

Prix des logements et dépenses de consommation

Kimberly Flood et Sylvie Morin, département des Relations internationales, et Ilan Kolet, département des Recherches

- *La surévaluation apparente de l'immobilier résidentiel dans plusieurs économies avancées est une source de préoccupation pour les responsables des politiques, car une baisse importante des prix des logements aurait des retombées négatives sur les dépenses de consommation et l'activité économique en général.*
- *L'évolution des prix des logements influe sur les dépenses de consommation essentiellement de deux manières : par un effet de richesse direct et par un effet de garantie.*
- *Les données présentées ici indiquent que la relation entre les prix des logements et les dépenses de consommation est plus étroite dans les pays où les marchés du crédit hypothécaire sont plus développés et se caractérisent par des mises de fonds moins importantes, davantage de possibilités d'emprunt sur la valeur nette d'un logement, une période d'amortissement moyenne plus longue et un plus haut degré de titrisation des créances hypothécaires.*
- *La libéralisation qui s'est opérée dans les marchés du crédit hypothécaire depuis le début des années 1980 a eu pour effet de renforcer le lien entre les prix de l'immobilier résidentiel et les dépenses de consommation.*

La récente montée des prix réels de l'immobilier résidentiel observée de par le monde — apparemment parvenue à son terme dans certains pays — a nettement dépassé tout ce que l'on avait pu voir auparavant. Même si des études (voir, par exemple, Fonds monétaire international, 2008c) donnent à penser que la hausse rapide des prix des logements ne cadrerait pas avec la situation fondamentale de l'économie, on ne connaît pas avec certitude l'ampleur de cette surévaluation. De plus, on ne sait trop quelle serait l'incidence d'une correction généralisée des prix des logements sur la croissance de l'économie mondiale. Bien que l'on ait déjà commencé à observer une baisse des prix réels de l'immobilier résidentiel dans certaines économies avancées, les dépenses de consommation et les autres mesures de la demande n'accusent pas encore de recul notable. Il n'en reste pas moins que les responsables des politiques demeurent attentifs à la possibilité qu'un repli sensible des prix ait des effets dommageables sur la consommation et l'activité économique en général.

Les mouvements des prix des logements peuvent influencer sur les dépenses de consommation de deux manières : par un effet de richesse direct, conformément à la théorie du cycle de vie et à celle du revenu permanent, ou par un effet de garantie, en permettant un meilleur accès au crédit. Selon la théorie du revenu permanent, les ménages considèrent leur maison comme de la richesse et fondent leurs décisions de consommation en partie sur l'évolution de leur richesse nette. En outre, si l'accès de certains ménages au crédit dépend de leur patrimoine résidentiel, c'est-à-dire de la valeur nette de leur logement, ces ménages seront en mesure d'emprunter et de dépenser plus si la valeur du bien immobilier qu'ils peuvent offrir en garantie augmente.

Le présent article a pour objet de mesurer l'incidence du patrimoine immobilier résidentiel sur les dépenses de consommation dans un groupe de pays avancés et de déterminer comment les différences institutionnelles entre les marchés hypothécaires nationaux peuvent modifier l'influence de ce patrimoine sur la consommation. L'article est organisé de la façon suivante. Dans la prochaine section, nous donnons un aperçu de l'évolution récente des prix des logements dans les économies avancées et examinons si l'immobilier résidentiel est surévalué à l'heure actuelle. Ensuite, nous énumérons les principaux motifs pour lesquels les prix des logements peuvent influencer sur les décisions de consommation des ménages et expliquons le rôle que jouent les différences institutionnelles entre les marchés hypothécaires nationaux dans la relation entre les prix de l'immobilier et les dépenses de consommation. Dans l'avant-dernière section, nous étudions si l'incidence de la richesse immobilière sur les dépenses de consommation s'est modifiée à mesure que les marchés hypothécaires des pays avancés faisaient l'objet d'une déréglementation importante. En terminant, nous évoquons les conséquences possibles d'un ralentissement généralisé de la hausse des prix des logements sur les dépenses de consommation.

L'évolution des prix des logements dans les pays avancés

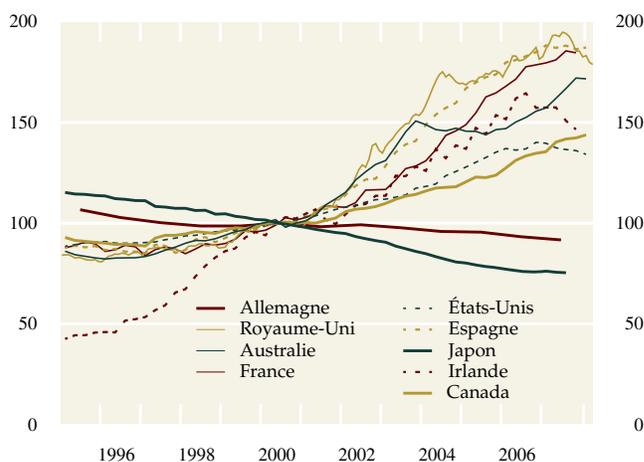
L'envolée des prix des logements qu'ont récemment connue les économies avancées a été d'une ampleur et d'une durée sans précédent. Ce mouvement de hausse semble en outre s'être étendu à beaucoup plus de pays qu'auparavant. Dans une étude qui porte sur seize pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Girouard et autres (2006) soulignent que, depuis 2000, treize pays ont enregistré une augmentation cumulée réelle des prix de l'immobilier résidentiel supérieure à 25 %. On note une hausse substantielle des prix de revente des logements en Irlande, au Royaume-Uni, en Espagne, en France, en Australie, aux États-Unis et au Canada (Graphique 1)¹. À l'inverse, dans d'autres pays comme l'Allemagne et surtout le Japon, les prix réels ont diminué depuis dix ans. En Allemagne, la faiblesse de l'activité dans le secteur du logement a fait suite à la période d'euphorie liée à la réunification et n'est pas étrangère non plus au retrait des subventions à

1. Contrairement aux périodes précédentes, où la flambée des prix était limitée à quelques régions, le dernier mouvement de hausse s'est étendu à l'ensemble du territoire national dans de nombreux pays, dont les États-Unis (Shiller, 2007).

Graphique 1

Prix réels de l'immobilier résidentiel

Base 100 de l'indice : 2000



Nota : Dans le cas du Japon, l'indice est basé sur l'évolution des prix des terrains.
Sources : Banque des Règlements Internationaux (BRI) et Datastream

caractère fiscal survenu à la fin des années 1990, tandis qu'au Japon, les prix des logements stagnent depuis l'éclatement de la bulle immobilière au début des années 1990. Fait intéressant, les pays où l'on a observé un vif essor des prix des logements ces dernières années sont aussi ceux qui ont affiché une croissance vigoureuse de la consommation, ce qui donne à penser que l'augmentation de la valeur nette des maisons contribue de façon importante à stimuler les dépenses de consommation (Graphique 2)².

On assiste depuis peu à un ralentissement du rythme d'augmentation des prix de revente des logements dans le monde, quand ce n'est pas à un recul pur et simple des prix (graphiques 3 et 4). Aux États-Unis, le rythme d'accroissement des prix a commencé à fléchir au milieu de 2005 et les prix réels des maisons sont tombés depuis le milieu de 2007³. Les marchés du logement en Europe montrent eux aussi des signes d'essoufflement, la plupart des pays affichant une

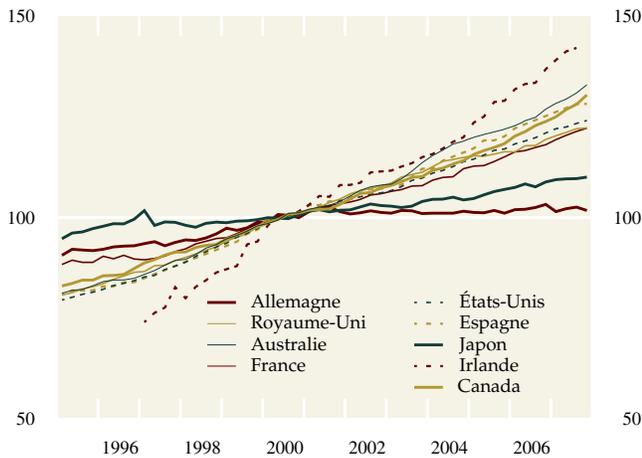
2. Cette hausse concomitante des prix de l'immobilier et des dépenses de consommation peut aussi être l'effet de facteurs communs, tels qu'une augmentation des revenus attendus qui se traduira par un accroissement de la demande de consommation et de logement. Les facteurs communs qui influent à la fois sur les prix des logements et les dépenses de consommation ne seront pas examinés dans cet article, où nous nous reportons exclusivement aux travaux consacrés à la relation de causalité entre ces deux variables.

