

Découplage entre loyers et taux hypothécaire: implications de la révision du droit du bail pour la politique monétaire

Peter Stalder, Recherche

Introduction

Après avoir affiché des divergences pendant de nombreuses années, le Conseil national et le Conseil des Etats ont adopté, en décembre 2002, une révision partielle du droit du bail. Cette révision est un contre-projet à l'initiative populaire «pour des loyers loyaux», que le peuple et les cantons ont rejetée lors des votations du 18 mai 2003. Alors que l'initiative prévoyait une adaptation des loyers à un taux hypothécaire «lissé», la révision proposée envisage de découpler les loyers du taux hypothécaire en les liant à l'indice des prix à la consommation (IPC). Ainsi, le bailleur est habilité à répercuter chaque année la hausse générale des prix à la consommation sur les loyers, pour autant que la majoration ne dépasse pas la hausse moyenne des prix des deux dernières années. En outre, d'autres motifs, p. ex. comme les investissements augmentant la valeur du logement, peuvent également être à l'origine d'une hausse des loyers. L'établissement par le Conseil fédéral d'une statistique reposant sur le principe des loyers comparatifs constitue le second pilier du nouveau droit du bail. La détermination du caractère abusif d'un loyer se fait alors sur la base de cette statistique. Si le loyer excède de plus de 15% le niveau d'un logement comparable selon cette statistique, le locataire est en droit de contester le loyer au moment de la signature du bail. De surcroît, le locataire a également tout le loisir, pendant la durée du contrat, de faire examiner si la limite supérieure (loyer usuel plus 15%) est dépassée et ainsi de dénoncer un éventuel abus. Enfin, lors d'un transfert d'immeuble, l'acquéreur peut fixer le loyer à la limite supérieure autorisée, pour autant que la majoration se limite à 10% par an au maximum.¹

Avant la votation relative à l'initiative «pour des loyers loyaux», l'Association suisse des locataires avait déjà lancé un référendum contre le nouveau droit du bail. Celle-ci prétend, d'une part, qu'une spirale des loyers à la hausse risque de se développer, puis, d'autre part, que la protection des locataires en cas de résiliation du bail n'est que peu améliorée. Une votation à ce sujet aura probablement lieu en février 2004.

Sur le plan économique, la disposition la plus importante du nouveau droit du bail repose dorénavant sur le fait que les variations du taux hypothécaire ne constituent plus un motif d'adaptation des loyers. Même si le principe de l'indexation des loyers sur l'IPC ne s'apparente guère au principe des loyers du marché comme l'exigent de nombreux écono-

mistes, plusieurs atouts sont indéniables par rapport à la situation du droit actuel.

- Premièrement, le risque inhérent au taux d'intérêt est entièrement transféré du locataire au bailleur, où celui-ci est mieux géré. Par conséquent, les hausses de taux d'intérêt ne conduiraient plus à une diminution du revenu réel des locataires, mais se traduiraient par une baisse du rendement des investissements effectués dans l'immobilier. L'augmentation de la volatilité du rendement de ces investissements pourrait avoir comme effet à long terme l'intégration d'une prime de risque dans les loyers. En acceptant ainsi d'assumer cette prime de risque, les locataires pourraient profiter d'une stabilisation des loyers.
- Deuxièmement, le nouveau droit du bail devrait garantir une certaine constance dans l'évolution des prix à la consommation. Selon le droit du bail actuel, une augmentation des taux hypothécaires, durant une période de forte conjoncture, provoque inévitablement de fortes pressions à la hausse sur les loyers. Cette hausse des loyers entraîne à son tour une forte augmentation des prix à la consommation puisque les loyers entrent à raison de 20% dans le calcul de l'IPC. En liant les loyers à l'IPC, l'impact d'une hausse des taux hypothécaires sur l'IPC dû au renchérissement des loyers serait atténué.
- Troisièmement, le nouveau droit du bail devrait accroître l'efficacité de la politique monétaire. En cas de durcissement de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation, le relèvement des taux d'intérêt à court terme entraîne généralement une hausse des taux hypothécaires. Cependant, sous le régime du droit du bail actuel, la baisse désirée de l'inflation au moyen d'un relèvement des taux (appréciation du franc, contraction de la demande globale) est contrecarrée par un effet indésirable, la hausse des taux hypothécaires se repercutant sur les loyers. Ce mécanisme, qui entrave sensiblement l'efficacité de la politique monétaire dans le court terme, disparaîtrait en cas de fixation des loyers à l'IPC. Cela permettrait ainsi une diminution plus rapide de l'inflation lors d'une politique monétaire restrictive.

Le propos de notre analyse porte sur ce troisième aspect, c'est-à-dire sur les implications que ce nouveau droit pourrait avoir sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ainsi, on propose par l'intermédiaire de simulations économétriques effectuées à l'aide du modèle macroéconomique de la BNS de mettre en évidence la réaction du

¹ Voir Fontana (2003) et Conseil fédéral (1999).

mécanisme de transmission de la politique monétaire à un changement de législation. Il faut néanmoins préciser qu'une appréciation générale de la nouvelle loi fondée sur des critères de bien-être n'est pas l'objet de cette analyse. Il est par conséquent impossible de savoir si le nouveau droit du bail est préférable à la réglementation actuellement en vigueur sur l'unique base des résultats économétriques.

La première partie de l'analyse offre un aperçu général de la structure du modèle macroéconomique. Dans le deuxième volet, l'accent est mis sur la présentation détaillée des équations caractérisant les taux hypothécaires et les loyers. Il est aussi question de vérifier l'assertion largement répandue selon laquelle le relèvement des taux hypothécaires sous le régime actuel entraînerait des hausses substantielles de loyer, alors que les baisses de taux ne profiteraient que partiellement aux locataires. La troisième partie met en évidence les implications d'un durcissement de la politique monétaire, sous le régime actuel du droit du bail, sur le produit intérieur brut (PIB), sur ses composantes, sur les loyers et sur la hausse générale des prix à la consommation (mécanisme de transmission de la politique monétaire). Cette simulation de base est ensuite comparée à une simulation alternative dans laquelle les loyers sont liés à l'IPC, toutes choses étant égales par ailleurs. Finalement, la quatrième partie résume les principaux résultats de notre analyse.

1 Structure de base du modèle

Le modèle macroéconomique à la base des simulations repose sur 30 équations de comportement.² Un premier bloc du modèle regroupe les équations relatives aux composantes de la demande globale. La demande de consommation dépend du revenu disponible des ménages et du taux d'intérêt réel. En plus du développement des revenus et de la population, les investissements immobiliers sont influencés par l'évolution d'un indicateur de rentabilité composé des coûts de construction, des loyers et des taux d'intérêt à long terme. L'utilisation des capacités de production et le prix relatif des facteurs déterminent en revanche les investissements en biens d'équipement. Les exportations et les importations dépendent fortement de l'activité économique à l'étranger et en Suisse. Ces dernières s'avèrent être un bon indicateur de la compétitivité des producteurs suisses. Le regroupement de ces différents éléments et des dépenses de l'Etat (exogènes) constitue finalement le PIB.

