



Y A-T-IL UNE BULLE DES PRIX DES LOGEMENTS À LONDRES ET À PARIS ?

Alain SAUVANT

Les niveaux de prix des logements dans les capitales britannique et française ont atteint des niveaux historiques très élevés, même si l'on tient compte de l'évolution des revenus.

Le marché britannique des logements est caractérisé par des emprunts immobiliers à taux variable. La faiblesse actuelle de ces taux d'intérêt rend possible les niveaux élevés de prix sans que l'effort des accédants britanniques soit démesurément élevé. Par contre, en cas de remontée des taux d'intérêt de court terme, les taux d'effort des ménages remonteraient très rapidement, ce qui amènerait une chute des prix des logements.

Une analyse historique sur les vingt dernières années montre que les évolutions des prix des logements dans la plupart des régions britanniques suivent celles de Londres avec un décalage allant jusqu'à trois trimestres. Les prix des appartements parisiens, quant à eux, ont suivi les prix des logements de Londres avec un décalage de deux à trois ans.

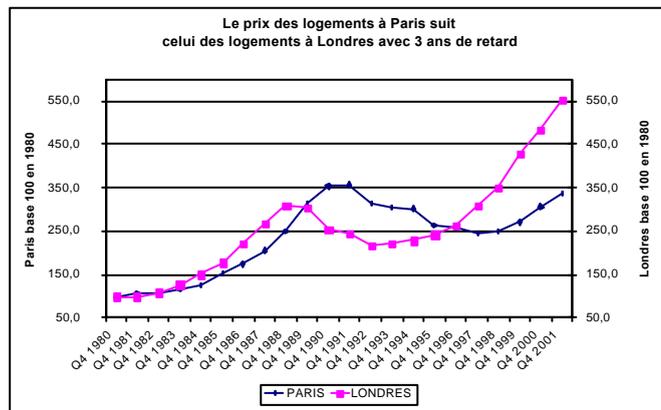
Des prix élevés des logements dans les grandes capitales

Les prix de l'immobilier de logement dans plusieurs capitales européennes sont repartis à la hausse depuis la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix. Ils ont atteint, en monnaie constante, des niveaux qui dépassent ceux du point haut des années 1990. On peut s'interroger sur le caractère soutenable de ces niveaux de prix ; le but de la présente étude est de donner des éléments de réflexion sur ce sujet.

Le marché des logements à Paris suit Londres avec deux à trois ans de décalage

L'analyse des évolutions de prix des logements à Paris et à Londres montre que, sur la période des vingt dernières années, le marché parisien des logements a suivi les évolutions du marché londonien.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, le décalage temporel entre le marché parisien et celui de Londres est de l'ordre de deux à trois ans. Le point haut des prix a été atteint à Londres au deuxième trimestre 1989, celui de Paris deux années plus tard au deuxième trimestre 1991. La chute des prix de la première moitié des années quatre-vingt-dix ayant duré un peu plus longtemps à Paris qu'à Londres, le décalage entre les points bas est de l'ordre de trois à quatre ans.



Une régression économétrique¹ donne les résultats suivants :

$$\text{Indice_prix_logement à Paris} = 48,4 + 0,93 * \text{Indice_prix_logement à Londres décalé de trois ans} \quad \begin{matrix} (3) \\ (13) \end{matrix}$$

¹ Les valeurs entre parenthèses indiquent les résultats des tests de Student à un niveau de significativité de 95 %.



R²=0,90

Période 1980 à 2001 inclus

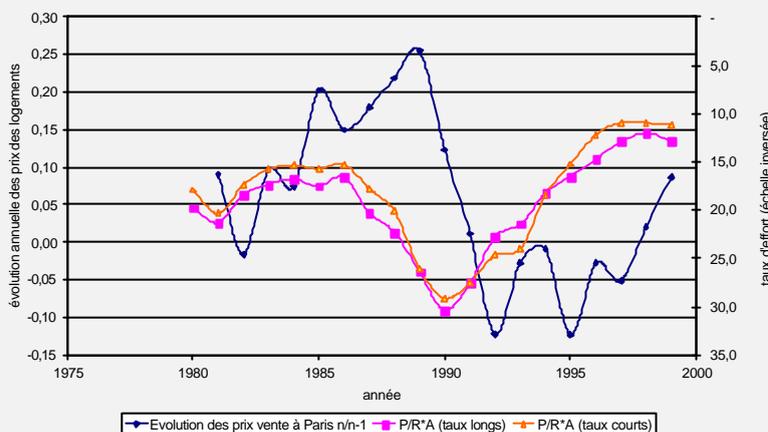
(Les indices sont en base 100 au quatrième trimestre 1980, en monnaie courante locale).