3. Les prix réels des maisons aux États-Unis sont mesurés au moyen de l'indice de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), qui est corrigé par l'indice global des prix à la consommation.

Graphique 2

Consommation réelle des ménages

Base 100 de l'indice : 2000



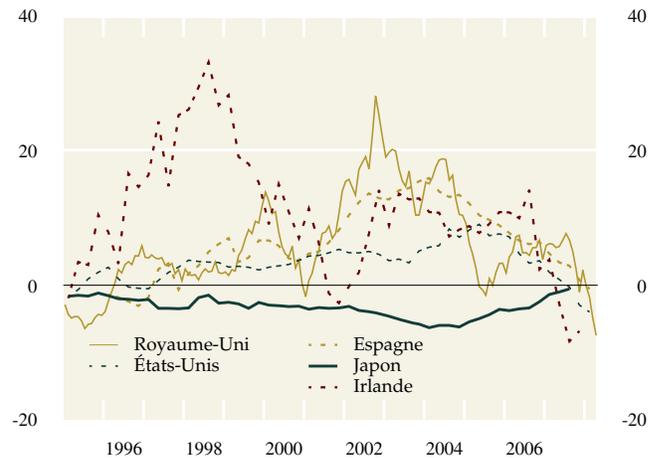
Source : BRI

croissance plus modérée des prix. En Irlande, et plus récemment au Royaume-Uni et en Espagne, les prix de l'immobilier résidentiel se sont orientés à la baisse; le Fonds monétaire international (FMI, 2008a) prévoit que ce repli se poursuivra en 2008-2009. Au Canada, le rythme de progression des prix devrait se ralentir, en raison de la réduction de l'accessibilité à la propriété et des prévisions de tassement de l'économie, mais, compte tenu du peu d'indications d'un excédent de

Graphique 4

Prix réels de l'immobilier résidentiel

Taux de variation en glissement annuel



Nota : Dans le cas du Japon, l'indice est basé sur l'évolution des prix des terrains.

Sources : BRI et Datastream

l'offre de logements à l'échelle nationale, les prix devraient continuer d'augmenter (Banque du Canada, 2008).

Mesure de la surévaluation de l'immobilier résidentiel dans le monde

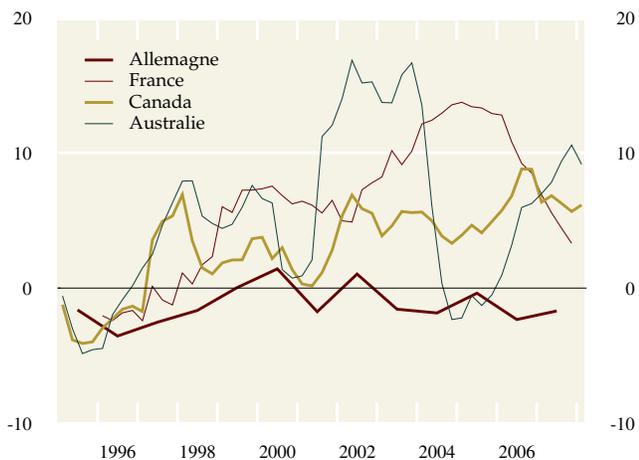
Il est difficile de déterminer si les prix de l'immobilier résidentiel subiront une correction marquée et quelle sera l'ampleur de cette correction. Pour tenter de répondre à cette question, on doit examiner les prix des logements en fonction de leurs déterminants fondamentaux. En général, ceux-ci se divisent en deux groupes : facteurs de demande (accessibilité, croissance du revenu disponible réel, taux d'intérêt réels et rythme de formation des ménages) et facteurs d'offre (parc de logements, rareté des terrains et disponibilité de la main-d'œuvre qualifiée). Les pays où l'on a observé la plus forte ascension des prix et où celle-ci ne s'explique pas essentiellement par les déterminants fondamentaux sont ceux où les prix risquent le plus de subir une correction sévère.

Selon une étude récente du FMI (2008c), une forte proportion des augmentations des prix des logements observées entre 1997 et 2007 dans bon nombre de pays avancés ne semblent pas s'expliquer par des modifications des facteurs fondamentaux, tels que l'accessibilité, la croissance du revenu disponible réel et les taux

Graphique 3

Prix réels de l'immobilier résidentiel

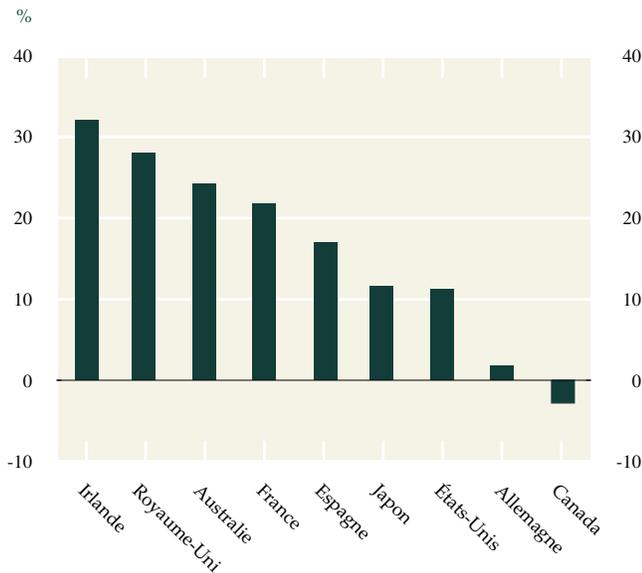
Taux de variation en glissement annuel



Sources : BRI et Datastream

Graphique 5

Écart des prix des logements



Nota : Hausses (en pourcentage) qui ne peuvent s'expliquer par des modifications des facteurs fondamentaux

Source : Calculs des services du FMI

d'intérêt réels^{4,5}. Les pays où la surévaluation serait la plus accusée sont l'Irlande et le Royaume-Uni, où les prix de l'immobilier dépasseraient d'environ 30 % le niveau justifié par les facteurs fondamentaux (Graphique 5)⁶. Viennent ensuite, entre autres pays, la France, l'Australie et l'Espagne, où quelque 20 % de la hausse des prix ne peut être expliquée. L'ampleur de la surévaluation paraît plus faible aux États-Unis (écart de 10 % environ), où les prix ont déjà commencé à fléchir⁷. En Allemagne et au Canada, les derniers relevés des prix des logements semblent cadrer grosso

4. Voir l'encadré 3.1, « Évaluation des vulnérabilités aux corrections du marché du logement », dans la livraison d'avril 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI. La progression des prix des logements est modélisée en fonction d'un ratio d'accessibilité, de la croissance du revenu disponible par habitant, des taux d'intérêt à court terme, des taux d'intérêt à long terme, de la croissance du crédit et de la variation des prix des actions et de la population en âge de travailler.

5. On peut formuler plusieurs critiques à l'encontre de cette étude. Par exemple, la croissance du crédit n'est pas un facteur fondamental; c'est, au mieux, un outil qui facilite les transactions. La croissance du crédit peut aussi pousser à la hausse les prix des logements.

6. Comme l'étude du FMI ne tient pas compte des facteurs d'offre, il se peut que, pour les pays où les terrains sont rares (p. ex., le Royaume-Uni), l'ampleur de la surévaluation soit surestimée.

7. Selon l'indice de l'OFHEO, les prix réels des logements ont déjà reculé de 4 % depuis le quatrième trimestre de 2006. D'autres mesures, telles que l'indice Case-Shiller, témoignent d'un recul beaucoup plus prononcé.

modo avec les données fondamentales de l'économie. Conformément aux résultats présentés dans l'étude du FMI, l'OCDE (2008) note une surévaluation des logements aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne.

Une forte proportion des augmentations observées entre 1997 et 2007 dans bon nombre de pays avancés ne peuvent être expliquées.

