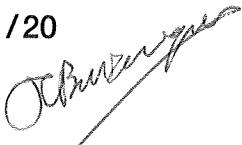


Note : 19 / 20

Signature :

Feuillet n° : 1 / 5

Lors de la présentation de sa nouvelle stratégie monétaire en juillet dernier, la BCE a annoncé sa volonté de mieux prendre en compte l'évolution des prix immobiliers dans la mesure de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) qui lui sert d'indicateur pour évaluer l'inflation. Cette annonce a lieu dans un contexte où, d'une part, les dépenses immobilières prennent une place croissante dans le budget de ménages mais sont mal évaluées par les ménages propriétaires de leur logement, et d'autre part, les canaux de transmission de la politique monétaire semblent se modifier avec la perte de pertinence du multiplicateur de base monétaire.

Si les Banques Centrales (BC) peuvent avoir des objectifs variés, elles ont dans leur mandat, de veiller à la stabilité des prix. Et ailleurs depuis la mise de subprimes et le "tourbillon macro-prudentiel", les BC jouent de plus en plus en rôle dans la prévention et la gestion du risque systémique. Enfin, les BC doivent aujourd'hui faire face à une constellation économique mais aussi politique de leur politique monétaire. Les BC se voient aussi reprocher à la fois leur inefficacité à retrouver un niveau d'inflation autour de leur cible et les risques générés par leur politique en termes de stabilité financière. Dans ce contexte, la meilleure prise en compte des marchés immobiliers dans la définition et la conduite des politiques monétaires et macro-prudentielles pourrait apparaître comme une tentative pour mieux appréhender l'évolution des prix et la montée des vulnérabilités financières du système financier et notamment des banques. Comment dès lors le suivi des marchés immobiliers peut-il permettre aux BC de mener une politique monétaire plus efficace pour maintenir le niveau d'inflation souhaité et ce, dans un environnement macro-économique complexe où les interdépen-

dances économiques et financières se sont accrues ?

Prendre en compte l'évolution des prix sur les marchés immobiliers peut permettre aux BC, d'une part, de se doter d'un outil supplémentaire pour mieux mesurer l'évolution des prix et mieux sa trajectoire (I), et, d'autre part, d'avoir un indicateur solide de la montée des vulnérabilités financières (II).

*

* *

Suivre l'évolution des prix sur les marchés immobiliers dans, au premier chef, particulièrement, un enjeu crucial pour la BC afin d'avoir un pilotage fin de leurs opérations monétaires. Ainsi le contrôle actuel d'une inflation structurelle faible alors que la BC mène des politiques monétaires très expansives soulève la question des indicateurs et de la mesure de l'inflation par la BC (A). Or, l'évolution des marchés immobiliers peut donner des indications précieuses sur la position dans le cycle de l'économie et donc, le risque de surchauffe inflationniste ou au contraire de ^{sur}ralentissement déflationniste (B).

Si la BCE a un mandat hiérarchique clair quant à l'objectif de stabilité des prix, les autres grandes BC (Fed, BoE, BoJ) poursuivent aussi un tel objectif avec néanmoins d'autres objectifs possibles, notamment la croissance et le plein emploi. Pour ce faire, les BC ont recours à une analyse monétaire, reposant sur l'évolution des agrégats monétaires, et notamment M3, et à des analyses macro-économiques pour déterminer la positionnement dans le cycle de l'économie considérée. La faiblesse structurelle de l'inflation a poussé les BC à mener des politiques non conventionnelles d'assouplissement Quantitatif (QE). Si la BoJ a été la première à mener de telles politiques d'achat de titres à grande échelle, elle a été suivie par la Fed en 2008, puis par la BCE en 2015. La pandémie actuelle

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 2 / 5

a relancé les programmes d'achats d'actifs, comme le PEPP en Europe. Aujourd'hui le bilan de la BCE représente ainsi 60% du PIB européen, sans que la perspective d'inflation ne reparte de manière à la hausse. Ce constat peut s'expliquer par deux causes complémentaires: l'affaiblissement du multiplicateur de base monétaire, selon lequel la création de 100 euros (mécaniquement) une création de crédits, en facilitant le refinancement, et donc la création monétaire, elle-même supposée générée de l'inflation via le principe de la théorie quantitative $MV = PT$. Une seconde cause peut être recherchée du côté de la mesure de l'inflation. En effet, celle-ci s'effectue le plus souvent via un indice de prix à la consommation (IPC en Europe). Or celui-ci pourrait sous-évaluer l'augmentation de certains biens et notamment les biens immobiliers. Ces deux raisons peuvent conduire la BC à rechercher du côté du marché immobilier à la fois de nouveaux indicateurs plus fins sur la hausse des prix et de nouveaux canaux de transmission de la politique monétaire.

La prise en compte de l'évolution des prix sur le marché immobilier pourrait permettre ainsi à la politique monétaire d'être davantage réactive et d'éviter le processus de surchauffe, tout en mesurant mieux l'inflation.

Le marché immobilier a nécessairement un impact sur les prix. En effet ces prix immobiliers influent sur les coûts de production des entreprises en recherchant le prix de leurs dépenses immobilières, mais aussi sur les ménages en augmentant leur dépense en logement. Or si l'IPCH prend en compte les dépenses de loyers, ce n'est pas le cas pour les loyers factés payés par les ménages propriétaires de leur logement. Or, les ménages étant majoritairement

populeuses (56% de ménage en France), il est possible que
l'IPCH sous-évalue l'inflation. Ce constat est d'autant plus
problématique dans la situation actuelle de QE qui entraîne
une baisse des taux d'intérêt et donc le maintien, voire l'ajout
de certains actifs, et notamment des actifs immobiliers.
En prenant en compte le effet de congestion du marché qui peuvent
avoir des répercussions sur les coûts des entreprises, le risque est
donc d'avoir une politique monétaire trop accommodante, voire
pro-cyclique. Si prise en compte des tensions sur le marché
immobilier pourrait donc permettre un réglage plus fin de
l'inflation.

Une étude du CEPII menée après la crise de subprimes
sur la période 2000-2016 montre ainsi que la politique monétaire
européenne est globalement acyclique voire pro-cyclique, contrairement
à la politique américaine davantage contracyclique. Ce
constat peut expliquer la moindre performance en termes de
croissance de l'économie européenne par rapport à l'économie
américaine. Or, même si la croissance n'est pas l'objectif premier
de la BCE, un ralentissement de celle-ci peut générer de sérieux
défis conjoncturels et menacer l'objectif de stabilité des prix. Dès
lors améliorer la contre-cyclicité de la politique monétaire
européenne participe de l'amélioration de son efficacité. Or,
le marché immobilier peut justement constituer un indicateur
avancé de la position dans le cycle de l'économie considérée.
En effet, le marché immobilier est corrélié au cycle du
crédit. Ceci a été évident avec la crise de subprimes qui
a été déclenchée par l'insolabilité des emprunteurs sur
les marchés hypothécaires. En ce sens, l'augmentation des
prix sur le marché peut faire naître une distorsion de
crédit trop importante par rapport au potentiel de production
et générer de l'inflation selon l'analyse quantitative. Et
c'est d'autant plus que le marché immobilier a des effets
d'entraînement sur les autres secteurs économiques du fait
de dépenses nécessaires en termes d'investissement pour

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 3 / 5

crée de nouveaux logements. Si le multiplicateur d'investissement sur le marché est relativement élevé du fait d'une possession mondiale à importer^(*), les effets d'entraînement sur les autres secteurs peuvent être importants. De plus, une surchauffe sur le marché peut être un bon indicateur avancé d'une surchauffe économique. En suivant donc l'évolution des prix et des tensions sur ce secteur la BC peut arriver à être plus réactive face à un retournement du cycle.

En définitive, la prise en compte des marchés immobiliers par la BC pour la conduite de la politique monétaire, peut leur permettre de mieux mesurer l'inflation et d'être plus réactive dans la conduite de leur politique monétaire. Cette réactivité peut permettre de restaurer les canaux traditionnels de la politique monétaire (taux d'intérêt et crédits) grâce à une attention accrue aux dépenses de logement, au cœur de l'activité de crédit. C'est d'ailleurs parce que le cycle immobilier et le cycle de crédit sont liés, que le suivi des marchés immobiliers peut aussi constituer un enjeu important pour la conduite de la politique macro-économique par la BC.

