

Prix des actions et de l'immobilier et politique monétaire

A. Bruggeman
M. Hradisky
V. Périlleux

Introduction

Les évolutions récentes des cours des actions et des prix de l'immobilier ont ravivé le débat sur la place des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire. Si les banques centrales n'assignent pas d'objectif à ces prix, elles n'ignorent pas complètement leurs fluctuations, dans la mesure où celles-ci comportent des risques pour la stabilité financière et pour la stabilité du niveau général des prix. C'est le degré souhaitable de prise en compte de ces évolutions qui fait l'objet de discussions.

La première partie du présent article rappelle les termes du débat, en explorant les relations entre prix des actifs, évolutions macroéconomiques et politique monétaire. Elle met notamment en évidence la possibilité de fortes hausses des prix des actifs, dans un environnement de stabilité du niveau général des prix à la consommation, le risque de corrections brutales et les difficultés auxquelles sont confrontés les responsables de la politique monétaire pour définir une réponse appropriée.

Une de ces difficultés réside dans l'identification d'une hausse excessive des prix des actifs ou d'une « bulle » spéculative. Elle est illustrée dans les deuxième et troisième parties, qui évaluent respectivement les évolutions récentes des cours des actions et des prix de l'immobilier. Celles-ci sont-elles de nature à inquiéter les autorités monétaires, en particulier dans la zone euro? En ce qui concerne les actions, l'analyse portera aussi sur les États-Unis, étant donné la forte corrélation des indices boursiers de part et d'autre de l'Atlantique, la part sans doute assez importante du patrimoine des résidents de la zone euro

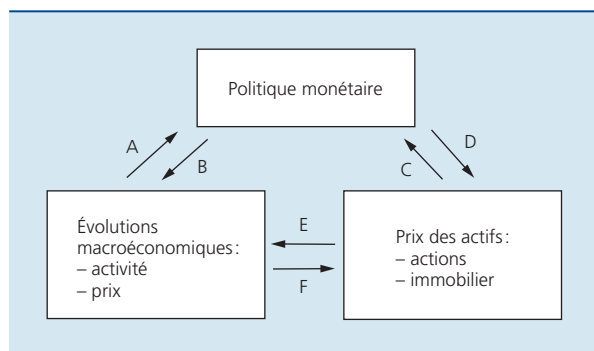
constituée d'actions américaines et l'avantage de disposer de séries plus longues pour les États-Unis. En ce qui concerne l'immobilier, l'analyse se cantonnera aux prix des logements dans la zone euro et portera une attention particulière aux quelques pays qui présentent une évolution marquée ainsi qu'à la Belgique.

En guise de conclusion, la dernière partie évoquera la façon dont la stratégie de politique monétaire de l'Euro-système prend en compte les évolutions des prix des actifs.

1. Prix des actifs, évolutions macroéconomiques et politique monétaire

L'objectif principal de la politique monétaire de l'Euro-système – comme de la plupart des banques centrales aujourd'hui – est de maintenir la stabilité des prix. On entend par là la stabilité du niveau général des prix des biens et des services – mesuré par l'IPCH dans la zone euro – sans considération des prix des actifs. Si elle s'effectue au détriment de la stabilité des prix, la stimulation de l'activité par la politique monétaire fait long feu et est même contre-productive à moyen terme. La politique monétaire contribue néanmoins à la stabilisation de la croissance, car elle réagit aux perspectives conjoncturelles dans la mesure où la conjoncture influence la formation des revenus et des prix. Les responsables de la politique monétaire répondent donc aux divers chocs qui affectent l'économie (flèche A du schéma) et leurs décisions influencent l'activité et les prix, au terme de délais longs

SCHÉMA : PRIX DES ACTIFS, ÉVOLUTIONS MACROÉCONOMIQUES ET POLITIQUE MONÉTAIRE



et variables, et au travers de divers canaux (flèche B). Une question largement débattue au cours des dernières années est de savoir dans quelle mesure une réaction spécifique aux évolutions des prix des actifs est souhaitable ou nécessaire (flèche C). La réponse à cette question complexe dépend de plusieurs autres :

- les prix des actifs reflètent-ils les évolutions macroéconomiques (flèche F), auquel cas ils peuvent à tout le moins servir de variables informatives ?
- les prix des actifs peuvent-ils être soumis à une dynamique propre, voire faire l'objet de « bulles » financières ?
- dans quelle mesure les autorités monétaires ont-elles une emprise sur l'évolution des prix des actifs – et donc une responsabilité à cet égard (flèche D) ?
- enfin, quelle est l'incidence des fluctuations des prix des actifs sur les évolutions macroéconomiques (flèche E) ?

Les trois premières questions concernent les déterminants des fluctuations des prix des actifs, tandis que la quatrième porte sur leurs conséquences. C'est après avoir exploré ces causes et effets que nous pourrions aborder la problématique de la réaction appropriée de la politique monétaire.

1.1 Causes des fluctuations des prix des actifs

La particularité des actifs étant leur caractère durable, leurs prix correspondent à la valeur actualisée de flux de revenus ou de services attendus dans l'avenir et dépendent donc des anticipations subjectives des agents économiques. L'élément subjectif, indissociable de toute évaluation des perspectives futures, peut s'appuyer sur un examen des déterminants fondamentaux de long terme, mais il peut aussi laisser la place à des excès d'optimisme ou de pessimisme et à des emballements, nommés « bulles » en raison du gonflement des prix suivi d'un « éclatement ». Ces mouvements excessifs sont entretenus par des participants au marché dont les antici-

pations de prix sont extrapolatives et qui sont motivés par des espoirs de plus-values à court terme. Il est cependant extrêmement difficile, particulièrement en temps réel, de distinguer l'apparition d'une bulle d'une hausse « justifiée » des prix.

Ainsi, dans le cas des **actions**, les facteurs déterminant les cours sont l'évolution attendue des dividendes, le rendement procuré par un actif sans risque et l'évaluation du risque relatif de la détention d'actions, selon la formule de Gordon et Shapiro (1956) :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t^e}{(1+r+\sigma)^t} \quad (1)$$

où : P_0 désigne le prix de l'action dans le présent ; D_t^e correspond au dividende attendu au temps t ; r est le rendement nominal d'un actif sans risque, supposé constant ; σ est la prime de risque, supposée constante ;

qui devient, sous l'hypothèse d'un taux de croissance attendu des dividendes g constant :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r+\sigma)^t} = \frac{D_0(1+g)}{r+\sigma-g} \quad (2)$$

où D_0 représente le dernier dividende payé.

Or, le taux de croissance attendu des dividendes g et la prime de risque σ sont des éléments subjectifs et ne sont pas directement observables. Le taux de rendement des actifs « sans risque » r peut être observé sur le marché des obligations d'État, où des excès d'optimisme ou de pessimisme peuvent cependant aussi se manifester, conduisant à une certaine volatilité de r .

Il est patent que les cours des actions sont influencés par les perspectives conjoncturelles que, comme on le verra, ils peuvent d'ailleurs contribuer à façonner. Ils contiennent donc une information utile à cet égard, dont la fiabilité est cependant loin d'être assurée : l'économiste américain Samuelson a remarqué un jour que « Wall Street a prêté neuf des cinq dernières récessions ». Dans la mesure où la conjoncture, c'est-à-dire le degré de pression sur les capacités productives de l'économie au sens large, influence l'évolution des prix, les indices boursiers peuvent aussi fournir des indications utiles pour évaluer les risques d'inflation. Ils entretiennent cependant une relation généralement négative avec les anticipations inflationnistes. En principe, les actions, qui sont des droits de propriété sur des actifs réels, devraient immuniser leurs détenteurs contre l'inflation, censée influencer g et r de la même manière. Toutefois, l'inflation, surtout si elle provient de chocs d'offre (hausse des coûts), et la désinflation qui est attendue par la suite, sont généralement nuisibles à la rentabilité des sociétés.

Comme dans d'autres domaines, l'influence de la politique monétaire sur les cours des actions dépend largement de la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, un assouplissement de la politique monétaire, sous la forme d'une baisse des taux d'intérêt à court terme, aura généralement tendance à soutenir les cours des actions : premièrement, il stimulera l'activité économique pendant un certain temps, exerçant un effet positif sur la croissance attendue des dividendes ; deuxièmement, il peut entraîner dans son sillage les taux d'intérêt à long terme, diminuant le coût d'opportunité de la détention d'actions et donc le taux d'actualisation des dividendes futurs ; troisièmement, il réduit le coût du financement de placements à court terme en actions. Toutefois, un assouplissement qui est interprété comme inflationniste poussera au contraire les taux d'intérêt à long terme à la hausse et les cours des actions à la baisse.