Le PIB déterminé selon l'optique des dépenses est ensuite confronté à la production potentielle de l'économie dans le bloc offre du modèle. Cette comparaison permet de mesurer les tensions sur le marché des biens (utilisation des capacités de production), qui se répercutent sur les investissements du bloc demande. La fonction de production permet ensuite de déterminer la demande de travail qui fait face à une offre de travail spécifique sur le marché de l'emploi. Cela permet de mesurer les tensions sur le marché du travail. En résultat, les deux mesures de tension fournies par le modèle servent de base à la dynamique des salaires et des prix. L'équilibre de long terme, avec un taux d'inflation stable, est caractérisé par un sous-emploi des facteurs de production (concept du NAIRU)³.

Finalement, dans le bloc monétaire du modèle, différents taux d'intérêt ainsi que le cours du franc sont déterminés. Le taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois) est contrôlé par la politique monétaire en fonction de la situation conjoncturelle en Suisse et de l'évolution du cours du franc. Les taux d'intérêt suisses à long terme subissent les variations des taux d'intérêt étrangers dans les marchés internationaux et sont de surcroît influencés par les taux suisses à court terme. Les taux hypothécaires sont sensibles aux taux d'intérêt à court et long terme. Quant à l'évolution du franc par rapport à l'euro, elle est expliquée par le niveau relatif de restriction des politiques monétaires de la Suisse et de la zone euro. En fin de compte, le bloc monétaire joue le rôle de

2 L'ensemble du modèle figure dans Stalder (2001).

3 Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, voir Layard, Nickel et Jackman (1991).

stabilisateur dans l'ensemble du modèle. Si un choc positif de demande, pour un Libor à trois mois inchangé, entraîne une croissance excessive du PIB pouvant conduire à une hausse indésirable de l'inflation, la politique monétaire devra alors se durcir. De cette façon, le relèvement des taux conduit à une contraction de la demande de consommation et d'investissement. Parallèlement, la poursuite d'une politique monétaire restrictive induit une appréciation du franc qui, par l'intermédiaire du commerce extérieur, exerce un effet négatif sur la demande globale. Précisons encore que sous le régime du droit du bail actuel, le ralentissement de l'inflation dû à un durcissement de la politique monétaire est entravé par le renchérissement accru des loyers qu'entraîne la hausse des taux hypothécaires.

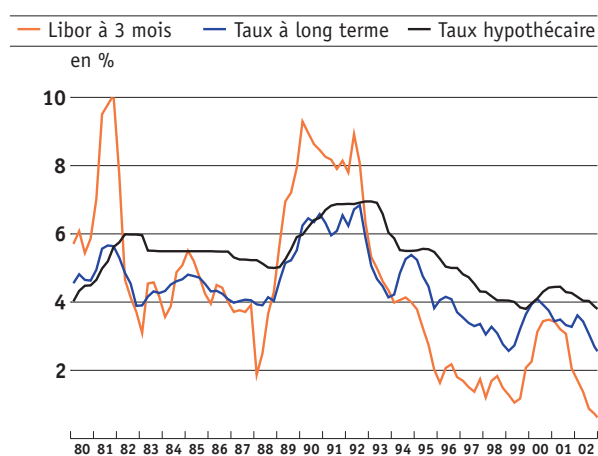
Dans le processus inflationniste, le prix des loyers joue un rôle prépondérant puisqu'il est en mesure de provoquer une distorsion entre les prix à la vente pour les régisseurs et les prix à la consommation pour les locataires. Cette distorsion est donc l'élément qui déclenche un conflit inflationniste des revenus. Comme la fixation des salaires dépend fortement de l'évolution des prix à la consommation, une hausse des prix à la consommation (pc) due à une majoration des loyers (ph) génère une hausse des salaires (w) par rapport aux prix de vente fixés par les propriétaires immobiliers (p). Cela entraîne une détérioration de la rentabilité du secteur des entreprises (le salaire réel de la production w/p augmente). Toutefois, comme les salaires ne sont ajustés que partiellement suite à la hausse des prix à la consommation, les salariés subissent simultanément des pertes de salaire réel (le salaire réel de la consommation w/pc diminue). Ainsi, suite à la hausse du salaire réel de la production, les entreprises réagissent en majorant les prix alors que les salariés tentent de faire face à la dégradation de leur revenu réel en augmentant leurs prétentions salariales. Dans le cas d'une politique monétaire accommodante, ce conflit de répartition provoque une spirale du renchérissement. En fin de compte, si la hausse des loyers est le fruit d'un durcissement de la politique monétaire, le renchérissement dû aux taux hypothécaires se heurte à un ralentissement général de l'activité économique. Le taux d'inflation finit par baisser à cause des effets modérateurs liés à la diminution de l'utilisation des capacités de production sur la fixation des prix et à cause des effets de l'augmentation du chômage sur les exigences salariales. Cette baisse est en revanche freinée par l'effet contraire qu'induit la hausse des loyers sur la fixation des prix et des salaires.

2 Modélisation des taux hypothécaires et des loyers

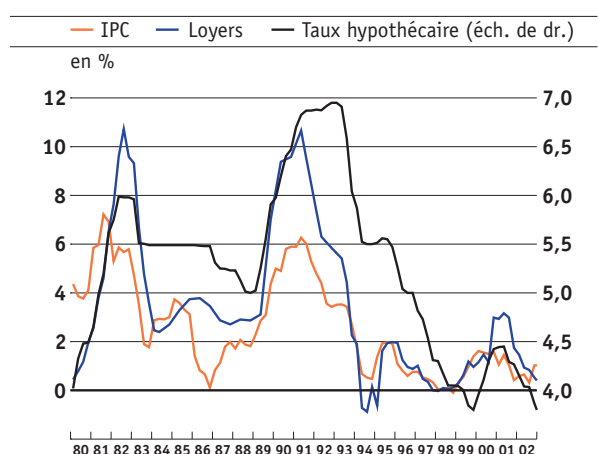
Le graphique 1 présente l'évolution des taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois), des taux à long terme (obligation à dix ans de la Confédération) et des taux hypothécaires (anciennes hypothèques) pour la période allant du premier trimestre 1980 au premier trimestre 2003. Généralement, les taux hypothécaires excèdent les taux à long terme d'environ un point de pourcentage et suivent avec une certaine inertie l'évolution des taux d'intérêt à court et long terme. Il ressort du graphique 2 que le renchérissement des loyers est dans l'ensemble sensiblement plus élevé et plus volatil que celui de l'IPC. De plus, les fluctuations du renchérissement des loyers par rapport à celles du niveau des prix semblent être dues aux variations du taux hypothécaire.

Les estimations économétriques des équations du taux hypothécaire et des loyers confirment notre interprétation découlant des deux graphiques.

