

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Tristan PERRIER,
Global Views

En théorie, des politiques macro-prudentielles bien calibrées peuvent dispenser la politique monétaire de réagir aux excès de l'immobilier

Hausse de l'immobilier : quelles conséquences pour la politique monétaire ?

Malgré le choc économique lié au Covid, les prix des logements ont continué d'augmenter dans la plupart des économies avancées et les prix s'accroissent rapidement dans certaines économies émergentes. Néanmoins, il est prématuré de parler d'un boom immobilier mondial. La situation est très différente de celle observée avant la grande crise financière (GCF) et reste très contrastée d'une région à l'autre. Cependant, la simultanéité des hausses de prix dans des pays très différents pose la question d'un éventuel facteur commun qui en serait à l'origine. Tous les regards se tournent naturellement vers l'expansion des bilans des banques centrales. Nous nous interrogeons ici sur le rôle que les prix des logements peuvent jouer dans la détermination de la politique monétaire en général, ainsi que dans les économies avancées (aux États-Unis et en Europe) dans la situation actuelle.

Au niveau mondial, les prix des logements ont progressé de 7,3 % en glissement annuel au premier trimestre 2021 (moyenne dans 56 pays), le rythme le plus élevé depuis 2006. Treize pays ont enregistré une croissance à deux chiffres des prix. Plusieurs pays connaissent une décélération des prix de l'immobilier depuis le premier trimestre 2020 (Italie), voire une baisse (Espagne, Inde), en raison des mesures restrictives et de la crise économique. Parmi les indices de prix nationaux disponibles à la fin du premier trimestre 2021, les hausses depuis le quatrième trimestre 2019 ont atteint 14,8 % aux États-Unis, 10 % au Royaume-Uni et 7,8 % en France (soit, dans ces trois cas, des taux de croissance plus élevés que lors des cinq trimestres précédents). La tendance haussière s'observe presque partout depuis au moins le milieu des années 2010. Depuis janvier 2021, les autorités sont intervenues dans plusieurs pays (Chine, Nouvelle-Zélande, Irlande) avec

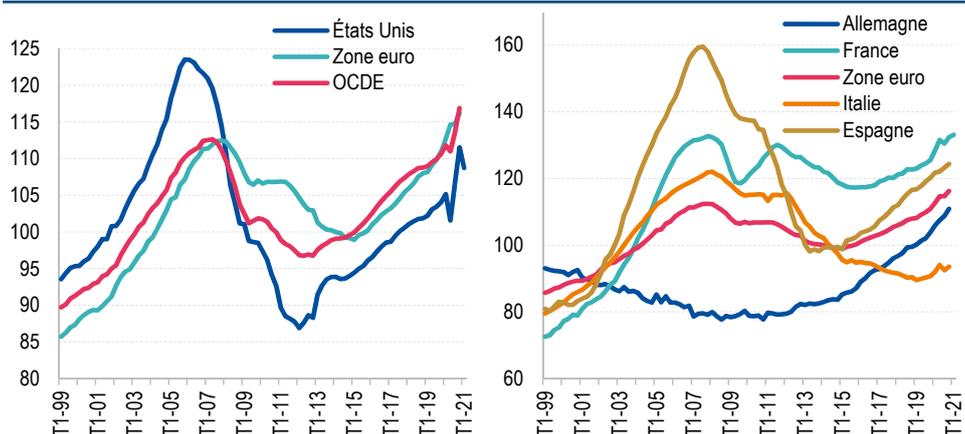
une série de mesures visant à durcir les règles de prêt.

Que doivent faire les banques centrales en cas de boom immobilier ?

L'envolée des prix des logements, surtout lorsqu'elle est alimentée par un boom du crédit, s'est avérée particulièrement pernicieuse par le passé. Reinhart et Rogoff (2009) ont bien montré que l'effondrement des prix de l'immobilier (résidentiel et/ou commercial) est l'une des causes principales des crises financières. Dans de nombreux cas, ces effondrements se produisent à la suite de bulles immobilières, qui semblent souvent être associées à une disponibilité excessive du crédit. Lorsque les bulles éclatent, le secteur financier et l'économie réelle sont durement touchés.

