

Regards croisés sur l'économie n°9, 2011

» QUELLES PERSPECTIVES POUR LE PRIX DES LOGEMENTS APRÈS SON ENVOLÉE ?

Jacques FRIGGIT¹.

A lors que de 1965 à 2000 le prix des logements et le revenu par ménage avaient augmenté au même rythme, de 2000 à 2010 le premier a augmenté de 70 % de plus que le second. Ce décalage ne semble pas soutenable sur le long terme.

QUELLES RÉGULARITÉS SUR LE PASSÉ ?

De 1914 à 1965, les perturbations engendrées par les contrôles des loyers en période de forte inflation

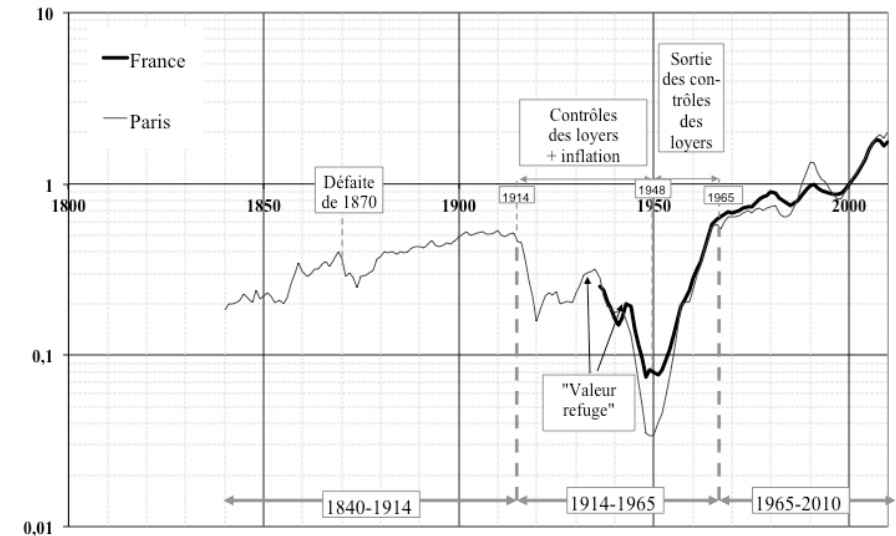
La moins mauvaise manière de construire une prospective est d'identifier des régularités sur un passé aussi long que possible, puis de faire l'hypothèse qu'elles perdureront, sauf si l'on a de bonnes raisons de penser que ce ne sera pas le cas.

En matière de logement, en France, le passé disponible pour réaliser une telle prospective est limité à la période postérieure à 1965. En effet, les données disponibles sur la période antérieure à 1914 portent sur un parc (parisien), un usage (immeuble de rapport) et un contexte économique spé-

1. Chargé de mission au Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD). Les analyses et points de vue sont ceux de leur auteur et, en particulier, n'engagent pas l'Administration.

cifiques, ce qui affaiblit toute tentative d'extrapolation. Quant au demi-siècle 1914-1965, il est profondément marqué par un phénomène dont on exclura la répétition à l'horizon de la prospective, à savoir un contrôle des loyers étroit dans une période de forte inflation (graphique 1).

Graphique 1 – Indice du prix des logements en France et à Paris, monnaie constante, base 2000 = 1



Source : CGEDD d'après Insee, bases de données notariales, indices Notaires-Insee désaisonnalisés, Duon, Toutain et Villa (CEPII).

Instauré à titre provisoire en 1914 au titre de la solidarité avec les combattants, puis prolongé pendant la durée de la guerre, ce contrôle se transforma en pratique en un blocage des loyers. L'inflation de guerre triplant les prix à la consommation, le prix des logements à Paris fut divisé par trois en monnaie constante.

Après 1918, craignant l'impopularité, les gouvernements successifs ne levèrent jamais complètement ce contrôle des loyers : une succession de lois le relâchèrent et le resserrèrent alternativement jusqu'en 1939, année où il fut renforcé. Associé au décuplement des prix à la consommation engendré par la seconde guerre mondiale, le contrôle des loyers provoqua une nouvelle dévalorisation des logements en monnaie constante, jusqu'au vote de la fameuse « loi de 1948 ». Cette loi, contrairement à une opinion répandue,

ne bloquait pas les loyers, mais au contraire organisait la fin de leur contrôle systématique (même si elle fut parfois détournée ensuite pour limiter les hausses de loyers sur une partie du parc). Elle engendra un rattrapage rapide du prix des logements de 1950 à 1965.

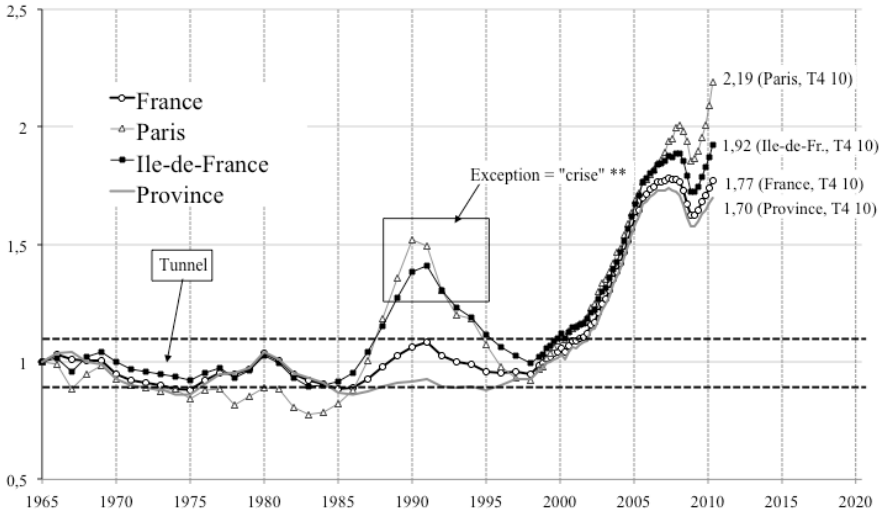
Deux « bosses » apparaissent cependant sur le graphique 1 au fond du « trou » de la période 1914-1965. La première, au début des années 1930, provient principalement de ce que les investisseurs redécouvrirent lors du krach de 1929 la volatilité du placement en actions et cherchèrent refuge dans la sécurité supposée du placement en logement. Le retournement du prix des logements en 1935 coïncide avec la diminution de 10 % des loyers imposée par le gouvernement Laval dans le cadre d’une politique ouvertement déflationniste. La seconde bosse, au début des années 1940, s’explique par l’abondance de liquidités qui, ne pouvant être dépensées en biens de consommation (rationnés à des prix contrôlés), ne pouvaient qu’être épargnées, et par la priorité accordée aux actifs protégés contre l’inflation (le prix des actions augmenta de manière similaire, et celui de l’or encore plus) : les investisseurs avaient retenu la leçon de la dévalorisation des placements à revenu fixe causée par la première guerre mondiale.

De 1965 à 2000, une croissance parallèle au revenu par ménage

De 1965 à 2000, l’indice du prix des logements retrouva une certaine stabilité, croissant tendanciuellement comme le revenu par ménage et ne s’écartant pas de plus de 10 % de cette tendance longue, évoluant ainsi dans un « tunnel » (graphique 2). La période de « crise » 1987-1995 constitue une exception, limitée à quelques zones géographiques, dont Paris et sa banlieue.

Ce lien étroit *dans le temps* pendant 35 ans (1965-2000) entre prix des logements et revenu par ménage est cohérent avec le lien *dans l’espace* bien connu entre ces deux agrégats. Il apparaît à première vue conforme à l’intuition. Un examen plus approfondi conduit cependant à nuancer ce jugement : la comparaison dans le temps ne porte pas en effet sur deux valeurs moyennes, mais d’un côté sur une valeur moyenne (le revenu par ménage) et de l’autre sur un indice de prix, expurgé en principe des effets qualité. Il faut donc considérer cette régularité dans le temps avant tout comme empirique.

Graphique 2 – Indice du prix des logements rapporté au revenu disponible par ménage, base 1965 = 1, différenciation Paris / Île-de-France / Province*



Source : CGEDD d’après Insee, bases de données notariales, indices Notaires-Insee.

Notes :

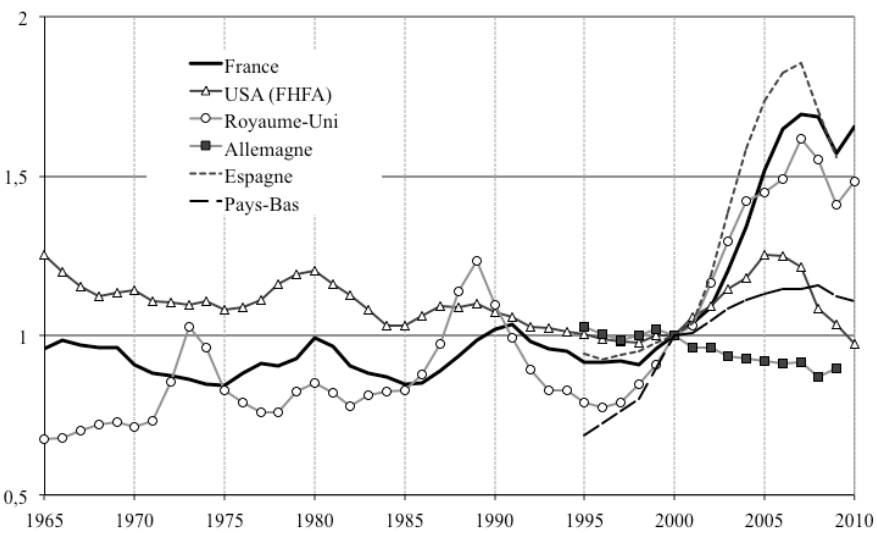
*Le dénominateur des quatre ratios est le revenu disponible par ménage sur l’ensemble de la France.

**La notion de « crise » est relative : un acheteur considère les périodes de fortes hausses comme des « crises » et celles de fortes baisses comme des aubaines ; un vendeur a le point de vue inverse. Soucieux de neutralité entre acheteurs et vendeurs, nous considérons comme des « crises » les périodes où le prix des logements est très éloigné (par le haut ou par le bas) de sa tendance longue, qu’il s’en écarte (« début de crise ») ou qu’il s’en rapproche (« sortie de crise »).

Elle n’est pas propre à la France : le graphique 3 montre une croissance tendancielle des années 1960 à 2000 assez similaire au Royaume-Uni et aux États-Unis, quoique légèrement plus rapide dans le premier pays et moins rapide dans le second (sans doute largement en raison de différences méthodologiques).

Outre son lien dans le temps avec le revenu, le prix des logements a pour propriété que ses variations annuelles sont fortement autocorrélées. Il existe ainsi des périodes de plusieurs années consécutives au cours desquelles le prix des logements croît plus vite, puis moins vite, que sa tendance longue. À ce titre, le prix des logements peut être considéré comme « cyclique ». En revanche, il n’est pas « périodique », en ce sens que la longueur des « cycles » n’est pas constante dans le temps.

Graphique 3 – Indices du prix des logements rapportés au revenu disponible par ménage, comparaison internationale, base 2000 = 1



Source : CGEDD d'après Insee, bases de données notariales, indices Notaires-Insee désaisonnalisés, Freddie Mac, FHFA, R.Shiller, US Bureau of Economic Analysis, Census Bureau, UK DCLG, UK National Statistics, Destatis, Central Bureau voor de Statistiek, Instituto Nacional de Estadística, R.Vergès.

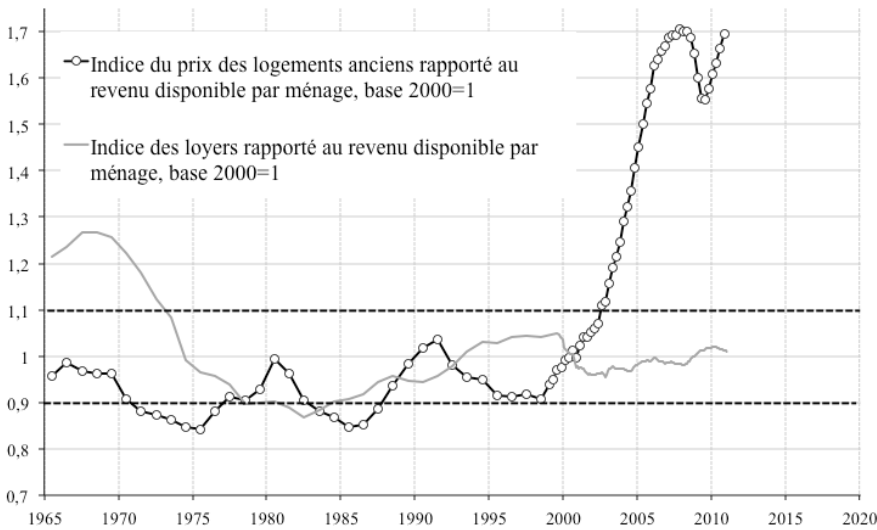
L'envolée de 2000-2010 par rapport aux revenus et aux loyers

À partir de 2002, l'indice du prix des logements rapporté au revenu par ménage est sorti par le haut du « tunnel » historique dans lequel il avait évolué pendant 35 ans, et ce sur l'ensemble du territoire, contrairement à ce qui s'était produit de 1987 à 1995. Après une stabilisation en 2007, il a légèrement diminué en 2008, puis est remonté, davantage dans les grandes agglomérations qu'ailleurs. En 2010, il est supérieur d'environ 70 % à la « normalité historique » représentée par le « tunnel ». Comme on le verra plus loin, la baisse des taux d'intérêt n'a compensé qu'une partie de ces 70 % du point de vue d'un primo-accédant à la propriété, qui doit aujourd'hui emprunter sur 25 ans au lieu de 15 ans en 1965 ou en 2000 pour acheter le même logement « toutes choses égales par ailleurs ». Une envolée analogue s'est produite dans de nombreux autres pays, l'Allemagne figurant parmi les exceptions les plus notables (graphique 3). La remontée à laquelle on assiste actuellement

en France après la baisse de 2008-2009 fait cependant de plus en plus figure d'exception.