Il reste que ces estimations sont largement incertaines, puisque les prix des logements peuvent être sensibles à des caractéristiques particulières des marchés immobiliers nationaux dont ne tient pas compte le modèle du FMI. Par exemple, au Royaume-Uni et en Irlande, la capacité des constructeurs d'habitations de réagir à une augmentation des prix des logements est limitée par la complexité des règles de zonage et la lenteur des procédures administratives⁸. Dans certains pays, comme les Pays-Bas, des encouragements fiscaux ont aussi contribué à l'émergence de conditions propices pour ceux qui choisissent d'investir dans la pierre. Néanmoins, étant donné la possibilité d'une surévaluation de l'immobilier dans un grand nombre d'économies avancées, il importe de mesurer l'effet des prix des logements sur les dépenses de consommation.

L'effet de la richesse immobilière sur les dépenses de consommation

De nombreuses études traitant de l'hypothèse de revenu permanent ou du modèle de cycle de vie établissent un lien entre la consommation et la richesse (Friedman, 1957; Ando et Modigliani, 1963). Selon l'hypothèse de revenu permanent, la consommation d'un ménage à tout moment est égale à son revenu permanent, lequel est défini comme la valeur de rente de la richesse du ménage⁹. La valeur présente de la richesse du ménage correspond à la somme de la richesse humaine et de la richesse non humaine.

8. Le Royaume-Uni a aussi connu un essor moins rapide de l'investissement résidentiel, ce qui donne à penser que la hausse récente des prix a été induite par une pénurie de logements.

9. En supposant que les générations plus vieilles ne prévoient pas laisser d'argent en héritage aux plus jeunes.

Cette dernière comprend la richesse financière et le patrimoine immobilier, le second représentant souvent la plus grande part de l'actif du ménage¹⁰.

La consommation serait plus sensible aux variations du patrimoine immobilier qu'à celles de la richesse financière, du fait que le premier est mieux réparti au sein de la population.

Les chocs de richesse inattendus modifient le revenu permanent des ménages et, ce faisant, influent sur les habitudes d'épargne et de consommation durant le cycle de vie. Dans sa version la plus élémentaire, ce modèle suppose que la propension marginale à consommer la richesse doit être la même pour les diverses catégories de richesse : financière, immobilière et humaine¹¹. Or, un autre courant de pensée avance que les chocs de richesse peuvent induire des réactions différentes de la consommation suivant le type de richesse. Par exemple, le patrimoine immobilier peut avoir une incidence plus grande sur la consommation que les autres formes de richesse. Premièrement, les ménages peuvent considérer certaines formes de richesse comme plus incertaines que d'autres (Lettau et Ludvigson, 2004; Case, Quigley et Shiller, 2005) et, comme les prix des logements sont généralement moins volatils que les cours de bourse, les gains de richesse immobilière peuvent sembler plus permanents aux yeux des ménages. Deuxièmement, ces différences d'effet de richesse selon le type d'actif peuvent être liées à la répartition effective du patrimoine. Les études empiriques révèlent que les ménages à revenu élevé ont une propension marginale à consommer la richesse plus faible que les autres ménages (Souleles, 1999). La consommation serait par conséquent plus sensible aux variations du patrimoine immobilier qu'à celles de la richesse financière, du fait que le premier est réparti plus également au sein de la population.

10. Au Canada et aux États-Unis, le patrimoine immobilier constitue à peu près 20 % et 30 % respectivement de l'actif brut total des ménages, tandis que, dans la plupart des grands pays d'Europe, la proportion correspondante varie entre 30 et 40 %. Au Japon, les biens immobiliers ne comptent que pour environ 10 % de l'actif des ménages.

11. La propension marginale à consommer est le rapport de la variation des dépenses de consommation à la variation du revenu disponible ou de toute autre mesure de la richesse.

Cependant, le patrimoine immobilier pourrait aussi, pour d'autres raisons, avoir une incidence moindre sur la consommation que les autres formes de richesse. Premièrement, si l'on se place du point de vue des propriétaires, une hausse de la valeur de leur avoir propre foncier sera accompagnée d'une majoration de leur loyer implicite, si bien que le montant de leurs dépenses ne devrait pas augmenter¹². Deuxièmement, du point de vue cette fois des ménages qui épargnent en vue de s'acheter une maison, la montée des prix de l'immobilier pourrait amener ces derniers à réduire leur consommation, du fait qu'ils devront accroître leur épargne pour financer l'achat d'une maison devenue plus coûteuse. Troisièmement, contrairement aux augmentations de la richesse financière, les hausses de la richesse immobilière peuvent refléter des contraintes d'offre plutôt qu'un accroissement de la capacité de production de l'économie ou une amélioration de la conjoncture. Enfin, le patrimoine immobilier peut présenter un degré de liquidité plus faible que les autres types de richesse en raison des coûts de transaction élevés (p. ex., frais de refinancement) que suppose le recours à l'emprunt sur la valeur nette d'une propriété en vue de financer des dépenses de consommation.

L'effet des prix des logements sur les dépenses de consommation peut également refléter le rôle important que joue la richesse immobilière comme garantie d'emprunt. Dans de nombreux pays, il est fréquent de voir des ménages s'endetter pour financer leurs dépenses; cet endettement prend souvent la forme de prêts à la consommation garantis par la cession d'un bien en nantissement¹³. Le principal actif de la plupart des ménages est leur logement, de sorte que la capacité d'emprunt de certains ménages peut dépendre de la valeur de leur propriété¹⁴. Une augmentation de cette valeur a donc pour conséquence d'accroître le montant de la garantie pouvant être donnée, ce qui peut hausser le volume du crédit offert à ces ménages et réduire le coût de ce crédit (Mishkin, 2007). La hausse des prix des logements peut ainsi inciter les consommateurs à emprunter plus et, par ricochet, à accroître leurs dépenses.

12. Comme les dépenses de consommation englobent le loyer imputé, une hausse du patrimoine immobilier a pour effet automatique d'accroître ces dépenses. Toutefois, cet effet ne se fait pas sentir sur la consommation mesurée en termes réels mais bien sur celle mesurée en termes nominaux.

13. On préférera souvent le prêt garanti au prêt non garanti, puisque la four-niture d'une garantie réduit les coûts de surveillance liés à l'activité de prêt ainsi que le coût du crédit pour l'emprunteur.

14. Le fait que la plupart des prêts garantis sont assortis d'une sûreté fondée sur la valeur nette d'une propriété permet de comprendre pourquoi, dans certains pays, la richesse immobilière a une incidence plus grande sur la consommation que les autres types de richesse.

Tableau 1

Estimations de la propension marginale à consommer la richesse immobilière dans les pays avancés

	Propension marginale à consommer
Australie	7 % (Catte et autres, 2004)
Canada	5,7 % (Pichette et Tremblay, 2003)
Espagne	2 % (Catte et autres, 2004)
États-Unis	entre 2 % (Girouard et Blöndal, 2001) et 11,3 % (Palumbo, Rudd et Whelan, 2002)
France	4 % (Catte et autres, 2004)
Japon	entre 12 % (Ogawa et autres, 1996) et 20 % (Girouard et Blöndal, 2001)
Pays-Bas	8 % (Catte et autres, 2004)
Royaume-Uni	7 % (Catte et autres, 2004)

En somme, plusieurs facteurs permettent de penser que non seulement le patrimoine immobilier n'influe pas sur la consommation de la même manière que les autres formes de richesse, mais encore que cette incidence, comme tous les autres effets de richesse, est incertaine. De plus, même si les ménages assimilent la hausse des prix des logements à un accroissement de leur richesse, ils pourraient ne pas modifier leurs dépenses actuelles en raison de contraintes financières. En particulier, les consommateurs pourraient ne pas être en mesure de tirer parti de leur patrimoine immobilier s'ils ne peuvent compter sur d'autres actifs liquides ou emprunter pour financer leur consommation de richesse immobilière.

Sur le plan empirique, les estimations de l'effet du patrimoine immobilier sur la consommation varient d'un pays à l'autre (voir Tableau 1). L'effet de richesse immobilière serait le plus marqué au Japon, aux Pays-Bas, aux États-Unis, en Australie, au Royaume-Uni et au Canada. Toutefois, la propension à consommer la richesse immobilière serait relativement faible en Espagne et en France, du fait probablement que les marchés hypothécaires n'y sont pas aussi développés qu'ailleurs, ce qui limite la capacité des consommateurs d'obtenir des prêts garantis par leur richesse immobilière.