La crédibilité généralement acquise aujourd'hui par les banques centrales a d'ailleurs conduit les observateurs à reconsidérer le lien entre stabilité monétaire et stabilité financière. S'il reste acquis que l'instabilité monétaire peut causer de l'instabilité financière – puisque l'inflation conduit à une mauvaise allocation des ressources et que la désinflation, voire la déflation, accroît le poids réel de la dette et peut provoquer une contraction de l'activité ainsi que des tensions financières – la stabilité monétaire n'exclut pas pour autant l'apparition de hausses prononcées des prix d'actifs suivies de baisses abruptes et de difficultés financières. Borio et Lowe (2002) y voient plusieurs raisons :

- des évolutions favorables du côté de l'offre (accélération de la productivité) peuvent exercer à la fois des pressions à la baisse sur les prix des produits et à la hausse sur les prix des actifs, voire susciter un boom (cas de la « nouvelle économie ») ;
- la crédibilité de la banque centrale ancre les anticipations d'évolution des prix et les rigidifie, allégeant au moins pour un temps les pressions inflationnistes qui dérivent normalement d'une expansion excessive de la demande ;
- le succès même de la politique monétaire peut créer un excès d'optimisme ;
- en écartant le besoin d'un resserrement de la politique monétaire, de telles conditions permettent à l'accumulation des déséquilibres de se poursuivre.

Des facteurs similaires à ceux qui déterminent les cours des actions sont à l'œuvre dans le cas de l'immobilier. Ainsi, on peut considérer que le prix d'un logement représente la valeur actualisée des loyers futurs. Comme les cours des actions, les prix de l'immobilier sont influencés par le rythme de croissance économique, en raison de son effet sur le revenu disponible des ménages, et par

les taux d'intérêt à long terme. Le marché de l'immobilier résidentiel se distingue toutefois du marché boursier par le fait qu'il porte sur des actifs qui fournissent des services aux ménages et par une moindre liquidité. Outre le revenu disponible des ménages et les taux d'intérêt, de multiples variables déterminent les prix, comme les évolutions démographiques, la disponibilité du crédit, les taxes et subventions, ainsi que les facteurs de l'offre (aménagement du territoire, coût de la construction, etc.)⁽¹⁾.

La politique monétaire influence les prix des logements par son incidence sur la croissance économique, et donc sur les revenus des ménages, et par son effet sur les taux d'intérêt hypothécaires, qui est plus direct si ceux-ci sont variables. Contrairement au cas des actions, l'inflation pousse généralement ces prix à la hausse, car les immeubles sont perçus comme des refuges contre l'érosion monétaire. La probabilité qu'un assouplissement de la politique monétaire suscite une augmentation des prix est donc encore plus élevée que dans le cas des actions. En revanche, la stabilité du niveau général des prix n'empêche pas l'apparition de fortes hausses des prix de l'immobilier. Il est d'ailleurs relativement fréquent que ces hausses suivent celles observées sur les marchés d'actions.

1.2 Incidence des fluctuations des prix des actifs sur les évolutions macroéconomiques

Une hausse des prix des actifs peut stimuler la demande agrégée de biens et services par trois canaux principaux : elle augmente la demande d'actifs neufs (« q de Tobin ») ; elle exerce des effets de richesse sur la consommation ; elle facilite le crédit (« accélérateur financier »).

Tout d'abord, le renchérissement des actifs existants accroît la demande d'actifs neufs : formation de capital fixe des sociétés et construction de logements. Dans le cas des actions, Tobin (1969) a formulé une théorie qui postule que l'investissement (net) des entreprises dépend de la valeur de marché du capital par rapport à son coût de remplacement⁽²⁾ :

$$q = \frac{\text{valeur boursière du capital existant}}{\text{coût de remplacement du capital existant}}$$

(1) Cf. BCE (2003) et Baugnet, Cornille et Druant (2003).

(2) Le modèle de Tobin, dans sa version de base, ne comprend qu'un seul secteur privé et deux actifs : la monnaie émise par le gouvernement pour financer ses déficits et le capital physique. Dans ce contexte, la politique monétaire est inexistante dans la mesure où l'offre de la monnaie est égale à la dette publique. Enfin, dans ce monde simplifié, le ratio q pourrait, en quelque sorte, être interprété comme le rapport entre la valeur boursière et la valeur nette comptable (passif moins l'actif exigible) de l'entreprise.

En effet, l'acquisition d'une unité supplémentaire de capital est rentable tant que sa productivité marginale (valeur boursière, qui équivaut à la valeur actualisée des dividendes futurs) est supérieure à son coût marginal (coût de remplacement). L'entreprise ayant le ratio q supérieur à l'unité va ainsi procéder à une émission d'actions pour financer ses nouveaux investissements jusqu'à ce que ce ratio vaille 1. Le pouvoir explicatif de la théorie de Tobin reste sujet à discussion. Il est sans doute plus important dans les économies où le financement des sociétés par émission d'actions cotées est plus répandu (États-Unis).

Dans le cas de l'immobilier, la hausse des prix sur le marché secondaire induit une demande de logements neufs : une hausse des prix par rapport aux coûts de remplacement (augmentation de « q ») rendra la construction de nouveaux logements plus attrayante. L'accroissement de l'investissement en logements neufs exercera un impact positif sur la demande agrégée et stimulera la croissance.

Ensuite, la hausse de la valeur du patrimoine des ménages les incite à consommer davantage. La consommation courante n'est pas seulement une fonction du revenu courant mais aussi des revenus futurs⁽¹⁾. Ceux-ci dépendent de la richesse globale des ménages, qui exerce de ce fait, elle aussi, une influence sur leur comportement en matière de consommation⁽²⁾.

L'effet d'une hausse des cours de bourse sur la consommation dépend notamment de la détention d'actions cotées par les ménages, plus répandue aux États-Unis qu'en Europe, et de la perception du caractère durable du mouvement.

Les ménages détiennent généralement la plus grande partie de leur richesse sous forme immobilière. L'effet final d'une hausse des prix des logements sur leur consommation dépendra du facteur sous-jacent. En effet, contrairement à d'autres actifs, les immeubles ont une valeur d'usage, fournissent un service aux ménages. Si la hausse des prix provient d'une revalorisation de ce service – par exemple en raison de la pression démographique ou de la hausse des loyers (et loyers imputés) futurs, elle rendra les ménages plus riches, d'une part, mais augmentera

le coût de consommation des services procurés par le logement, d'autre part. Les acheteurs potentiels et les locataires doivent donc épargner plus, d'où une baisse de leur consommation courante. Pour les propriétaires, on considère généralement que l'effet de richesse positif, synonyme de hausse de la consommation, l'emporte sur l'effet de revenu négatif (des loyers imputés plus élevés). Cependant, même dans le cas où l'effet de richesse net serait nul pour l'ensemble de l'économie, la redistribution des revenus qu'engendre la hausse des prix de l'immobilier peut influencer sur la demande agrégée si les profils de consommation des perdants et des gagnants diffèrent. En revanche, si l'augmentation des prix des logements provient d'une baisse des taux d'intérêt, qui s'inscrit dans la durée et n'est pas assimilée à des anticipations de croissance ralentie, la présence d'un effet de richesse net positif est plus probable. La consommation aura effectivement tendance à s'accroître puisque les gains réalisés par les propriétaires ne sont pas compensés par des pertes subies par les acheteurs potentiels. Il s'impose par conséquent d'identifier l'origine du choc économique sous-jacent aux fluctuations des prix de l'immobilier afin de pouvoir en appréhender, de manière adéquate, les retombées sur la demande agrégée.

Enfin, la hausse des prix des actifs peut exercer un effet positif sur la demande par le canal du crédit. Il existe en effet des asymétries d'information sur le marché du crédit. En raison de la présence de l'aléa moral et de la sélection adverse, les banques exigent, entre autres, des garanties pour se couvrir contre le risque que l'emprunteur ne rembourse pas le prêt contracté. La hausse des prix des actifs affecte ces garanties, atténue les problèmes d'asymétrie d'information et facilite de la sorte le crédit.

Ainsi, la valeur des garanties qu'une entreprise peut proposer augmente avec les cours des actions, ce qui rend le problème de sélection adverse moins important. Parallèlement, une hausse de la valeur de marché de l'entreprise rend aussi moins aigu le problème d'aléa moral – les propriétaires ont moins d'incitants à s'engager dans les projets plus risqués dans la mesure où leurs pertes potentielles, limitées à la valeur des actions qu'ils détiennent dans l'entreprise, sont aussi plus élevées. La hausse des cours des actions incitera donc les institutions financières à consentir plus facilement le crédit et à financer ainsi un surcroît d'investissements.

(1) La théorie du cycle de vie de Modigliani lie la consommation aux revenus calculés sur toute la durée de vie des consommateurs. Puisque ce revenu varie au cours de la vie, les ménages lisseront leur consommation en épargnant pendant la vie professionnelle et en désépargnant à la retraite. Quant à la théorie du revenu permanent de Friedman, elle considère que les revenus subissent des variations aléatoires et temporaires. Friedman décompose le revenu des consommateurs en deux parties : le revenu permanent, d'une part, et le revenu transitoire, d'autre part. Les consommateurs s'attendent à maintenir le premier (une sorte de revenu moyen) alors que le second est perçu comme temporaire (comme un écart par rapport à la moyenne).

(2) Cf. Eugène, Jeanfils et Robert (2003) pour une analyse du cas de la Belgique.

Une hausse des prix de l'immobilier a un effet semblable. Elle augmente la valeur des garanties que les particuliers sont en mesure de fournir aux prêteurs, ce qui rend l'accès au crédit plus facile. L'accroissement du crédit peut, à son tour, venir alimenter davantage la progression des prix sur le marché du logement ou apporter un soutien à la consommation. L'ampleur de l'impact sur la consommation dépendra de la facilité avec laquelle il est possible d'obtenir de la liquidité à la suite de la revalorisation du patrimoine immobilier («house equity withdrawal»), elle-même étant fonction des caractéristiques structurelles des marchés hypothécaires (coûts de transaction, quotité qui peut être empruntée, degré de concurrence). Du côté des banques, une hausse des prix sur le marché du logement abaisse le risque de défaut de paiement de la part des emprunteurs. Les moindres pertes résultant des crédits non remboursés permettent aux banques de s'engager davantage dans les activités de prêt, à fonds propres inchangés, ce qui peut aussi encourager l'investissement.

La stimulation de la demande agrégée par une hausse des prix des actifs peut exercer des pressions inflationnistes. Comme on l'a déjà évoqué, celles-ci peuvent cependant rester contenues et le danger peut plutôt résider dans une éventuelle déflation au moment où éclate une bulle financière. En particulier, une brusque dépréciation des actifs engendre un phénomène d'accélérateur financier : une baisse des prix des actifs rend les banques beaucoup plus prudentes dans l'octroi de crédit. La contraction du crédit et de l'activité peut être encore plus sévère en cas de crise financière, marquée par la faillite d'établissements importants.

1.3 Quelle prise en considération des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire ?

La politique monétaire doit-elle réagir aux larges fluctuations des prix des actifs ? Il semble évident que les autorités monétaires doivent tenir compte de la valeur informative de ces fluctuations dans la poursuite de leurs objectifs macroéconomiques. Ainsi, elles doivent à tout le moins réagir à une hausse des prix des actifs dans la mesure où celle-ci est un indicateur avancé du cycle conjoncturel et des tensions inflationnistes à venir – une mesure difficile à préciser ! – et réagir à un crash dans la mesure de ses conséquences pour l'activité et les prix.

Faut-il une réaction spécifique à la hausse des prix des actifs, au-delà de ce que celle-ci implique comme risque d'inflation ? Cette question est plus controversée. En effet, si le risque n'est pas l'inflation mais l'accumulation de déséquilibres financiers qui pourront conduire à une crise financière, voire une déflation ultérieure, il peut survenir un conflit à court terme entre les objectifs de stabilité des prix et de stabilisation de la croissance et celui de la stabilité financière.

Dans la pratique, les banques centrales sont attentives à des degrés divers aux risques à moyen et long termes dérivés de l'accumulation des déséquilibres financiers. Pour peser le pour et le contre d'une action préventive en période de hausse des prix d'actifs sans tensions inflationnistes, on peut partir des conditions idéales d'une telle action et voir que, dans bien des cas, l'incertitude nécessite une forte dose de jugement.

Il y a tout d'abord lieu d'identifier le caractère « excessif » de la hausse des prix d'actifs, ce qui n'est pas simple, car il est normal que de tels prix, qui incorporent les perspectives de revenus futurs, fluctuent sensiblement. La nature des chocs poussant ces prix à la hausse importe : une hausse durable de la productivité appelle moins de réactions qu'une euphorie spéculative (« bulle »). Les tenants de l'efficacité des marchés récusent l'idée de « bulle » et estiment que la banque centrale ne dispose pas de plus d'informations pour établir une « valeur d'équilibre » que les multiples opérateurs du marché. La banque centrale ne devrait donc pas se préoccuper de la formation de ces prix particuliers mais seulement du niveau général des prix (à la consommation). Selon d'autres, une conjonction d'indicateurs permet cependant parfois de poser avec assez d'assurance le diagnostic de hausse excessive, et surtout de déceler un risque de crise financière. La conjonction d'un écart sensible et croissant des prix des actifs par rapport à leur tendance et d'une vive expansion du crédit serait un signe assez fiable à cet égard.

Si une bulle est en formation, il faut encore établir le pronostic de son évolution : éclatera-t-elle rapidement, auquel cas un resserrement de la politique monétaire serait contre-indiqué, ou risque-t-elle de s'amplifier avant d'éclater ?

Le coût de l'éclatement de la bulle est aussi un motif d'agir. En effet, le retournement abrupt des prix des actifs est généralement suivi d'une chute sensible de la croissance (souvent accompagnée d'une crise bancaire). À cet égard, l'analyse de Detken et Smets (2004) montre que les bulles sur les marchés de l'immobilier, qui suivent assez fréquemment les bulles sur les marchés des actions, semblent être les plus dommageables.

L'action de la banque centrale sera-t-elle efficace? Il se peut que la bulle soit alimentée par une politique monétaire trop accommodante, qui provoque une expansion du crédit et une hausse des prix des actifs avant même que se manifestent des tensions inflationnistes. Dans ce cas, un resserrement de la politique monétaire peut tarir cette source de hausse. Toutefois, l'impact d'un resserrement est incertain et dépend de facteurs psychologiques. Dans certains cas, il faudrait de fortes hausses de taux d'intérêt pour arrêter la bulle, dans d'autres, le resserrement peut provoquer une chute brutale des prix des actifs. L'ampleur du resserrement requis de la politique monétaire détermine d'ailleurs le coût de l'action en termes de frein à l'activité à court terme, voire d'inflation inférieure à l'objectif.

Enfin, un important argument en faveur d'une certaine réaction à la hausse des prix des actifs est que celle-ci restaure une symétrie. En effet, les agents économiques s'attendent à ce que la banque centrale compense les effets d'une chute des prix des actifs, atténuant celle-ci. L'assurance ainsi perçue crée un problème d'aléa moral de nature à favoriser la formation de bulles. Si elle réagit de manière symétrique aux variations excessives des prix des actifs, la banque centrale limite le risque de devoir intervenir lors du mouvement de correction et de favoriser ainsi la reconstitution de nouveaux déséquilibres.

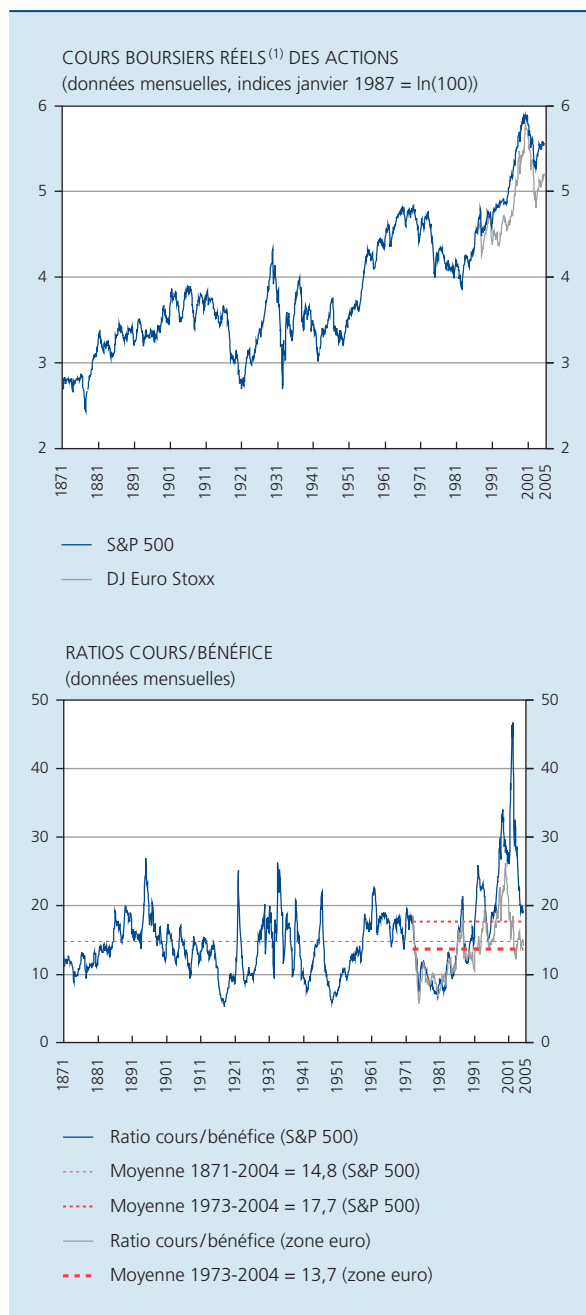
La conduite de la politique monétaire apparaît donc comme une gestion de risques, à un horizon plus ou moins lointain. Il va de soi que les conditions idéales d'une action visant à prévenir la formation ou l'amplification d'une bulle financière alors qu'il n'y a guère de tensions inflationnistes ne sont jamais remplies. Il est donc rare que des actions décisives soient entreprises dans ce seul but, étant donné leur coût immédiat et leur bénéfice incertain. En revanche, les évolutions des prix des actifs sont généralement prises en compte dans une mesure limitée dans les délibérations des autorités monétaires et peuvent faire l'objet d'interventions verbales.

2. Les cours des actions aux États-Unis et dans la zone euro

Durant les vingt dernières années, les cours des actions ont subi de larges fluctuations, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Ces mouvements ont été assez similaires en raison de l'intégration accrue des marchés financiers.

Après une forte chute à la fin de 1987⁽¹⁾, les cours des actions ont progressivement effacé les pertes pour revenir, à la fin de 1989, à leurs niveaux respectifs d'avant le crash du «Black Monday». Au début des années nonante, le ralentissement conjoncturel a de nouveau entraîné les

GRAPHIQUE 1 COURS DES ACTIONS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



Sources : Shiller (2000), Bisciari, Durré et Nyssens (2003), Datastream.
(1) Données déflatées par l'indice des prix à la consommation.

cours des actions à la baisse, certes de manière un peu moins abrupte mais plus prolongée, en particulier dans la zone euro. Si les cours ont repris de la vigueur ensuite, leur progression entre février 1991 et décembre 1994 a été globalement modérée, tout en présentant une plus

(1) Le 19 octobre 1987, surnommé le «Black Monday», l'indice S&P 500 a perdu un peu plus de 20 p.c. de sa valeur, soit la plus forte baisse qu'il ait jamais enregistré en une seule séance.

grande volatilité sur le Vieux Continent, avec une croissance annuelle, en termes réels, de 3,2 p.c. aux États-Unis et de 3,9 p.c. dans la zone euro. Or, à partir du milieu des années nonante, la tendance sous-jacente a radicalement changé et a donné lieu, abstraction faite d'un tassement provoqué par les déconvenues du LTCM⁽¹⁾ sur fond de la crise financière en Russie au second semestre de 1998, à une des plus longues périodes d'expansion observées sur les marchés boursiers. En effet, entre décembre 1994 et août 2000, l'indice S&P 500 a enregistré une progression soutenue durant laquelle les prix des actions ont été multipliés par un facteur proche de 3 en termes réels, soit une croissance annuelle de presque 20 p.c. sur une période un peu inférieure à six ans. Dans la zone euro, la période d'expansion des cours a démarré d'un niveau moins élevé et un peu plus tard, en mars 1995, tandis que le pic a été atteint un peu plus tôt, en mars 2000, de sorte que l'indice DJ Euro Stoxx a progressé au cours de ces cinq années de près de 28 p.c. l'an. L'exubérance, asphyxiée petit à petit par les avertissements sur les profits, surtout de la part des entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication dans un premier temps, en prévision d'un retournement conjoncturel, a cédé la place, comme souvent dans l'histoire, au retournement abrupt des cours que d'aucuns qualifient d'éclatement de la bulle financière. Ainsi, au début de 2003, les cours des actions de part et d'autre de l'Atlantique sont revenus, en termes réels, à leurs niveaux respectifs de la fin de 1996. Néanmoins, depuis le point bas atteint au premier trimestre 2003, les cours ont emprunté, jusqu'au début de 2004, un nouveau sentier de croissance rapide, affichant des taux de croissance proches de 35 p.c. l'an des deux côtés de l'Atlantique. Les cours se sont toutefois stabilisés après ce rebond aux États-Unis, tandis qu'ils ont connu, entre février 2004 et juin 2005, une progression modérée d'environ 7 p.c. par an dans la zone euro. Le retrait progressif du stimulus monétaire aux États-Unis par la Réserve fédérale et une conjoncture encore hésitante dans la zone euro ont sans doute contribué à ce ralentissement du rythme de croissance des cours boursiers.

La forte hausse des cours des actions pendant la seconde moitié des années nonante représentait-elle la formation d'une bulle financière ? Si oui, celle-ci est-elle entièrement dégonflée ou la valorisation actuelle des actions est-elle encore excessive ? Il n'existe pas de réponse univoque à ces questions, comme le montre l'analyse de l'évolution des cours eux-mêmes, des cours rapportés à d'autres variables (ratios financiers) et de la conjonction des cours et des agrégats de crédit.

Toute hausse soutenue des prix ne constitue pas nécessairement une bulle, définie comme une flambée nourrie par des anticipations de cours encore plus élevés demain, alors que les variables fondamentales ne semblent pas les justifier. Comme on l'a déjà souligné, l'identification des bulles est difficile, que cela soit ex ante ou même ex post. Il arrive souvent que l'évolution favorable des facteurs fondamentaux, comme la hausse de la productivité, surtout si elle est perçue comme durable, ou des taux d'intérêt considérés comme durablement plus bas, donne lieu à un optimisme exagéré dans le chef des acteurs du marché, conduisant à une euphorie boursière. La question est alors de savoir dans quelles proportions le rationnel et l'irrationnel s'entremêlent. Ex post, toute hausse soutenue n'est pas forcément suivie par une correction prolongée des cours. En particulier, contrairement aux corrections boursières qui ont suivi les pics de septembre 1929 et février 1937, le repli des cours de 1956 et le crash de 1987 n'ont pas produit de corrections durables, de sorte qu'on peut douter qu'ils aient représenté l'éclatement d'une bulle spéculative.

Une approche fréquemment utilisée en pratique pour juger de la sur- ou sous-évaluation des actions consiste à recourir aux ratios financiers, tels le ratio cours/dividende ou le ratio cours/bénéfice⁽²⁾. Ce dernier, le plus souvent utilisé, se rattache comme suit à la formule de Gordon et Shapiro mentionnée précédemment (équation 2) :

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{D_0}{B_0} \times \frac{1+g}{r+\sigma-g} \quad (3)$$

où B_0 représente le dernier bénéfice.

Ces ratios sont en effet très utiles parce que, d'une part, ils lient les évolutions des cours des actions aux variables fondamentales et, d'autre part, ils présentent, sur des périodes plus ou moins longues, une tendance de « retour vers la moyenne ». Ainsi, une valeur extrême d'un ratio suggère que soit le numérateur, soit le dénominateur, voire les deux, doivent s'ajuster de manière à ramener le ratio à des niveaux plus proches de sa moyenne historique. Néanmoins, leur capacité prédictive des évolutions futures des cours boursiers demeure entachée d'une grande incertitude.

(1) LTCM (Long-Term Capital Management) avait compté parmi les plus importants « hedge funds » aux États-Unis. Ses déconvenues ont résulté d'un pari qui s'est révélé faux. Constatant un écart « anormalement » élevé entre les prix des bons d'État américain et les obligations d'entreprises, le fonds a pris des positions massives à la baisse de cet écart. Or, l'effondrement du système financier en Russie, en août 1998, a poussé cet écart dans le sens contraire.

(2) Le ratio q de Tobin, dont il a déjà été question, peut, lui aussi, fournir une référence utile. Les données manquent cependant pour la zone euro. Bisciari, Durré et Nyssens (2003) montrent que le q de Tobin semble mieux prédire les points de retournement des cours des actions américaines que le ratio cours/bénéfice.

À titre d'exemple, la moyenne historique, calculée sur la période allant de janvier 1871 à décembre 2004, du ratio cours/bénéfice relatif à l'indice S&P 500 s'élève à une valeur proche de 15, généralement retenue comme la valeur de référence indiquant que l'action n'est ni trop chère, ni trop bon marché⁽¹⁾. Le ratio cours/bénéfice a « correctement » signalé la surévaluation des actions, présageant ainsi un repli des cours, en septembre 1929 et août 1987, lorsqu'il a atteint des valeurs de respectivement 20,2 et 21,4. Il en était de même en août 2000, lorsqu'il s'est élevé à 28, quoique en retrait par rapport au record de l'époque (34 en avril 1999). En revanche, en février 1937, avant une forte correction des cours (dans la mesure où les gains engrangés cinq ans avant le pic ont été complètement effacés au cours des cinq années suivantes), le ratio n'a été que modestement supérieur à la valeur de référence, affichant seulement un niveau de 16,8. Lors du pic de l'indice S&P 500 en juillet 1956, précédant une correction, il est vrai modérée, des prix des actions, le ratio s'était situé à un niveau quelque peu inférieur à sa moyenne historique, soit 13,7. En outre, il a aussi donné des « fausses alertes », comme par exemple en décembre 1921 (25,2), en juillet 1933 (26,3), en mars 1992 (25,1) ou en mars 2002 (46,2). En effet, ces remontées en flèche résultaient avant tout d'une forte baisse des bénéfices de caractère temporaire. En conclusion, ce ratio fournit sans aucun doute une indication de la sur- ou sous-évaluation des cours boursiers mais il signale davantage la possibilité d'une correction qu'un moment précis de retournement. Une valeur extrême ne présage pas automatiquement l'effondrement des cours.

L'utilisation des ratios financiers à des fins prédictives présuppose qu'ils continuent à fluctuer à l'intérieur d'un intervalle relativement stable, sans rester durablement aux niveaux extrêmes. Jusqu'au milieu des années nonante, l'intervalle dans lequel évoluait le ratio cours/bénéfice correspondant à l'indice S&P 500 semblait être symétrique autour de sa moyenne historique. La longueur et l'ampleur de la dérive observée depuis lors sont troublantes. Même s'il n'est pas impossible que la « valeur d'équilibre » de long terme ait quelque peu augmenté sous l'effet d'une diminution de la prime de risque, et si les écarts par rapport à cette valeur peuvent se révéler assez persistants, les hauts niveaux atteints par le ratio cours/bénéfice au début de 2000 étaient probablement la manifestation d'une « bulle ».

(1) Cette valeur de 15 est aussi la moyenne de 1926-1997, période pour laquelle elle correspond aux valeurs moyennes suivantes des variables de l'équation (3) (cf. Wibaut, 2000):

$$D/B = 50 \text{ p.c.}$$

$$r \text{ nominal} = 5,25 \text{ p.c. (} r \text{ réel} = 3 \text{ p.c.)}$$

$$g \text{ nominal} = 4,2 \text{ p.c. (} g \text{ réel} = 1,9 \text{ p.c.)}$$

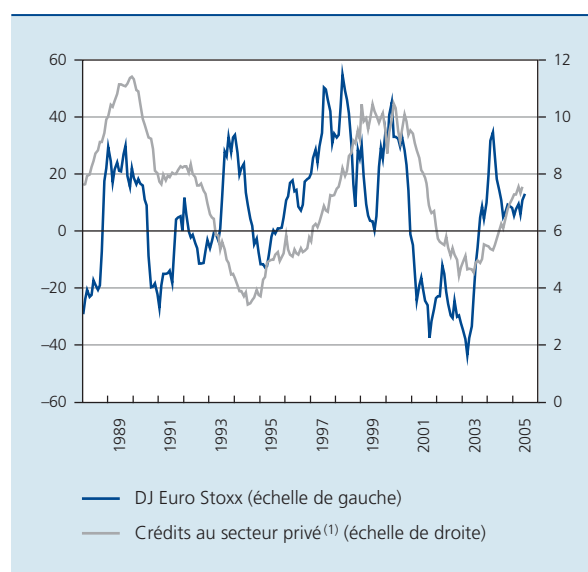
$$\sigma = 2,3 \text{ p.c.}$$

Les données relatives à la zone euro ne remontent pas aussi loin dans le temps. Sur la période 1973-2004, les moyennes du ratio cours/bénéfice dans la zone euro et aux États-Unis s'élèvent respectivement à 13,7 et 17,7. À la fin du premier semestre 2005, le ratio était proche de cette moyenne sur le Vieux Continent et encore quelque peu supérieur outre-Atlantique.

Dans une optique de détection d'un danger de crise, l'examen de la progression des crédits peut fournir des indices utiles. La conjonction d'une croissance rapide des crédits et d'une hausse soutenue des cours boursiers, souvent accompagnée par des niveaux anormalement bas de l'écart entre les taux de rendement des obligations d'entreprises et des emprunts d'État, pourrait présager l'accumulation des déséquilibres financiers et signaler ainsi le risque accru non seulement d'un repli des cours mais aussi d'un reflux du crédit, avec un ralentissement de la croissance économique, voire une récession, à la clé. Ce mécanisme semble, du moins en partie, avoir joué un rôle lors de l'expansion économique à la fin des années quatre-vingt, qui a été suivie d'un repli conjoncturel au début des années nonante. Plus récemment encore, il a sans doute été à l'œuvre lors du boom économique et boursier à la fin des années nonante, qui a débouché sur une chute en 2000. Dans cet ordre d'idées, si la reprise du crédit observée depuis le début de 2003 devait s'accélérer et s'accompagner à nouveau d'une hausse prolongée et soutenue des cours des actions,

GRAPHIQUE 2 COURS DES ACTIONS ET CRÉDIT DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle)



Sources : BCE, Datastream.

(1) Prêts des établissements de crédit de la zone euro au secteur privé résident.

elle constituerait le signe d'une possible accumulation de déséquilibres sur le marché boursier.

3. Les prix de l'immobilier dans la zone euro

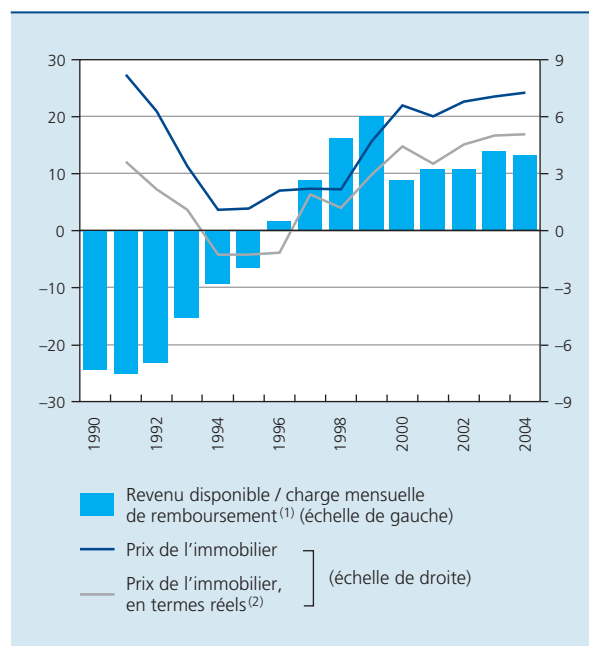
En ce qui concerne les prix de l'immobilier, il est aussi extrêmement difficile d'identifier une bulle avant que celle-ci n'ait éclaté. En effet, une forte hausse des prix de l'immobilier n'est pas nécessairement synonyme de développement d'une bulle, surtout si elle résulte d'une vive progression de la demande de logements, alimentée elle-même par l'évolution favorable de facteurs fondamentaux. Dans la zone euro, l'identification est par ailleurs compliquée par le fait qu'il n'existe pas de données nationales harmonisées sur les prix moyens de l'immobilier. Toute comparaison internationale – et donc aussi l'interprétation du taux de croissance moyen pondéré pour la zone euro – doit dès lors être effectuée avec prudence. Les séries temporelles relatives à l'indice des prix de l'immobilier utilisées dans le cadre du présent article ont été calculées par la BCE sur la base de séries nationales, harmonisées autant que possible et concernant la période comprise entre 1990 et 2004⁽¹⁾.

Le rythme de progression moyen des prix de l'immobilier dans la zone euro s'est élevé à 7,2 p.c. en 2004, soit un niveau en ligne avec les taux de croissance de 6 à 7 p.c. enregistrés depuis 2000. Cette période d'envol des prix de l'immobilier a toutefois suivi une période de faible hausse des prix – 2 p.c. en moyenne entre 1992 et 1998 – et peut donc en partie être considérée comme un mouvement de rattrapage. Compte tenu de l'évolution de l'inflation dans la zone euro, la hausse récente des prix de l'immobilier (5 p.c. en termes réels) est la plus élevée des quatorze dernières années. Des estimations effectuées sur la base de séries temporelles, moins harmonisées, de la BRI font toutefois apparaître que le rythme du renchérissement est demeuré sensiblement inférieur à celui de la fin des années quatre-vingt. Si l'on part du principe qu'un scénario semblable à celui du passé se répétera dans l'avenir, on sera tenté de conclure qu'il n'y a pas de danger immédiat d'une forte retombée du rythme de progression moyen des prix de l'immobilier dans la zone euro. L'effet cumulé des hausses des cinq dernières années n'en reste pas moins substantiel. Il convient dès lors de vérifier dans quelle mesure les évolutions récentes pourront se poursuivre à plus long terme.

(1) Les divergences qui subsistent entre les séries nationales concernent principalement les logements considérés (maisons et/ou appartements, neufs uniquement ou tous logements confondus) et la méthode de correction utilisée pour tenir compte des variations de qualité.

GRAPHIQUE 3 ÉVOLUTION DES PRIX DE L'IMMOBILIER DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources : CE, OCDE, BCE.

(1) Écart, en pourcentages, par rapport au niveau moyen de la période 1990-2004.