De façon remarquable, l'indice des loyers n'a pas augmenté plus rapidement que le revenu par ménage (graphique 4). En conséquence, le rendement locatif (rapport du loyer au prix de cession) s'est effondré.

Graphique 4 – Indice du prix des logements et indice des loyers, rapportés au revenu par ménage sur l'ensemble de la France, base 2000 = 1



Source : CGEDD d'après Insee, indices Notaires-Insee et bases notariales.
Note : L'indice des loyers et l'indice des prix de cession n'ont pas le même périmètre. En divisant le premier par le second, on n'obtient pas un indice du rendement locatif brut. Par ailleurs, le revenu par ménage des locataires a moins augmenté que celui de l'ensemble de la population. La comparaison des trois grandeurs que sont les prix de cession, les loyers et les revenus est donc complexe et suppose de faire la part de nombreux effets de structure.

Bien que l'on ne dispose pas d'indice fiable du prix des logements selon leur destination, l'envolée des prix semble avoir été plus prononcée pour les logements locatifs que pour ceux qui sont occupés par leur propriétaire. Ainsi, alors que de 1965 à 2000 les appartements (parmi lesquels le statut locatif est beaucoup plus fréquent) s'étaient dévalorisés (et paupérisés) par rapport aux maisons, ils se sont valorisés par rapport à ces dernières (tout en continuant de se paupériser) de 2001 à 2010. En outre, les départements où le prix des logements a le moins augmenté de 2000 à 2009 sont globa-

lement ceux où il y a le *plus* de résidences principales occupées par leur propriétaire.

La hausse du prix des logements a été financée par un doublement de l'endettement immobilier des ménages (de 30 % à presque 60 % de leur revenu) qui a procuré aux acheteurs nets (les plus jeunes) des liquidités aussitôt transférées aux vendeurs nets (les plus âgés), lesquels les ont pour l'essentiel affecté à leur consommation.

Cette consommation additionnelle représente, cumulée de 2000 à 2009, de 15 % à 20 % du produit intérieur brut. Elle a gonflé les recettes budgétaires et la croissance économique, mais de façon artificielle, puisqu'elle ne s'est pas accompagnée d'une amélioration de la productivité qui aurait facilité à terme le remboursement du supplément de dette contracté. Elle a aussi contribué au déficit de la balance des biens et services de la France. Ce mécanisme explique une partie du différentiel de croissance du PIB pendant cette période entre la France et l'Allemagne, pays où les ménages se sont dans le même temps désendettés.

En contrepartie de leur endettement accru, les acheteurs nets français n'ont pas obtenu une meilleure « qualité de service logement » : de 2000 à 2010, la qualité des logements a poursuivi sa lente amélioration observée sur les décennies précédentes. Ils n'obtiendront pas non plus, à terme, une augmentation de la valeur de leur patrimoine, puisqu'il est probable – ainsi qu'on le verra plus loin – que le prix des logements rapporté au revenu revienne tôt ou tard à son niveau antérieur à l'envolée de 2000-2010. De plus, d'ici là, l'augmentation du prix de revente des résidences principales – qui dans la plupart des cas ne sont revendues que pour en acheter une autre – ne profitera guère qu'aux héritiers.

Ainsi, par une double hérésie, les ménages considérés dans leur globalité ont financé de la consommation par de la dette à long terme, et ceux d'entre eux qui se sont endettés ne sont pas ceux qui en auront tiré bénéfice.

LES FACTEURS QUI N'EXPLIQUENT PAS L'ENVOLEE DE 2000-2010

On examine ci-après un ensemble d'explications souvent invoquées pour expliquer l'envolée du prix des logements, mais qui ne semblent pas à l'échelle du phénomène.

Niveau de la construction ?

Un premier type d'explication repose sur l'argument que, si davantage de logements avaient été construits, le prix des logements serait plus faible qu'il ne l'est. Toute la question est de savoir de combien, en d'autres termes quelle est l'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc². Cette élasticité est extrêmement difficile à estimer mais serait de l'ordre de -1 ou -2, au vu de la littérature et de travaux que nous avons pu mener. Ainsi, si 300 000 logements supplémentaires (soit environ 1 % du parc) avaient été construits, le prix des logements ne serait que de 1 % à 2 % plus bas « toutes choses égales par ailleurs » (même si cette dernière condition est difficile à simuler). Cela ne représente qu'une fraction marginale des 70 % à expliquer. De plus, si une « insuffisance » de la construction était à l'origine de la hausse des prix de cession, elle aurait aussi impacté les loyers. Or ces derniers n'ont crû que modérément, et pas plus rapidement que précédemment.

Cherté et « rareté » du foncier ?

Le prix des terrains à bâtir est déterminé en fonction de celui des logements dans leur voisinage. Son augmentation est donc la conséquence – et non la cause – de l'augmentation du prix des logements. Par ailleurs, l'élasticité du prix des logements par rapport à leur nombre étant de l'ordre de -1 à -2, un nombre de terrains à bâtir plus élevé ne réduirait pas beaucoup le prix des logements. Au demeurant, lorsque le nombre annuel de logements construits est passé, il y a quelques années, de 300 000 à plus de 400 000, les terrains nécessaires ont été trouvés.

Achats par les étrangers ?

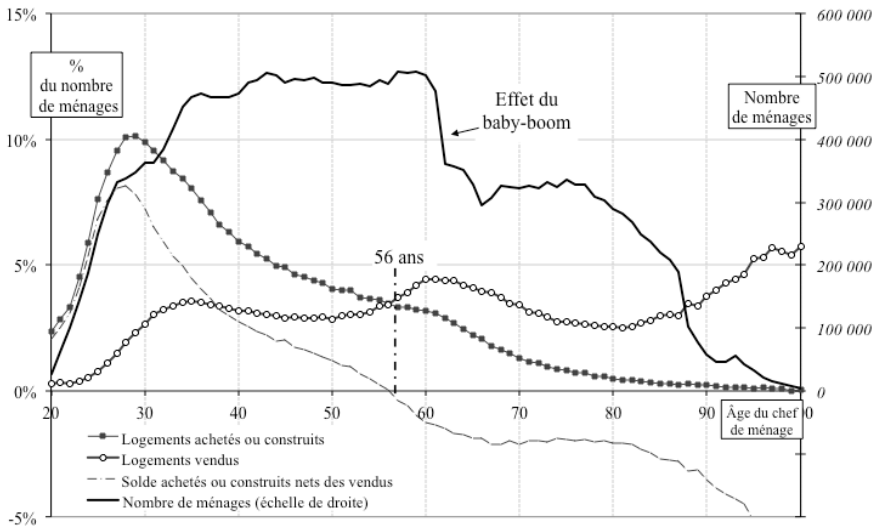
La croissance des achats *nets de ventes* par les étrangers *non résidents*, souvent invoquée, n'a représenté qu'une fraction marginale (de l'ordre de 1 %) des transactions de logements de 2000 à 2010, malgré des exceptions locales (principalement là où les Britanniques ont acheté massivement – mais ces derniers ont restreint leurs achats dès 2005).

2. L'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc est par définition l'effet de la variation de la taille du parc sur la variation du prix des logements. Si sa valeur est de -2, cela veut dire qu'une hausse de 1 % de la taille du parc entraîne une baisse de 2 % du prix du logement.

Vieillessement ?

Il est parfois argué que c’est parce qu’ils auraient nouvellement pris conscience de la fragilité de leur future retraite que les investisseurs particuliers accepteraient les très faibles rendements locatifs actuels. On examinera plus loin la question de l’arbitrage des investisseurs entre les divers actifs. Néanmoins, le vieillissement de la population augmente la proportion de personnes âgées de plus de 56 ans – soit l’âge en deçà duquel les ménages sont acheteurs nets et au-delà duquel ils sont vendeurs nets (graphique 5). Il devrait donc plutôt contribuer à modérer le prix des logements.

Graphique 5 – Nombre de logements achetés ou construits, ou vendus, en % du nombre de ménages, en fonction de l’âge du chef de ménage, année 2006



Source : CGEDD d’après bases notariales et Filocom.

Desserrement des ménages ?

Le desserrement des ménages (c’est-à-dire la diminution du nombre de personnes par ménage) se poursuit depuis les années 1960 : le début de l’envolée des prix n’a pas coïncidé avec une rupture en ce domaine.

Effet inflationniste des aides publiques ?

La dépense de logement des ménages représente 15 % du PIB, et les logements achetés ou construits par les ménages en ont représenté 13 % (soit 250 milliards d’euros) en 2007, au plus haut. Or les transferts organisés par la collectivité pour le logement des ménages sont de l’ordre de 1 % à 2 % du PIB, et les ajustements portés à ces transferts entre 2000 et 2010 sont d’un ordre de grandeur dix fois plus faible. À titre d’exemple, le coût du prêt à taux zéro est de l’ordre de 2,5 milliards d’euros, soit 0,1 % du PIB. Ainsi, même si la totalité des ajustements des aides publiques entre 2000 et 2010 s’était dissipée en inflation immobilière (profitant aux vendeurs sous forme d’une hausse des prix, et non aux acheteurs), l’effet sur le prix des logements serait encore secondaire par rapport aux 70 % à expliquer.

“ À partir de 2002, l’indice du prix des logements rapporté au revenu par ménage est sorti par le haut du « tunnel » historique dans lequel il avait évolué pendant 35 ans, et ce sur l’ensemble du territoire. ”

Effet inflationniste de la revente ?

Le poids de la revente d’un autre logement dans le financement des achats de résidences principales est élevé (21 %), ce qui amplifie les hausses (mais aussi les baisses) de prix. Néanmoins, ce poids est resté stable entre les enquêtes logement 2002 et 2006. De plus, le nombre annuel de transactions de logements anciens est lui aussi resté stable, voisin de 800 000, de 2000 à 2007. Après une baisse puis un rebond en 2008 et 2009, il n’a toujours pas retrouvé ce niveau fin 2010 : la revente n’est pas plus fréquente que précédemment.

Effet inflationniste des mutations à titre gratuit ?

Les ménages héritent aujourd’hui de leurs parents aux environs de 50 à 60 ans, à un âge où leur « sort immobilier » est presque figé et où ils deviennent vendeurs nets de logements. Par ailleurs, le poids des donations dans le financement des achats de résidences principales est resté faible et stable, à 3 %, entre les enquêtes logement 2002 et 2006 : même un doublement de ce poids ne représenterait qu’une faible fraction des 70 % de hausse du prix des logements à expliquer.

Prolongement de l’augmentation tendancielle passée de la dépense de logement ?

Il est parfois argué que l’envolée de l’indice du prix des logements depuis 2000 ne ferait que prolonger le doublement du poids de la dépense de logement dans le budget des ménages de 1965 à 2000. Or ces deux phénomènes sont de nature différente : le premier reflète une hausse de prix sans amélioration de la qualité ; le second, au contraire, résulte en totalité d’une amélioration de la qualité des logements, l’indice de prix (expurgé des effets qualité) étant dans le même temps resté constant par rapport au revenu par ménage. La hausse récente constitue donc non pas une continuation mais une rupture par rapport à l’évolution constatée auparavant.

L’ENVIRONNEMENT FINANCIER SEMBLE LA SEULE EXPLICATION À L’ÉCHELLE DU PHÉNOMÈNE

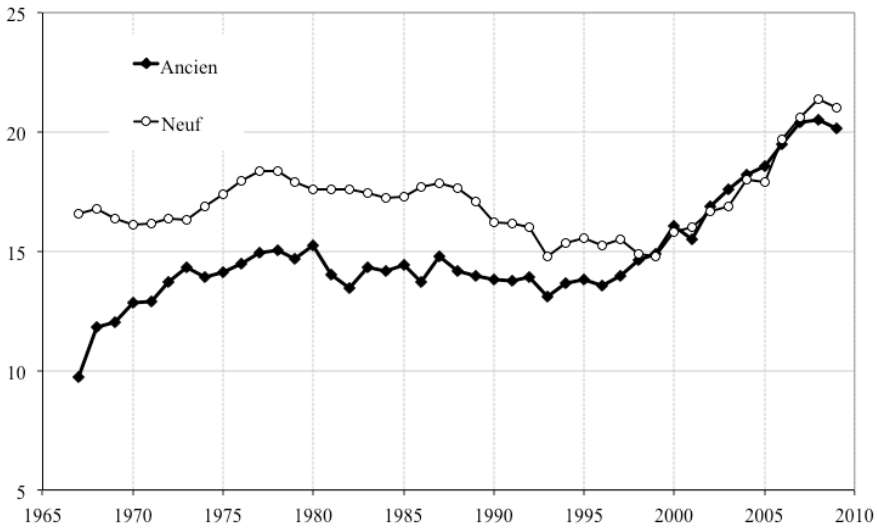
Après quelques remarques sur l’évolution des conditions de financement, on distinguera dans cette partie l’investissement locatif de l’achat à finalité d’occupation.

Prix des logements et conditions de financement : un rapport complexe

Les conditions de financement ont connu récemment une double évolution : d’une part un allongement de la durée des prêts d’environ sept années, qui a commencé au moment où débutait la forte hausse du prix des logements (graphique 6), et d’autre part et surtout par une diminution des taux d’intérêt, qui a commencé dans les années 1980 (pour le taux d’intérêt nominal) ou 1990 (pour le taux d’intérêt net de l’inflation), donc bien avant l’envolée du prix des logements (graphique 7).

