la baisse du crédit se poursuit et pèse sur les prix et le stock de logements. La diminution du stock de logements *via* le crédit et les prix a un effet stabilisateur sur les prix du logement dont le recul s'amoindrit, mais les élasticités liées au stock de logements sont insuffisantes pour faire remonter les prix.

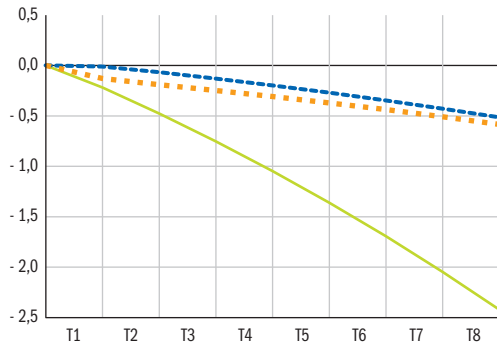
Une diminution de deux ans de la durée initiale des crédits à l'habitat va réduire le montant maximal qu'un ménage pourra emprunter à un taux et un revenu donnés. L'incidence de cette mesure dépendant du niveau des taux, le choc est appliqué au niveau de taux à fin 2013.

⁶ Le coût d'usage du logement augmente avec les intérêts payés pour financer l'acquisition, la fiscalité de la propriété, les coûts de dépréciation du logement et baisse avec les avantages fiscaux liés à l'acquisition ou à la détention d'un logement, et les éventuelles plus-values immobilières.

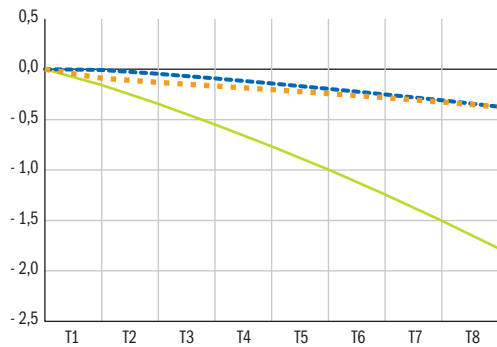
G2 Chocs de politique macroprudentielle

(% par rapport au compte central ; en nombre de trimestres)

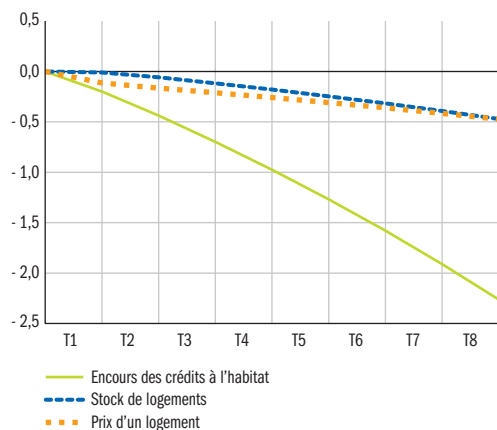
a) Hausse de 1 point des taux des crédits à l'habitat



b) Raccourcissement de deux ans de la durée des crédits à l'habitat



c) Abaissement à 30 % du revenu de la part maximale des échéances d'emprunt



— Encours des crédits à l'habitat
 - - - Stock de logements
 - - - Prix d'un logement

Source : Calculs des auteurs.

Le crédit recule d'abord de 0,16 %, puis la baisse se renforce au travers de l'impact persistant de l'abaissement de la durée des crédits et de la chute des prix du logement. Cette baisse se traduit par celle des prix du logement et du stock de logements, la contraction de l'offre de logement ne permettant pas de rééquilibrer les prix compte tenu des élasticités.

Enfin, une baisse de la part maximale du revenu dédiée au remboursement d'emprunt, d'un tiers du revenu (communément pratiqué en France) à 30 %, aurait des effets proches du choc précédent. Elle est mise en œuvre au travers de l'indicateur de condition de crédit et entraîne à l'impact une baisse de 0,20 % du crédit qui se renforce par la suite avec les effets persistants de ce choc et le recul des prix.

À terme, l'ajustement du stock de logements lié à la baisse du crédit limite l'incidence de ces mesures sur les prix du logement, tandis que leur effet est persistant sur le crédit à l'habitat.

La situation actuelle du marché du logement en France ne semble pas de nature à nécessiter la mise en œuvre de mesures particulières de politique macroprudentielle, d'autant que le marché du crédit au logement apparaît structurellement résilient. La spécificité française du cautionnement et le soin accordé au contrôle de la qualité de la contrepartie qu'elle induit (notamment la limitation du taux d'effort à 33 %) plaident en faveur de la résistance du système financier français au risque immobilier (FMI, 2012). Le risque de défaillance individuel demeure maîtrisé, comme en témoigne le faible niveau du taux de défaillance au cours des cinq dernières années, même si ce taux a fortement augmenté après 2007 tout en restant significativement inférieur à 2 %. Néanmoins, en cas d'évolutions déstabilisantes du marché du crédit à l'habitat, recourir à des contraintes macroprudentielles aurait un effet non négligeable sur l'évolution des crédits et, dans une moindre mesure, sur les prix du logement. Cette analyse a été réalisée sous l'hypothèse que les relations entre les différentes variables étaient stables sur la période. Cette hypothèse peut néanmoins être testée et conduire à nuancer certains de nos résultats (cf. Avouyi-Dovi, Labonne, Lecat, Ray, 2015), sans les mettre fondamentalement en cause.

Bibliographie

ACPR (2013)

« Le financement de l'habitat en 2012 », [Analyses et Synthèses, n° 18](#), juillet.

Antipa (P.) et Lecat (R.) (2013)

« “ Bulle immobilière ” et politique d'octroi de crédit : enseignements d'un modèle structurel du marché français de l'immobilier résidentiel », *Revue de l'OFCE*, coll. « Débats et Politiques », n° 128.

Avouyi-Dovi (S.), Labonne (C.) et Lecat (R.) (2014)

« Marché immobilier : l'impact des mesures macroprudentielles en France », [Revue de la stabilité financière, n° 18](#), avril.

Avouyi-Dovi (S.), Labonne (C.), Lecat (R.) et Ray (S.) (2015)

« *Insight from a time-varying VAR model with stochastic volatility of the French housing and credit markets* », mimeo.

Bernanke (B.), Gertler (M.) et Gilchrist (S.) (1996)

« *The financial accelerator and the flight to quality* », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 78, n° 1, p. 1-15.

Caldera Sánchez (A.) et Johansson (Å.) (2011)

« *The price responsiveness of housing supply in OECD countries* », OECD Economics Department, *Working Papers*, n° 837, OECD Publishing.

FMI (2012)

« *France: financial system stability assessment* », *IMF Country Report*, n° 12/341, décembre.

Glaeser (E. L.) (2013)

« *A nation of gamblers: real estate speculation and american history* », NBER, *Working Paper*, n° 18825, février.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Juin 2016

www.banque-france.fr