Taux d'intérêt Graphique 1



Inflation et taux hypothécaire Graphique 2



Equation des taux hypothécaires

Encadré 1

$$(1) \quad \Delta r_{hypo_t} = b_1 \Delta r_{l_{t-1}} + b_2 \Delta r_{s_{t-1}} - \gamma (r_{hypo_{t-1}} - \alpha - \beta_1 r_{l_{t-2}} - \beta_2 r_{s_{t-2}})$$

r_{hypo}: taux des anciennes hypothèques, en %

rl: rendement des obligations à dix ans de la Confédération, en %

rs: Libor à trois mois, en %

Période d'estimation: 1981t1–2002t4

$R^2 = 0,729$ Durbin-Watson = 1,800

Ecart-type de l'équation = 0,0844

Estimation des paramètres (écarts-types):

$b_1 = 0,1946$ (0,0378) $\beta_1 = 0,6344$ (0,1154)

$b_2 = 0,0509$ (0,0123) $\beta_2 = 0,1882$ (0,0546)

$\gamma = 0,1892$ (0,0256) $\alpha = 1,6143$ (0,4019)

Les taux hypothécaires dépendent des taux d'intérêt à long et à court terme dans une équation à correction d'erreur (encadré 1). Un relèvement des taux d'intérêt à long terme (à court terme) d'un point de pourcentage entraîne à court terme une hausse des taux hypothécaires (pour le prochain trimestre) de $b_1 = 0,1946$ ($b_2 = 0,0509$). Les effets à long terme captés par $\beta_1 = 0,6344$ ($\beta_2 = 0,1882$) sont indéniablement plus importants. L'équilibre de long terme est défini par la relation suivante:

$$r_{hypo} = 1,6143 + 0,6344 rl + 0,1882 rs.$$

Les écarts des taux hypothécaires par rapport à la relation d'équilibre se réduisent de 18,92% par trimestre (paramètre γ de correction d'erreur). La qualité de l'ajustement de l'équation est satisfaisante puisque l'écart-type est faible (0,0844) et le R^2 (0,729) proche de l'unité (par rapport à la variation trimestrielle des taux hypothécaires).

La spécification d'une équation à correction d'erreur est aussi envisagée pour modéliser la relation entre les prix des loyers, la hausse générale des prix à la consommation et les taux hypothécaires (encadré 2). Une augmentation des taux hypothécaires d'un point de pourcentage entraîne à court terme (durant le trimestre) une hausse des loyers de 2,3299% (b_2). Une hausse générale des prix à la consommation se répercute à court terme sur les loyers à raison de 0,2604% (b_1). L'élasticité à long terme des loyers par rapport à l'IPC est définie par la restriction $\beta_1 = 1,0$ puisque l'estimation non contrainte de ce paramètre diffère peu de celle obtenue sous contrainte. L'équilibre de long terme est déterminé par l'équation suivante:

$$\ln(ph) = 0,3693 + \ln(pc) + 4,9229 r_{hypo} + 0,00326 t.$$

Pour des taux hypothécaires inchangés, les loyers augmentent à long terme de 0,326% par trimestre par rapport à l'ensemble des prix à la consommation (β_3). Une hausse des taux hypothécaires d'un point de pourcentage conduit à une hausse des loyers de 4,9229% (β_2) à long terme. Les déviations des loyers par rapport à cet équilibre de long terme se réduisent approximativement de 17% par trimestre (paramètre γ de correction d'erreur). La qualité de l'ajustement de l'équation est également satisfaisante puisque l'écart-type est relativement faible (0,343) et le R^2 (0,839) proche de l'unité (par rapport à la variation trimestrielle des taux hypothécaires).

Equation des loyers

Encadré 2

$$(2) \quad \Delta \ln(ph_t) = b_1 \Delta \ln(pc_t) + b_2 \Delta r_{hypo_t} + b_3 \Delta \ln(ph_{t-1}) - \gamma (\ln(ph_{t-1}) - \alpha - \beta_1 \ln(pc_{t-1}) - \beta_2 r_{hypo_{t-1}} - \beta_3 t)$$

ph: indice des loyers

pc: indice suisse des prix à la consommation

r_{hypo}: taux des anciennes hypothèques/100

Période d'estimation: 1981t1–2002t4

$R^2 = 0,839$ Durbin-Watson = 2,109

Ecart-type de l'équation = 0,00343

Somme des résidus au carré = 0,000955

Estimation des paramètres (écarts-types):

$b_1 = 0,2604$ (0,0962) $\beta_1 = 1,0$ (contrainte)

$b_2 = 2,3299$ (0,3017) $\beta_2 = 4,9229$ (0,4564)

$b_3 = 0,1581$ (0,0801) $\beta_3 = 0,00326$ (0,00011)

$\gamma = 0,1705$ (0,0379) $\alpha = 0,3693$ (0,0756)

Réactions suite à la hausse ou à la baisse des taux hypothécaires

$b_{21} = 2,9777$ (0,476499) $b_{22} = 1,8822$ (0,3935)

Somme des résidus au carré = 0,000920

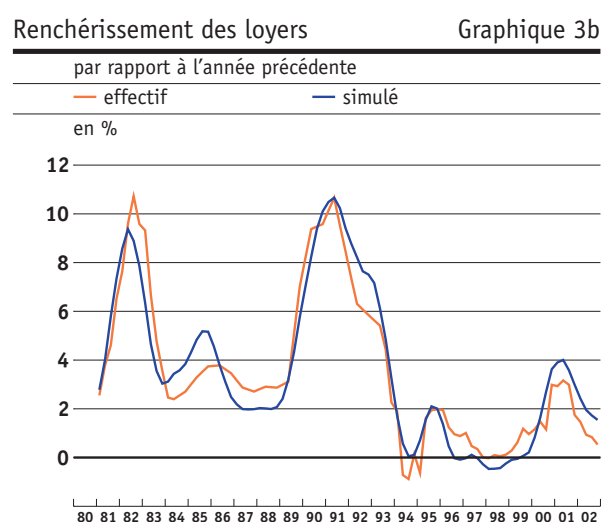
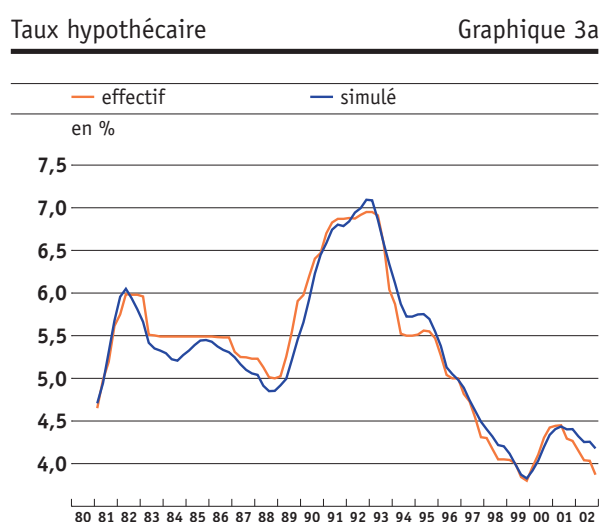
$H_0: b_{21} = b_{22}$ F-test = 2,8840 P-valeur = 0,0896

Du point de vue économétrique, l'éventuelle asymétrie résultant de l'ajustement des loyers suite à une hausse ou à une baisse des taux hypothécaires peut se traiter de la manière suivante. La variable Δr_{hypo} est divisée en $\Delta r_{hypo}^+ = \max(\Delta r_{hypo}, 0)$ et $\Delta r_{hypo}^- = \min(\Delta r_{hypo}, 0)$. Si les taux hypothécaires montent, Δr_{hypo}^+ mesure la hausse et Δr_{hypo}^- est égal à zéro. Dans le cas d'une diminution des taux hypothécaires, Δr_{hypo}^- mesure la baisse et Δr_{hypo}^+ est égal à zéro. L'estimation de cette extension de

l'équation initiale montre effectivement qu'un accroissement des taux hypothécaires a un impact plus important sur les loyers ($b_{21} = 2,9777$) qu'une diminution ($b_{22} = 1,8822$) (encadré 2). En considérant la contrainte $b_{21} = b_{22}$, l'équation modifiée par extension est égale à l'équation initiale. Cette hypothèse est testée à l'aide d'un F-test. La P-valeur résultant du test se chiffre à 0,0896, ce qui signifie que l'hypothèse ne peut pas être rejetée au seuil de 5%.⁴ Par conséquent, l'hypothèse d'une éventuelle asymétrie dans l'ajustement des loyers peut être économétriquement rejetée. Malgré cette constatation empirique, l'opinion publique a toutefois l'impression qu'une asymétrie prédomine puisque le renchérissement des loyers a atteint, durant la période 1980–2002, une moyenne positive d'environ 3,6%. A ce sujet, il convient de nuancer notre propos en précisant que la hausse des loyers est fondée également sur des facteurs autres que l'augmentation des taux hypothécaires. Ainsi, le renchérissement des loyers se trouve être rarement négatif même en cas de réactions symétriques à la hausse ou à la baisse des taux hypothécaires. En d'autres termes, une baisse des taux hypothécaires a seulement pour conséquence de plus ralentir la hausse des loyers qu'en moyenne à long terme.