Certaines études examinent si les réactions des consommateurs aux variations de la valeur de leur avoir propre foncier ne seraient pas asymétriques. En se servant d'un échantillon permanent d'États américains, Case, Quigley et Shiller (2005) observent que les hausses de la richesse immobilière ont un effet positif et significatif sur la consommation, mais que les baisses n'en ont aucun. Par contre, Skinner (1996) et Engelhardt (1996) constatent que l'incidence des dimi-

nutions de la richesse immobilière sur la consommation est supérieure (de 150 % selon Skinner) à celle des hausses. Bien que la plupart de ces études reposent sur des données relatives aux États-Unis, quelques auteurs se sont penchés sur les chiffres d'autres pays. Par exemple, en se fondant sur des données du Royaume-Uni, Disney, Gathergood et Henley (2007) ne peuvent conclure à une asymétrie significative des réactions de la consommation aux variations imprévues des prix des logements, mais ils notent que les ménages dont la propriété a une valeur nette négative sont cinq fois plus sensibles à ces variations que ceux dont la propriété a une valeur nette positive. Ce résultat témoigne probablement de l'effet des contraintes de crédit qui s'exercent sur le premier groupe de ménages. Les auteurs en concluent qu'une hausse des prix qui fait passer la valeur nette d'une propriété de négative à positive induit une réaction démesurément forte de la consommation.

D'autres auteurs étudient les retombées de l'évolution des prix des logements sur les dépenses de consommation sous l'angle de la garantie. La plupart des modèles économiques qui attribuent un rôle explicite à l'effet des garanties immobilières ou des marchés de crédit sur la consommation le font en adaptant pour les ménages le modèle d'accélérateur financier de Bernanke et Gertler (1995) et Bernanke, Gertler et Gilchrist (1999). Dans ce modèle, les mouvements endogènes sur les marchés de crédit, représentés par des variations de l'avoir net ou de la valeur de la garantie, amplifient les chocs macroéconomiques et favorisent leur propagation. Pour ce qui regarde la richesse immobilière, les fluctuations des prix des logements modifient de façon importante la valeur des maisons à titre de garantie et influent donc sur la capacité d'emprunt des ménages qui ont un accès limité au crédit. Dans l'une de ces études, Iacoviello et Neri (2008) estiment, à l'aide d'un modèle de forme réduite, que l'effet de garantie accroît l'élasticité de la consommation globale à la richesse immobilière de 2 points de base environ aux États-Unis, la faisant passer de 0,10 à 0,12¹⁵. Les résultats de l'étude d'Aoki, Proudman et Vlieghe (2002) indiquent eux aussi que l'effet de garantie accentue la sensibilité de la consommation aux variations des prix des logements au Royaume-Uni. D'une manière générale, le recours accru aux garanties immobilières a selon toute vraisemblance renforcé l'effet en retour de la hausse des prix des logements sur la consommation par l'augmentation des emprunts des ménages (FMI, 2008b).

15. Cette différence est reconnue comme statistiquement significative.

Par ailleurs, on analyse souvent l'effet des garanties immobilières sur les dépenses de consommation en prenant en considération les prêts adossés à la valeur nette des logements, qui constituent un type particulier de prêt garanti. Lorsqu'un propriétaire contracte ce genre d'emprunt, il extrait de la liquidité de son patrimoine immobilier en augmentant sa dette hypothécaire, transformant ainsi un actif illiquide (logement) en un actif liquide (espèces)¹⁶. Cette transformation de richesse peut s'opérer par le refinancement d'une propriété au moyen d'un prêt hypothécaire de montant supérieur, revêtir la forme d'un emprunt sur la valeur nette d'un bien immobilier ou se produire à la faveur d'un déménagement. Cette dernière option peut se solder par une diminution de la valeur nette de l'actif immobilier si le propriétaire décide de verser une mise de fonds inférieure à la valeur nette de l'ancien logement et de combler la différence en s'endettant davantage.

La question de savoir si les prêts garantis par la valeur nette des propriétés stimulent la consommation ou servent à acquérir des actifs financiers ou réels a de l'importance, car le prix des logements est généralement considéré comme le principal déterminant de ce type de prêt. En conséquence, si les grands pays avancés connaissent un ralentissement du rythme d'augmentation des prix des logements, le volume des prélèvements sur la valeur immobilière chutera dans la foulée, ce qui pourrait faire diminuer les dépenses de consommation plus fortement que s'il s'agissait d'un effet de richesse classique¹⁷. Mais on peut également voir dans les prêts adossés à la valeur nette des propriétés une nouvelle source de financement qui concrétise tout simplement l'effet de richesse. Dans ce cas, le recours à de tels prêts suppose que les ménages concernés n'avaient pas auparavant toute la latitude voulue pour consommer leur richesse ou que cette formule de prêt est un moyen plus économique de financer la consommation de la richesse immobilière.

16. Les emprunts adossés au patrimoine immobilier peuvent être subdivisés en deux catégories : l'emprunt de forme « active », qui vient réduire la valeur nette de la propriété actuelle et est dénommé ainsi parce que le propriétaire entend utiliser le produit du nouvel emprunt à des fins de consommation ou d'investissement ou pour rembourser d'autres dettes; et l'emprunt de forme « passive », qui résulte d'un changement de logement et est désigné ainsi parce que le déménagement est une occasion pour le propriétaire de diminuer sa mise de fonds, même s'il n'en avait pas l'intention au départ.

17. Il importe de noter que ces prélèvements peuvent aussi servir à financer d'autres types de dépenses, p. ex. les rénovations. Cet aspect échappe aux études qui examinent uniquement l'effet des prêts garantis par la valeur nette des propriétés sur les dépenses de consommation, et non leur effet sur la dépense globale.

Enfin, les ménages peuvent aussi contracter un emprunt garanti par leur avoir propre foncier en vue d'abaisser la part des actifs réels dans leur portefeuille.

Les travaux empiriques décrivant l'effet de l'octroi de prêts adossés à la valeur nette des logements sur les dépenses de consommation sont loin d'être unanimes. Aux États-Unis, alors que la plupart des chercheurs concluent que ces prêts n'ont pas un effet plus significatif que l'effet de richesse immobilière classique, d'autres analystes affirment le contraire. Belsky et Prakken (2004) font toutefois remarquer que, dans les études sur données américaines où l'on constate un effet significatif de ces prêts, les coefficients sont très sensibles au choix de la période étudiée et à la formulation de l'équation. De surcroît, les chercheurs citant les résultats d'enquêtes selon lesquels les propriétaires dépensent le produit des emprunts levés sur la valeur nette de leur logement (p. ex., Canner, Dynan et Passmore, 2002) ne peuvent établir la plupart du temps si ces ménages ont utilisé l'argent pour financer des achats qu'ils n'auraient pas faits autrement ou pour effectuer des investissements et diversifier leur portefeuille.

Les travaux décrivant l'effet de l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des logements sur les dépenses de consommation sont loin d'être unanimes.

Comme cela était à prévoir, les données internationales indiquent que les prêts garantis par la valeur nette des propriétés n'ont pas la même incidence d'un pays à l'autre. Dans deux études de l'OCDE (Boone, Girouard et Wanner, 2001; Catte et autres, 2004), on note que ces prêts sont étroitement associés à une forte valeur estimée de la propension marginale à consommer la richesse immobilière. En effet, Catte et ses coauteurs constatent que le produit des prêts adossés à la valeur nette des logements est dépensé à hauteur de 89 % au Royaume-Uni, de 63 % au Canada et en Australie et de 20 % aux États-Unis. En ce qui a trait au Canada, ces résultats sont conformes aux données de la Banque du Canada (2007) selon lesquelles les prêts de ce type ont beaucoup contribué à la croissance des dépenses de consommation depuis 2001. Catte et ses collègues concluent que les ménages

utilisent le produit des emprunts levés sur la valeur nette de leur propriété surtout pour acheter des actifs financiers ou rembourser d'autres dettes. Les intentions de dépenses sont principalement orientées vers la rénovation du logement : en général, moins de 20 % du volume des emprunts servent à financer la consommation. Par conséquent, même si une partie de ceux-ci sont affectés à la consommation, leurs principales utilisations sont l'acquisition d'actifs financiers, le remboursement de dettes plus coûteuses, l'amélioration du parc de logements ou le financement d'entreprises individuelles.

Le rôle des différences institutionnelles entre les marchés hypothécaires

La déréglementation des marchés du crédit à l'habitation dans les économies avancées (voir l'encadré) a introduit passablement d'hétérogénéité dans les caractéristiques institutionnelles des marchés hypothécaires nationaux. Cette hétérogénéité pourrait avoir une

incidence sur l'ampleur de l'effet de richesse immobilière et de l'effet de garantie observés. Les caractéristiques institutionnelles comprennent la durée type des contrats hypothécaires, les exigences minimales en matière de mise de fonds, la disponibilité d'instruments permettant d'extraire de la liquidité d'un bien immobilier, tels que les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier, et la structure de taux d'intérêt des contrats hypothécaires (Tableau 2).