La question de savoir si la politique monétaire doit jouer un rôle dans la

1/ Ratio prix-revenus et ratio prix-loyers



Source : OCDE, Recherche Amundi - Données à juin 2021

Source : OCDE, Recherche Amundi - Données à juin 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

L'onde de choc différée de la crise du Covid peut encore venir fragiliser l'immobilier résidentiel

prévention des bulles immobilières est controversée. En théorie, une politique réglementaire macroprudentielle appropriée dispense les banques centrales d'agir pour contenir l'évolution des prix des logements. Les politiques macroprudentielles discrétionnaires, qui resserrent de manière sélective les conditions de crédit, jouent un rôle important dans la prévention ou l'atténuation des bulles immobilières.

Dans le même temps, les banques centrales doivent toutefois veiller à ce que leur politique monétaire n'aggrave pas l'endettement des ménages. Le suivi des prix des logements est donc un élément important de l'approche dite de *risk management*. En effet, la faiblesse des taux d'intérêt à court terme entraîne souvent un assouplissement des conditions de crédit et une prise de risque accrue des banques. Cet effet est amplifié lorsque les taux d'intérêt restent bas pendant une période prolongée. Et l'impact de l'assouplissement des conditions de crédit peut être accentué par le recours à la titrisation.

Dans les économies où une grande partie des ménages se financent à crédit, une forte hausse des prix de l'immobilier peut avoir des effets importants sur la consommation (effet richesse). L'endettement tend à être très élevé dans le secteur immobilier et, pour de nombreux ménages, l'immobilier résidentiel est à la fois le principal actif et le principal passif (ce qui n'est pas le cas pour les actions).

Le boom immobilier mondial qui a précédé la GCF s'explique par de nombreux facteurs (revenu disponible, taux d'intérêt, prêts bancaires et plusieurs facteurs liés à l'offre). Toutefois, **la tendance à la baisse des taux d'intérêt réels à long terme a été l'un des principaux moteurs de la hausse des prix de l'immobilier mondial au cours des années 2000**. Et il existe toujours un risque qu'à moyen et long terme, les taux d'intérêt réels remontent à nouveau, créant des problèmes dans les pays où les achats de logements ont été financés par le crédit. En outre, l'augmentation de la liquidité pourrait également entraîner une hausse des prix des logements.

Toutefois, le relèvement des taux d'intérêt à court terme n'est pas la panacée. Il peut être souhaitable dans

des économies présentant un degré élevé d'homogénéité (p. ex. des petits pays comme la Suède ou des pays de taille moyenne comme le Royaume-Uni). En revanche, dans les régions où les marchés immobiliers sont très hétérogènes (comme la zone euro ou les États-Unis), le durcissement de la politique monétaire pour endiguer la hausse des prix des logements est souvent jugé inapproprié et potentiellement contreproductif, compte tenu de ses conséquences néfastes sur le reste de l'économie.

La hausse actuelle des prix des logements peut-elle entraîner un resserrement monétaire ?

La crise de Covid a conduit les banques centrales à remettre en place des programmes d'achats d'actifs (QE). Aussi, dans un premier temps, un resserrement monétaire prendrait la forme d'une réduction de ces achats plutôt que d'une hausse des taux directeurs.

Les taux extrêmement bas des crédits immobiliers, du fait des mesures non conventionnelles des banques centrales, sont considérés comme une cause majeure de la poursuite de la hausse des prix des logements pendant la crise de Covid, même si un certain nombre d'autres facteurs ont également joué (notamment le soutien public aux revenus des ménages, des mesures de protection spécifiques pour les emprunteurs et les locataires et, peut-être, des changements comportementaux comme une recherche plus prononcée d'espace et de sécurité).