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

Dans cette perspective, une première étape consiste à mettre en relation l'évolution des prix de l'immobilier avec ses déterminants principaux. Dans la mesure où l'offre de logements s'adapte relativement lentement aux conditions du marché, cette évolution est généralement déterminée par la demande. La suite de cette section porte essentiellement sur l'incidence à ce niveau du revenu disponible et des taux d'intérêt hypothécaires. Lorsqu'une hausse des prix de l'immobilier est principalement due à une augmentation du revenu disponible et/ou à un repli des taux d'intérêt hypothécaires, l'acquisition d'un logement plus onéreux n'absorbe pas une plus grande part du budget du ménage et un logement moyen reste donc financièrement abordable.

Une mesure simple, souvent usitée, du caractère abordable de l'accès au logement est le rapport entre le revenu disponible et la charge mensuelle de remboursement d'un crédit hypothécaire. Entre 1991 et 1999, cet indicateur grossier de l'accessibilité financière a fortement augmenté, à la suite de la faible hausse des prix de l'immobilier et de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires. Depuis 2000, les prix de l'immobilier ont certes augmenté beaucoup plus rapidement que dans les années nonante,

mais la poursuite du repli des taux d'intérêt hypothécaires en a largement compensé l'incidence négative sur l'accessibilité financière. Cette dernière a par conséquent fluctué au cours des cinq dernières années aux alentours d'un niveau toujours largement supérieur au niveau moyen de la période comprise entre 1990 et 2004. Il semble dès lors ne pas être question d'une surévaluation globale du marché de l'immobilier dans la zone euro.

Deux éléments éclairent toutefois cette conclusion sous un autre angle. D'une part, les taux d'intérêt exceptionnellement bas ne peuvent pas être considérés comme un acquis et il y a lieu de tenir compte des risques inhérents à une hausse future des taux d'intérêt hypothécaires. D'autre part, les prix de l'immobilier ont augmenté beaucoup plus vivement dans plusieurs pays de la zone euro que la moyenne, de sorte que l'éventualité d'une surévaluation du marché de l'immobilier dans ces pays doit être analysée de manière plus approfondie. Les sous-sections qui suivent examinent ces points plus en détail, avant de s'intéresser à la situation sur le marché belge de l'immobilier.

3.1 Le risque d'une remontée des taux d'intérêt hypothécaires

Bien qu'il faille tenir compte assurément du fait que la baisse des taux d'intérêt hypothécaires, par rapport au niveau atteint dans les années quatre-vingt, a accru l'accessibilité financière, cet effet positif ne peut pas pour autant être considéré comme permanent dans sa totalité. Une partie seulement de cette baisse est en effet de type structurel, plus particulièrement celle qui découle de la crédibilité accrue de la politique monétaire. Plusieurs facteurs exceptionnels ont cependant contribué à ce que les taux d'intérêt hypothécaires se situent dans la période récente à un niveau historiquement bas, et il est dès lors peu probable que cette situation se maintienne dans les années à venir. Dès que les taux d'intérêt hypothécaires commenceront à augmenter, l'accessibilité financière d'un logement moyen diminuera assez rapidement, à moins que cette remontée des taux n'entraîne un ralentissement considérable du rythme de progression des prix de l'immobilier.

En guise d'illustration de l'incidence d'une remontée progressive des taux d'intérêt hypothécaires, le scénario suivant a été ébauché. Il repose sur l'hypothèse d'une remontée des taux de 5 p.c. en 2004 à 7 p.c. en 2008, tandis que les prix de l'immobilier comme le revenu disponible continueraient à s'accroître au taux de croissance moyen des six dernières années, à savoir respectivement 6,4 et 3,7 p.c. Dans un tel scénario, l'accessibilité

financière d'un logement moyen tomberait dès 2006 au niveau moyen de la période 1990-2004 et se situerait en 2008 plus de 10 p.c. en deçà de cette moyenne. Pour éviter une telle diminution de l'accessibilité financière, les prix de l'immobilier devraient baisser de 0,2 p.c. par an au cours des quatre prochaines années dans la zone euro.

Il ne faut dès lors certainement pas sous-estimer l'incidence d'une remontée progressive des taux d'intérêt hypothécaires. D'une part, l'accroissement des charges de remboursement des crédits hypothécaires ralentira la consommation privée. Cet effet direct se fera surtout ressentir chez les particuliers qui ont conclu un emprunt à taux variable et qui devront donc affecter une plus grande part de leur revenu au paiement des charges d'intérêts. D'autre part, la demande moins dynamique de logements exercera probablement un effet modérateur sur le rythme de hausse des prix de l'immobilier et ensuite, par un effet de richesse, sur la consommation et les investissements. L'ampleur de cet effet indirect pour la zone euro est toutefois nettement plus incertaine. Comme il n'y a, à l'heure actuelle, guère d'indications claires d'une surévaluation globale du marché de l'immobilier, le ralentissement se fera probablement plutôt d'une manière graduelle. Des études empiriques montrent en outre que l'évolution des prix de l'immobilier n'a que peu d'influence sur la consommation privée dans les grands pays de la zone euro⁽¹⁾.

3.2 La hausse marquée des prix de l'immobilier en Espagne, en Irlande et en France

Les prix de l'immobilier ont connu des évolutions fort divergentes au cours de ces dernières années au sein de la zone euro. Alors qu'en Allemagne un logement moyen se vendait en 2004 à un prix inférieur à celui de 1998, des taux de croissance moyens de 10 p.c. par an et plus ont été observés dans l'intervalle en Espagne, en Irlande et en France, par exemple. La Belgique se situe, quant à elle, dans la moyenne de la zone euro, la hausse annuelle des prix de l'immobilier atteignant 6,4 p.c. en moyenne entre 1998 et 2004. Néanmoins, ces évolutions très divergentes ne signifient pas que le marché du logement était surévalué en 2004 en Espagne, en Irlande et en France, ni qu'il était sous-évalué en Allemagne. Elles peuvent en effet être partiellement attribuées à des différences au niveau des facteurs macroéconomiques fondamentaux. Reste cependant à savoir si une hausse annuelle de 10 p.c. et plus est soutenable à terme.

(1) Cf. notamment Catte et al. (2004).

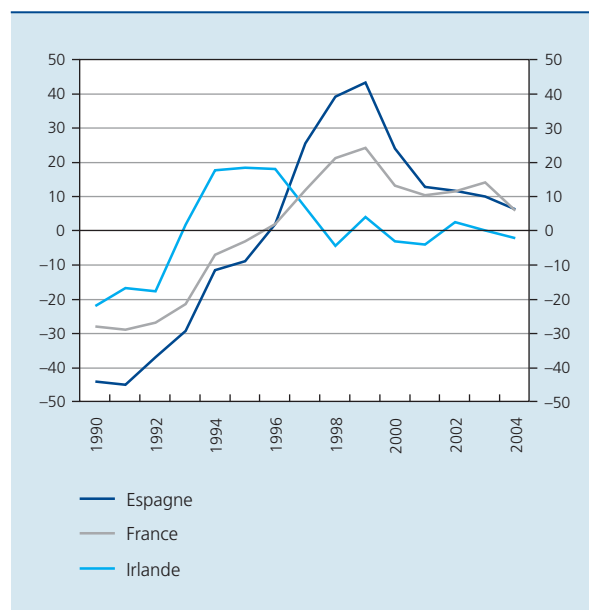
La plus forte augmentation des prix de l'immobilier de la zone euro a été constatée, ces dernières années, en Espagne. Même si le rythme de progression a quelque peu ralenti en 2004, s'établissant à 17,3 p.c. contre 17,6 p.c. en 2003, la tendance demeure plutôt orientée à la hausse. Le prix d'un logement a en effet progressé, en moyenne, de 15,3 p.c. par an entre 1998 et 2004 en Espagne. Cette augmentation extrêmement marquée peut s'expliquer, en partie, par plusieurs évolutions macroéconomiques. Ainsi, la croissance économique supérieure à la moyenne a sans doute contribué à augmenter le revenu disponible des Espagnols. La demande de logements (tant principaux que secondaires) a dès lors crû plus fortement que dans la plupart des autres pays de la zone euro. En outre, elle a été aussi soutenue par la poursuite du repli des taux d'intérêt hypothécaires et la plus grande disponibilité de crédits à long terme. Martínez Pagés et Maza (2003) montrent que le faible rendement des actions ces dernières années a également exercé une pression à la hausse sur les prix de l'immobilier. Enfin, le prix d'un logement moyen n'ayant augmenté que de 1,5 p.c. par an entre 1991 et 1998, les hausses récentes des prix peuvent aussi être partiellement considérées comme un mouvement de rattrapage. En Irlande, les prix de l'immobilier se sont également très fortement appréciés ces dernières années, même si le rythme de croissance a été quelque peu inférieur en 2004 à celui de 2003. Certes, les prix de l'immobilier ont progressé nettement moins vite ces dernières années qu'au cours du pic de l'année 1998 (où la croissance a atteint 28,6 p.c.). Mais le prix d'un logement moyen s'est accru de 13,5 p.c. par an en Irlande entre 1998 et 2004. Cette vive progression s'explique par la robustesse de la croissance économique et la continuation de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires. En outre, McQuinn (2004) a mis en évidence un lien positif entre le renchérissement des prix de l'immobilier, d'une part, et la forte immigration ainsi que la propension accrue des banques à accorder des crédits hypothécaires plus importants, d'autre part. En France, enfin, la forte hausse des prix de l'immobilier est plus récente. Après un renchérissement considérable en 1990, l'indice des prix de l'immobilier n'y a guère augmenté durant les années qui ont suivi. Ce n'est que depuis 1998 que le rythme de hausse a graduellement progressé, pour s'établir à 15 p.c. en 2004, soit le deuxième taux de croissance en importance dans la zone euro. La forte demande de logements en France apparaît être essentiellement due à la croissance économique soutenue de la fin des années nonante et aux conditions de financement favorables. Conjuguée à une faible croissance de l'offre immobilière, cette demande a exercé une pression à la hausse sur le prix d'un logement moyen en France.