Les évolutions des prix du marché parisien du logement : explication interne ou explication externe à l'agglomération parisienne

Pour expliquer les évolutions de prix de vente des logements sur le marché parisien, deux approches sont possibles a priori : une qui consiste à tenter une explication de ces évolutions à partir des données locales (prix, revenus, taux d'intérêt en France, taux d'effort à Paris,...) ; l'autre qui consiste à expliquer les évolutions constatées par une influence de l'évolution de prix sur des marchés étrangers, comme celui de Londres.

Une analyse économétrique des corrélations entre les évolutions des prix des logements à Paris et les taux d'effort (prix*annuité unitaire/revenus) ne donne pas de résultats satisfaisants, que ce soit sur la base de taux longs (R²=0,07) ou de taux courts (R²=0,02). Vraisemblablement, la structure du marché français où les ménages s'endettent majoritairement à taux fixe peut constituer une explication. Les variations de taux d'intérêt ne conduisent à des variations d'effort que pour les primo-accédants et les accédants qui changent de logement ou renégocient leurs emprunts alors que, dans un marché où les emprunts sont à taux variable, l'effet est instantané pour tous les ménages.

Pas de corrélation entre évolution des prix et taux d'effort à Paris



L'explication des évolutions du marché parisien par la diffusion retardée d'informations en provenance de marchés étrangers présente par contre plusieurs facteurs de crédibilité :

- la bonne corrélation statistique obtenue (R²=0,90)
- le diagnostic du retournement de marché des régions provinciales britanniques avec un décalage de un à trois trimestres, alors que les taux d'intérêt varient de manière synchronisée à l'intérieur du territoire britannique. Si les marchés provinciaux réagissaient uniquement en fonction de leur propre contexte, on ne devrait pas trouver ce décalage. Cela atteste donc, à l'intérieur d'un même pays en tout cas, la possibilité d'un effet de transmission d'information qui modifie les anticipations des agents sur l'évolution future des prix et donc le niveau d'enchères qu'ils peuvent accepter.

Toutefois, les mécanismes de cette transmission d'information d'un marché vers un autre restent à élucider. Le marché du logement fait intervenir une majorité d'acteurs non professionnels qui n'observent pas en permanence les évolutions de prix à l'étranger. Vraisemblablement, cette transmission d'information peut passer davantage par les professionnels du secteur (y compris les prêteurs), qui observent les situations étrangères et forment leurs anticipations de la sorte.

Une autre explication possible, interne au marché parisien mais pas à celui des logements, consiste à expliquer les prix des logements à Paris par ceux des bureaux à Paris. Cette approche donne également de bons résultats et le niveau des prix des bureaux peut, quant à lui, être expliqué par un modèle stock flux* interne à l'agglomération parisienne. Il reste là aussi, cependant, à expliquer les mécanismes de transmission des prix entre le marché des bureaux et celui des logements.

* Vers un nouveau cycle de l'immobilier de bureaux en Ile-de-France ? Notes de synthèse SES numéro 137. Isabelle Leroy-Dutilleul et Alain Sauvant.