Pour l'heure, il est vrai que, malgré cette poursuite de la hausse, la plupart des indicateurs de valorisation de l'immobilier résidentiel restent en deçà de leurs niveaux d'avant la GCF. Si les prix moyens nominaux des logements sont souvent supérieurs à ceux de 2006-2008 (c'est le cas, entre autres, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France), il n'en est généralement pas de même pour les ratios qui corrigent ces prix du revenu des ménages et du niveau des taux d'intérêt (du moins aux États-Unis et dans l'UE, même si c'est bien le cas dans certaines économies développées de plus petite taille).

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Au final, le souhait de « calmer le jeu » pourrait l'emporter

Par ailleurs, dans le cas spécifique des États-Unis, un autre facteur rassurant tient au profil moyen des emprunteurs, beaucoup plus solide qu'avant la GCF (du moins avant la crise de Covid). La distribution massive de crédit aux ménages fragiles, considérée comme une cause majeure de la crise Lehman, n'a en effet pas été répétée au cours de la décennie 2010.

Néanmoins, même si le spectre d'une nouvelle crise immobilière semble encore lointain, la hausse actuelle des prix de l'immobilier et de l'endettement concomitant des ménages présente au moins deux risques :

- **La crise de Covid peut encore avoir des effets différés sur un marché immobilier désormais plus tendu et fragile.** Ces effets pourraient provenir, tout d'abord, du retrait des mesures de protection et de garanties publiques temporaires protégeant emprunteurs et locataires. À ce sujet, la Réserve fédérale américaine note dans son Rapport sur la Stabilité Financière de mai la dépendance de nombreux ménages à l'égard de ces dispositifs, dont beaucoup pourraient être levés cet été. D'autres effets retardés pourraient provenir d'une baisse (ou au moins d'une décélération) du revenu des ménages via des difficultés sur le marché du travail. Cela concerne particulièrement l'Europe, où le chômage pourrait augmenter après le retrait des dispositifs d'activité partielle et de protection contre les faillites. La BCE mentionne ce risque, ainsi que des « signes de surévaluation » sur le marché immobilier résidentiel, dans son Rapport sur la Stabilité Financière du mois de mai.

- Même en l'absence de choc retardé lié au Covid, la soutenabilité des prix et des niveaux d'endettement actuels repose avant tout sur des taux extrêmement bas. Cette situation, si elle se prolongeait, pourrait compliquer la tâche des banques centrales au moment où elles souhaiteront resserrer les conditions monétaires. Elle accroît, de même, la vulnérabilité de l'économie à toute remontée des primes de risque non souhaitée par les banques centrales.

En définitive, malgré certains effets vertueux de la hausse des prix de l'immobilier sur la reprise économique générale (notamment via des « effets richesse » augmentant la confiance), la volonté de « calmer le jeu » pourrait finir par l'emporter. Selon nous, c'est particulièrement vrai aux États-Unis, où la Fed achète 120 milliards \$ de titres chaque mois, dont 40 milliards de MBS, et où la hausse des prix des logements est généralisée. S'ils continuent d'augmenter rapidement, la Fed pourrait en conclure que les conditions de crédit sont excessivement accommodantes et entamer un *tapering*, en commençant par réduire ses achats de MBS.

Les marchés immobiliers de la zone euro sont moins titrisés et plus hétérogènes que les marchés américains. De plus, la situation est très différente avec des prix modérés dans plusieurs pays (Italie Espagne). À ce stade, l'évolution des prix de l'immobilier n'a donc aucune raison de conduire la BCE à réduire ses achats de titres. L'immobilier constitue ainsi un nouvel élément de divergence entre les États-Unis et la zone euro.

Achévé de rédiger le 22 juin 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29/06/2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 juillet 2021

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Thongkoch Chutpattarachai

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche
Stratégie des Marchés Développés

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés,
Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier