

Encadré 1.3:

LIMITES DIFFÉRENCIÉES DU RATIO PRÊT SUR VALEUR : QUELS EFFETS SUR LES PRIX DES LOGEMENTS ?

L'activation de limites au ratio LTV a pour objectif de limiter la progression excessive de l'endettement des ménages. La recommandation émise par le CdRS adopte un ratio prêt-valeur maximal différencié selon trois catégories d'emprunteurs. Les primo-acquéreurs qui acquièrent leur résidence principale sont soumis à un plafond de LTV de 100 %. Les non primo-acquéreurs qui acquièrent leur résidence principale sont soumis à un ratio prêt-valeur de 90 %. Pour ces derniers, les prêteurs disposent d'une marge de flexibilité égale à 15% de leur production annuelle de prêts hypothécaires leur permettant de proposer des crédits immobiliers dont le LTV peut être supérieur à 90 % mais inférieur à 100 %. Les autres prêts hypothécaires, y compris le segment de l'investissement locatif, doivent se conformer à une limite de LTV plus stricte de 80 %.

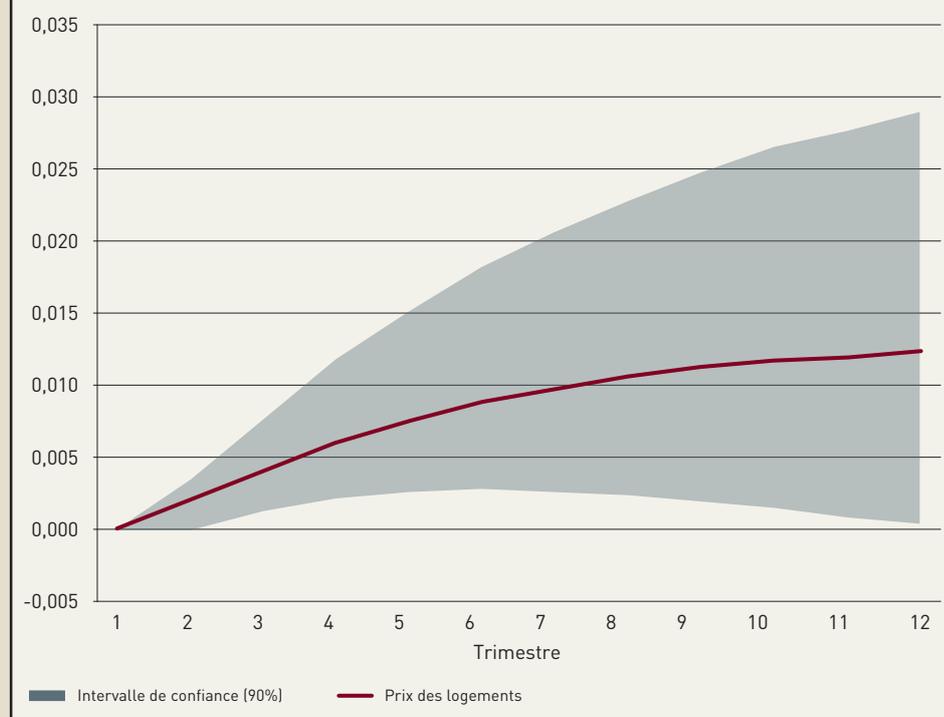
Afin d'évaluer l'impact potentiel de la limitation du flux de LTV sur les crédits hypothécaires, les données de l'enquête semestrielle de la CSSF sur l'immobilier résidentiel ont été utilisées. Les simulations, réalisées à partir des données du premier semestre de 2020, suggèrent que 14,2 %³¹ des nouveaux crédits ne seraient pas octroyés suite à l'introduction des limites différenciées de LTV. Cette valeur ne tient pas compte d'éventuels effets de réallocation dus à des décisions micro-économiques (par exemple, les emprunteurs peuvent disposer de liquidités supplémentaires pour satisfaire aux nouvelles exigences) et doit donc être considérée comme une limite supérieure.

Les limites différenciées du ratio prêt-valeur ne sont pas destinées à réguler ou à contrôler les prix des logements. Les prix des logements sont déterminés par les conditions de l'offre et de la demande de logements. Le principal objectif de la mesure est d'accroître la résilience des emprunteurs et des prêteurs afin de préserver la stabilité financière. Néanmoins, en limitant l'accès au crédit bancaire aux emprunteurs, les limites du ratio prêt-valeur peuvent affecter la demande de logements et, par ricochet, les prix. Dans la littérature, l'effet sur les prix est généralement estimé en combinant des éléments micro et macroéconomiques. En particulier, l'impact sur les nouveaux crédits hypothécaires est estimé à l'aide des données d'enquête, puis utilisé pour calibrer le choc dans un modèle macro-économique (voir Cussen et al., 2015³²). En suivant la même approche, et en considérant qu'une part de 14,2 % des nouveaux crédits hypothécaires ne serait pas accordée, le modèle vectoriel à correction d'erreurs (VECM) de la BCL peut fournir une estimation de l'impact attendu des limites différenciées de LTV sur les prix des logements.