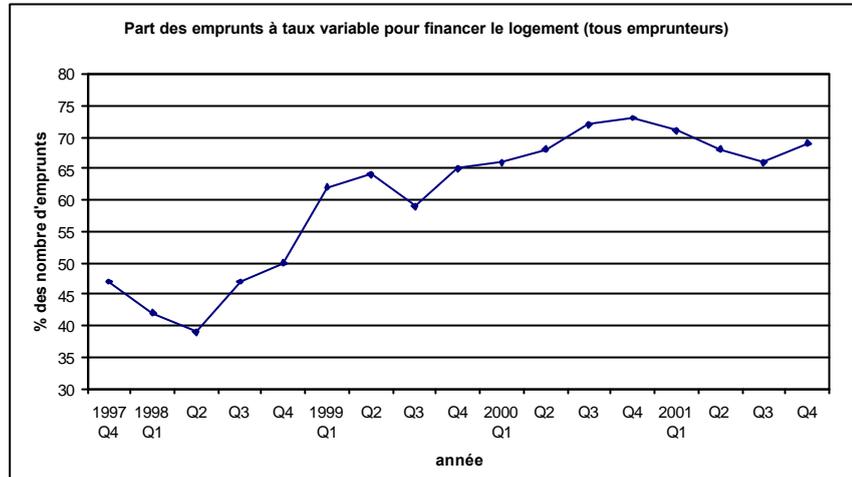
LOGEMENT

Un financement du logement au Royaume-Uni à taux variable et sur longue durée

Le financement des logements au Royaume-Uni diffère significativement de celui des logements en France sur deux points essentiels :

- un recours majoritaire (70 % des emprunts) à des emprunts immobiliers à taux variables, gagés par une hypothèque sur le logement financé ;
- des durées de prêt plus longues qu'en France. Outre Manche, des durées de prêt de 25 ans sont courantes, et on voit même des durées plus importantes assez fréquemment.

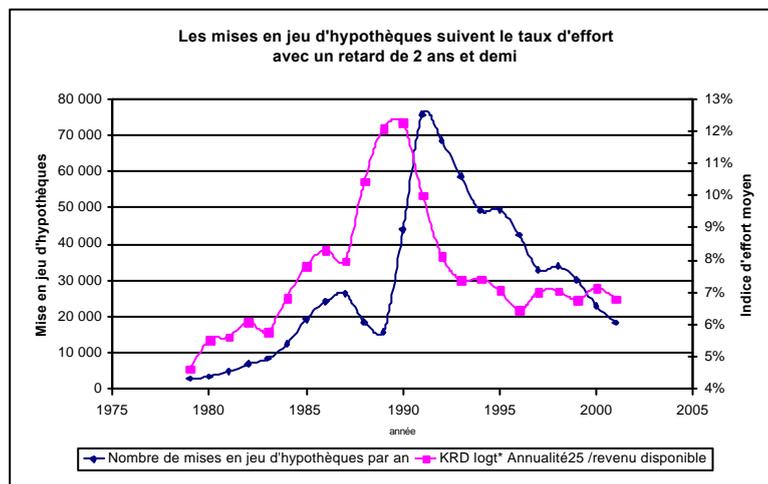
Le graphique ci-dessous illustre la part des emprunts à taux variables (en incluant les emprunts dont le taux n'est fixé que pour un an ou moins).



Ces deux effets se combinent pour donner aux ménages britanniques une sensibilité extrême aux taux d'intérêt à court terme pour le financement de leur logement. Le recours au taux variable les amène à subir de plein fouet immédiatement toute hausse des taux courts sur les mensualités des emprunts. De plus, la durée assez longue des prêts les amène à une composition des mensualités qui inclut une part plus importante d'intérêts qu'en France, ce qui, là aussi, augmente la sensibilité aux taux.

L'épisode de la forte hausse des taux d'intérêt à court terme du début des années quatre-vingt-dix illustre cette sensibilité. Les taux qui étaient montés à plus de 14,4 % en 1989 se sont traduits immédiatement, pour un emprunteur ayant financé son logement avec un faible apport personnel, par des taux d'efforts importants : plus de 58 % si l'on se réfère aux situations moyennes de l'ensemble du Royaume-Uni, 80 % si l'on se réfère à Londres. De nombreux ménages n'ont pu payer leurs mensualités, ce qui s'est traduit par une hausse importante des mises en jeu d'hypothèques et des expulsions des ménages concernés.

Le graphique ci-dessous retrace les évolutions du nombre de mises en jeu d'hypothèques. Celui-ci évolue comme le taux d'effort avec un retard de deux ans et demi, probablement lié à la mobilisation de l'épargne de précaution des ménages et aux délais administratifs.



LOGEMENT

Nombre_hypothèques_mises_en_jeu=

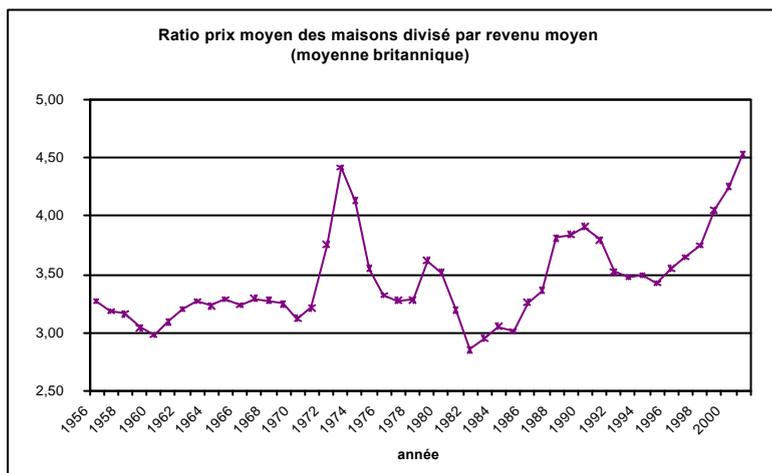
-34 960 (-5)
 + 418 234*effort (décalé de 2 ans) (2,1)
 + 458 493*effort (décalé de 3 ans) (2,4)

Effort = capital restant du total * annualité pour une £ empruntée / revenu total
 R2=0,83

Période 1979 à 2001 inclus

**Un marché
des logements
historiquement
cher ...**

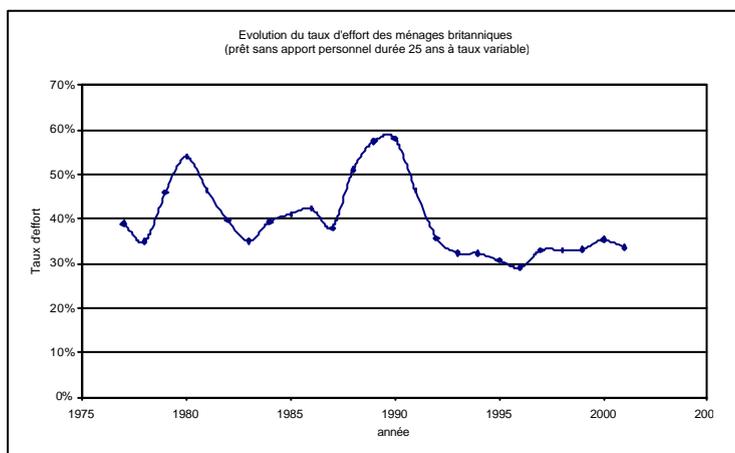
Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du ratio entre le prix moyen des maisons au Royaume-Uni et le revenu moyen par ménage. Il montre que le marché des logements britannique n'a jamais été aussi cher par rapport aux revenus depuis au moins cinquante ans. En particulier, la valeur de ce ratio a dépassé largement les précédents points hauts de 1973 et 1990. Avec un tel ratio, le marché des logements britannique paraît intrinsèquement cher.



**...et pourtant
des taux d'effort
raisonnables**

L'analyse du taux d'effort moyen des propriétaires accédants donne une vision très différente de la situation du marché. Ce taux d'effort peut être apprécié, pour un ménage finançant son logement sans apport personnel, comme le produit du prix moyen du logement par le montant d'une annuité de remboursement du prêt par livre empruntée (supposé s'étaler sur 25 ans), divisé par le revenu moyen des ménages.

Le graphique ci-dessous indique l'évolution de cet indicateur de taux d'effort. Il montre que, compte tenu des faibles taux d'intérêt (5,5 % en 2001), l'effort demandé reste tout à fait raisonnable, aux alentours de 35 %.

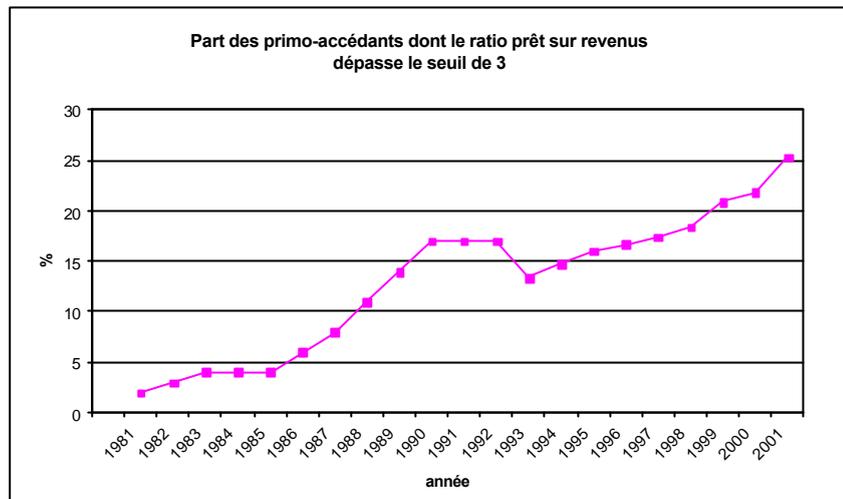


Une analyse qui tiendrait compte du fait que de nombreux propriétaires accédants apportent un apport personnel, notamment le produit de la vente de leur précédent logement, aboutirait au même diagnostic. Le rapport entre le capital restant dû de l'ensemble des prêts au logement et la valeur brute totale des logements n'a en effet pas connu de variations très notables.



LOGEMENT

Une analyse des taux d'effort des primo-accédants montre un recours à l'emprunt de plus en plus élevé par rapport aux revenus. Le graphique ci-dessous montre la part des primo-accédants britanniques qui présentent un ratio « montant emprunté » sur revenu supérieur au seuil de sécurité de 3. Cela étant dit, le nombre des primo-accédants reste important, ce qui montre que l'accession à la propriété reste encore possible.



On se situe donc actuellement dans une situation historique originale, avec des prix des logements très chers par rapport aux revenus mais encore abordables compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt et de la structure de financement du marché britannique des logements.

Un modèle d'évolution du prix des logements londoniens

Un modèle économétrique d'évolution des prix des logements londoniens a été construit pour examiner l'impact des évolutions de cadrage macroéconomique, et en particulier du contexte des taux d'intérêt sur le marché des logements londoniens.

La hausse annuelle des prix des logements (en monnaie courante) est calculée en fonction de deux éléments :

- la hausse moyenne du prix des logements (en monnaie courante) de l'année précédente ; cette auto-corrélation indique que les ménages ont tendance à anticiper des prix en extrapolant à l'année n l'évolution constatée pour l'année précédente (n-1) ;
- la valeur du taux d'effort moyen des ménages, ce dernier étant calculé comme suit : capital restant dû moyen * annuité pour une livre empruntée/ revenu moyen.

L'équation économétrique obtenue est la suivante :

$$\begin{aligned}
 \text{Evolution du prix moyen à Londres (année } n/n-1) &= && (4) \\
 0,333 &&& \\
 +0,42 * \text{évolution prix moyen à Londres (année } n-1/n-2) &&& (2,7) \\
 - 3,45 * \text{taux effort (année } n-1) &&& (-3,7)
 \end{aligned}$$

(Le taux d'effort utilisé est comme défini ci-dessus sur la base du capital restant dû moyen)

R²=0,74

Période 1983 à 2001 inclus

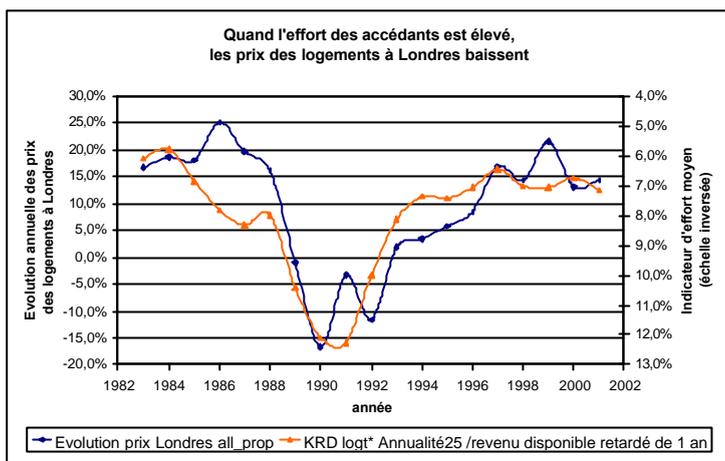
Le graphique ci-dessous illustre l'évolution comparable entre la hausse des prix des logements à Londres et le taux d'effort (échelle inversée).

Le signe négatif du coefficient du taux d'effort montre que, plus l'effort est élevé, plus la pression à la baisse des prix est forte. La hausse du taux d'effort a donc un effet modérateur sur la hausse des prix et peut même entraîner une chute, comme dans le cas du début des années quatre-vingt-dix.



LOGEMENT

Le taux d'effort retenu est celui lié au taux d'intérêt nominal, et non le taux réel (inflation déduite). L'annuité de remboursement de prêt est en effet fonction du taux nominal et les difficultés de remboursement liées à une flambée des taux d'intérêt ne peuvent, à court terme, être amoindries par l'inflation.

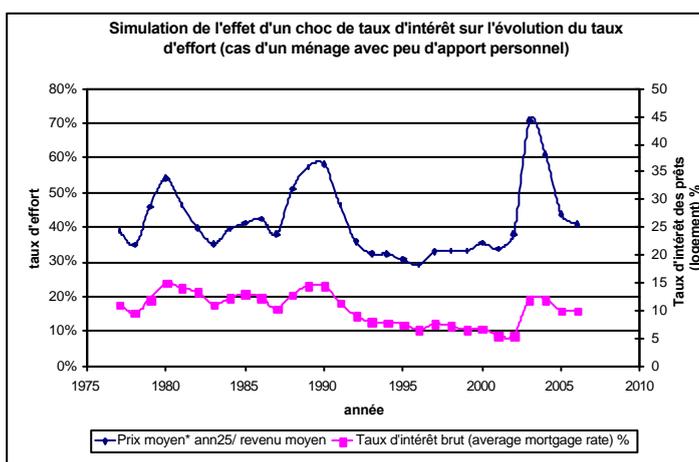
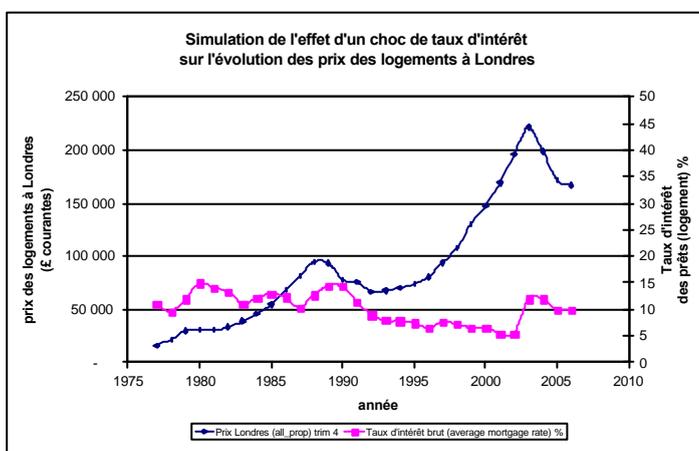


Alternativement, un modèle utilisant le taux d'effort moyen d'un ménage sans apport personnel peut être utilisé. On peut aussi construire un modèle avec un taux d'effort régional propre au Grand Londres. L'ensemble de ces modèles donne des résultats similaires.

Deux scénarios contrastés pour l'avenir

Compte tenu de ces éléments, le modèle décrit ci-dessus permet de simuler les impacts sur les prix des logements à Londres de scénarios contrastés d'évolution des taux d'intérêt et de la croissance des revenus des ménages.

En fait, la variable la plus déterminante est, compte tenu de ce qui est indiqué ci-dessus, la valeur des taux d'intérêt nominaux (taux moyen des prêts hypothécaires au logement).



LOGEMENT

Dans un scénario contrasté, où les taux à court terme des prêts au logement (y compris la marge bancaire) monteraient autour de 12 %, l'évolution de la situation pourrait se révéler catastrophique pour de nombreux ménages britanniques. En effet, la conjonction de prix très élevés par rapport aux revenus et de taux d'intérêt élevés amèneraient les taux d'effort à dépasser 68 % comme au début des années quatre-vingt-dix, amenant une forte baisse des prix et une forte hausse des mises en jeu d'hypothèques.

Plus le choc sur les taux sera éloigné, plus il sera douloureux

A court terme, compte tenu du ralentissement économique mondial, de la faiblesse des taux d'intérêt courts aux États-Unis et, à un moindre degré, dans la zone euro, et du niveau élevé du taux de change de la livre sterling, on ne voit pas qu'il puisse se produire une forte hausse des taux d'intérêt à court terme. Par contre, la sortie du ralentissement actuel sera probablement accompagnée d'une hausse des taux courts, au moins aux États-Unis.

On peut d'ailleurs remarquer que, plus le retournement à la hausse des taux arrivera tard, plus les prix des logements auront eu le temps de monter par rapport aux revenus des ménages. Le niveau de taux d'intérêt à partir duquel l'évolution des prix se retourne à la baisse est d'autant plus bas que le ratio prix sur revenu est élevé.

Il s'ensuit que le seuil des taux d'intérêt insupportables par les ménages britanniques devrait progressivement baisser. Cela rend l'événement plus probable. On peut aussi dire que, à même niveau de choc sur les taux d'intérêt, les effets seront encore plus désastreux pour les accédants britanniques.

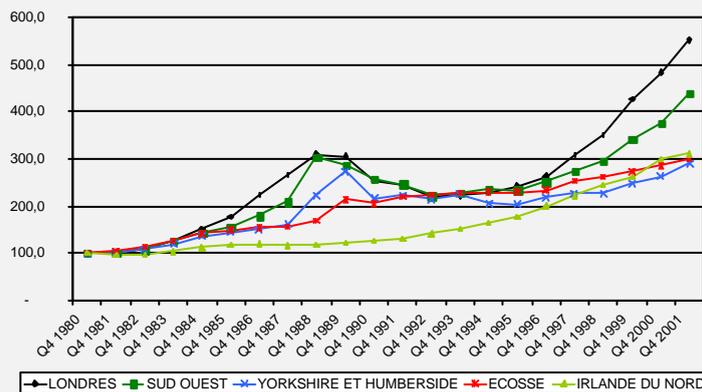
De plus, les fluctuations de la valeur du patrimoine immobilier des ménages ont en général un effet sur la consommation à travers un effet richesse. Une récente étude du FMI estime la propension marginale à consommer par rapport au patrimoine immobilier des ménages dans une fourchette de 4,3 % à 7 % selon la nature des systèmes financiers. Ces propensions ont un niveau entre deux et quatre fois plus élevé que les propensions à consommer par rapport au patrimoine actions. On peut donc s'attendre à ce que la chute de la valeur des patrimoines immobiliers des ménages ait un effet négatif assez fort (de l'ordre de 0,7 % pour une chute des prix immobiliers de 10 % au Royaume-Uni) sur la consommation des ménages et la croissance économique.

La diffusion du retournement du marché des logements en 1989 dans les régions britanniques

Les données d'évolution des prix des logements par zone géographique (grandes régions anglaises, Pays de Galles, Écosse, et Irlande du Nord) permettent d'analyser le phénomène de diffusion spatiale du retournement du marché des logements à Londres au deuxième trimestre 1989.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du prix moyen d'une maison (de référence) dans une sélection de ces diverses régions. Il montre le caractère plus ou moins proche de l'évolution des prix régionaux au fur et à mesure que l'on s'éloigne de Londres.

Evolution des prix de quelques régions britanniques (base 100 en 1980)



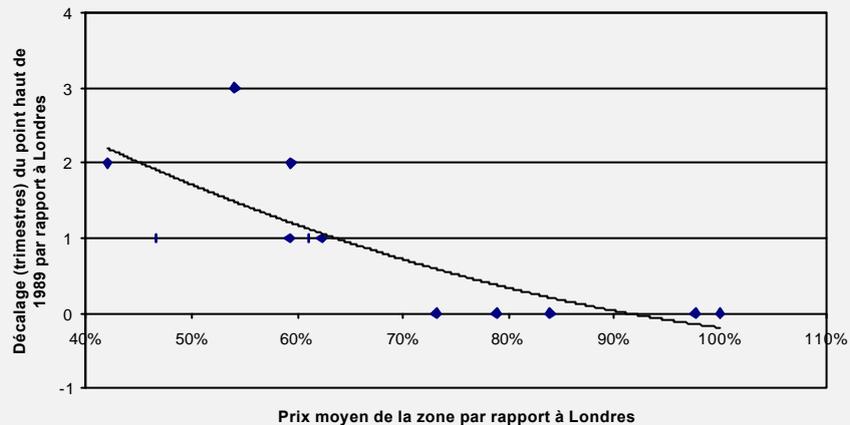
LOGEMENT

On constate schématiquement que, les marchés régionaux suivent les évolutions du marché londonien selon les modalités suivantes :

- l'évolution des prix se retourne rapidement (en moins d'un trimestre) dans un premier cercle de régions proches de Londres, où les prix dépassent 70 % de la moyenne londonienne (Londres Centre, Londres Périphérie, Sud-Est, East-Anglia, Sud-Ouest) ;
- dans un deuxième cercle, le retournement est plus tardif (un trimestre plus tard pour Yorkshire et Humberside, Midlands occidental, Nord-Ouest, deux trimestres pour Midlands oriental, Nord, et trois trimestres pour le Pays de Galles) ;
- un troisième cercle regroupe des régions où le marché ne se retourne pas, mais connaît pendant quelque temps une croissance ralentie (Écosse et Irlande du Nord).

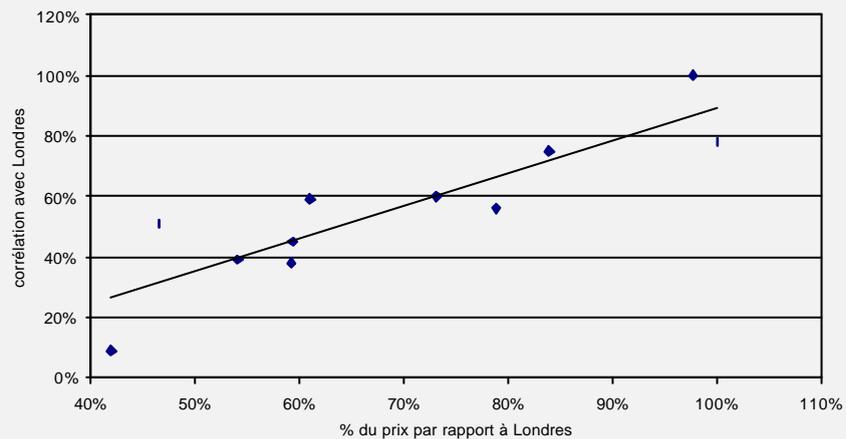
Le graphique ci-dessous montre que le temps de diffusion du retournement du marché dans chaque région est d'autant plus court que le niveau de prix est proche de Londres.

Les marchés régionaux les moins chers et les plus éloignés de Londres se retournent plus tard



De même, on constate que les régions où le niveau de prix est le plus proche de Londres sont celles dont les évolutions de prix sont les plus corrélées avec celles du marché londonien.

Les marchés les plus proches de Londres en niveau de prix sont aussi ceux dont les évolutions sont les plus corrélées



Annexe : Principales données utilisées

Marché britannique

Base de données immobilières de la société de prêt immobilier Halifax

Base de données immobilières de la société de prêt immobilier Nationwide

Marché parisien

Conseil régional des notaires de Paris - BIEN

Séries longues collectées par J. Friggit