*

TSVP →

* Si une partie des matériaux est importée, les dépenses de construction se font nécessairement en pbc.

À côté des marchés immobiliers joue aussi un rôle majeur pour la mise en œuvre d'une politique macro-prudentielle efficace. En effet, la montée des interdépendances accroît le risque systémique qui pèse sur les systèmes de financement sans que pour autant les BC aient à leur disposition des outils faciles pour mesurer ces vulnérabilités croissantes (A). Articulation de cycle immobilier et de cycle de crédit peut alors permettre aux BC de faire des évolutions sur le marché immobilier un indicateur avancé des vulnérabilités financières qui pèsent sur le système financier (B).

La politique macro-prudentielle n'est pas du seul ressort de BC. Suite à la crise financière de 2008, différents organes ont vu le jour pour mieux mesurer et réduire le risque systémique, notamment avec la création de Comités internationaux et nationaux du risque systémique (CSF, CERS, HCSP par exemple). Néanmoins, la stabilité financière constitue un objectif de BC en ce que celle-ci est une condition de bonne transmission de la politique monétaire. Or, la crise de 2008 a supprimé et aujourd'hui la crise sanitaire ont rendu plus visible le risque systémique auquel est confronté le système financier. Ce risque systémique se manifeste par des effets de contagion et de débordement liés aux interdépendances croissantes des acteurs financiers et se traduit par le risque d'un arrêt brutal des financements et d'une crise de liquidité. Cette transmission, au niveau financier, s'effectue notamment via les banques avec un risque accru d'accroître le risque financier. Or là encore, les marchés immobiliers jouent un rôle important. Tout d'abord, parce que les achats sont essentiellement financés par crédit auprès des ménages, et donc essentiellement par les banques. Une surchauffe sur ce marché génère donc un risque accru d'exposition trop élevée des banques à un risque de solvabilité ; risque évidemment d'autant plus élevé qu'il

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 4/5

s'agit de crédits hypothécaires, c'est-à-dire adossés justement aux prix immobiliers. Il y a donc bien un risque très élevé de pro-cyclicité du crédit, pouvant user de épisodes de "crédit crunch" comme lors de la crise des subprimes. Sivre donc la dynamique des prix sur les marchés immobiliers et repérer d'éventuelles accélérations de la distribution de crédits immobiliers et/ou des prix sur ces marchés participe donc d'une meilleure maîtrise des risques financiers et de leur éventuelle transmission à l'économie réelle.

Cette attention portée au marché immobilier se justifie d'autant plus que le canal bancaire est un canal important de la transmission de la politique monétaire. Or aujourd'hui, les titres de banques européennes représentent plus de 350% du PIB européen faisant planer une menace réelle sur la solidité du système bancaire européen, alors même que les banques jouent un rôle majeur dans le financement de l'économie européenne, contrairement, par exemple, aux États-Unis. Ainsi donc les marchés immobiliers peuvent devenir un indicateur de l'évolution du cycle financier.

En dernier lieu, le suivi de marchés immobiliers peut ainsi permettre aux BC d'avoir un indicateur avancé de l'évolution du cycle financier. En effet comme le rappelle Finsky, avec son paradoxe de la tranquillité, les crises se préparent dans le période de prospérité. Cela s'explique par le fait que les anticipations sont pro-cycliques et qu'une période de croissance limite l'accession par le risque des agents économiques (et notamment des Banques). C'est d'ailleurs tout l'objet des réglementations macro-prudentielles, comme les circuits contra-cycliques à la ratio de lever, de développer les mécanismes.

moments dynamiques pour éviter ce biais procyclique du crédit. Si ces mouvements dépendent de chocs macro-prudentiels, le BC pourrait néanmoins jouer un rôle en améliorant l'information disponible quant à la montée des vulnérabilités financières. À ce titre, la relation forte entre cycle immobilier et cycle du crédit, fait donc du suivi des crédits immobiliers distincts du bon indicateur de risque de retournement de cycle.