Les indicateurs présentés dans le Tableau 2 sont très variables d'un pays à l'autre. Ainsi, le ratio de la dette hypothécaire au produit intérieur brut (PIB) va de 32,2 % en France à 98,4 % aux Pays-Bas, le ratio pour le Canada s'établissant à 45,3 %. Le refinancement (remboursement anticipé sans frais) est couramment offert dans certains pays, mais plus difficilement accessible ou inexistant dans d'autres, dont le Canada. De même, dans certains pays (p. ex., le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni), les ménages peuvent tirer parti de la valeur nette de leur logement grâce à des produits de prêt basés sur cette valeur, alors que

Tableau 2

Caractéristiques des marchés hypothécaires

Pays	Ratio de la dette hypothécaire au PIB en 2006 (%)	Refinancement (remboursement anticipé sans frais)	Possibilité d'emprunts sur la valeur nette d'un logement	Échéance moyenne (années)	Ratio prêt/valeur type (%)	Structure des taux d'intérêt	Taux d'accession à la propriété	Indice du marché hypothécaire
Allemagne	51,3	Non	Non	25	70	Surtout TFL et TFC	43,2	0,28
Australie	81,4	Limité	Oui	25	80	Surtout TV	70,0	0,69
Canada	45,3	Non	Oui	25 ^a	80-100	TFL et TFC (77 %) TV (23 %)	68,4	0,57
Espagne	58,6	Non	Limitée	20	70	TV (75 %) Surtout TFC pour le reste	86,3	0,40
États-Unis	76,3	Oui	Oui	30	80	TFL (85 %) TFC (15 %)	67,8	0,98
France	32,2	Non	Non	15	73,5	TFL/TFC/autres (86 %) TV (14 %)	56,5	0,23
Irlande	70,1	Non	Limitée	20	70	TV (70 %) Surtout TFC pour le reste	74,5	0,39
Japon	36,5	Non	Non	25	80	TFL (36 %) TFC et TV (64 %)	60,9	0,39
Pays-Bas	98,4	Oui	Oui	30	90	TFL (74 %) TFC (19 %) TV (7 %)	54,2	0,71
Royaume-Uni	83,1	Limité	Oui	25	75	TFC (28 %) TV (72 %)	70,0	0,58

^a Les périodes d'amortissement plus longues (pouvant aller jusqu'à 40 ans) sont toutefois très populaires depuis quelque temps. Seuls les prêts assurés peuvent être amortis sur d'aussi longues durées. À compter d'octobre 2008, la période d'amortissement maximale des prêts assurés sera de 35 ans.

Sources : Colonne (2) et une partie de la colonne (8) — Fédération hypothécaire européenne (2006), en plus des données de Statistique Canada, du Bureau du recensement des États-Unis et du Bureau japonais de la statistique; colonnes (1), (3), (4), (5), (6) et une partie de la colonne (8) — FMI (2008b); et colonne (7) — Calza, Monacelli et Stracca (2007). Dans la colonne (7), les prêts hypothécaires sont classés selon la structure de taux : TFL = prêt hypothécaire dont le taux d'intérêt est fixé pour une période de plus de cinq ans ou jusqu'à extinction du prêt; TFC = prêt hypothécaire dont le taux d'intérêt est fixé pour une période de un à cinq ans; TV = prêt hypothécaire à taux variable (le taux d'intérêt est renégociable après un an, est lié à l'évolution des taux du marché ou peut être modifié à la discrétion du prêteur).

La déréglementation des marchés hypothécaires

La récente période d'accroissement rapide des prix des logements dans le monde a été associée à l'apparition d'innovations majeures sur les marchés hypothécaires des pays avancés. Avant 1980, les marchés hypothécaires étaient fortement réglementés par les autorités nationales et se caractérisaient par un faible degré de concurrence entre les prêteurs. Le secteur des prêts hypothécaires était souvent contrôlé en bonne partie par les prêteurs hypothécaires spécialisés qui recevaient de généreuses subventions à caractère fiscal ou autre. La réglementation différait d'un pays à l'autre, mais, dans la plupart des cas, elle fixait les taux d'intérêt sur les prêts et les dépôts, elle restreignait l'accès aux prêts à la consommation garantis par la valeur des propriétés et elle limitait le volume de crédit hypothécaire offert en établissant un ratio prêt/valeur maximum admissible ainsi que des plafonds pour l'octroi de crédit hypothécaire additionnel. Compte tenu de cette réglementation, il était difficile pour les ménages d'accroître leurs dépenses de consommation à la faveur d'une augmentation de leur richesse immobilière, puisque leur capacité d'emprunt était souvent limitée par les mesures de rationnement du crédit sur le marché des prêts hypothécaires (Girouard et Blöndal, 2001).

Au Canada, la déréglementation du marché hypothécaire s'est amorcée un peu plus tôt que dans les autres pays avancés et a essentiellement pris la forme de la suppression, en 1967, des plafonds de taux d'intérêt sur les prêts et d'une levée des restrictions s'appliquant à l'activité des banques commerciales en matière de financement à l'habitation. Ces mesures ont fait leurs preuves et ont eu un effet bénéfique sur l'économie canadienne. Ainsi, cette libéralisation précoce a favorisé un meilleur appariement des échéances des prêts hypothécaires et des dépôts (dont la majorité sont de cinq ans ou moins). Elle a de plus permis au marché hypothécaire canadien d'éviter la tourmente provoquée par l'escalade des taux d'intérêt entre 1979 et 1981. Les lois et règlements adoptés visaient aussi à uniformiser les règles du jeu pour les banques et les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire en autorisant les banques à entrer sur ce marché.

Aux États-Unis, la réglementation des prêts hypothécaires a largement consisté à restreindre l'activité des *savings and loan associations* (caisses d'épargne et de crédit) qui monopolisaient le marché hypothécaire. Avant les années 1980, la réglementation et les avantages fiscaux avaient contraint ces caisses à se concentrer sur les prêts hypothécaires à long terme à taux fixe, qu'elles finançaient au moyen de dépôts à court terme assurés par la Federal Savings and Loan Insu-

rance Corporation (FSLIC). Au même moment, le règlement Q de la Réserve fédérale fixait des plafonds rigides de taux d'intérêt pour les dépôts de ces institutions. Celles-ci ont donc enregistré une forte diminution de leurs dépôts faiblement rémunérés lorsque les taux du marché monétaire se sont hissés au-dessus des taux d'intérêt maximaux établis pour les dépôts, et elles ont dû réduire leur activité de prêt de même que leur offre de crédit aux ménages.

En Australie, les banques étaient tenues de respecter les lignes directrices relatives à la composition du bilan des institutions bancaires, et les taux qu'elles appliquaient aux dépôts et aux prêts étaient régis. Au Royaume-Uni, le financement à l'habitation provenait principalement des *building societies* (sociétés d'épargne immobilière), qui pratiquaient des taux hypothécaires inférieurs à ceux du marché et rationnaient le crédit hypothécaire, en raison notamment des demandes formelles du gouvernement pour limiter la croissance de la dette. De même, en France, le système bancaire était très spécialisé et segmenté, de sorte que la capacité des banques et des autres institutions financières de pénétrer le marché du financement à l'habitation était limitée. En outre, l'accès au crédit hypothécaire était freiné par l'application de mesures d'encadrement du crédit et l'imposition de plafonds de taux d'intérêt.

Au cours des années 1980, les marchés hypothécaires de la plupart des économies avancées ont été déréglementés, ce qui a eu pour effet d'intensifier la concurrence entre les prêteurs, de faciliter l'accès des ménages au crédit hypothécaire et d'accroître leur capacité d'obtenir des prêts garantis par la valeur nette de leur propriété. La déréglementation du marché hypothécaire a débuté aux États-Unis par le retrait progressif du règlement Q entre 1980 et 1986. À la même période, la concession d'avantages fiscaux aux caisses d'épargne et de crédit et le développement d'un marché secondaire des prêts hypothécaires ont stimulé la concurrence en favorisant l'entrée d'un plus large éventail d'institutions financières. La déréglementation du marché hypothécaire s'est opérée assez rapidement aussi au Royaume-Uni et en Australie, où les mesures d'encadrement du crédit ont été éliminées dans la première moitié des années 1980.