L'accessibilité financière d'un logement moyen a sensiblement augmenté durant la majeure partie des années nonante en Espagne et en France. Non seulement les prix de l'immobilier ont progressé moins vite que le revenu disponible, mais la baisse des taux d'intérêt hypothécaires a aussi permis à plus de particuliers qu'auparavant d'acheter un logement. Cette accessibilité financière a toutefois diminué dans les deux pays depuis 2000, sous l'effet de la hausse plus sensible des prix de l'immobilier. Elle est néanmoins toujours supérieure, jusqu'à présent, au niveau moyen de la période 1990-2004. La situation est quelque peu différente en Irlande. La forte appréciation de l'immobilier y a commencé plus tôt, de sorte que l'amélioration de l'accessibilité s'est interrompue plus rapidement, dès 1995. Sous l'effet de la hausse soutenue des prix de l'immobilier, l'accessibilité s'est ensuite réduite assez sensiblement et a fluctué à partir de 1997 dans une fourchette relativement étroite autour du niveau moyen observé entre 1990 et 2004.

Dans ces trois pays, la mesure d'accessibilité financière d'un logement moyen utilisée dans le présent article est restée supérieure ou proche du niveau moyen de la période 1990-2004. Ainsi, les évolutions récentes de l'indice des prix de l'immobilier en Espagne, en France et en Irlande ne paraissent pas indiquer de manière univoque

GRAPHIQUE 4 ÉVOLUTION DE L'ACCESSIBILITÉ FINANCIÈRE D'UN LOGEMENT ⁽¹⁾

(écart par rapport au niveau moyen de la période 1990-2004, pourcentages)



Sources : OCDE, BCE.

(1) Rapport entre le revenu disponible et la charge mensuelle de remboursement.

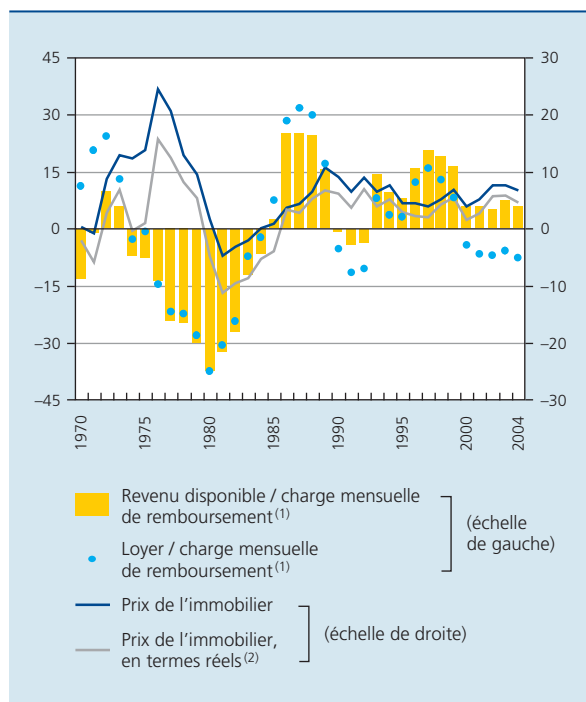
une surévaluation du marché de l'immobilier. Cette conclusion n'est toutefois pas toujours confirmée par des estimations empiriques plus complexes. Même si Bessone, Heitz et Boissinot (2005) concluent que le marché français de l'immobilier n'est pas (encore) surévalué, des études relatives à l'Espagne et à l'Irlande déduisent que les hausses récentes de prix comportent bel et bien des risques. S'agissant de l'Irlande, la plupart des modèles semblent, certes, indiquer que le marché de l'immobilier n'est pas surévalué, mais la banque centrale est néanmoins préoccupée par la progression très marquée de l'endettement des particuliers, qui est allée de pair avec la forte hausse des prix de l'immobilier. En ce qui concerne l'Espagne, Martínez Pagés et Maza (2003), ainsi qu' Ayuso et Restoy (2003), constatent même que le prix d'un logement moyen en Espagne était déjà supérieur à sa valeur d'équilibre en 2002. L'ampleur de la surévaluation estimée est fortement tributaire des modèles utilisés, mais dans aucun d'entre eux, l'écart n'est particulièrement important d'un point de vue historique. Il n'en demeure pas moins vrai que l'incidence économique d'une éventuelle correction des prix de l'immobilier peut être substantielle. Pour évaluer les risques, il convient par ailleurs de tenir compte du fait que les taux d'intérêt hypothécaires ne se maintiendront sans doute pas à un niveau aussi bas dans le futur. Dans la mesure où une remontée des taux d'intérêt hypothécaires ne coïncide généralement pas avec une modération suffisamment importante des prix de l'immobilier, l'accessibilité financière d'un logement moyen devrait rapidement diminuer.

3.3 L'évolution des prix de l'immobilier en Belgique

En Belgique, la hausse annuelle de l'indice des prix de l'immobilier est revenue de 7,8 p.c. en 2003 à 6,8 p.c. en 2004. Même si, en 2004, le rythme de progression a été supérieur à la moyenne des cinq années précédentes, il est toutefois demeuré largement en deçà des pics qui avaient été atteints en 1976 et 1977. L'indice des prix de l'immobilier a enregistré en Belgique des fluctuations beaucoup plus importantes pendant les années septante et quatre-vingt que par la suite. Durant la première moitié des années septante, le rythme de progression des prix de l'immobilier n'a cessé de croître en Belgique, pour atteindre plus de 10 p.c. en moyenne au cours de la période comprise entre 1976 et 1978, même après correction pour l'inflation. Cette hausse a fait suite à une période de très forte inflation qui a sans doute incité un très grand nombre de particuliers à investir dans l'immobilier, considéré comme une bonne assurance contre la dépréciation de la monnaie. Une substantielle correction s'est produite ensuite, provoquée notamment par une vive hausse des taux d'intérêt hypothécaires. Depuis 1990, la

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTION DES PRIX DE L'IMMOBILIER EN BELGIQUE

(pourcentages de variation annuelle, sauf mention contraire)



Sources : CE, OCDE, Stadim, BNB.

(1) Écart, en pourcentages, par rapport au niveau moyen de la période 1970-2004.

(2) Données déflatées au moyen du déflateur des dépenses de consommation finale des particuliers.

hausse annuelle des prix de l'immobilier fluctue entre 4 et 9 p.c.

Ces dix-huit dernières années, les prix de l'immobilier en Belgique ont augmenté de manière systématique plus rapidement que le revenu disponible des particuliers. Cela peut s'expliquer en partie par la vigueur de la demande de logements à la suite du repli des taux d'intérêt hypothécaires, mais la rareté des terrains à bâtir a, elle aussi, indéniablement contribué à l'accélération de la demande de logements existants. L'accessibilité financière d'un logement moyen s'est toutefois améliorée, parce que la hausse des prix de l'immobilier a été plus que compensée par la sensible baisse des taux d'intérêt hypothécaires pendant les années nonante. À la fin des années nonante, un logement moyen était même financièrement plus accessible que dans les années septante et quatre-vingt, exception faite des années 1986 à 1988. Depuis lors, l'accessibilité financière a à nouveau légèrement diminué, mais elle se situait en 2004 toujours au-delà du niveau moyen de la période comprise entre 1970 et 2004. Il ne semble dès lors

pas être véritablement question d'une surévaluation du marché belge de l'immobilier.

Une comparaison de l'évolution du loyer avec celle de la charge de remboursement d'un crédit hypothécaire peut, elle aussi, fournir des indications quant à une éventuelle surévaluation du marché de l'immobilier en Belgique. Ainsi, dans les années septante et quatre-vingt, le rapport entre le loyer et la charge de remboursement a affiché d'assez grandes fluctuations, qui reflétaient principalement les évolutions des prix de l'immobilier⁽¹⁾. Après que ce rapport eut fortement diminué entre 1972 et 1980, une correction substantielle a eu lieu au cours des sept années suivantes. Depuis 1990, le rapport entre le loyer et la charge de remboursement fluctue au sein d'une fourchette relativement étroite, même s'il a encore diminué ces dernières années. En 2004, il se situait en deçà du niveau moyen de la période comprise entre 1970 et 2004, ce qui indique que la situation actuelle n'est pas dénuée de risques.