31 Cette part est calculée sur les montants monétaires des nouveaux prêts hypothécaires accordés au premier semestre 2020.

32 Cussen, M., O'Brien, M., Onorante, L., and O'Reilly, G., 2015, "Assessing the impact of macroprudential measures", Central Bank of Ireland, Economic Letter Series, Vol. 2015, No. 3.

Graphique 1.13
Réponse des prix des logements à un choc d'un écart-type sur les prêts hypothécaires



Sources : calculs BCL

D'après les résultats de l'estimation du VECM, l'élasticité à long terme des prix des logements par rapport à la dette hypothécaire est proche de 1. Si l'on considère que les limites de LTV devraient exclure 14,2 % des nouveaux prêts hypothécaires, alors l'élasticité à long terme se traduirait par une baisse similaire des prix des logements. Cependant, l'ajustement des prix des logements est relativement lent, avec une correction de 1,7 % de l'écart par rapport aux fondamentaux par trimestre. Dans ce cas, les fonctions de réponse impulsionnelles peuvent fournir une autre mesure de la dynamique complète du système. Le graphique 1.13 présente la réponse de la dynamique des prix des logements à un choc d'un écart-type sur les nouveaux crédits hypothécaires.

Elle montre qu'un choc positif sur les nouveaux crédits hypothécaires entraîne une augmentation permanente des prix des logements, bien qu'il y ait une incertitude significative reflétée par les larges intervalles de confiance, et particulièrement pour les horizons supérieurs à 12 trimestres³³.

En utilisant les estimations de la fonction de réponse impulsionnelle et en tenant compte du fait qu'un choc d'un écart-type sur le crédit hypothécaire correspond à une baisse de 7,0 % des flux de prêts hypothécaires, il est possible de calculer l'effet sur les prix des logements d'une restriction du crédit induite par les limites des ratios LTV. En particulier, les effets sur les prix des logements sont calculés après un an, deux ans, et à plus long terme. Les résultats indiquent que les prix des logements seraient inférieurs par rapport à l'équilibre de long terme, de 1,2 % après un an ; de 2,2 % après deux ans et de 2,9 % à long terme. Cependant, les horizons plus longs sont associés à une incertitude significative des paramètres. Ces estimations sont globalement conformes à la littérature et doivent être interprétées comme des écarts par rapport au scénario de base, c'est-à-dire en l'absence de changement de politique. Par exemple, Cussen et al. (2015) obtiennent un résultat similaire pour l'Irlande, en considérant une réduction de 9 % de la valeur des nouveaux prêts hypothécaires causée par l'introduction de plafonds de LTV. Les auteurs constatent qu'après la première année, les prix des logements seraient inférieurs d'environ 0,8 % par rapport à un contexte à politique inchangée, cet effet passant à 1,3 % après trois

33 Les chocs sont orthogonalisés à l'aide de la décomposition de Cholesky, où l'ordre des variables suit, dans une large mesure, le séquençage de Bloor et McDonald (2013) : solde migratoire, permis de construire, coût de construction, prix des logements, prêts hypothécaires, revenu disponible brut et taux hypothécaire. Voir Bloor, C., et McDonald, C., 2013, « Estimating the impact of restrictions on high LVR lending », Reserve Bank of New Zealand, Analytical Notes AN2013/05, octobre 2013.

ans. Ils constatent également que les prix des logements sont durablement plus bas après l'introduction du plafonnement du ratio prêt sur valeur. Plus généralement, le CERS (2019) présente un résumé des effets des mesures LTV estimés par plusieurs études empiriques et montre que l'impact sur le niveau des prix des logements après un an est d'environ -1 %³⁴.

Comme déjà évoqué, ce résultat s'interprète en termes d'écart par rapport à un scénario à politique inchangée. Afin d'estimer l'effet de cette mesure en termes de taux de croissance des prix des logements, la stratégie suivante peut être employée. Tout d'abord, les résultats de l'estimation du VECM sont utilisés pour prévoir de manière dynamique le niveau des prix des logements hors échantillon jusqu'au quatrième trimestre 2021, c'est-à-dire quatre trimestres après l'activation des plafonds LTV. Ensuite, le niveau prévu des prix des logements au quatrième trimestre 2021 est diminué de 1,2 % afin de simuler l'effet estimé des limites de LTV après un an. Enfin, le taux de croissance annuel des prix des logements est calculé entre la valeur pour le quatrième trimestre 2020 et le niveau ajusté du quatrième trimestre 2021. Ainsi, la croissance annuelle des prix réels des logements serait de 8,1 % dans le scénario avec LTV différenciées. Ce taux de croissance des prix des logements de 8,1 % est inférieur à la moyenne du taux de croissance annuel réel de 9,1 % enregistré depuis 2018, et nettement inférieur à la moyenne de 13,5 % observée au cours de 2020.

34 Voir CERS, "Methodologies for the assessment of real estate vulnerabilities and macroprudential policies: residential real estate", Working Group on Real Estate Methodologies, septembre 2019.