Cette relation est particulièrement utile supplémentaire au service de la politique monétaire, puisqu'elle permet de mettre éventuellement en évidence des risques pour la stabilité financière générés par la politique monétaire et, en particulier, les politiques non-conventionnelles.

Sur ce point, le suivi des marchés financiers, s'il apporte des informations supplémentaires aux BC, peut aussi permettre de dégager une voie de conciliation entre politique monétaire et politique macro-prudentielle qui peuvent parfois être contradictoires. En effet, en surveillant les éventuels effets de surchauffe de la politique monétaire, le BC peut se ré-orienter vers de nouveaux actifs, par favoriser la prise de risque, par exemple en modifiant le contreparties de ses politiques de refinancement ou en ciblant certains actifs (ce qui oppose néanmoins d'abord au principe de neutralité de marché au fondement de la politique monétaire européenne notamment). En ce biais, le BC développe un nouveau canal de transmission de sa politique monétaire (le canal de la prise de risque), tout en évitant la surchauffe d'un secteur (l'immobilier) afin d'absorber le surplus de liquidité générés par le DE. En ce sens, la prise en compte des marchés immobiliers par le BC offre des perspectives intéressantes, même si encore incertaines de trouver de nouveaux canaux de transmission de la politique qui permettent de concilier politique monétaire et stabilité-financière même dans un contexte de politiques non-conventionnelles.

Note : /20

Signature :

Feuillet n° : 5-15

Le suivi des marchés immobiliers peut donc jouer un rôle pour le BC en permettant le recueil de données sur la montée de vulnérabilités financières et le positionnement des économies dans le cycle économique via l'analyse du cycle du crédit immobilier.

*

* *

En définitive, le BC pourrait s'intéresser aux marchés immobiliers tout par rapport à l'évolution du prix de biens qu'à celle du crédit sur ce marché. Ces informations peuvent servir à améliorer le mécanisme de l'inflation en prenant davantage en compte le prix de l'immobilier pour les propriétaires. Elles peuvent aussi permettre aux BC de mieux conduire leur analyse macro économique au vu de l'impact de leur décision monétaire en disposant d'un indicateur avancé sur la transmission de leurs impulsions monétaires à l'économie. De plus les politiques monétaires pourront être mieux calibrées et plus réactives, en évitant les trois scénarios d'une réaction trop tardive.

Par ailleurs les informations fournies par le suivi des marchés immobiliers peuvent aussi permettre aux BC de participer, aux côtés de autres acteurs macro-prudentiels, à une meilleure prévention de risque systémique et de la montée de vulnérabilités financières. Au plus est cela peut constituer un nouveau canal de transmission de la politique monétaire ou intégrer dans celle-ci la prise de risque macro-prudentielle mis par les acteurs. Ce faisant une coordination possible entre politique monétaire non-concurrentielle et politique macro-prudentielle semble se dessiner.

en permettant aux BC d'intégrer les évolutions du crédit immobilier comme indicateur de risque avancé de sa politique monétaire.

Il donc le suivi de tels marchés est pertinent pour le BC, et soulève au certain nombre de questions : Que faire lorsque les cycles immobiliers ne sont pas synchrones comme en Europe, où le cycle immobilier allemand a été désynchronisé du reste de la zone euro dans les années 2000 ? Que faire des autres marchés d'actifs qui peuvent avoir un rôle dans la transmission de la politique monétaire et la viabilité financière à savoir le marché de obligations d'entreprises, et très particulièrement divergence high yield ? Si celui-ci joue un rôle moindre en Europe, et est beaucoup plus développé aux Etats-Unis on ne négligerait aussi de porter attention à ces actifs financiers. Les BC sont donc amenés à complexifier leur analyse et à multiplier les outils et les instruments de leur politique. Mais ce faisant elles risquent de générer de attentes excessives de la part des populations, risquant de mettre en mal leur légitimité et leur crédibilité, comme le rappelait B. Coeuré, en 2013, avant même la crise sanitaire.