L'accessibilité financière d'un logement diminuera en outre assez vite dès que les taux d'intérêt hypothécaires commenceront à augmenter, à moins que cela ne donne lieu à un ralentissement substantiel du rythme de progression de l'indice des prix de l'immobilier. L'incidence sur la consommation privée en Belgique demeurera toutefois probablement limitée. D'une part, des limites ont clairement été fixées à la révision maximale des taux d'intérêt d'un crédit hypothécaire assorti d'un taux variable, de sorte que l'augmentation des charges d'intérêts des particuliers restera probablement assez limitée. D'autre part, Eugène, Jeanfils et Robert (2003) n'ont pas trouvé pour la Belgique d'indice d'un effet de richesse significatif des prix de l'immobilier. Néanmoins, on ne peut exclure le risque de conséquences économiques négatives d'une hausse des taux d'intérêt hypothécaires et d'une modération des prix des logements.

4. Prix des actifs et politique monétaire de l'Eurosystème

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté une stratégie de politique monétaire caractérisée par une orientation à moyen terme et une action anticipatrice basée sur l'exploitation de toute l'information disponible dans un cadre structuré. Les évolutions des prix des actifs n'échappent donc pas à son attention et interviennent dans ses délibérations – sans faire l'objet d'un quelconque ciblage, bien entendu⁽²⁾.

Le cadre d'analyse des risques pesant sur la stabilité des prix comporte un pilier « économique » et un pilier « monétaire ». L'analyse économique vise à évaluer les pressions à la hausse et à la baisse que l'interaction de l'offre et de la demande et l'évolution des coûts exercent sur les prix à court et moyen termes. Dans les projections macroéconomiques établies régulièrement à l'horizon de deux ans, les évolutions des prix des actifs sont prises en compte dans la mesure de leurs effets « normaux », tels que les effets de richesse. Les risques associés à d'éventuels déséquilibres financiers sont plus difficiles à incorporer dans les projections étant donné la difficulté d'en préciser la probabilité et l'ampleur.

L'analyse monétaire sert davantage à évaluer les risques à moyen et long termes pour la stabilité des prix. À l'origine, l'accent était placé sur la croissance de M3, comme indicateur précurseur des tensions inflationnistes, étant donné l'observation d'une relation assez stable, à moyen terme, entre M3 et les prix à la consommation dans la zone euro au cours de la période 1980-1998. Cependant, la croissance monétaire très prononcée observée de 2001 à 2003, motivée surtout par une forte augmentation de la préférence pour la liquidité dans une période d'incertitude, ne s'est pas traduite par des pressions inflationnistes. Sans doute les agrégats monétaires sont-ils de plus en plus tributaires de considérations de portefeuille et leur incidence sur l'activité et les prix passe-t-elle davantage via les marchés financiers. C'est pourquoi l'analyse monétaire s'est élargie et affinée. Le suivi d'un ensemble d'indicateurs relatifs à la monnaie et au crédit, conjointement à des indicateurs de surévaluation des prix des actifs, permet notamment d'évaluer le risque qu'une politique monétaire expansionniste provoque une accumulation de déséquilibres financiers.

En ce qui concerne l'évolution récente des prix des actifs, il n'apparaît pas de surévaluation flagrante des cours des actions dans la zone euro. Cependant, en dépit de son repli au cours de ces dernières années, le ratio cours/bénéfice semble encore élevé aux États-Unis dans une perspective historique et une éventuelle baisse des cours des actions américaines pourrait affecter les bourses de la zone euro. Les fluctuations des prix de l'immobilier sont généralement moins amples mais peuvent être plus dommageables. La hausse des prix des logements ne

(1) Le loyer ne suit généralement les évolutions survenues sur le marché de l'immobilier qu'avec un important retard. La majorité des loyers dus pour une année donnée concerne, en effet, des contrats existants qui ne s'alignent que sur l'évolution de l'indice des prix à la consommation. Dans la mesure où seul le loyer des nouveaux contrats peut être adapté en fonction du changement de situation sur le marché de l'immobilier, seules les augmentations très marquées sont susceptibles d'affecter l'indice total des loyers.

(2) Cf. BCE (2005).

semble pas excessive en moyenne dans la zone euro, mais il existe un écart considérable entre l'Allemagne, où les prix baissent, et des pays comme l'Espagne, la France et l'Irlande, où leur hausse est vive. Dans ces derniers pays, la hausse des prix s'explique surtout par des facteurs fondamentaux. Parmi ceux-ci figure cependant le bas niveau des taux d'intérêt, qui est certes en partie structurel, dans la mesure où la crédibilité de l'Eurosystème rend improbable un retour aux niveaux observés au cours des années quatre-vingt et au début des années nonante, mais qui est sans doute aussi en partie temporaire.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE n'a donc guère de raison de resserrer la politique monétaire dans le seul but de stopper une bulle financière, mais il reste vigilant quant aux conséquences du maintien des taux d'intérêt à bas niveau sur la liquidité, le crédit et les prix des actifs, en particulier des logements. Étant donné que la politique monétaire unique ne peut être utilisée pour résoudre des problèmes nationaux, les évolutions des prix de l'immobilier spécifiques à certains pays, si elles sont jugées excessives, peuvent aussi faire l'objet de mesures de la part d'autorités nationales, visant par exemple à augmenter l'offre de logements ou à modifier les dispositions fiscales qui stimulent la demande.

Bibliographie

- Ayuso J. et F. Restoy (2003), *House prices and rents: An equilibrium asset pricing approach*, Banco de España, working paper 0304.
- Baugnet V., D. Cornille et M. Druant (2003), « Le marché belge du logement dans une perspective européenne », *Revue économique de la BNB*, 2^e trimestre, 37-52.
- BCE (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, Frankfurt am Main.
- BCE (2005), « Les bulles des prix d'actifs et la politique monétaire », *Bulletin mensuel*, avril, 49-64.
- Bessone A.-J., B. Heitz et J. Boissinot (2005), « Are we seeing a bubble on the French housing market? », *Conjoncture in France*, mars, 9-16.
- Bisciari P., A. Durré et A. Nyssens (2003), *Stock market valuation in the United States*, BNB, working paper 41.
- Bordo M. D. et O. Jeanne (2002), « Monetary policy and asset prices: Does "benign neglect" make sense? », *International Finance*, 5 (2), 139-164.
- Bordo M. D. et C. Wheelock (2004), « Monetary policy and asset prices: A look back at past U.S. stock market booms », *Federal Reserve of St. Louis Review*, 86 (6), 19-44.
- Borio C. et Ph. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS, working paper 114.
- Borio C. et Ph. Lowe (2003), « Monetary policy: A subtle paradigm shift », *World Economics*, 4 (2), 103-119.
- Catte P., N. Girouard, R. Price et C. André (2004), « The contribution of housing markets to cyclical resilience », *OECD Economic Studies*, 38.
- Central Bank & Financial Services Authority of Ireland (2004), *Financial stability report 2004*, 51-73.
- Detken C. et F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, BCE, working paper 364.
- Eugène B., Ph. Jeanfils et B. Robert (2003), *La consommation privée en Belgique*, BNB, working paper 39.
- Goodfriend M. (2000), *Financial stability, deflation and monetary policy*, IMES, discussion paper 2000-E-27.
- Gordon M. J. et E. Shapiro (1956), « Capital equipment analysis: The required rate of profit », *Management Science*, 3 (1), 102-110.
- Hunter W. C., G. G. Kaufman et M. Pomerleano (éds) (2002), *Asset price bubbles: The implications for monetary, regulatory and international policies*, MIT Press, Cambridge.
- Kindleberger Ch. P. (1996), *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, 3^e édition, Macmillan Press, London.
- Martínez Pagés J. et L. A. Maza (2003), *Analysis of house prices in Spain*, Banco de España, working paper 0307.
- McGrattan E. R. et E. C. Prescott (2004), « The stock market: Irving Fisher was right », *International Economic Review*, 45 (4), 991-1009.

McQuinn K. (2004), *A model of the Irish housing sector*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, research technical paper 1/RT/04.

Mishkin F. S. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER, working paper 8617.

Moëc G. (2004), « Y-a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », *Bulletin de la Banque de France*, 129, 45-59.

Shiller R. J. (2000), *Irrational exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Stiglitz J. E. (1990), « Symposium on bubbles », *Journal of Economic Perspectives*, 4 (2), 13-18.

Tobin J. (1969), « A general equilibrium approach to monetary theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.

Wibaut Q. (2000), *Politique monétaire et prix des actifs : Le cas des États-Unis*, BNB, working paper 11.