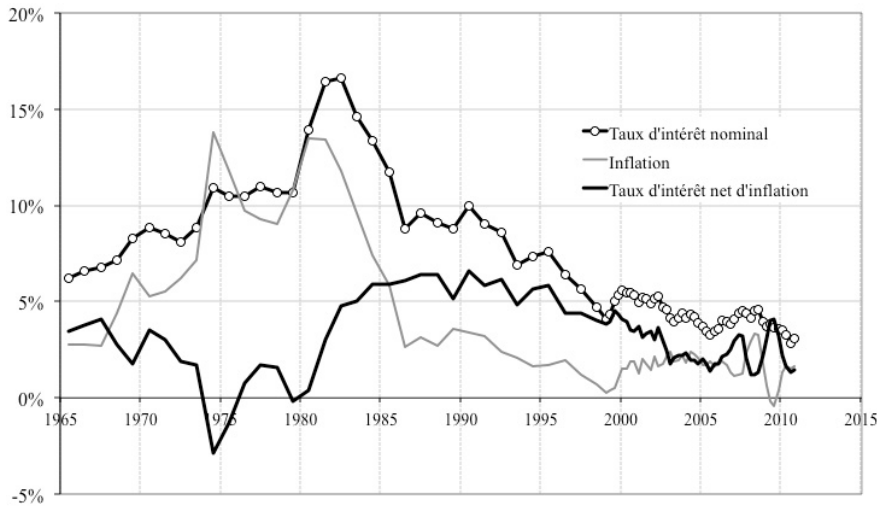
Le lien entre le prix des logements et les taux d’intérêt n’est pas simple. Considérées deux à deux, les variations du premier sont assez peu corrélées avec celles des seconds : les périodes de baisse des taux d’intérêt ne coïncident pas particulièrement avec des périodes de forte croissance du prix des logements ; de même, les périodes de hausse des taux d’intérêt ne coïncident pas particulièrement avec des périodes de faible croissance (voire de décroissance) du prix des logements. De nombreux contre-exemples peuvent être cités, que l’on considère les corrélations dans le temps ou dans l’espace.

Graphique 6 – Durée des prêts pour l’achat d’une résidence principale, en années



Source : CGEDD d’après enquêtes logement.

Graphique 7 – Taux d’intérêt à long terme et inflation



Source : CGEDD d’après Banque de France (TMO avant 1989, TME depuis) et Insee.

Par exemple, le prix des logements à Paris a diminué d’un tiers de fin 1990 à début 1998 alors que les taux d’intérêt (nominaux comme nets d’inflation) diminuaient. Les taux d’intérêt ont autant baissé en Allemagne qu’en France pendant les dix dernières années, et pourtant, en Allemagne, le prix des logements a diminué par rapport au revenu par ménage.

De nombreux autres facteurs que les taux d’intérêt déterminent donc le prix des logements. Ce fait est contre-intuitif, puisque la plupart des acheteurs recourent massivement à l’emprunt, mais il fonde le pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport au placement obligataire dont le prix, lui, est presque totalement corrélé (négativement) avec les taux d’intérêt.

“ Seul l’environnement financier, combiné à une certaine myopie des investisseurs, semble pouvoir expliquer l’envolée de 2000 à 2010 du prix des logements. ”

Par ailleurs, s’il ne fait pas de doute que les taux d’intérêt sont actuellement bas, encore faut-il préciser le point de référence considéré : période, et nature du taux. En ce qui concerne la période de référence, nous retiendrons les années 1965-2000, durant lesquelles l’indice du prix des logements a crû comme le revenu par ménage. En ce qui concerne la nature du taux, les conclusions diffèrent selon que l’on considère les taux nominaux, les taux nets d’inflation constatée ou les taux nets d’inflation anticipée, en raison des années de forte inflation 1969-1985. Durant ces années, en cas de prêts à mensualité constante, l’inflation réduisait rapidement le poids des mensualités dans le revenu des emprunteurs pendant les premières années de remboursement, ainsi que le capital restant dû en proportion du prix des logements (ce qui facilitait l’achat du logement suivant). En cas de prêts à mensualité progressant à un rythme voisin de l’inflation, alors largement pratiqués, une partie du taux d’intérêt proche de l’inflation était « effacée », prêteurs et emprunteurs anticipant, ou feignant d’anticiper, que l’inflation se maintiendrait à un niveau élevé (ce qui bien sûr n’a pas été le cas).

Ainsi, ne pas tenir compte de l’inflation conduirait à surestimer les difficultés passées des conditions de financement. En tenir compte conduit à relativiser la baisse des taux d’intérêt (tableau 1). À la fin 2010, les taux d’intérêt *nominaux* ont baissé de plus de 6 % par rapport à la période de référence 1965-2000, mais les taux d’intérêt *nets d’inflation observée ou anticipée* n’ont baissé que de moins de 3 %.

Tableau 1 – Quelle baisse des taux d’intérêt ?

	Moyenne 1965-2000	2000	2008	Fin 2010
Taux d’intérêt* nominal	9,2 %	5,5 %	4,3 %	2,8 %
(Écart par rapport à la moyenne 1965-2000)	(0,0 %)	(-3,7 %)	(-4,9 %)	(-6,4 %)
Inflation observée	5,6 %	1,7 %	2,8 %	1,6 %
(Écart par rapport à la moyenne 1965-2000)	(0,0 %)	(-3,9 %)	(-2,8 %)	(-4,0 %)
Taux d’intérêt* net d’inflation observée	3,6 %	3,8 %	1,5 %	1,2 %
(Écart par rapport à la moyenne 1965-2000)	(0,0 %)	(0,2 %)	(-2,1 %)	(-2,4 %)
Inflation anticipée** estimée	5,6 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
(Écart par rapport à la moyenne 1965-2000)	(0,0 %)	(-3,9 %)	(-3,9 %)	(-3,9 %)
Taux d’intérêt* net d’inflation anticipée** estimée	3,6 %	3,8 %	2,6 %	1,1 %
(Écart par rapport à la moyenne 1965-2000)	(0,0 %)	(0,2 %)	(-1,0 %)	(-2,5 %)

Source : CGEDD d’après Banque de France et Insee.
Notes *Taux d’intérêt sur la dette à long terme de l’État.
**Pour corriger les taux de l’inflation, il est sans doute préférable d’utiliser non pas l’inflation constatée, mais l’inflation anticipée par les décideurs (les ménages et leurs prêteurs). Malheureusement cette dernière est difficile à estimer (notamment, les marchés de taux ne fournissent qu’une estimation biaisée). Dans ce tableau, nous l’avons supposée égale en moyenne sur la période 1965-2000 à l’inflation moyenne constatée (5,6 %), et pour les années 2000 à l’inflation moyenne constatée de 2000 à 2010 (1,7 %).

Le point de vue des investisseurs

Les investisseurs – lorsqu’ils sont *rationnels* – considèrent un logement comme une rente perpétuelle indexée sur les loyers (censés augmenter légèrement plus rapidement que les prix à la consommation). Ils le valorisent par arbitrage contre les autres placements à long terme, compte tenu de leurs espérances de rendement et de leurs risques respectifs.

L’arbitrage par rapport aux seules *obligations* – notamment par rapport aux OATi (obligations assimilables du Trésor français dont le coupon et le prix de remboursement sont indexés sur l’inflation) à maturité longue, dont le profil de risque est similaire à celui des logements (coupon indexé et longue maturité) – pourrait justifier le niveau du prix des logements fin 2010 : si les rendements locatifs étaient alors très faibles, les taux d’intérêt l’étaient également. En revanche, ce n’est pas le cas de l’arbitrage par rapport aux *actions* : leur espérance de rendement à *long terme*, même corrigée du risque, est actuellement élevée (même si une baisse reste possible à *court terme*). Il semble bien que de nombreux investisseurs se détournent – de manière

irrationnelle – du placement en actions, par une « myopie » consistant à ne conserver en mémoire que les mauvaises performances boursières des dix dernières années, marquées par deux krachs, et à en anticiper la répétition (d'où une certaine analogie avec la situation du début des années 1930). La même « myopie » semble aussi conduire les ménages à extrapoler dans le futur la performance exceptionnelle du placement en logement constatée au cours des dix dernières années – ou du moins à sous-estimer le risque de dévalorisation de ce placement.

Le point de vue des acheteurs à finalité d'occupation

Le prix que ces acheteurs sont prêts à payer est déterminé principalement par la contrainte, pour une qualité de logement donnée, d'une mensualité maximale, pendant une durée si possible pas trop longue.

Or, de 2000 à 2010, la modification des conditions de financement n'a permis de couvrir qu'une partie de la hausse de 70 % de l'indice national du prix des logements rapporté au revenu par ménage. Pour la même mensualité, un prêt à 3,6 % sur 22 ans en 2010 ne permet d'emprunter que 48 % de plus qu'un prêt à 5,5 % sur 15 ans en 2000³. Cela ne permet d'accroître le prix du logement acheté que de 35 % à 40 %, car, outre l'emprunt, le financement inclut la revente d'un autre logement et la réalisation d'une épargne financière. De 2000 à 2010, le prix moyen des logements a augmenté de 4 % de moins que l'indice de prix (signe d'une légère diminution de la qualité des logements achetés), mais cela ne suffit pas à combler la différence entre cet accroissement de 35 % à 40 % et les 70 % à expliquer. C'est ce qui explique que le prix des logements occupés par leur propriétaire ait moins augmenté que celui des autres logements, comme on l'a relevé plus haut.

En conclusion

Finalement, parmi l'ensemble des causalités envisageables, seul l'environnement financier, combiné à une myopie des investisseurs, semble pouvoir expliquer l'envolée de 2000 à 2010 du prix des logements par rapport à la tendance longue parallèle au revenu par ménage qu'il avait suivie de 1965 à 2000. L'environnement financier explique notamment que l'envolée ait été

3. On tient compte ici de l'augmentation du taux d'intérêt engendrée par l'allongement de la durée du prêt, toutes choses égales par ailleurs.

moins marquée pour l'achat à finalité d'occupation par le propriétaire que pour l'investissement locatif.

“ L'ensemble des causes de l'envolée du prix des logements apparaissent réversibles : un « changement de palier » durable nous paraît peu probable. ”

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, l'environnement financier explique également l'envolée des prix au Royaume-Uni, aux États-Unis et dans de nombreux autres pays. L'envolée n'y aurait pas été possible sans une forte augmentation de l'endettement immobilier des ménages. Une des raisons qui ont empêché son apparition en Allemagne malgré une évolution similaire des taux d'intérêt est sans doute que l'endettement immobilier des ménages y était déjà très élevé en 2000 et pouvait donc difficilement augmenter.

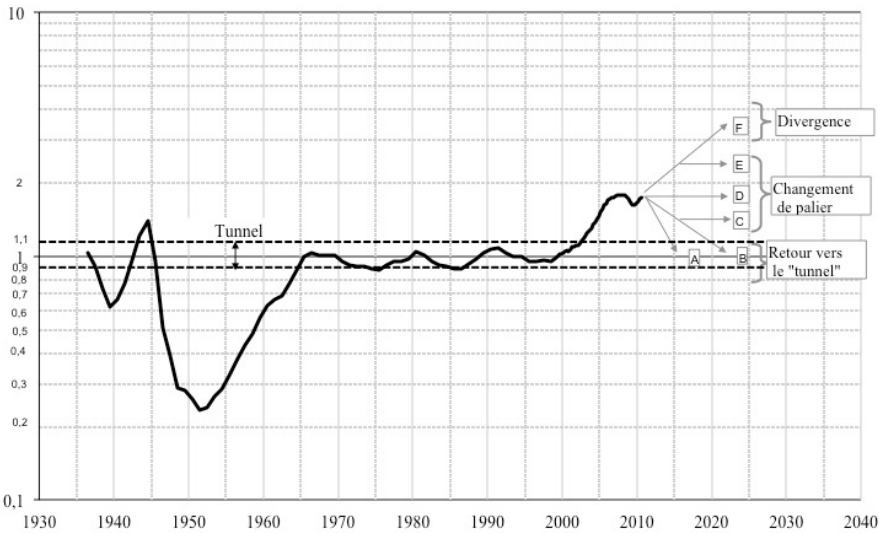
L'environnement financier explique également le rebond de 2009-2010 : après la crise de liquidité de 2008, la diminution à un niveau extrêmement bas des taux d'intérêt a résolubilisé les acheteurs à finalité d'occupation et a fortement revalorisé le placement obligataire, seul concurrent restant au placement en logement pour les nombreux investisseurs que le deuxième krach boursier (celui de 2008 après celui de 2000) a achevé de détourner des actions. L'effet haussier a ici aussi été plus prononcé pour l'investissement locatif que pour l'achat à finalité d'occupation, ce qui explique que les prix aient davantage rebondi dans les grandes agglomérations, où le statut locatif est le plus fréquent. Le rebond des prix s'est accompagné d'une reprise de la croissance de l'endettement des ménages.

Au Royaume-Uni, comme en France, la baisse des taux d'intérêt a permis une stabilisation des prix en 2009 après la baisse de 2008. La moindre fréquence de l'investissement locatif outre-Manche et un endettement des ménages beaucoup plus élevé (donc pouvant moins progresser) expliquent vraisemblablement que le rebond des prix y ait été plus faible qu'en France. Aux États-Unis, le désendettement des ménages, la rareté de l'investissement locatif par les particuliers et une réactivité du marché immobilier plus forte expliquent sans doute que le prix des logements soit revenu en 2010 au voisinage du niveau tendanciel dont il avait divergé à partir de 2000 (cf. graphique 3).

QUELLES PERSPECTIVES ?

Le problème de la prospective du prix des logements peut être posé simplement sous la forme du graphique 8.

Graphique 8 – Indice du prix des logements rapporté au revenu disponible par ménage en France, base 1965 = 1 : scénarios prospectifs



Le scénario F d'une croissance de l'indice du prix des logements tendanciellement supérieure à celle du revenu par ménage n'est pas crédible : la baisse des rendements locatifs ne pouvant perdurer, ce scénario engendrerait une croissance des loyers également tendanciellement supérieure à celle du revenu par ménage, et donc une augmentation ininterrompue de la part des dépenses de logement dans le revenu.

Les scénarios de « changement de palier » C, D et E nécessitent un examen plus approfondi.

Du point de vue des investisseurs, rien ne laisse penser que les couples rendement-risque tendanciels des placements en obligations et en actions seront différents à l'avenir de ce qu'ils ont été par le passé. Or, le placement en logement devra retrouver un rendement tendanciel et un risque cohérents avec ceux des placements financiers. Rien ne laisse penser qu'à l'avenir son risque (dans toutes ses composantes, au-delà de la simple volatilité) sera

plus faible, et donc que son rendement total (rendement locatif plus rendement en capital) sera plus faible que par le passé. Par ailleurs, la « myopie » des investisseurs à l'égard des actions prendra fin un jour.

Dans un scénario de changement de palier, le rendement en capital du placement locatif est égal à la croissance du revenu par ménage comme par le passé. Le retour du rendement total du placement à son niveau antérieur suppose donc que le rendement locatif revienne également vers son niveau antérieur. Cela peut se faire soit par une forte croissance des loyers soit par une moindre croissance (ou une baisse) des prix de cession. Une croissance de l'indice des loyers durablement supérieure à celle du revenu par ménage paraît très improbable : il n'en a montré aucun signe depuis 2000, et les ménages locataires – les plus modestes – ont une capacité limitée à augmenter leur dépense de logement, d'autant plus que leur revenu croît plus lentement que celui de l'ensemble des ménages. Le retour du rendement locatif à sa valeur de 2000 ne semble donc pouvoir se produire que par un retour du prix des logements vers son « tunnel » historique.

Du point de vue des acheteurs à finalité d'occupation, les taux d'intérêt nets d'inflation reviendront un jour vers leur valeur tendancielle, soit 3 %. Par ailleurs, à partir de 2015, les ménages devront payer les annuités supplémentaires engendrées par l'allongement de la durée des prêts (qui a commencé vers 1999). Ils pourront pour cela soit réduire leurs achats d'autres logements (résidences secondaires ou investissements locatifs par exemple), soit réduire les autres composantes de leur budget logement (diminution de l'entretien, moindre aide au logement des enfants devenus étudiants, etc.), soit prélever sur le reste de leur budget : achats d'automobiles, loisirs, etc. Ils choisiront sans doute un compromis entre ces trois options. Leur capacité d'achat de logements en sera réduite.

En outre, on peut penser qu'à terme une partie de la capacité d'achat procurée par l'allongement de la durée des prêts viendra accroître non l'indice du prix des logements mais leur qualité, comme cela a été le cas lorsque la durée des prêts est passée de 10 à 15 ans entre 1965 et 1975. La croissance de l'indice en sera réduite d'autant. Enfin, on notera que l'allongement de la durée des prêts aux États-Unis dans les années 1960 et 1970 ne s'est pas accompagné d'un « changement de palier ».

Ainsi, l'ensemble des causes de l'envolée du prix des logements par rapport au revenu par ménage que nous avons identifiées plus haut apparaissent réversibles : un « changement de palier » durable nous paraît peu probable.

Restent donc les scénarios A et B de « retour vers le tunnel ». Ils encadrent de nombreux scénarios intermédiaires possibles. Le scénario A, rapide, correspond à une baisse de 35 % du prix des logements sur une durée comprise entre 5 et 8 ans. Le scénario B, lent, suppose que le prix des logements restera constant pendant 15 à 20 ans en monnaie nominale, le « tunnel » n'étant rejoint que sous le lent effet de la croissance du revenu par ménage. Au vu des évolutions passées, le scénario rapide apparaît plus probable que le scénario lent, mais ce dernier ne doit pas pour autant être négligé. L'ajustement pourrait être retardé par la faiblesse actuelle des taux d'intérêt, le temps que la « myopie » des décideurs inverse ses effets.

*
* *

On trouvera sur http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php?id_rubrique=138 des actualisations des graphiques du présent article, des données historiques et des documents complémentaires.

LE POIDS DU LOGEMENT DANS LE BUDGET DES MÉNAGES

Brice FABRE (RCE)

La principale difficulté de la mesure du poids du logement dans le budget des ménages consiste à calculer la dépense en logement des ménages propriétaires. Alors que pour les locataires, le loyer constitue une mesure indiscutable, il est plus difficile de calculer les dépenses des propriétaires-occupants qui simultanément remboursent un crédit et constituent un patrimoine. Pour eux, la dépense en logement semble cesser lorsque les crédits sont remboursés (si l'on exclut les travaux d'entretien et de rénovation).

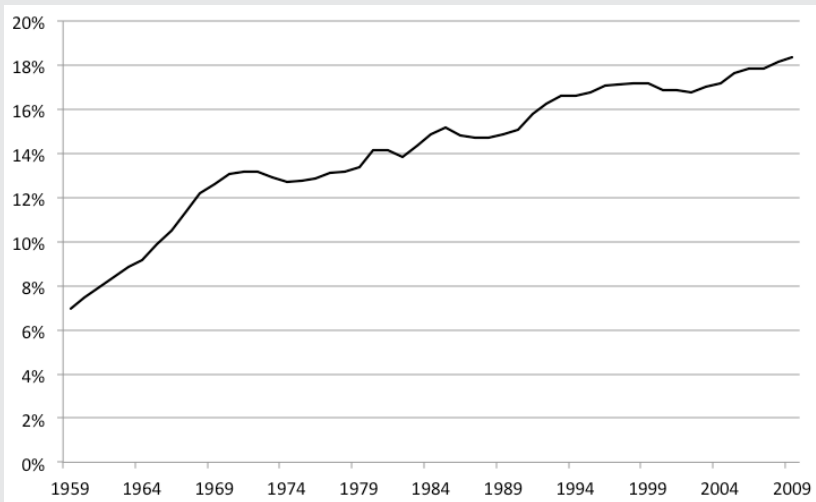
Les différentes mesures de la part du logement dans le budget des ménages se divisent en deux catégories, qui se distinguent par la façon dont elles comptabilisent les dépenses des propriétaires-occupants.

Une première mesure ne prend pas en compte les dépenses d'achat de logement mais attribue aux propriétaires le paiement d'un « loyer fictif » (loyer qu'ils paieraient s'ils étaient locataires du logement qu'ils détiennent). Ce type de mesure est utilisé dans les comptes nationaux publiés par l'Insee.

Une seconde mesure comptabilise les dépenses d'acquisition de logements neufs et anciens (annuités de remboursement d'emprunt) sans prendre en compte les loyers fictifs. Ce type de mesure est par exemple utilisé dans les enquêtes logement de l'Insee. Cette mesure correspond davantage au ressenti des propriétaires-occupants ; elle capture en effet les dépenses *effectives* de logement. Néanmoins, la prise en compte des « loyers fictifs » est plus rigoureuse économiquement. Elle permet d'isoler les dépenses de *consommation* de logement, alors que l'achat d'un logement correspond aussi pour un ménage à la constitution d'une épargne.

Dans ce qui suit, nous nous concentrons donc uniquement sur la méthode économique retenant les loyers fictifs. Cette méthode fait ressortir une hausse continue du poids du logement dans le budget des ménages de 1959 à 2009 (cf. graphique 1).

Graphique 1 – Évolution de la part du logement dans le budget des ménages de 1959 à 2009



Source : Insee, comptes nationaux.

Claire Plateau [2006] analyse plus en détails l’augmentation du poids budgétaire du logement de 1984 à 2004. Elle étudie l’évolution des trois composantes des dépenses courantes de logement, à savoir les loyers (réels et fictifs), les dépenses d’énergie et les charges.

Le tableau 1 ci-dessous montre bien que les dépenses de logement doivent la plus grande partie de leur hausse à la croissance des loyers. De 1984 à 2004, ceux-ci ont davantage augmenté que les dépenses d’énergie et les charges. Ils représentaient 74 % des dépenses courantes de logement en 2004 contre 62 % en 1984. En vingt ans, le prix des loyers a augmenté en moyenne de 3,4 % par an, soit sensiblement plus que l’indice général des prix à la consommation (qui a crû de 2,3 % en moyenne annuelle).

Les dépenses d’énergie, quant à elles, ont perdu du terrain, ce qui est en grande partie dû à des efforts d’économie d’énergie depuis les chocs pétroliers de 1973 et 1979.

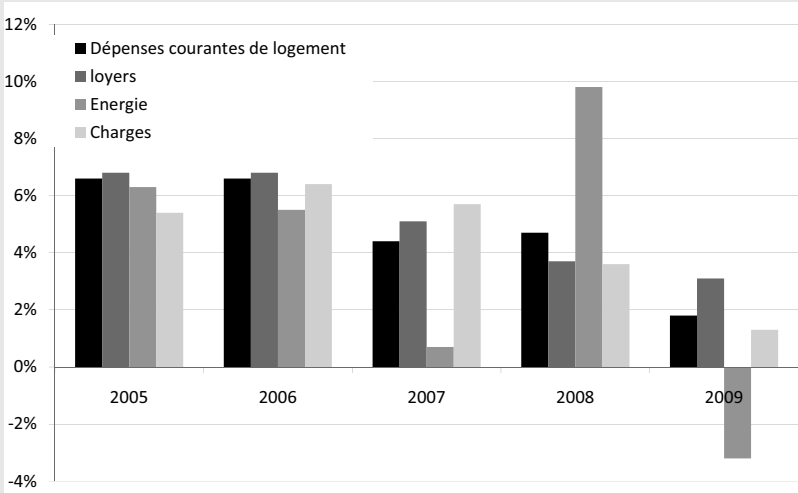
Sur la période récente (de 2005 à 2009), il semblerait que les dépenses de loyers, tout comme les dépenses relatives aux charges, aient tendance à marquer le pas (cf. graphique 2). Les dépenses d’énergie, quant à elles, sont de plus en plus instables, les prix des produits pétroliers ayant vu leur volatilité augmenter ces dernières années. Cette instabilité a un effet non négligeable sur l’évolution de la croissance des dépenses de logement.

Tableau 1 – Les dépenses courantes de logement entre 1984 et 2004

	Taux de croissance annuel moyen en %			Poids relatifs des différents postes en %	
	Valeur	Prix	Volume	1984	2004
Dépenses courantes	5,2	2,7	2,4	100	100
Loyers	6,2	3,4	2,7	62	74
Énergie	2,6	0,8	1,8	27	17
Charges	4,5	2,9	1,6	11	9

Source : Plateau [2006]

Graphique 2 – Taux de croissance des dépenses courantes de logement et de ses différentes composantes de 2005 à 2009



Source : Comptes du logement 2005, 2006, 2007, 2008 et 2009.

BIBLIOGRAPHIE

ACCARDO J. et BUGEJA F. (2009), « Le poids des dépenses de logement depuis 20 ans », *Cinquante ans de consommation en France*, Insee.

BIGOT R. et HOIBIAN, S. (2009), « Les difficultés des Français face au logement », *CREDOC*, Cahier de recherche n°265.

COMMISSARIAT GÉNÉRAL AU DÉVELOPPEMENT DURABLE. (2011), « Rapport de la Commission des comptes du logement – Premiers résultats 2010, Le compte 2009 ».

INSEE (2007), « Enquête Budget des familles 2006 », *Insee Résultats - Société*, n° 73.

PLATEAU C. (2006), « Vingt ans de dépenses de logement », *Données sociales, La société française*, Insee.

» UNE ÉCONOMIE DES BULLES IMMOBILIÈRES

François GEEROLF, *doctorant au département d'économie de Sciences Po et à l'école des Ponts Paris Tech*¹.

La plus grave crise financière depuis 1929 a débuté lorsque le monde entier a pris conscience de l'étendue de la sur-allocation du capital vers les marchés immobiliers américain, irlandais, espagnol, et anglais – d'abord progressivement (avec la crise des *subprime*), puis brutalement (avec la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers). Le surinvestissement dans l'immobilier a été tel dans les années 2000 que des quartiers entiers sont aujourd'hui vidés de leurs habitants, faute de demande, laissant parfois, comme en Irlande, l'image frappante de paysages défigurés par des années d'euphorie immobilière. Ces quartiers sont le symbole éclatant de ce qui n'aurait pas dû arriver dans une économie de marchés efficients : les banques et les marchés financiers auraient dû permettre d'allouer l'épargne en direction des projets d'investissement les plus utiles pour la population. La bulle et son explosion ont non seulement créé des injustices, mais aussi un formidable gâchis d'heures d'ouvriers et de tonnes de béton, employées pour rien à construire des maisons qui ne seront jamais habitées.

Pour la plupart des observateurs, la crise actuelle est un événement exceptionnel, une conjonction quasi-impensable de malchances, et de défaillances individuellement mineures. Une perspective historique permet de relativiser cette croyance. Un retour historique sur les crises du passé montre que loin d'être le placement sûr vanté par les agents immobiliers, l'immobilier est très volatile ; que l'explosion des bulles immobilières s'accompagne souvent de crises bancaires spectaculaires ; que les conséquences de ces crises sont

très souvent dramatiques, et qu'on peut même rationaliser quelques-unes de leurs causes.

UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE SUR LES BULLES IMMOBILIÈRES

Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, deux économistes américains, ont réalisé une compilation de l'histoire des crises mondiales des huit derniers siècles dans un ouvrage qui fait autorité depuis sa parution en 2009 : *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Ils mettent à la disposition des chercheurs des données encore jamais étudiées jusque-là. L'apport majeur de l'ouvrage réside dans la constitution d'une base de données inédite sur l'immobilier. Dans un tableau, reproduit et actualisé à la page suivante avec les chiffres les plus récents (les prix de l'immobilier ont poursuivi leur descente aux enfers), Reinhart et Rogoff étudient les prix de l'immobilier au voisinage des grandes crises bancaires du siècle dernier.

Cet inventaire impressionnant est pourtant loin d'être complet : il manque par exemple la fameuse crise des *savings and loans* qui a eu lieu aux États-Unis entre 1986 et 1996. Il manque également toutes les crises qui ne se sont pas accompagnées d'une insolvabilité de tout ou partie du secteur bancaire, comme par exemple le krach immobilier à Paris en 1991, qui avait vu les prix baisser de 30 % – voir l'article de Jacques Friggit dans ce numéro.

Bien entendu, corrélation n'implique pas causalité, et il serait hardi de conclure que toutes les grandes crises bancaires naissent initialement dans le secteur immobilier. Pourtant, les études de cas montrent que l'immobilier est souvent au cœur des problèmes. Le Japon a ainsi connu une gigantesque bulle immobilière après la libéralisation financière des années 1970-1980, dont l'explosion a abouti à plus d'une décennie de croissance atone et de déflation. La crise des *savings and loans* était pareillement une crise du financement hypothécaire. L'économiste américain Edward E. Leamer, dans un article intitulé de manière provocante « *Housing IS the business cycle* », montre même que toutes les faiblesses de la croissance américaine depuis la seconde guerre mondiale, à l'exception de deux, ont été précédées par une faiblesse de l'investissement résidentiel quelques trimestres plus tôt. Dans un rapport de 2008, le Fonds monétaire international (FMI) montre que ce fait est une propriété assez générale du cycle macroéconomique (sauf peut-être en Suède, en Italie et en Allemagne).

1. Les idées exprimées dans cet article n'engagent que son auteur.

Tableau 1 – Cycles des prix immobiliers et crises bancaires

Pays	Année de la crise	Maximum	Minimum	Durée de la baisse	Importance de la baisse
Pays avancés					
Espagne	1977	1978	1982	4 ans	-33,3 %
Norvège	1987	1987:T2	1993:T1	5 ans	-41,5 %
Finlande	1991	1989:T2	1995:T4	6 ans	-50,4 %
Suède	1991	1990:T2	1994:T4	4 ans	-31,7 %
Japon	1992	1991:T1	En cours	En cours	-40,2 %
Économies asiatiques					
Hong-Kong	1997	1997:T2	2003:T2	6 ans	-58,9 %
Indonésie	1997	1994:T1	1999:T1	5 ans	-49,9 %
Malaisie	1997	1996	1999	3 ans	-19,0 %
Philippines	1997	1997:T1	2004:T3	7 ans	-53,0 %
Corée du Sud	1997		2001:T2	4 ans	-20,4 %
Thaïlande	1997	1995:T3	1999:T4	4 ans	-19,9 %
Autres économies émergentes					
Argentine	2001	1999	2003	4 ans	-25,5 %
Colombie	1998	1997:T1	2003:T2	6 ans	-51,2 %
Précédents historiques					
Norvège	1898	1899	1905	6 ans	-25,5 %
États-Unis	1929	1925	1932	7 ans	-12,6 %
La dernière crise					
Hongrie	2008	2006	En cours	En cours	-11,3 %
Islande	2007	2007:T4	En cours	En cours	-9,2 %
Irlande	2007	2006:T4	En cours	En cours	-18,9 %
Espagne	2007	2007:T1	En cours	En cours	-13 %
Royaume-Uni	2007	2007:T4	En cours	En cours	-12,1 %
États-Unis	2007	2005:T4	En cours	En cours	-31 %

Source : Reinhart et Rogoff (2009, p. 160). Actualisation pour la dernière crise : Case-Shiller, Banque des règlements internationaux.

Il est d’ailleurs frappant que Nouriel Roubini, qui a acquis depuis la crise des *subprime* une renommée mondiale parce qu’il avait décrit le 7 septembre 2006 devant une assemblée incrédule d’économistes du FMI l’exact déroulement de la crise qui allait commencer, ait justement coécrit l’un des rares articles sur la crise des marchés émergents asiatiques de 1997 qui se soit intéressé au rôle joué par l’immobilier. Dans cet article cosigné avec Giancarlo Corsetti et Paolo Pesenti, Roubini étudiait l’exposition des banques asiatiques au secteur immobilier et le pourcentage des prêts gagés sur la valeur

de l’immobilier. Un tableau extrait de cet article est présenté ci-dessous : il montre que les problèmes connus par les États-Unis lors de la dernière crise ne sont pas si exceptionnels que cela. L’importance du capital des banques et de l’exposition à l’immobilier ; le risque systémique posé par les prêts hypothécaires : tout cela est connu de longue date.

Tableau 2 – Exposition du système bancaire au risque (pourcentage des actifs à la fin de 1997)

	Exposition à l'immobilier	Prêts hypothécaires	Taux de défaut 1997	Taux de défaut 1998	Ratio de capital ²
Corée du Sud	15-25 %	80-100 %	16,0 %	22,5 %	6-10 %
Indonésie	25-30 %	80-100 %	11,0 %	20,0 %	8-10 %
Malaisie	30-40 %	80-100 %	7,5 %	15,0 %	8-14 %
Philippines	15-20 %	70-80 %	5,5 %	7,0 %	15-18 %
Singapour	30-40 %	70-80 %	2,0 %	3,5 %	18-22 %
Thaïlande	30-40 %	80-100 %	15,0 %	25,0 %	6-10 %
Hong-kong	40-55 %	50-70 %	1,5 %	3,0 %	15-20 %

Source : Corsetti *et al.* (1998).

Le livre de Reinhart et Rogoff montre à quel point se trompent les propriétaires qui croient se protéger contre les vicissitudes des marchés financiers en investissant plutôt dans la « pierre », gage de solidité, que dans les « marchés financiers ». Alors que la participation directe des ménages aux marchés actions est limitée en raison de leur aversion aux risques, peu de nouveaux propriétaires réalisent le risque que représente un investissement immobilier. Ce placement est d’ailleurs d’autant plus risqué qu’il est souvent réalisé avec un levier important : le levier peut aller jusqu’à 5, en empruntant 80 % du prix d’achat, et en payant 20 % en liquide immédiatement. Les variations possibles des prix sur les marchés immobiliers, à l’horizon de 8 ans, sont de l’ordre de 40 %, similaires à celles observées sur les marchés d’actions. Pourtant, peu de particuliers se risquent à investir d’un seul coup une fraction aussi considérable de leur épargne présente et future en actions que celle qu’ils consacrent à l’achat d’un logement, et encore moins avec le levier qu’ils sont prêts à utiliser en achetant leur logement. En favorisant l’accès à la propriété, les pouvoirs publics incitent involontairement les clas-

2. Le ratio de capital d’une banque est le ratio des fonds propres sur le total des actifs. Le capital des actionnaires d’une banque permet aux banques d’accuser des pertes sur leurs actifs sans faire appel à l’épargne de leurs déposants, ni à l’aide des États. Après la crise de 2008, il s’est avéré que la taille minimum de ce « coussin » n’était pas suffisante. Elle a été rehaussée par les accords de Bâle III.

ses moyennes à prendre des risques très grands sur leur épargne passée et future.

“ Les études de cas montrent que l’immobilier est souvent au cœur des grandes crises bancaires. ”

Au cours des 30 dernières années, les bulles de crédit débouchant sur des crises immobilières se sont faites de plus en plus fréquentes. On en viendrait à se demander si les excès de liquidités dont parlait Patrick Artus dans le troisième numéro de *Regards croisés sur l’économie* n’auraient pas tendance à se fixer prioritairement sur les marchés immobiliers, comme si le système capitaliste n’était plus capable de générer suffisamment de possibilités d’investissements, et que faute d’inspiration, les investisseurs se tournaient vers « la pierre ». La seule exception majeure des 30 dernières années est la bulle des *dot-com* du début des années 2000. Mais cette crise, justement, ne doit pas être comprise comme une crise résultant d’un excès de liquidités se nichant dans un placement peu productif : pour la première fois depuis un siècle, une nouvelle technologie promettait de changer la planète. Il est compréhensible que la révolution Internet ait pu alimenter une bulle, comme en leur temps s’étaient créées des bulles sur les chemins de fer au XIX^e siècle, ou sur les technologies liées à l’or californien en 1857. Beaucoup d’investisseurs se sont trompés, notamment sur la nature des profits qui allaient se matérialiser : il s’avère que ceux-ci ont davantage été dissipés dans l’ensemble de l’économie sous forme de gains de productivité que concentrés dans quelques entreprises de nouvelles technologies. Depuis quelques dizaines d’années, tout se passe comme si l’exubérance s’était portée exclusivement sur le secteur immobilier, alors que les services que rend le logement sont aujourd’hui bien connus et relativement prévisibles.

LES CONSÉQUENCES MACROÉCONOMIQUES DES BULLES IMMOBILIÈRES

La bonne santé des banques est directement liée à l’état du marché immobilier, car le prêt à l’habitat constitue une part importante de l’activité bancaire. De nombreuses entreprises, dès qu’elles atteignent une taille critique, préfèrent faire appel aux marchés pour leur financement, et ont

dès lors moins recours aux banques³. Le crédit à l’habitat est une activité apparemment simple : en France, il s’agit seulement de s’assurer que l’emprunteur pourra bien rembourser sur ses revenus futurs, une garantie étant le plus souvent apportée par un organisme de caution. Aux États-Unis, il faut en plus anticiper les prix de l’immobilier à venir, car les ménages ont l’option de ne pas rembourser leurs prêts et de revendre leurs logements aux banques.

La raison principale pour laquelle l’immobilier amplifie – quand il ne cause pas – les crises économiques est le rôle central qu’il joue dans le financement de l’économie. Pour comprendre ce rôle, il est nécessaire de passer par une explication de ce que les experts appellent « l’accélérateur financier ». Ce mécanisme est la raison donnée par Ben Bernanke, l’actuel patron de la banque centrale américaine, à la sévérité de la crise de 1929. Le prix Nobel d’économie Joseph Stiglitz a montré qu’il ne suffit pas d’avoir un projet rentable (c’est-à-dire dont la valeur actualisée nette est positive) pour le voir financer. Il faut aussi avoir quelques deniers à soi propre, à la fois pour montrer que l’on croit en les chances de réussite de son projet (asymétrie d’information entre les investisseurs, qui en savent moins sur les chances de réussite du projet que l’entrepreneur), et pour que la perspective de pouvoir perdre sa « mise » de départ force l’entrepreneur à tout faire pour que le projet réussisse. C’est tout le sens du dicton : « on ne prête qu’aux riches », et cela explique la nature de la plupart des contrats financiers mis au point par les investisseurs pour « motiver » les personnes chargées de gérer leurs capitaux (stock-options, etc.)⁴. L’immobilier constitue une garantie extraordinaire pour les investisseurs, tant sur le plan quantitatif – il représente près de la moitié du capital physique dans le monde – que qualitatif – une maison vaut à peu près la même chose pour le financeur que pour le financé, contrairement aux capitaux d’une entreprise dont la valeur dépend davantage de la personne par qui l’entreprise est gérée. L’immobilier est donc un collatéral de choix, utilisé comme tel dans de très nombreux projets d’investissement. Lorsque les prix de l’immobilier baissent, les crédits accordés aux entrepreneurs qui utilisent leur logement comme collatéral diminuent,

3. Les banques participent cependant toujours aux entrées en bourse, pour lesquelles elles prélèvent des commissions. Elles financent aussi les PME, collectent les dépôts, gèrent les portefeuilles de leurs clients et jouent parfois pour leur compte propre.

4. Pour une vision exhaustive des problèmes de principal-agent appliqués au financement de l’entreprise, le lecteur pourra se référer à la référence en la matière : *The Theory of Corporate Finance* de Jean Tirole.

et les problèmes d'asymétries d'information s'aggravent⁵ ; l'investissement diminue.

Il n'y a en outre pas que l'investissement productif qui soit sensible aux prix de l'immobilier. Dans les pays anglo-saxons, la consommation a été soutenue par le mécanisme dit d'« extraction hypothécaire », qui consistait pour les ménages à « monétiser » les plus-values latentes réalisées sur la détention de leurs logements. Un rapport du FMI mettant l'accent sur les liens entre macroéconomie et immobilier (2008) a mis en évidence l'importance quantitative de ce phénomène : la consommation était particulièrement corrélée au cycle immobilier dans les pays où le marché hypothécaire était le plus développé. Ceci explique en partie la faiblesse de la demande dans les pays anglo-saxons depuis le déclenchement de la crise de 2008.

LES CAUSES DE LA VOLATILITÉ DES MARCHÉS IMMOBILIERS

Les cycles de long terme des actifs immobiliers sont renforcés par le fait qu'il n'est possible de « parier » à la baisse sur un actif immobilier que dans la mesure où l'on en possède déjà un (on dit que la « vente à découvert » est impossible)⁶.

Selon l'hypothèse des « marchés efficients », les actifs financiers sont évalués par les investisseurs à leur valeur fondamentale (c'est-à-dire à la valeur actualisée des revenus futurs qu'ils génèrent). Des sociétés de services aux entreprises et aux investisseurs rémunèrent une main-d'œuvre très qualifiée pour évaluer les flux de trésorerie (*cash-flows*) futurs des actifs financiers, de

5. Récemment cependant, le législateur américain comme français a voulu limiter cette responsabilité de l'entrepreneur sur son logement personnel. Le président Nicolas Sarkozy a fait légiférer en ce sens sous le régime de l'entreprise individuelle.

6. Certains lecteurs très avisés ont peut-être en tête un contre-exemple, celui de John Paulson, qui avait demandé à la banque d'investissement Goldman Sachs de créer des obligations particulières adossées à des actifs immobiliers (CDO Abacus) pour parier ensuite sur leur défaut en achetant de l'assurance contre ce risque. Cependant, il s'agissait là d'une position qui ne correspondait qu'imparfaitement à celle qu'aurait aimée prendre John Paulson : acheter des dérivés de crédit sur les CDO Abacus revenait à parier sur le fait que les emprunteurs dont la partie la plus junior des prêts était rassemblée dans les CDO allaient faire faillite et que les prix de l'immobilier allaient diminuer – une obligation adossée à un actif, comme son nom l'indique, peut rembourser soit via les coupons prévus soit via l'actif posé en garantie. Si les ménages n'avaient pas fait défaut, et même en cas de baisse des prix de l'immobilier, Paulson aurait pu perdre sa mise. C'est pourquoi John Paulson avait demandé aux ingénieurs financiers de Goldman Sachs de créer des CDO spéciaux particulièrement sujets au risque de défaut, ce qui a valu à Goldman Sachs une amende de la *Security and Exchange Commission* (SEC), l'Autorité des marchés financiers américaine.

sorte que l'hypothèse des marchés efficients est souvent adoptée en première approximation. Les « erreurs » de certains – par exemple, des actionnaires du dimanche – seraient corrigées par le « professionnalisme » de quelques autres. Mais que penser de l'hypothèse des marchés efficients pour le marché de l'immobilier, où la grande majorité des investissements sont réalisés par des non-professionnels, où les ventes à découvert sont impossibles, et où les investisseurs concernés (les particuliers) n'ont le plus souvent pour tout conseil que celui de professionnels aux avis pour le moins subjectifs (agents immobiliers ou notaires dont le mode de rémunération est extrêmement procyclique) ?

“ En favorisant l'accès à la propriété, les pouvoirs publics incitent involontairement les classes moyennes à prendre des risques très grands sur leur épargne passée et future. ”

Les actifs immobiliers peuvent diverger avec une grande facilité de leur « valeur fondamentale ». Songeons à tout ce à quoi un investisseur rationnel doit penser en arbitrant entre achat et location : il lui faut anticiper quel sera son emploi futur et donc ses besoins futurs de mobilité, l'importance qu'il accordera à l'avenir au fait d'avoir un logement plus grand (la superficie moyenne par personne est passée de 22 m² en 1970 à 40 m² en 2006, selon l'Insee, ce qui explique une grande partie de l'augmentation de la dépense consacrée au logement), la courbe des taux d'intérêt à 30 ans, la politique monétaire dans les années à venir, la politique foncière des collectivités locales. Et éventuellement, toujours sur les 30 ans de durée de vie du logement, la probabilité d'un changement de régulation majeur (tel un blocage des loyers), d'une réorganisation totale des activités liée à la dématérialisation (pour l'immobilier de centre-ville), du télétravail, etc. Quand on sait que beaucoup de particuliers ne réalisent parfois même pas que l'achat permet la constitution d'une épargne par rapport à la location, on comprend que les prix puissent diverger fortement de leur « fondamental ».

Les données immobilières sont par ailleurs difficilement disponibles, ce qui ne facilite pas la détermination des « fondamentaux ». Les séries de prix immobiliers sont établies avec moins de régularité que celles des yaourts allégés, dont il est inutile de dire qu'ils représentent une part plus faible de la consommation. Ceci tient à plusieurs facteurs : les échanges sont décentralisés, peu fréquents, les biens difficilement comparables entre eux, et les

critères changent dans le temps. Il est tout de même étonnant de constater qu'aucune étude ou presque n'avait été réalisée sur l'évolution des prix de l'immobilier au voisinage des crises financières avant le travail fondateur de Reinhart et Rogoff. Après la crise des *subprime*, les organisations internationales ont enfin pris conscience de l'importance de ces données, à la fois pour le régulateur et l'investisseur particulier. Suite à un rapport du FMI sur les lacunes d'information ayant contribué à la crise financière (*The Financial Crisis and Information Gaps*), la Banque des règlements internationaux a été chargée de réfléchir à la mise en place d'indices de prix immobiliers harmonisés au niveau international. Mais cette tâche sera ardue : comment, par exemple, comparer le prix du foncier aux États-Unis, au Japon, et en France, où les contraintes démographiques et géographiques n'ont rien à voir, pas même leurs variations les unes par rapport aux autres ?

“ Trop d'importance a peut-être été accordée aux caractéristiques très spécifiques de la crise financière actuelle, et pas assez au fait que l'immobilier est en lui-même source de risque systémique. ”

CONCLUSION

On entend souvent dire que la crise des *subprime* est arrivée parce qu'on avait trop prêté à des gens qui n'auraient jamais pu rembourser. Mais il ne faut pas oublier que « rembourser », dans le cadre d'un crédit immobilier, c'est en fait épargner et constituer un capital, le logement en question. Quelle logique y avait-il à ce que les ménages américains s'endettent pour acheter un bien immobilier, alors même qu'ils n'étaient capables de ne rembourser que les intérêts de leurs prêts (via les contrats *interest-only*), c'est-à-dire pas plus que l'équivalent d'un loyer ? Il y avait là une contradiction fondamentale. Parfois même, certains contrats financiers permettaient de ne rien payer les premiers mois. Le discours politique était également flou : que voulait-on encourager en favorisant l'accès à la propriété pour les plus pauvres ? Une épargne conséquente pour les vieux jours ? Ou alors considérait-on implicitement le logement comme un bien de consommation de base, et non comme une épargne ?

Le surinvestissement dans le secteur immobilier a aussi été analysé comme une faillite du système financier des années 2000 : on s'est demandé

si les problèmes ne venaient pas du fait que les bénéficiaires des prêts devenaient trop éloignés des créiteurs finaux, à cause de la titrisation. Mais trop d'importance a peut-être été accordée aux caractéristiques très spécifiques de la crise financière actuelle, et pas assez au fait que l'immobilier est en lui-même source de risque systémique. Les caisses d'épargne espagnoles, qui représentent une alternative au financement par les marchés, ont été autant touchées que les banques américaines par le retournement de l'immobilier. Elles avaient également multiplié les prêts à la construction, aux promoteurs et aux constructeurs immobiliers. Les solutions à apporter pour stabiliser le système bancaire et les marchés immobiliers sont donc sans doute plus complexes qu'un séduisant rétablissement de la séparation entre banques d'investissement et banques de dépôts.

BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. (2008), « Que devraient faire aujourd'hui les banques centrales ? », *Regards croisés sur l'économie*, n° 3, p. 224-230.
- CORSETTI G., PESENTI P. et ROUBINI N. (1998), « What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: Macroeconomics Overview », *NBER working paper*.
- FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (2011), *The Financial Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*.
- FINANCIAL STABILITY BOARD AND INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009), *The Financial Crisis and Information Gaps*, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008), *Housing and the Business Cycle*, World Economic Outlook, April 2008.
- LEAMER E. E. (2007), « Housing is the business cycle », *Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 149-233.
- REINHART C. M et ROGOFF K. S. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- TIROLE J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton.

» UNE LECTURE TERRITORIALE DE LA CRISE DU LOGEMENT EN ÎLE-DE-FRANCE

Xavier DESJARDINS, maître de conférences en aménagement et urbanisme à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, chercheur au CRIA – UMR Géographie Cités.

La crise du logement en Île-de-France se manifeste de manière violente. Les plus pauvres, mais aussi une large partie des classes moyennes, sont confrontés à d'importantes difficultés, en raison de la rareté et de la cherté des logements. Cette situation fait l'objet d'une attention politique soutenue, si l'on en croit les ambitions du conseil régional et de l'État. Dans son projet de schéma directeur, la région souligne la nécessité de construire 60 000 logements par an. L'État évoque un objectif de 70 000 logements (Driant, 2006 ; Desjardins, 2010). Quoi qu'il en soit, ces objectifs paraissent difficiles à atteindre dans la mesure où la construction annuelle de logements s'est établie en moyenne à 40 000 unités au cours de la dernière décennie.

Comment expliquer cette situation alors que les professionnels de la construction assurent que la main-d'œuvre et les capitaux sont prêts à être mobilisés pour une production supplémentaire ? Nombreux sont les rapports qui tentent de démêler l'écheveau des responsabilités. Le diagnostic, de manière assez consensuelle, pointe la responsabilité du système public de décision : l'attribution aux communes des prérogatives principales en matière de droit des sols, depuis les lois de décentralisation de 1982-1983, conforterait les comportements « malthusiens » de celles-ci, notamment vis-à-vis du logement social. Les projets de l'État et de la région se trouveraient ainsi toujours suspendus au bon vouloir des maires (Balladur, 2010). Aucune instance intercommunale ne pourrait ainsi voir mis en œuvre son objectif de « construire

plus », puisque ni la région ni l'État n'osent dire « où construire », si ce n'est à des échelles suffisamment larges ou avec des formulations suffisamment vagues pour ne jamais contraindre réellement l'exercice communal d'élaboration du plan local d'urbanisme.

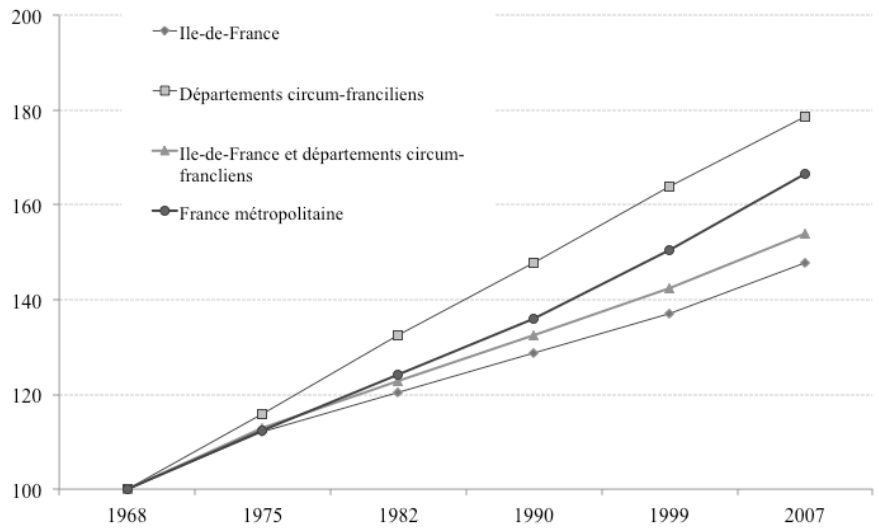
Cette lecture de l'origine institutionnelle de la crise du logement épuise-t-elle le sujet ? Il nous semble que non, si l'on observe les dynamiques de développement résidentiel en Île-de-France. La densification des premières couronnes est en cours, et le développement des petites communes rurales ou périurbaines est net. L'approche géographique nous permet de voir que les deux espaces faiblement contributeurs à l'effort régional sont les marges de l'agglomération et les pôles urbains extérieurs à l'agglomération (Etampes, Meaux, Rambouillet, etc.). Alors que le débat s'est focalisé pendant de nombreuses années sur les mérites comparés de la « ville dense » et de la « ville étalée » ou « diffuse » (Charmes, 2010), « densification » et « étalement » s'excluent moins qu'ils ne sont concomitants en Île-de-France. Cette situation, et ses conséquences en matière de logement, ne devraient-elles pas conduire à réorienter, non seulement la gouvernance locale, mais également les politiques urbaines, à travers la recherche d'une politique d'extension cohérente des agglomérations ? L'Île-de-France révèle avec acuité un mécanisme de production de logements que l'on retrouve, à une autre échelle, dans toutes les grandes villes françaises.

UNE CRISE QUANTITATIVE MAJEURE QUI PERDURE

En Île-de-France, entre 1968 et 2007, le nombre de résidences principales a augmenté de près de 1,5 millions d'unités, soit de près de 50 %. Cet effort, pour considérable qu'il puisse paraître, est inférieur à la moyenne nationale. Le nombre de résidences principales a crû de 65 % dans le même temps en France. Le développement résidentiel en Île-de-France s'est fortement ralenti au cours des 40 dernières années. Le parc de résidences principales s'est enrichi de presque 60 000 unités par an entre 1968 et 1975, de près de 40 000 entre 1975 et 1982, d'un peu plus de 30 000 par an entre 1982 et 1999, pour remonter à environ 45 000 par an entre 1999 et 2007. Le développement des départements limitrophes de l'Île-de-France (Eure, Eure-et-Loir, Oise, Aisne, Marne, Haute-Marne, Yonne et Loiret) a-t-il permis de compenser cette faible production ? En 2006, 187 000 emplois franciliens sont occupés par des actifs qui résident hors de la région, chiffre en augmen-

tation continue depuis les années 1990 (Beaufils, Louchart, 2010). Pourtant, le faible nombre de logements construits en Île-de-France n'a été que très partiellement compensé par l'apport des départements limitrophes. Si, dans ces huit départements, la croissance a été plus rapide que la moyenne de la France métropolitaine, la croissance de l'ensemble du parc de résidences principales francilien et circum-francilien a été de 53 % entre 1968 et 2007 contre 66,5 % pour l'ensemble de la France métropolitaine.

Graphique 1 – Évolution du nombre de résidences principales entre 1968 et 2007 en Île-de-France et dans les départements périphériques, 1968 = 100



Source : calculs de l'auteur d'après données de l'Insee.

Quelles sont les conséquences de cette offre faible ? Certaines sont connues : les prix augmentent ; le mal-logement se développe ; le nombre de personnes par ménage diminue peu, au point qu'une inversion historique s'est produite au tournant des années 2000, puisque les franciliens sont aujourd'hui plus nombreux par logement que les provinciaux. D'autres sont moins citées : les étudiants et les jeunes actifs sont moins nombreux à juger pertinent de passer par Paris pour améliorer leurs chances d'insertion professionnelle. Enfin, certaines sont parfois oubliées, comme le déficit très accentué de retraités. Les plus de 65 ans sont fortement sous représentés en Île de France : ils seraient 600 000 de plus si leur proportion en Île-de-France

était équivalente à leur part moyenne en France ! Pourquoi ce « senior flight » ? Certains retraités sont victimes de la cherté des loyers, d'autres, propriétaires, sont surpris de pouvoir accéder à des biens confortables en province en échange de leurs petits logements franciliens. Cette situation n'est pas sans effet sur l'économie résidentielle francilienne (Davezies, 2008).

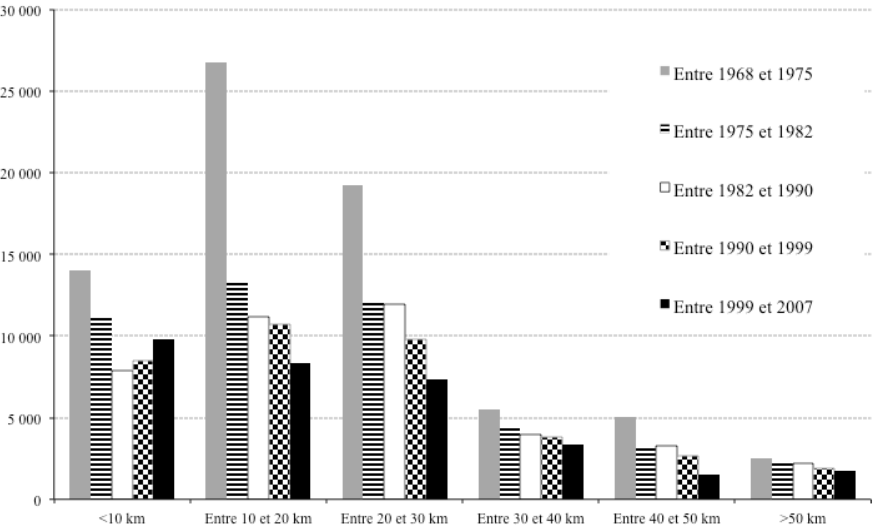
La distance médiane d'un logement francilien à Notre-Dame de Paris augmente progressivement¹ : en 2007, la moitié du parc de logements est située à moins de 11,3 kilomètres de Notre Dame (8,1 kilomètres en 1968). Pour autant, la densification de la première couronne a été forte. L'observation du nombre de logements supplémentaires par couronne de 10 kilomètres autour de Notre-Dame met en lumière plusieurs éléments. Tout d'abord, toutes les couronnes, sauf la première, sont marquées par le recul du développement résidentiel depuis les années 1970. Ce recul est très marqué pour les couronnes comprises entre 10 et 30 kilomètres de Notre-Dame, mais également, pour celles qui sont situées au-delà des 40 kilomètres, à la périphérie de la région. La périurbanisation semble jouer un rôle de plus en plus modeste. Autre élément important : seuls les territoires situés à moins de 10 kilomètres de Notre-Dame connaissent un accroissement plus rapide du nombre de logements, depuis le creux qu'ils ont connu entre 1982 et 1990. La dynamique de densification de ces zones ne s'est donc jamais démentie. La désindustrialisation massive de nombreuses communes de la banlieue proche (Issy-les-Moulineaux, Saint-Denis, Levallois, Ivry-sur-Seine, etc.) a offert un foncier très souvent utilisé pour la construction de logements.

Dans la grande périphérie, au-delà de 40 kilomètres de Paris, le développement résidentiel décline continûment depuis la fin des années 1970. Nous avons décomposé, au sein de cette grande couronne, la croissance démographique par strate démographique de communes.

La production de logements dans les communes qui avaient plus de 5 000 logements en 1968, soit les six communes d'Étampes, Montereau-Fault-Yonne, Fontainebleau, Mantes-la-Jolie, Meaux et Melun, connaît un plongeon spectaculaire. Ces communes ne jouent pas de rôle polarisant fort en matière de production de logements, contrairement à la vocation qui leur est donnée dans les schémas directeurs régionaux successifs. Pour les huit communes qui avaient entre 2 000 et 5 000 logements en 1968, Limay, La Ferté-sous-Jouarre, Nemours, Dammarie-les-Lys, Coulommiers, Provins,

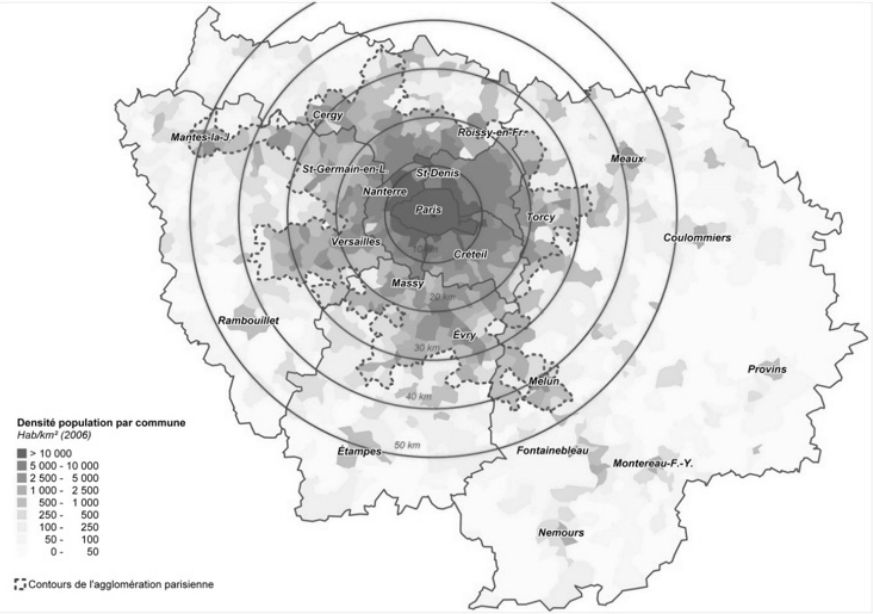
1. Pour les calculs suivants, la distance est mesurée à vol d'oiseau, entre le centre géométrique des communes et Notre-Dame de Paris.

Graphique 2 – Nombre de logements supplémentaires en moyenne annuelle par période intercensitaire selon la distance à Paris

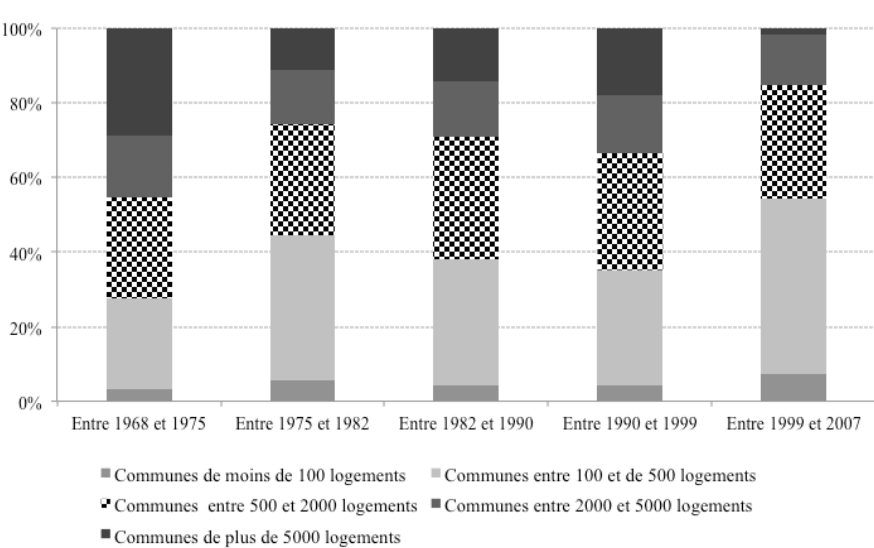


Source : calculs de l’auteur d’après données de l’Insee.

Carte 1 – Couronnes autour de Notre-Dame par dizaine de kilomètres



Graphique 3 – Où a lieu la croissance démographique dans les communes situées à plus de 40 km de Notre-Dame de Paris ?



Source : calculs de l’auteur d’après données de l’Insee.

Note : Le nombre de logements est celui de 1968.

Rambouillet et Mantes-la-Ville, la baisse de leur part dans la croissance totale du parc résidentiel de la grande couronne est moins spectaculaire, mais importante. Il apparaît donc que ce sont les petites communes qui ont principalement accueilli le développement résidentiel. Le développement résidentiel s’est amoindri et s’est émietté. Cette situation est, bien sûr, la plus défavorable à l’efficacité du réseau ferroviaire, puisque la population tend à ne plus se concentrer autour des gares les mieux desservies.

Les couronnes qui voient leur part dans le développement francilien diminuer le plus fortement sont comprises entre 20 et 40 kilomètres de Notre-Dame. Dans ces couronnes se situent les cinq villes nouvelles franciliennes, Marne-la-Vallée, Sénart, Évry, Saint-Quentin-en-Yvelines et Cergy-Pontoise. Les villes nouvelles ont apporté une contribution majeure au développement du parc résidentiel francilien. Entre 1968 et 2007, près d’un tiers des logements supplémentaires ont été construits dans les villes nouvelles. Entre les deux dernières périodes intercensitaires cependant, le nombre de logements produits, en dehors des villes nouvelles, est resté à peu près stable,

alors que le nombre de logements produits dans les villes nouvelles a diminué de près de 75 000 unités. Si deux villes nouvelles (Sénart et Marne-la-Vallée) contribuent encore fortement au développement résidentiel, la croissance aujourd’hui modeste de villes comme Évry, Cergy et St-Quentin, participe de l’affaiblissement de la part des villes nouvelles dans la construction de logements en Île-de-France. Finalement, l’achèvement du programme des villes nouvelles est concomitant du déclin de la production de logements en Île-de-France.

“ Dans la grande couronne périurbaine, le nombre total de logements nouveaux tend à diminuer et ces derniers sont principalement construits dans les plus petites communes. ”

Graphique 4 – Part de la croissance du parc francilien de logements réalisée dans les villes nouvelles, par période intercensitaire

	1968 - 1975	1975 - 1982	1982 - 1990	1990 - 1999	1999 - 2007
Logements supplémentaires villes nouvelles (unités)	111 798	137 972	110 284	159 786	85 164
Logements supplémentaires en Île-de-France (unités)	512 166	324 942	322 917	336 790	256 888
Part des villes nouvelles	21,8 %	42,5 %	34,2 %	47,4 %	33,2 %

Source : calculs de l’auteur d’après données de l’Insee

OÙ CONSTRUIRE LES LOGEMENTS FUTURS ?

Distinguons trois types d’espace : l’agglomération, ses marges immédiates et les couronnes périphériques. Quelles sont les possibilités réelles de construction de logements dans chacun de ces espaces, compte tenu non seulement des possibilités « physiques » d’accueil de logements, mais aussi des mécanismes actuels de production urbaine ?

Concernant les communes comprises dans un périmètre de 20 kilomètres autour de Notre-Dame, les possibilités de densification ne sont pas à négliger. C’est d’ailleurs l’angle principal du schéma directeur élaboré par la région. Cette orientation en faveur de la densification du cœur d’agglomération s’appuie sur des dynamiques en cours. Les données du mode d’occupation des sols de l’Institut d’aménagement et d’urbanisme de la région Île-

de-France montrent que le nombre moyen de logements par hectare dédié à l’habitat a crû de plus de 10 % entre 1982 et 2007 dans l’ensemble des couronnes situées à moins de 40 kilomètres de Paris. Les dynamiques de densification résidentielle sont très inégales entre communes. Peut-on penser que cette densification va continuer ? La présence de nombreux gisements fonciers permet de l’envisager (friches industrielles, ferroviaires, etc.).

“ Dans les discours de certains, toute extension urbaine est néfaste. Or, c’est moins l’extension en elle-même qui est néfaste que la façon dont elle se réalise actuellement, sous forme émiettée. ”

Toutefois, une accélération brutale des processus de densification dans des secteurs déjà consacrés à l’habitat se heurte à trois difficultés. La première est que de fortes densifications sont très mal acceptées socialement. La deuxième est que l’offre de transport public est en décalage avec un objectif de densification. Les projets actuellement débattus pour l’amélioration des transports collectifs en première couronne vont permettre de remettre à niveau l’offre par rapport à la croissance des flux dans la banlieue dense, mais, en attendant leur réalisation, il est difficile d’exiger une densification rapide de certains secteurs de banlieue. Enfin, troisième difficulté, cette densification rencontre un problème financier : produire des logements en zone dense coûte plus cher, en raison des coûts plus élevés de construction, mais surtout parce que les prix fonciers sont plus élevés en zone déjà construite (Beaucire, 2007 ; Downs, 2004, Piron, 2008). Dans un contexte où les sols ne font pas l’objet d’une appropriation collective, une politique de densification urbaine implique, sauf à faire le choix d’une ségrégation sociale accrue, une aide publique massive en faveur de la production de logements abordables pour les plus pauvres, mais aussi pour une large partie de la classe moyenne. Or, rien n’est moins sûr qu’un accroissement prononcé de l’aide publique en faveur du logement et une réorientation de cette aide vers des politiques qui soient compatibles avec l’objectif de densification (Desjardins, Duret, Tual, 2010)

Dans la grande couronne périurbaine, le nombre total de logements nouveaux tend à diminuer et ces derniers sont principalement construits dans les plus petites communes. Cette situation est souvent critiquée parce qu’elle rend plus difficile la desserte par les transports collectifs et parce qu’elle se révèle fort gaspilleuse de sol. Alors que toutes les couronnes franciliennes sont marquées par la densification de leurs espaces résidentiels, on n’observe

qu'une très faible dynamique en ce sens au-delà de 40 kilomètres du centre de Paris. Comment faire ? Une première manière, souvent proposée, consiste à restreindre les surfaces ouvertes à l'urbanisation dans les petites communes. Cela fonctionne relativement bien, dans la mesure où de nombreux habitants des communes périurbaines désirent continuer à profiter des agréments d'une vie « semi-rurale » : toute restriction du développement résidentiel leur convient. Les communes qui souhaiteraient continuer à développer l'offre résidentielle le pourraient car elles ne proposent souvent que des extensions modestes et donc « compatibles » avec une lecture bienveillante de tout schéma directeur. Une autre manière pour orienter le développement résidentiel pourrait consister à renforcer l'attractivité des pôles que l'on souhaiterait voir se développer. Cette intention est réaffirmée à chaque schéma directeur, à travers le concept de « ville trait d'union » en 1994, ou de « pôle de centralité hors agglomération » dans le schéma proposé aujourd'hui par la région. Néanmoins, les succès de telles politiques ont été assez limités, notamment parce que les investissements qui auraient été nécessaires pour renforcer l'attractivité de ces villes en matière d'équipements publics ou de qualité urbaine n'ont jamais été à la hauteur de l'ambition affichée.