Prises ensemble, les équations (1) et (2) décrivent la réaction des taux hypothécaires et des loyers suite aux variations de taux d'intérêt à court et long terme et des modifications des prix à la consommation. Les graphiques 3 et 4 mettent en évidence les caractéristiques dynamiques de ce sous-système. Le graphique 3 illustre la qualité de l'ajustement des équations dans le cas d'une simulation dynamique pour les trois variables explicatives rs , rl et pc ⁵ sur la base de valeurs historiques. La simulation de base trace avec une précision satisfaisante l'évolution effective des taux hypothécaires et du renchérissement des loyers.

Graphique 3: Ajustement dynamique des équations du taux hypothécaire et du renchérissement des loyers



4 Une différenciation des taux hypothécaires à la hausse et à la baisse peut également être obtenue par l'adaptation des loyers à long terme en ajoutant les variables Δr_{hypo} et Δr_{hypo} , pour la période d'estimation, au niveau des variables r_{hypo} et r_{hypo} . La réaction des loyers par rapport à ces variables est don-

née respectivement par les paramètres β_{21} et β_{22} . Cette distinction s'avère être statistiquement non significative. Les estimations de β_{21} et β_{22} diffèrent peu et s'élèvent respectivement à 4,579 et 5,133. La P-valeur de 0,639 permet sans autre de ne pas rejeter l'hypothèse restrictive $\beta_{21} = \beta_{22}$.

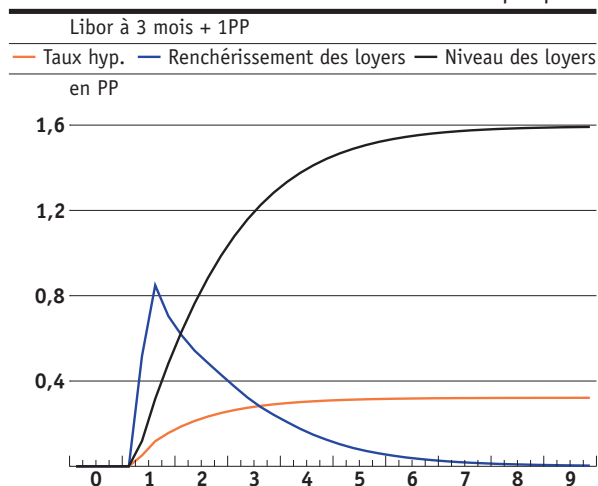
5 Les variables explicatives rs , rl et pc , traitées dans la simulation partielle comme variables exogènes, sont endogènes dans les simulations utilisant l'ensemble du modèle.

Le graphique 4 montre la réaction du taux hypothécaire et des loyers suite à une hausse des taux à court et long terme (déviations par rapport à la simulation de base) pour une période de neuf ans. Les taux à court terme sont majorés d'un point de pourcentage et les taux à long terme de 0,21 point. Ce rapport correspond à l'incidence moyenne des variations des taux à court terme sur les taux à long terme conformément à la structure des taux d'intérêt du modèle (non reportée). Durant la première année suivant le choc de taux d'intérêt, les taux hypothécaires augmentent de près de 0,2 point de pourcentage pour converger à long terme à un niveau maximum de 0,3 point de pourcentage par rapport à la simulation de base. Le renchérissement des loyers est alors vigoureusement stimulé par la hausse des taux hypothécaires et dépasse, deux trimestres après la majoration des taux, les valeurs de base de 0,85 point de pourcentage au maximum. Ensuite, cette hausse est atténuée dans le sillage du ralentissement de la hausse des taux hypothécaires. Finalement, le niveau de l'augmentation des loyers excède à long terme de près de 1,6% la trajectoire de référence.

Conformément au droit du bail actuel, les loyers peuvent être majorés de 2,5% par quart de point de pourcentage de hausse des taux hypothécaires (de 2% dans le cas de taux hypothécaires supérieurs à 6% et de 3% dans le cas de taux inférieurs à 5%). En se référant à la simulation, les taux hypothécaires augmentent de quelque 0,3 point de pourcentage et les loyers de 1,6%, ce qui correspond à une hausse des loyers d'environ 1,2% par quart de point de pourcentage de majoration des taux hypothécaires. Cela représente environ la moitié de l'ajustement légal autorisé. Cette situation pourrait être expliquée par

l'augmentation de la part des logements loués aux prix du marché et par le fait qu'également sous le régime légal actuel la charge des taux d'intérêt supportée par les propriétaires immobiliers n'est pas répercutée sur les loyers.

Réaction à une hausse des taux d'intérêt Graphique 4



3 Le mécanisme de transmission de la politique monétaire – droit du bail en vigueur contre nouveau droit du bail

3.1 Le droit actuel

La simulation précédente revêt les caractéristiques d'une analyse partielle. Elle permet de mettre en évidence, sous le régime actuel, que le durcissement de la politique monétaire ne conduit pas uniquement à un renchérissement des loyers mais s'accompagne aussi d'effets contraires atténuant ce renchérissement. La simulation d'une politique monétaire restrictive, appliquée cette fois à l'ensemble du modèle, ne fait que stimuler davantage le renchérissement des loyers par rapport à l'analyse partielle puisque les loyers entrent à raison de 20% dans le calcul de l'IPC. En outre, une majoration des taux d'intérêt entraîne un ralentissement de la conjoncture à travers différents canaux, ce qui permet de contenir la hausse du renchérissement des loyers et finit par atténuer la hausse des prix à la consommation. D'une part, les taux d'intérêt plus élevés, ralentissant le développement des composantes internes de la demande globale, permettent de limiter les pressions inflationnistes. D'autre part, la majoration des intérêts entraîne une appréciation du franc impliquant une baisse directe des prix à l'importation et exerce un impact négatif sur la demande globale via le commerce extérieur. Les pressions inflationnistes en Suisse se réduisent d'autant.

Ce mécanisme de transmission est présenté dans le graphique 5. Une simulation de base est à nouveau comparée à une simulation alternative. Cette dernière reflète l'hypothèse d'un durcissement de la politique monétaire exprimé par un relèvement d'un point de pourcentage des taux d'intérêt à court terme dès le premier trimestre de la période de simulation. Le graphique illustre les écarts en points de pourcentage de la simulation alternative par rapport à celle de base pour un horizon de 5 ans. Les taux d'intérêt à long terme augmentent immédiatement de 0,2 point de pourcentage alors que les taux hypothécaires augmentent à long terme de 0,3 point avec un retard d'un trimestre. Cette description correspond à l'analyse partielle exposée précédemment. La croissance du PIB s'atténue au maximum de 0,6 point de pourcentage par l'intermédiaire des effets mentionnés sur la demande globale un an après le chan-

gement de politique monétaire. La hausse des prix à la consommation diminue de quelque 0,2 point de pourcentage au premier trimestre de la simulation suite à l'appréciation du franc induite par le relèvement des taux. La hausse des prix s'accélère légèrement au cours des deux trimestres suivants, à cause de la répercussion des taux hypothécaires sur les loyers. Par conséquent, un an après le relèvement des taux, une diminution de la croissance du PIB de 0,6 point de pourcentage ne conduit qu'à une diminution de 0,15 point de pourcentage du renchérissement des prix. Cela s'avère être insatisfaisant du point de vue de la politique monétaire.