À l'inverse, dans des pays comme l'Allemagne, la France et le Japon, la réforme a été plus lente et moins importante. Malgré la suppression des plafonds de taux d'intérêt, la concurrence sur le marché hypothécaire demeure timide dans ces pays parce que les

La déréglementation des marchés hypothécaires (suite)

institutions financières du secteur public jouissent toujours d'avantages substantiels. Au Japon, les plafonds de taux d'intérêt et les mesures d'encadrement du crédit ont été supprimés très progressivement et ont persisté jusqu'au milieu des années 1990.

Depuis le début des années 2000, les marchés hypothécaires ont été le théâtre d'un important phénomène : la croissance rapide des prêts hypothécaires à risque. En 2006, le total de ces prêts représentait environ 14 % de l'ensemble du marché hypothécaire aux États-Unis. Les prêts à risque ont également progressé rapidement au Canada et au Royaume-Uni, mais beaucoup moins qu'aux États-Unis. Au Royaume-Uni, les prêts hypothécaires à risque constituent entre 3 et 4 % du marché hypothécaire, tandis qu'au Canada cette proportion est inférieure à 5 %¹. Un trait commun des institutions

1. De plus, les prêts hypothécaires à risque au Canada sont moins « risqués » que ceux octroyés aux États-Unis ou au Royaume-Uni, puisque les institutions canadiennes ciblent avant tout les clients des catégories « near-prime » et « Alt-A » et offrent des instruments de prêt hypothécaire plus conventionnels (Banque du Canada, 2007). Les

qui consentent des prêts hypothécaires à risque est le fait qu'elles recourent principalement à la titrisation pour financer leurs activités de prêt. Dernièrement, le secteur des prêts hypothécaires à risque s'est effondré, tout particulièrement aux États-Unis, par suite de la diminution des prix des logements, laquelle s'est traduite par une forte augmentation des taux de défaillance sur les prêts hypothécaires à risque. Ces événements ont suscité de fortes perturbations sur les marchés financiers, les investisseurs en étant venus à se demander quelles institutions et quels investisseurs étaient exposés à ces catégories de titres. En conséquence, la proportion des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a chuté de façon spectaculaire par rapport à l'ensemble des nouveaux crédits hypothécaires.

clients de la catégorie « near-prime » sont des emprunteurs dont le profil de risque se situe juste au-delà du seuil de confort des principales institutions financières, tandis que les clients de la catégorie « Alt-A » sont des emprunteurs qui ont de bons antécédents de crédit, mais qui ne peuvent produire suffisamment de documents attestant leurs revenus.

dans d'autres (comme le Japon), les produits de ce genre n'existent pas ou sont rares. De plus, l'échéance moyenne des prêts hypothécaires diffère beaucoup selon les pays : de 15 années en France jusqu'à 30 aux États-Unis.

Malgré la déréglementation, les marchés hypothécaires conservent leur caractère proprement local.

La structure des taux d'intérêt varie, elle aussi, de façon appréciable d'un pays à l'autre. Les prêts hypothécaires à taux variable prédominent au Royaume-Uni et en Espagne, tandis que les prêts à taux fixe sont plus répandus aux Pays-Bas, au Canada, en France et aux États-Unis^{18, 19}. Enfin, le taux d'accession à la propriété ne fait pas exception à la règle : il est de 43,2 % en Allemagne et de 68,4 % au Canada et atteint même 86,3 % en Espagne. Malgré la déréglementation, les

marchés hypothécaires conservent leur caractère proprement local, reflet des traditions nationales et des facteurs culturels ainsi que du cadre institutionnel du secteur bancaire national (Calza, Monacelli et Stracca, 2007).

Les caractéristiques des marchés hypothécaires des différents pays jouent un rôle important lorsqu'il s'agit d'évaluer la force du lien entre les prix des logements et les dépenses de consommation. Calza, Monacelli et Stracca (2007) observent, pour ce qui est des principaux pays industrialisés, que la corrélation entre la consommation privée et les prix des logements est plus étroite dans ceux où les marchés hypothécaires sont plus développés et se caractérisent par des mises de fonds moins importantes, des taux de remboursement plus faibles et un nombre proportionnellement plus élevé de prêts hypothécaires à taux

18. On note aussi des différences entre les pays en ce qui a trait à la possibilité de déduire du revenu imposable le montant de l'intérêt hypothécaire versé. Par exemple, l'intérêt hypothécaire est déductible aux États-Unis, mais non au Canada.

19. Au Canada, la popularité des prêts hypothécaires à taux variable est fonction de la pente de la courbe des taux.

variable. Dans le même ordre d'idées, le FMI (2008b) a mis au point un indice qui mesure le degré de développement du marché hypothécaire d'un pays²⁰. Selon cet indice, les marchés hypothécaires des États-Unis et de l'Australie sont les plus souples et les plus complets. Le Canada et le Royaume-Uni ont eux aussi des marchés bien développés. Le marché hypothécaire canadien est solide, il offre un éventail d'échéances (concentrées dans le segment des cinq ans et moins), et les critères de prêt sont prudents et éprouvés. Aux États-Unis, les prêts sont généralement assortis de taux fixes, d'échéances éloignées et d'options de prépaiement; or ces particularités peuvent amener les ménages à sous-estimer les risques à long terme et à se surendetter. En France et en Allemagne, l'accès au financement est plus limité. On constate en outre que la propension marginale à consommer la richesse immobilière est généralement plus élevée dans les pays où les marchés hypothécaires ont atteint un haut degré de développement (selon la mesure fournie par l'indice du FMI). Le Japon constitue toutefois une exception notable (Graphique 6).

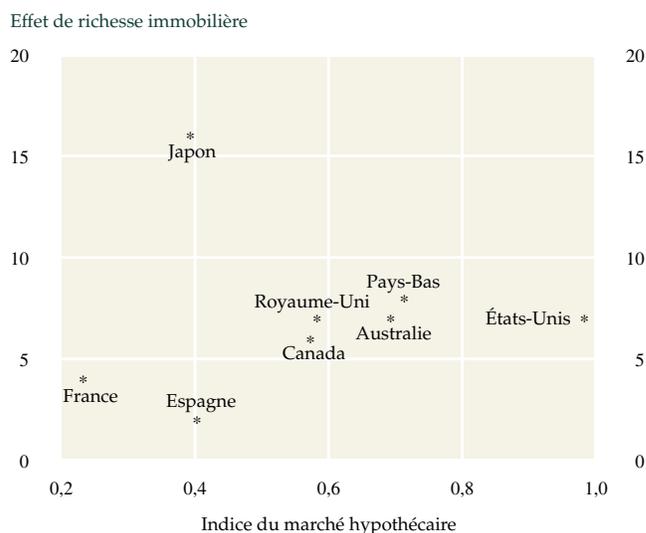
La propension marginale à consommer la richesse immobilière est généralement plus élevée dans les pays où les marchés hypothécaires ont atteint un haut degré de développement.

Bien que le degré de développement du marché hypothécaire d'un pays soit un déterminant significatif de l'ampleur de l'effet de richesse immobilière, il importe également d'examiner le rôle des différences institutionnelles entre les marchés hypothécaires nationaux. Comme il a déjà été mentionné, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie, les ménages recourent davantage à des emprunts garantis par la valeur nette de leur logement, alors qu'en Allemagne l'accès à

20. Cet indice est une simple moyenne de six indicateurs : possibilité d'emprunt sur la valeur nette d'un logement, refinancement, ratio prêt/valeur type, échéance moyenne des contrats hypothécaires, émissions d'obligations sécurisées (en pourcentage de l'encours du crédit à l'habitation) et émissions de titres adossés à des créances hypothécaires (en pourcentage de l'encours du crédit à l'habitation). L'indice se situe entre 0 et 1; une valeur élevée indique un accès plus facile au crédit hypothécaire.