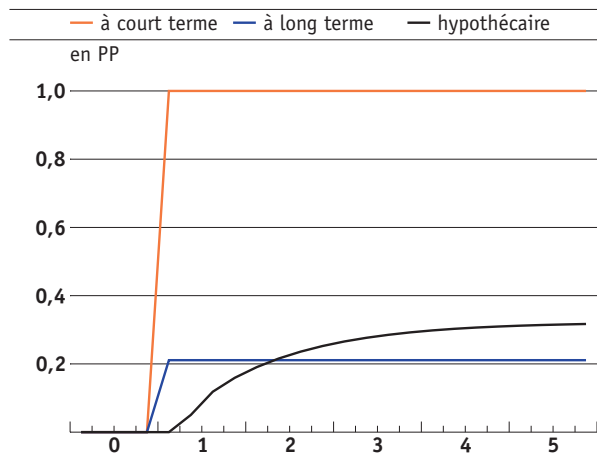
En ce qui concerne les composantes de la demande, ce sont les exportations (appréciation du franc) qui baissent le plus rapidement et les investissements effectués dans les logements (hausse des taux d'intérêt) qui fléchissent le plus fortement. Les diminutions de croissance qui en découlent atteignent respectivement au maximum 1,2 et 2,9 points de pourcentage. Quant aux investissements des entreprises (investissements en biens d'équipement et en constructions industrielles), la croissance fléchit au maximum de 1,4 points de pourcentage (utilisation plus faible des capacités de production, augmentation des coûts du capital). La consommation des ménages réagit passivement et son taux de croissance ne subit qu'au maximum une baisse de 0,5 point de pourcentage (augmentation des intérêts, diminution du revenu réel des ménages), la durée s'étendant néanmoins sur plusieurs années. Au début de la simulation, l'inflation, mesurée par la hausse de l'IPC, est soumise à des effets opposés. Alors que le renchérissement des importations se réduit rapidement de 2,3 points de pourcentage, celui des loyers augmente d'environ 0,7 point de pourcentage. L'inflation de la valeur ajoutée intérieure, mesurée par le déflateur du PIB, ne réagit pratiquement pas à court terme. Cette dernière ne diminue en fait que lorsque l'écart de production (Output Gap) se creuse et le chômage s'accroît. A long terme, des effets modérateurs entraînent une diminution de l'écart entre les divers taux d'inflation. L'augmentation des prix à la consommation, qui occupe une position essentielle dans le concept de politique monétaire de la BNS, fléchit à long terme (après cinq ans) de 0,5 point de pourcentage suite à un relèvement d'un point de pourcentage du Libor à trois mois, après avoir absorbé l'effet contraire d'une hausse des loyers.⁶

6 Le modèle décrit la dynamique des salaires et des prix sous la forme d'une courbe de Phillips convexe. Par conséquent, des modifications de la demande en situation de sous-utilisation des capacités de production influencent avant tout la croissance réelle alors qu'en cas de forte utilisation de celles-ci, ce sont surtout les prix et les salaires qui réagissent. Les effets de la politique monétaire sur la croissance

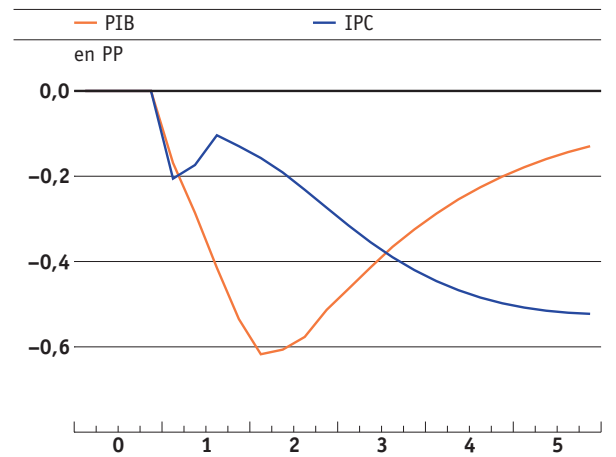
réelle et l'inflation dépendent donc de la conjoncture initiale. La simulation proposée repose sur l'hypothèse d'une situation conjoncturelle plus favorable qu'en moyenne. En cas de boom économique, le ralentissement de l'inflation qui découlerait d'un durcissement de la politique monétaire serait un peu plus fort et celui de la croissance du PIB un peu plus faible.

Graphique 5: Mécanisme de transmission de la politique monétaire sous le régime du droit du bail actuel
 Relèvement du taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois) d'un point de pourcentage
 Déviations en points de pourcentage (PP) par rapport à la simulation de base

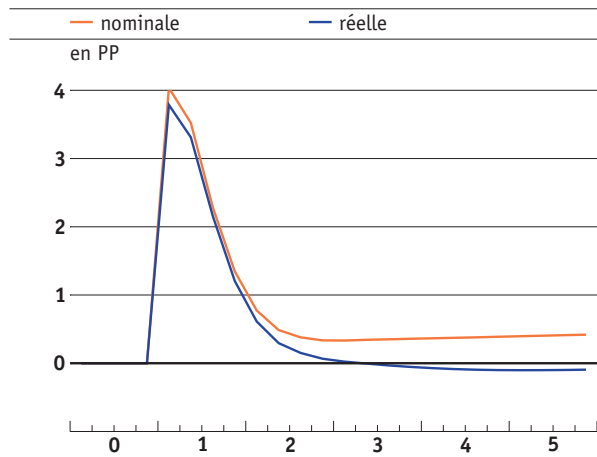
Taux d'intérêt Graphique 5a



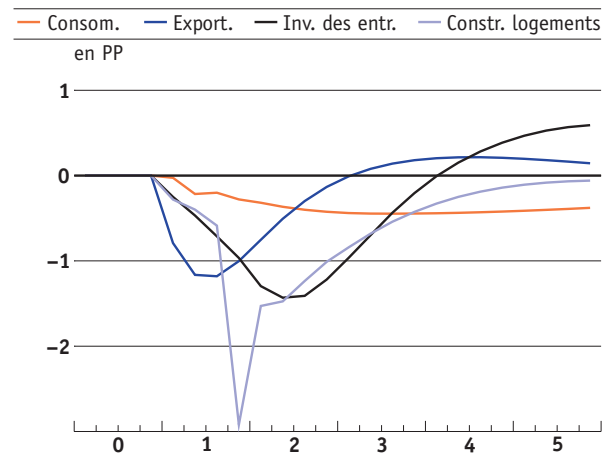
Croissance du PIB et inflation IPC Graphique 5b



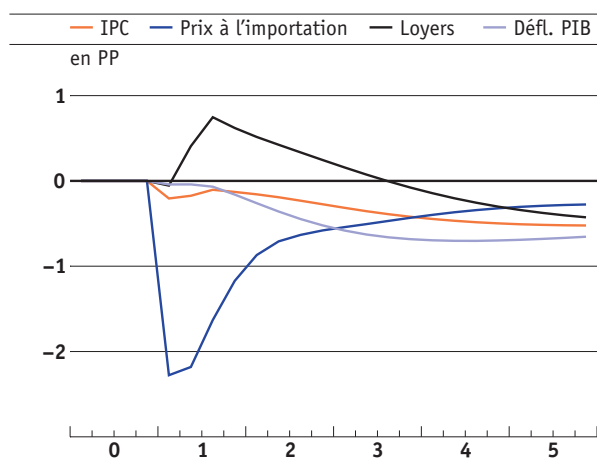
Appréciation du franc Graphique 5c



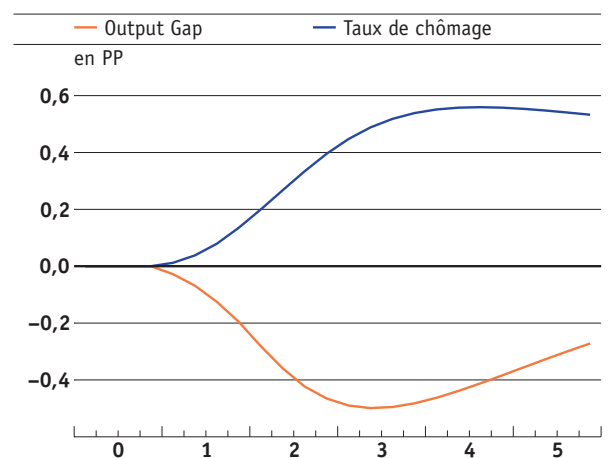
Croissance de la demande Graphique 5d



Divers taux d'inflation Graphique 5e



Output Gap et taux de chômage Graphique 5f



3.2 Le nouveau droit

Dans la simulation du mécanisme de transmission de la politique monétaire sous le régime du nouveau droit du bail, l'équation des loyers (2) estimée économétriquement doit être remplacée par une équation tenant compte des modifications législatives. Malheureusement, par manque de données appropriées, l'estimation ne permet pas de dire dans quelle mesure ces modifications influenceront la fixation des loyers. En règle générale, c'est surtout le critère de comparaison des loyers servant à l'appréciation des abus en matière de location qui est contesté. Cependant, cet aspect du nouveau droit du bail ne s'avère pas être prépondérant pour la politique monétaire. Si le recours à l'instrument des loyers comparatifs devait faire augmenter davantage les loyers – comme le craint par exemple l'Association des locataires – le déroulement de ce processus serait indépendant de la politique monétaire et n'influencerait guère son mécanisme de transmission. En d'autres termes, si l'augmentation du renchérissement des loyers figurait dans la simulation de base, les implications d'une modification de la politique monétaire par rapport à cette simulation seraient sans effet. En revanche, le remplacement du taux hypothécaire par l'IPC dans l'indexation des loyers est important pour la politique monétaire. Ainsi, en liant les loyers à l'IPC, l'impact d'un durcissement de la politique monétaire sur le renforcement du renchérissement des loyers serait amenuisé.

Le modèle de simulation basé sur une stricte indexation des loyers sur l'IPC est obtenu en remplaçant l'équation (2) par

$$(2') \Delta \ln(p h_t) = \alpha + \Delta \ln(p c_t).$$

Concernant la constante α – pendant de β_3 dans l'équation (2) – il faudrait supposer une valeur légèrement positive car le renchérissement des loyers dépasse celui de l'IPC en moyenne historique d'environ un point de pourcentage. De ce fait, l'équation (2') génère une simulation de base qui coïncide, à long terme, avec la simulation effectuée sous (2).

Cependant, l'équation (2') ne reflète pas parfaitement la révision du droit du bail puisque cette dernière permet des majorations de loyers conformes à la hausse moyenne de l'IPC durant les deux dernières années. Par conséquent, l'équation présentée ci-dessous permet de mieux tenir compte de cet argument légal:

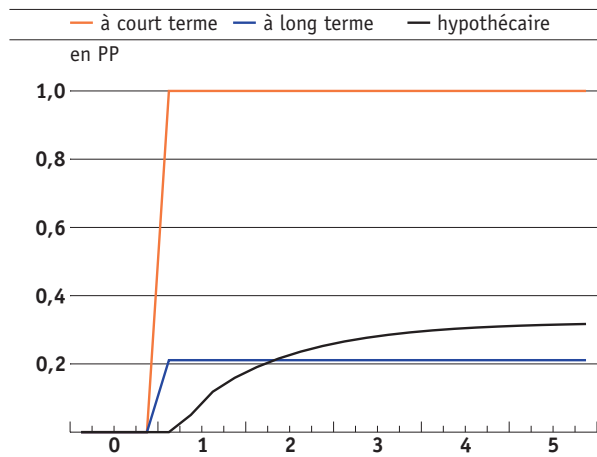
$$(2'') \Delta \ln(p h_t) = \alpha + \ln(p c_{t-1} / p c_{t-9}) / 8.$$

Ce contexte législatif est moins favorable pour la politique monétaire que celui présenté sous (2') car le renchérissement des loyers suit avec un certain retard le recul de l'ensemble des prix à la consommation lorsque la politique monétaire devient restrictive et – avec une part de 20% dans l'IPC – freine donc quelque peu le recul de l'inflation.

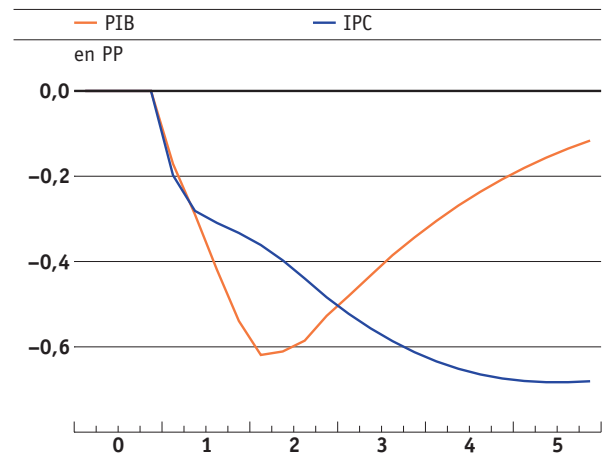
Le mécanisme de transmission de l'équation (2'') figure dans le graphique 6. Un relèvement des taux d'intérêt à court terme d'un point de pourcentage par rapport à la simulation de base est à nouveau estimé. Pour information, toutes les autres hypothèses sont reprises de la simulation antérieure (graphique 5). Comme le montre la comparaison des deux graphiques, le mécanisme de transmission ne se trouve pas être fondamentalement perturbé par la prise en considération du nouveau droit du bail. Il semblerait par contre que le recul de l'inflation soit plus efficace et plus rapide lorsqu'il y a durcissement de la politique monétaire sous le nouveau droit du bail (relèvement d'un point de pourcentage du taux d'intérêt). La baisse du renchérissement se chiffre à 0,3 point de pourcentage (0,1 point sous le régime du droit du bail en vigueur) après trois trimestres et à 0,6 point de pourcentage après trois ans (0,4 point). A long terme, l'inflation se résorbe de près de 0,7 point de pourcentage sous le nouveau régime, alors qu'elle ne diminue que de 0,5 point dans le cas des loyers liés à l'évolution des taux hypothécaires.