Graphique 6

Effet de richesse immobilière et indice du marché hypothécaire du FMI



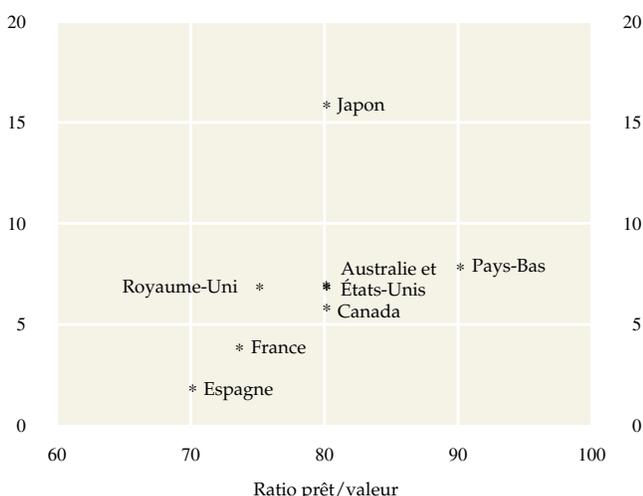
ce type d'instrument est limité (voir le Tableau 2 à la page 42). Ce clivage, qui coïncide avec celui que l'on observe entre les pays dont le système financier est fondé sur le marché et ceux dont le système financier est dominé par les banques, peut laisser supposer que l'offre de produits basés sur la valeur réelle des propriétés dépend en partie de la capacité des institutions prêteuses de réunir des fonds prêtables et de transférer les risques par l'intermédiaire des marchés de capitaux. La plus grande disponibilité de ces produits dans certains pays est peut-être liée au fait que la libéralisation et la déréglementation des marchés hypothécaires se sont opérées plus tôt, et plus en profondeur, dans les systèmes fondés sur le marché. Cela expliquerait pourquoi la propension marginale à consommer la richesse immobilière tend à être plus élevée dans les pays où l'on peut obtenir des prêts adossés à la valeur nette des propriétés, le Japon faisant encore une fois figure d'exception (voir Tableau 2).

L'effet de garantie est probablement à son plus fort dans les pays où le ratio prêt/valeur est élevé, comme aux États-Unis, qui possèdent également les marchés du crédit hypothécaire à risque les plus développés. Comme le donnent à entendre Iacoviello et Neri (2008), un relèvement du ratio prêt/valeur a pour effet de hausser la capacité d'emprunt maximale des ménages, mesurée en multipliant l'espérance de la valeur actualisée de leur logement par le ratio prêt/valeur. Il réduit

Graphique 7

Effet de richesse immobilière et ratio prêt/valeur

Effet de richesse immobilière



en outre la proportion de consommateurs ayant un accès limité au crédit au sein de l'économie (Jappelli et Pagano, 1989). Donc, plus le ratio prêt/valeur est élevé, plus la liquidité extraite du patrimoine immobilier sera grande et plus l'effet des garanties immobilières sur la consommation sera marqué (Graphique 7).

L'effet de richesse sera aussi plus grand dans les pays où le taux d'accession à la propriété est relativement élevé, puisque les propriétaires-occupants et les locataires peuvent réagir différemment à un accroissement des prix des logements. Dans le cas des premiers, la hausse des prix de l'immobilier se traduit par une augmentation de la richesse et peut avoir une incidence positive sur les dépenses de consommation. Dans le cas des seconds, toutefois, elle signifie une majoration des loyers futurs anticipés et de la mise de fonds minimale pour ceux qui économisent en vue de s'acheter une maison, ce qui peut les amener à réduire leurs dépenses.

Les autres caractéristiques institutionnelles des marchés hypothécaires, telles que le degré de titrisation, l'importance des coûts de transaction et l'utilisation de techniques de notation du crédit, influent elles aussi sur la taille de l'effet de garantie et de l'effet de richesse immobilière. Premièrement, par leur capacité à titriser les créances hypothécaires et les prêts à la consommation, les bailleurs de fonds peuvent réduire le coût du crédit hypothécaire et en accroître l'offre en élargissant leur accès au capital des investisseurs et en

améliorant leur capacité à gérer le capital (Klyuev et Mills, 2006). De même, le perfectionnement des techniques de notation atténue le problème d'asymétrie de l'information tout en facilitant l'accès au crédit. C'est ce que l'on a observé aux États-Unis, où une forte proportion des créances hypothécaires sont titrisées. Cependant, l'actualité récente dans ce pays indique bien que la titrisation peut avoir des conséquences coûteuses : elle n'incite pas l'initiateur des prêts hypothécaires à la prudence, car les titres adossés ne figurent pas à son bilan. Les coûts de transaction sont un autre déterminant majeur de la capacité des ménages à consommer leur richesse immobilière. Lorsqu'il est onéreux de mobiliser le patrimoine immobilier, un plus grand nombre de propriétaires risquent de subir des contraintes de crédit. En résumé, dans les pays où le degré de titrisation est élevé, où les coûts de transaction sont relativement faibles et où les techniques de notation sont sophistiquées, comme aux États-Unis et au Royaume-Uni, les effets de garantie et de richesse immobilière seront probablement plus grands.

D'une manière générale, on peut diviser les pays étudiés en deux groupes, selon les particularités de leurs marchés hypothécaires respectifs. Les pays du premier groupe, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada, possèdent des marchés hypothécaires plus développés et se caractérisent généralement par un ratio plus élevé de la dette hypothécaire au PIB, un ratio prêt/valeur lui aussi plus élevé et une offre de produits de prêt basés sur la valeur nette des propriétés. Les pays du second groupe, qui comprennent l'Allemagne et l'Italie, ont des marchés hypothécaires moins développés. On estime généralement que l'effet de la richesse immobilière sur les dépenses de consommation est plus prononcé dans les pays du premier groupe. Le Japon constitue une exception notable, car on y observe une propension marginale à consommer relativement forte et un marché hypothécaire relativement peu développé.

La relation entre les prix des logements et les dépenses de consommation s'est-elle modifiée?

La relation entre la richesse immobilière et les dépenses de consommation a évolué parallèlement à la déréglementation des marchés hypothécaires (voir l'encadré), qu'ont permise la modification des règles, notamment prudentielles, régissant les marchés de capitaux, les avancées de la technologie et la réduction

de son coût, les progrès accomplis dans l'échange d'information sur les antécédents de crédit et l'approfondissement des marchés des contrats et des instruments dérivés titrisés (Muellbauer, 2007). En conséquence, les ménages jouissent désormais d'un meilleur accès au crédit garanti et non garanti et sont moins nombreux à subir des contraintes de crédit (Dyan, Elmendorf et Sichel, 2006; Iacoviello et Neri, 2008). Cette évolution a également entraîné une baisse sensible des coûts liés à la mobilisation du patrimoine immobilier (Bennett, Peach et Peristiani, 2001). Qui plus est, le niveau d'endettement des ménages a augmenté du fait que ces derniers profitent de leur capacité accrue d'emprunter sur la valeur nette de leur logement, ce qui a renforcé le lien entre les prix de l'immobilier et les dépenses de consommation.

*La relation entre la richesse
immobilière et la consommation
a évolué parallèlement à la
déréglementation des marchés
hypothécaires.*

Par ailleurs, il se peut que la déréglementation des marchés hypothécaires ait accru la sensibilité de la consommation à une variation donnée des prix de l'immobilier en haussant le ratio prêt/valeur moyen dans tous les pays. Campbell et Hercowitz (2005), par exemple, affirment que, en assouplissant les règles relatives aux mises de fonds dans le cas des emprunts garantis, les modifications récentes des régimes de financement à l'habitation auraient amélioré la capacité d'emprunt des ménages et accentué l'effet de garantie. En outre, il se peut que les jeunes ménages qui économisent pour acheter leur première maison aient décidé de réduire leur épargne devant la hausse des ratios prêt/valeur, le montant requis pour la mise de fonds initiale ayant diminué. Ce phénomène a peut-être contribué à atténuer l'incidence négative de l'évolution des prix des logements sur la consommation de ce groupe d'âge (Muellbauer, 2007).

Les données internationales confirment que la déréglementation financière a selon toute vraisemblance

renforcé l'effet de richesse associé à la hausse des prix de l'immobilier²¹. En ce qui regarde les États-Unis et le Royaume-Uni, Boone, Girouard et Wanner (2001) constatent que l'intensification de l'effet de richesse liée à la déréglementation financière s'est amorcée dans la première moitié des années 1980. Les auteurs font remarquer qu'elle n'a débuté qu'au début des années 1990 en Europe continentale, où les réformes financières se sont mises en place plus tard. Ces résultats concordent avec ceux de Case, Quigley et Shiller (2005), qui observent que l'effet de la richesse immobilière sur la consommation s'est accru aux États-Unis parallèlement à la facilité grandissante d'obtenir des prêts sur la valeur nette des propriétés. De façon générale, les résultats de l'étude de Bayoumi et Edison (2003), qui examinent un groupe formé de seize pays avancés, indiquent que l'effet de richesse immobilière a augmenté durant la période où s'est opérée la déréglementation financière, la propension marginale à consommer passant de 4 cents au dollar pour les années 1970-2000 à 7 cents pour les années 1984-2000.