Graphique 6: Mécanisme de transmission de la politique monétaire sous le régime du nouveau droit
 Relèvement du taux d'intérêt à court terme (Libor à trois mois) d'un point de pourcentage
 Déviations en points de pourcentage (PP) par rapport à la simulation de base

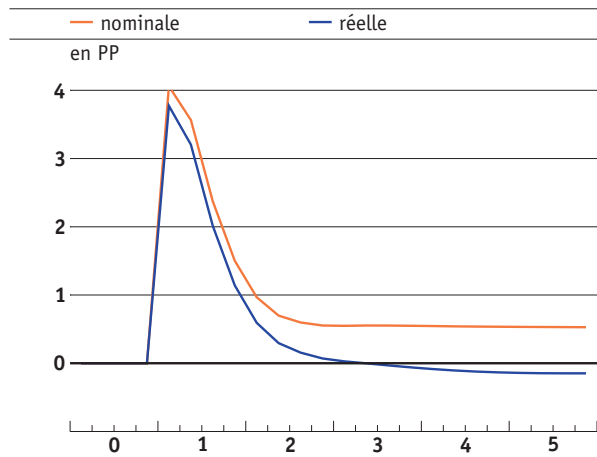
Taux d'intérêt Graphique 6a



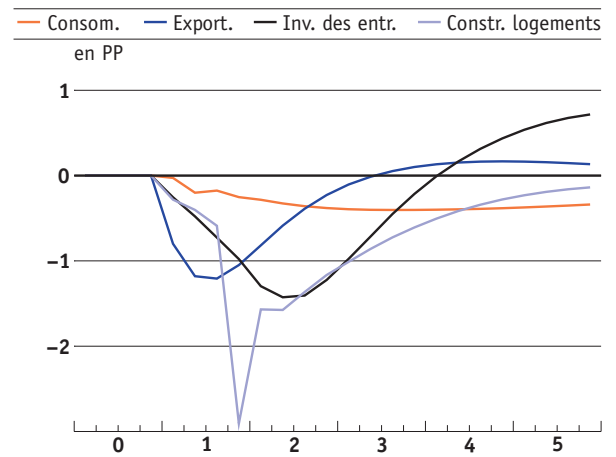
Croissance du PIB et inflation IPC Graphique 6b



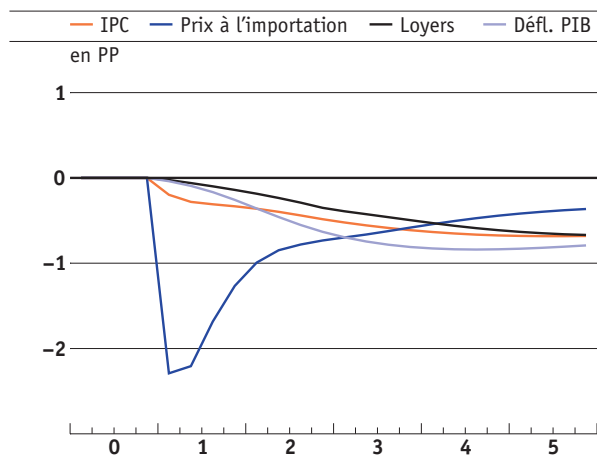
Appréciation du franc Graphique 6c



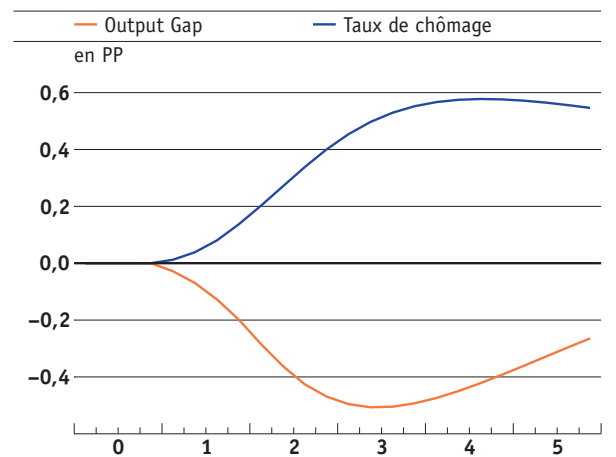
Croissance de la demande Graphique 6d



Divers taux d'inflation Graphique 6e



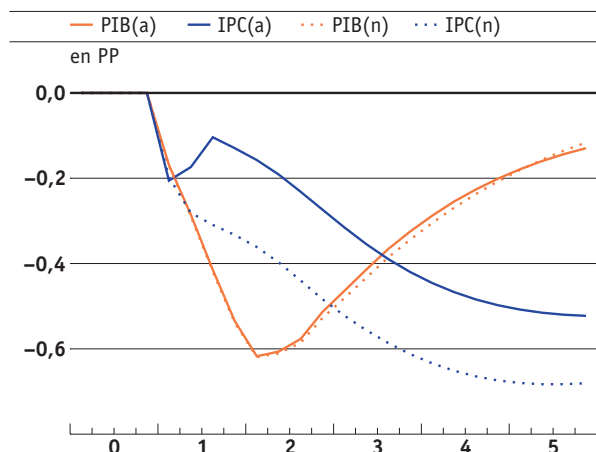
Output Gap et taux de chômage Graphique 6f



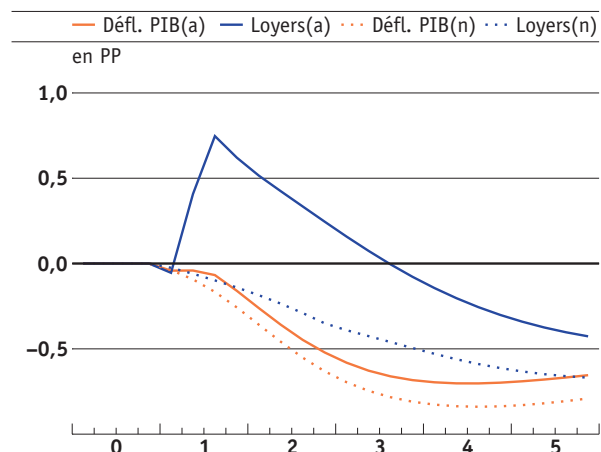
Graphique 7: Mécanisme de transmission de la politique monétaire: droit du bail en vigueur (a) contre nouveau droit (n)

Relèvement du taux à court terme (Libor à trois mois) d'un point de pourcentage
Déviations en points de pourcentage (PP) par rapport à la simulation de base

Croissance du PIB et inflation IPC Graphique 7a



Inflation et prix des loyers Grafiqne 7b



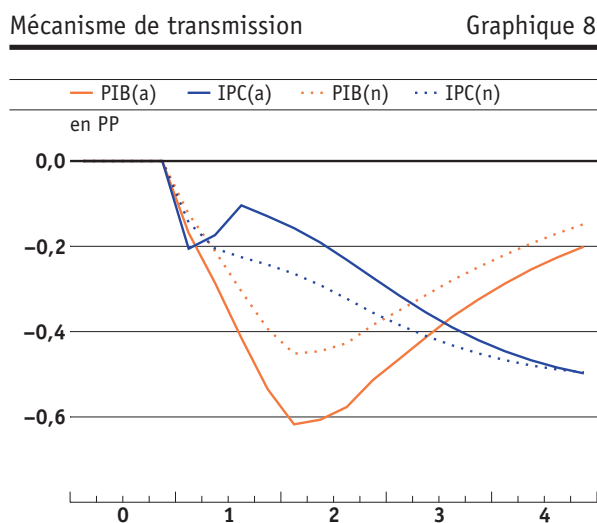
Les modifications du mécanisme de transmission de la politique monétaire résultant du nouveau droit du bail figurent dans le graphique 7 et permettent la comparaison des variables sélectionnées pour les deux simulations. Le durcissement de la politique monétaire, quel que soit le régime du droit du bail, freine la croissance du PIB d'un montant pratiquement équivalent. Une analyse des diverses composantes du PIB montre que le recul de la consommation des ménages est moins fort sous le régime du nouveau droit parce que le revenu réel disponible des ménages diminue plus faiblement en raison du découplage des loyers des taux hypothécaires. En revanche, le fait que la majoration des taux hypothécaires ne puisse pas être répercutée sur les loyers a pour effet de détériorer davantage la rentabilité des logements loués. Par conséquent, les investissements effectués dans les logements se contractent plus fortement suite à la hausse des taux sous le régime du nouveau droit. Concernant l'économie réelle, les différences observées entre les deux régimes sont donc relativement peu importantes. En revanche, le principal changement est que le renchérissement des loyers s'accélère fortement en cas de durcissement de la politique monétaire sous le régime du droit actuel alors qu'il suit la baisse du renchérissement général de la consommation avec un certain décalage sous le régime du nouveau droit du bail. Cela entraîne donc une diminution de l'inflation beaucoup plus rapide ayant pour écart 0,2 point de pourcentage. La hausse

des prix de la valeur ajoutée intérieure mesurée par le déflateur du PIB réagit aussi un peu plus rapidement et plus fortement suite à un durcissement de la politique monétaire sous le nouveau droit du bail.

Au lieu de procéder à un relèvement identique du Libor à trois mois pour les deux régimes, on peut se demander, avec le nouveau droit du bail, quel doit être le degré de restriction de la politique monétaire pour faire baisser, dans un laps de temps donné, l'inflation d'un même montant que sous le régime actuel. Le graphique 8 montre qu'il faut attendre quatre ans et un relèvement des taux à court terme d'un point de pourcentage sous le régime du droit du bail actuel, respectivement de 0,725 sous le nouveau régime, pour faire diminuer l'inflation d'un même montant (0,5 point de pourcentage). Toutefois, même si le taux d'inflation baisse de façon uniforme, l'effet modérateur exercé sur le niveau des prix à la consommation est un peu plus vigoureux pour le nouveau droit, à savoir 1,4% contre 1,2%. Par ailleurs, la réduction de l'inflation contribue surtout, sous le régime du nouveau droit, à ralentir plus faiblement l'activité économique. Ainsi, la baisse de croissance s'élève au maximum à 0,45 point de pourcentage contre 0,62 point de pourcentage sous le régime du droit actuel. Finalement, après quatre ans, le niveau du PIB se situe à 1,1% en dessous de la trajectoire de référence plutôt qu'à 1,5%.

Graphique 8: Mécanisme de transmission de la politique monétaire: droit du bail en vigueur (a) contre nouveau droit (n)

Relèvement du Libor à trois mois d'un point de pourcentage (a) et de 0,725 point (n)



Les résultats des simulations figurant dans les graphiques 7 et 8 confirment l'opinion partagée depuis des années par la BNS, selon laquelle il conviendrait de découpler les loyers des taux hypothécaires.⁷ Sous le régime du droit en vigueur, la BNS doit systématiquement expliquer au public que lorsqu'elle mène une politique monétaire restrictive pour lutter contre la hausse des prix, un renchérissement des loyers à court terme est inévitable. Ce problème de communication influence probablement les anticipations inflationnistes du public et atténue l'efficacité de la politique monétaire. Dans le cas du nouveau droit du bail, un durcissement déterminé de la politique monétaire permettrait une réduction plus rapide de l'inflation grâce au découplage des loyers du taux hypothécaire. Cette situation faciliterait non seulement la communication des décisions de politique monétaire, mais devrait également contribuer à accroître l'efficacité de cette politique à l'aide d'une meilleure formation des anticipations. A ce propos, notons que les effets sur la formation des anticipations ne sont pas pris en considération dans le modèle. Par conséquent, les simulations du modèle pourraient avoir tendance à sous-estimer les avantages du nouveau droit du bail pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

7 Voir Lusser (1990), Rich (1993) et Roth (2002).

4 Résumé

Le présent exposé examine, par le biais de simulations du modèle macroéconométrique de la BNS, les implications de la révision du droit du bail, adoptée par le Parlement en décembre 2002, pour la politique monétaire. Sous le régime du droit du bail en vigueur, les variations du taux hypothécaire sont reportées sur les loyers. L'impression générale émanant de l'opinion publique selon laquelle une asymétrie subsisterait dans l'ajustement des loyers (les hausses de taux hypothécaires seraient répercutées sur les loyers, alors que les locataires ne bénéficieraient qu'en partie des baisses) n'est pas vérifiée économétriquement. Par contre, l'indexation des loyers sur les taux hypothécaires s'avère être problématique pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. De façon générale, lorsque la politique monétaire se durcit, la hausse du niveau général des taux d'intérêt s'accompagne d'une augmentation des taux hypothécaires qui conduit à une élévation du niveau des loyers. Comme les loyers ont une pondération de 20% dans le calcul de l'IPC et que celui-ci se repercute dans les frais de production des entreprises par l'intermédiaire des salaires, le recul de l'inflation visé par un durcissement de la politique monétaire est à court terme voué à l'échec. En même temps, il faut être prêt à accepter une réduction sensible de la croissance réelle.

En revanche, grâce à l'indexation des loyers sur l'IPC, un durcissement de la politique monétaire ne conduit pas à un renchérissement des loyers, mais au contraire engendre une diminution des loyers suivant avec un certain retard la baisse du niveau des prix à la consommation. C'est pourquoi la diminution de l'inflation a lieu plus rapidement et de façon continue. Une réduction déterminée du taux d'inflation est réalisée par un relèvement plus faible des taux d'intérêt ayant pour conséquence un fléchissement inférieur de la croissance. En ce qui concerne le mécanisme de transmission de la politique monétaire et la communication de la politique monétaire, l'indexation des loyers sur l'IPC prévue par le nouveau droit du bail peut donc être considérée comme positive par rapport à la réglementation en vigueur.

Références bibliographiques

Conseil fédéral. 1999. Message relatif à la révision partielle du droit du bail dans le code des obligations et à l'initiative populaire «pour des loyers loyaux» du 15 septembre 1999.

Fontana, K. 2003. Die Vergleichs- und Indexmiete. *Neue Zürcher Zeitung*, 19 mars 2003.

Layard, R., Nickel, S. et Jackman, R. 1991. *Unemployment – Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.

Lusser, M. 1990. Liegenschaftenmarkt, Hypothekarmarkt und Geldpolitik. Conférence tenue à Coire lors de l'Assemblée générale de l'Union suisse des professionnels de l'immobilier, 4 mai 1990.

Rich, G. 1993. Die stabilitätspolitische Rolle der Nationalbank. Conférence tenue lors du 21^e colloque du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, 25 mai 1993.

Roth, J.-P. 2002. Immobilienpreise und Geldpolitik. Conférence tenue lors de la réunion des présidents de l'Association suisse des propriétaires immobiliers, 30 novembre 2002.

Stalder, P. 2001. Un modèle macroéconométrique pour la Suisse. *Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse* 2.