Conclusion

Au cours des dix dernières années, de nombreuses économies avancées ont connu une hausse spectaculaire des prix de l'immobilier résidentiel et, assez naturellement, une augmentation concomitante des dépenses de consommation. Une part de l'envolée des prix s'explique vraisemblablement par les données fondamentales de l'économie, notamment le faible niveau des taux d'intérêt, la progression des revenus et l'innovation financière. Il reste que les augmentations ont dépassé à l'occasion ce que justifiaient les fondamentaux. La chute récente des prix des logements dans certains grands pays, en particulier aux États-Unis, soulève de l'inquiétude à propos des effets d'entraînement qu'elle pourrait avoir sur la consommation et la croissance. Il ressort de notre examen de l'abondante littérature consacrée à cette question que les prix de l'immobilier jouent un rôle important dans les décisions des ménages en matière de dépenses dans plusieurs pays. Cette relation est plus étroite en Australie, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, où les marchés hypothécaires sont plus développés, qu'en Espagne et en France, où ils le sont moins. Ces résultats

21. Bien que nous n'ayons pas examiné la question dans cet article, il est également probable que la déréglementation a eu un effet direct sur les prix de l'immobilier, ce qui aurait contribué à la hausse récente à l'échelle mondiale.

donnent à penser que, si les prix des logements devaient subir une correction sévère, le lien entre ces prix et les dépenses de consommation pourrait poser un défi de taille aux responsables des politiques. Une dégrue rapide des prix de l'immobilier pourrait en particulier avoir de sérieuses conséquences pour la production globale et devrait contribuer à contenir l'inflation, surtout si la correction des prix est suivie d'une diminution sensible des dépenses de consom-

mation. En présence d'une baisse générale des prix de l'immobilier résidentiel dans le monde, on s'attendrait également à ce que les effets les plus dommageables soient observés dans les pays où l'immobilier résidentiel est très largement surévalué et où les prix des logements et la consommation sont étroitement liés (notamment les États-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Australie).

Ouvrages et articles cités

- Ando, A., et F. Modigliani (1963). « The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests », *The American Economic Review*, vol. 53, n° 1, p. 55-84.
- Aoki, K., J. Proudman et G. Vlieghe (2002). « Houses as Collateral: Has the Link between House Prices and Consumption in the U.K. Changed? », *Economic Policy Review*, Banque fédérale de réserve de New York, vol. 8, n° 1, p. 163-177.
- Banque du Canada (2007). « L'évolution récente des marchés des prêts hypothécaires à risque », *Revue du système financier*, décembre, p. 8-9.
- (2008). « L'évolution récente des prix des maisons », *Rapport sur la politique monétaire*, avril, p. 31.
- Bayoumi, T., et H. Edison (2003). *Is Wealth Increasingly Driving Consumption?*, De Nederlandsche Bank, coll. « DNB Staff Reports », n° 101.
- Belsky, E., et J. Prakken (2004). *Housing Wealth Effects: Housing's Impact on Wealth Accumulation, Wealth Distribution and Consumer Spending*, document de travail n° W04-13, Joint Center for Housing Studies, Université Harvard. Internet : <http://www.jchs.harvard.edu/publications/finance/w04-13.pdf>.
- Bennett, P., R. Peach et S. Peristiani (2001). « Structural Change in the Mortgage Market and the Propensity to Refinance », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, n° 4, p. 955-975.
- Bernanke, B. S., et M. Gertler (1995). « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 27-48.
- Bernanke, B. S., M. Gertler et S. Gilchrist (1999). « The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework », *Handbook of Macroeconomics*, sous la direction de J. B. Taylor et M. Woodford, Amsterdam, Elsevier Science, vol. 1C, p. 1341-1393.
- Boone, L., N. Girouard et I. Wanner (2001). *Financial Market Liberalisation, Wealth and Consumption*, document de travail n° 308, Département des Affaires économiques, Organisation de coopération et de développement économiques.
- Calza, A., T. Monacelli et L. Stracca (2007). *Mortgage Markets, Collateral Constraints, and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter?*, Centre for Economic Policy Research, coll. « CEPR Discussion Papers », n° 6231.
- Campbell, J. R., et Z. Hercowitz (2005). *The Role of Collateralized Household Debt in Macroeconomic Stabilization*, document de travail n° 11330, National Bureau of Economic Research.
- Canner, G., K. Dynan et W. Passmore (2002). « Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002 », *Federal Reserve Bulletin*, décembre, p. 469-481.
- Case, K. E., J. M. Quigley et R. J. Shiller (2005). « Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market », *Advances in Macroeconomics*, vol. 5, n° 1, p. 1-32.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price et C. André (2004). *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, document de travail n° 394, Département des Affaires économiques, Organisation de coopération et de développement économiques.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Disney, R., J. Gathergood et A. Henley (2007). *House Price Shocks, Negative Equity and Household Consumption in the United Kingdom*, document de travail inédit, Université de Nottingham.
- Dynan, K. E., D. W. Elmendorf et D. E. Sichel (2006). « Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n° 1, p. 123-150.
- Engelhardt, G. V. (1996). « House Prices and Home Owner Saving Behavior », *Regional Science and Urban Economics*, vol. 26, n°s 3-4, p. 313-336.
- Fonds monétaire international (2008a). « Assessing Risks to Global Financial Stability », *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, avril, p. 1-53.
- (2008b). « L'évolution du cycle du logement et ses répercussions sur la politique monétaire », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril, p. 109-140.
- (2008c). « Évaluation des vulnérabilités aux corrections du marché du logement », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril, encadré 3.1, p. 119.
- Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Girouard, N., et S. Blöndal (2001). *House Prices and Economic Activity*, document de travail n° 279, Département des Affaires économiques, Organisation de coopération et de développement économiques.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord et C. André (2006). *Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals*, document de travail n° 475, Département des Affaires économiques, Organisation de coopération et de développement économiques.
- Iacoviello, M., et S. Neri (2008). *Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model*, document de travail n° 659, Banque d'Italie.
- Jappelli, T., et M. Pagano (1989). « Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison », *The American Economic Review*, vol. 79, n° 5, p. 1088-1105.
- Klyuev, V., et P. Mills (2006). *Is Housing Wealth an "ATM"? : The Relationship between Household Wealth, Home Equity Withdrawal, and Saving Rates*, document de travail n° 06/162, Fonds monétaire international.
- Lettau, M., et S. C. Ludvigson (2004). « Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption », *The American Economic Review*, vol. 94, n° 1, p. 276-299.
- Mishkin, F. S. (2007). *Housing and the Monetary Transmission Mechanism*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2007-40.
- Muellbauer, J. N. (2007). *Housing, Credit and Consumer Expenditure*, communication présentée dans le cadre du 31^e symposium économique de la Banque fédérale de réserve de Kansas City tenu à Jackson Hole (Wyoming) les 31 août et 1^{er} septembre.
- Ogawa, K., S. Kitasaka, H. Yamaoka et Y. Iwata (1996). « An Empirical Re-evaluation of Wealth Effects in Japanese Household Behavior », *Japan and the World Economy*, vol. 8, n° 4, p. 423-442.
- Organisation de coopération et de développement économiques (2008). *Perspectives économiques de l'OCDE*, juin.
- Palumbo, M., J. Rudd et K. Whelan (2002). *On the Relationships between Real Consumption, Income and Wealth*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2002-38.
- Pichette, L., et D. Tremblay (2003). *Are Wealth Effects Important for Canada?*, document de travail n° 2003-30, Banque du Canada.
- Shiller, R. (2007). *Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership*, communication présentée dans le cadre du 31^e symposium économique de la Banque fédérale de réserve de Kansas City tenu à Jackson Hole (Wyoming) les 31 août et 1^{er} septembre.
- Skinner, J. S. (1996). « Is Housing Wealth a Sideshow? », *Advances in the Economics of Aging*, sous la direction de D. A. Wise, Chicago, University of Chicago Press, p. 241-268.
- Souleles, N. S. (1999). « The Response of Household Consumption to Income Tax Refunds », *The American Economic Review*, vol. 89, n° 4, p. 947-958.