“ À vouloir entraver les conditions d'un développement cohérent de l'urbanisation, on produit tout à la fois la dispersion urbaine et la crise du logement. ”

Le troisième espace potentiel pour le développement résidentiel est constitué par les marges de l'agglomération. L'extension de l'agglomération est bien un objectif inscrit dans les schémas directeurs successifs, mais nous avons vu que c'est précisément dans ces franges, entre 20 et 40 kilomètres de Paris, que le nombre de logements supplémentaires produits avait le plus fortement chuté. Pourquoi ? Parce que si un document régional permet l'urbanisation, il ne l'impose pas ; ce choix est du ressort des communes. Pour ouvrir des terrains à l'urbanisation, les communes modifient leurs plans locaux d'urbanisme. Comme les opérations publiques d'aménagement sont aujourd'hui peu nombreuses, le développement urbain est laissé au bon vouloir des propriétaires fonciers, qui, en l'absence d'incitations juridiques et fiscales, pratiquent une large rétention foncière (Renard, 2008). On comprend ainsi que l'offre foncière, dans les marges de l'agglomération, ne soit pas à la hauteur des besoins en matière de logements.

Quelle serait la solution idéale ? Elle consisterait en une politique de production foncière à coût maîtrisé, par acquisition préalable par la puissance publique de terrains à urbaniser et une urbanisation progressive au rythme des investissements publics dans les équipements et les transports. Ce fut la solution économique et juridique des villes nouvelles. Il ne s'agit certes pas aujourd'hui de réaliser des opérations de même aspect ou de même taille, mais ne devrait-on pas s'inspirer de quelques vertus de ce modèle d'urbanisation périphérique ? Cette idée se heurte à une certaine réticence face à toute consommation nouvelle de terrains par la ville. La complexité actuelle de la mise en place d'une « politique des franges » vient du fait que, dans les discours de certains, toute extension urbaine est considérée comme néfaste. Les débats sur le devenir du plateau de Saclay l'illustrent. Or, c'est moins l'extension en elle-même qui est néfaste que la façon dont elle se réalise actuellement, sous forme émietlée. À vouloir entraver les conditions d'un développement cohérent de l'urbanisation, on produit tout à la fois la dispersion urbaine et la crise du logement.

CONCLUSION : VERS DES « VILLES NOUVELLES DU XXI^E SIÈCLE » ?

En Île-de-France, le complément indispensable à la politique de densification est une politique d'extension cohérente de l'agglomération : c'est la condition d'un développement résidentiel suffisant. Aujourd'hui, l'ensemble des politiques urbaines est – du moins dans le discours – orienté contre « l'étalement urbain » et promeut la densité. De très bonnes raisons ont conduit à une telle orientation des discours publics : la consommation excessive de sols agricoles et naturels autour des villes, les difficultés de desserte en transport collectif des périphéries peu denses et donc le besoin élevé en pétrole des habitants des zones périurbaines, la recherche d'une vie urbaine plus intense grâce à une ville des proximités, etc. Mais, ces critiques justifiées d'une forme de croissance périurbaine peu écologique ont conduit certains à considérer avec suspicion toute politique d'extension urbaine. Or, cette rapide présentation des dynamiques de développement résidentiel en Île-de-France montre que cette extension apparaît indispensable et urgente. Pour organiser cette extension, ne faudrait-il pas imaginer de nouvelles « villes nouvelles » ?

BIBLIOGRAPHIE

- BALLADUR E. (dir.) (2009), « Il est temps de décider », rapport du comité Balladur sur la réforme territoriale, La Documentation française, Fayard, 108 p.
- BEAUCIRE F. (2007), « Île-de-France, les nouveaux défis de l'aménagement régional », *Pouvoirs locaux*, n° 73, p. 53-56.
- BEAUFILS S. et LOUCHART, P. « Creusement du déficit migratoire francilien : quels enseignements ? », *Les Cahiers de l'Institut d'aménagement et d'urbanisme d'Ile-de-France*, n° 153, 2010, p. 21-23.
- CHARMES E. (coord.), « La densification en débat », *Études foncières*, n° 145, p. 19-38.
- DAVEZIES, L. (2008), *La République et ses territoires*, Le Seuil, Coll. La République des Idées, 109 p.
- DESJARDINS X. (2010), « La bataille du Grand Paris », *L'information géographique*, n° 4, p. 29-46.
- DESJARDINS X., DURET H. et TUAL M. (2010), « Aménager la métropole parisienne. Comment les intercommunalités franciliennes se saisissent-elles des politiques d'habitat pour construire une solidarité territoriale ? », Rapport pour le PUCA, MEEDDM.
- DOWNES A. (2004), *Growth Management and Affordable Housing: do they Conflict?*, Brookings Institution Press, 280 p.
- DRIANT J-C. « Le logement dans la révision du SDRIF », *Urbanisme*, hors-série n° 29, p. 9-51.
- PIRON O. (2007), « Du bon usage de la densification », *Constructif*, n° 18.
- RENARD V., « Offrir du foncier », *Annales des Mines*, Responsabilité environnementale, n° 52, octobre 2008, pp. 44-49

» FAUT-IL ENCOURAGER L'ACCESSION À LA PROPRIÉTÉ ?

Clément SCHAFF, économiste, chargé d'enseignement à Sciences Po et à l'université Paris-Dauphine¹.

L'immobilier est la plus importante composante du patrimoine des Français. Le logement représente près de 60 % du patrimoine des ménages, part qui a augmenté de 10 points en 10 ans du fait de la formidable hausse des prix immobiliers. En 2009, la dépense de logement², avec 25,7 % du budget des ménages, était leur premier poste de consommation, et 57 % des ménages sont aujourd'hui propriétaires de leur résidence principale. Depuis la loi « Loucheur » de 1928, favoriser l'accès à la propriété est un objectif constamment réaffirmé des politiques publiques. Il ne s'agit aucunement d'une exception française, la plupart des pays cherchant à favoriser l'accès à la propriété, en premier lieu les États-Unis. Outre-Atlantique, la promotion de la propriété fut d'abord une affirmation idéologique face au communisme pendant la guerre froide, les ménages propriétaires de leur résidence principale risquant moins de remettre en cause l'idée de la propriété privée du capital. Dans les années Clinton, la propriété était vue comme un élément de renforcement des familles dans les communautés fragiles ; puis George Bush a redynamisé l'idée de la propriété comme composante du rêve américain.

L'administration Obama marque à cet égard une rupture avec le passé. Dans un rapport publié début février par le Trésor et le ministère du logement américain, la rupture avec les politiques précédentes semble digérée :

1. Les idées exprimées dans cet article n'engagent que son auteur.
2. Y compris les « loyers fictifs », c'est-à-dire les loyers que se paieraient à eux-mêmes les propriétaires. Nous reviendrons sur cette notion par la suite.

« Le gouvernement doit s'assurer que chacun puisse avoir à sa disposition un habitat de qualité, en fonction de ses capacités. L'objectif n'est pas que chaque Américain soit propriétaire de sa maison. Nous devrions continuer à fournir un soutien ciblé et efficace aux familles qui ont les moyens et l'envie de posséder leur maison, et que les marchés ne leur fournissent pas, ainsi qu'une palette d'options pour les Américains qui louent leur maison. »³

Les mots sont finement choisis : il s'agit de garantir l'accès à un logement de qualité en tant que propriétaire ou que locataire. Il ne s'agit pas d'encourager les ménages à devenir propriétaires, mais d'aider ceux qui en ont le désir et la capacité financière. Cette remise en cause d'un objectif partagé par la quasi-totalité des gouvernements jusqu'alors conduit à s'interroger sur les effets bénéfiques comme négatifs de la propriété sur l'économie et la société.

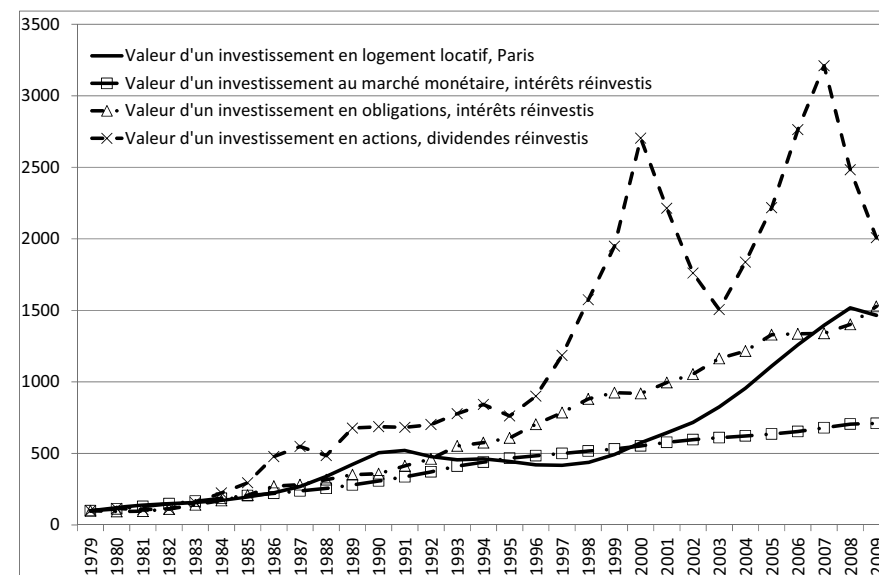
UN INVESTISSEMENT « PAS SI RENTABLE »

Il existe de nombreuses raisons pour les ménages de désirer être propriétaires, mais il faut commencer par tuer un mythe très ancré dans les mentalités : quand on devient propriétaire, on ne s'enrichit pas simplement parce qu'on a économisé un loyer qu'on payait « pour rien ». Le prix d'un logement est en effet égal à la somme actualisée des loyers futurs qu'il permettrait de rapporter, loyer net de toutes les charges occasionnées par la détention du bien (entretien, fiscalité, etc.). Si l'on suppose que le taux d'intérêt de l'emprunt est égal au taux de rendement de l'immobilier (loyers nets plus revalorisation), alors il est parfaitement équivalent d'acheter un logement ou bien de le louer et de placer au taux d'intérêt de l'emprunt l'écart entre le montant du remboursement du prêt qu'il aurait fallu contracter pour acheter ce logement et le loyer qu'il faut acquitter. À la fin du remboursement, la richesse du ménage propriétaire et du ménage locataire serait exactement égale, l'une sous forme de patrimoine immobilier, l'autre sous forme de patrimoine mobilier.

De plus, l'investissement immobilier n'est pas particulièrement sûr. Friggit (2007) a construit des séries de rentabilité des investissements immobiliers et financiers en France sur longue période. On peut ainsi comparer ce qu'un ménage aurait accumulé aujourd'hui s'il avait investi il y a 30 ans

une somme équivalente en actions, en obligations sur le marché monétaire ou bien en logement locatif⁴ à Paris. Même après l'éclatement de deux bulles sur les actions et une croissance très rapide des prix immobiliers depuis 10 ans, la rentabilité avant impôt du marché immobilier reste très inférieure à celle des actions (certes plus volatile) et globalement identique à celle des obligations (moins volatile) (voir graphique 1).

Graphique 1 – Rentabilité comparée des investissements immobilier et financier



Source : Friggit, CGEDD

Ceci n'est cependant vrai que pour un investissement qui aurait été payé « comptant », c'est-à-dire sans recours à l'endettement. Or, le marché immobilier offre la possibilité d'emprunter à un taux d'intérêt en général inférieur au taux de rendement de l'immobilier. En utilisant un tel levier, les ménages peuvent donc bénéficier du différentiel de taux, au prix d'un risque accru. Si l'on peut emprunter à 4 % sur 30 ans pour un actif qui se revalorise à 5 % par an, on est alors 12 % plus riche à la fin du remboursement de son prêt que si

3. Traduction libre de l'auteur.

4. Ce concept reste valable pour un propriétaire occupant pour qui le rendement intégrerait le loyer évité.

l'on avait placé au fur et à mesure l'équivalent des remboursements sur un compte rémunéré à 5 %. Quand on prend en compte le loyer d'un locataire, l'écart de richesse finale peut devenir important. L'effet de levier peut être à l'origine d'une création de richesse importante pour les ménages qui acceptent de prendre ce risque.

“ L'immobilier est un actif désirable pour les ménages. Mais cela ne justifie pas pour autant les politiques publiques en faveur de la propriété. ”

DES BÉNÉFICES PRIVÉS À LA PROPRIÉTÉ

Il existe aussi beaucoup de raisons non financières alimentant le souhait des ménages d'acquérir un logement, avant tout le plaisir d'être propriétaire, par exemple pour s'affranchir des contraintes de la location en ce qui concerne l'aménagement intérieur (couleur des murs, réaménagement des pièces). Pour d'autres, la propriété est un choix par défaut : le marché locatif est en effet fermé à des minorités victimes de discrimination (Bouvard *et al.*, 2008). De plus, outre l'effet de levier, le recours à la dette fonctionne comme un dispositif de *precommitment* : du fait de l'incohérence temporelle, le taux d'épargne réalisé est souvent inférieur au taux d'épargne souhaité par les ménages car il est difficile de résister à ses pulsions de court terme. Contracter un prêt sur une longue durée permet de se contraindre à épargner une somme fixée à l'avance, car le coût d'un défaut de paiement peut être très grand. Cela peut même être un dispositif d'autodiscipline pour se contraindre à travailler sérieusement car le coût d'une baisse de salaire ou d'un épisode de chômage risquant de conduire à un défaut de paiement augmente.

Par ailleurs, la dimension assurantielle est importante dans le choix d'être propriétaire. Comme le logement est un actif réel, c'est-à-dire qu'il apporte non pas un flux financier mais un flux de consommation, les propriétaires sont assurés contre les variations du prix des loyers. Si les loyers doubleraient du jour au lendemain, les propriétaires ne seraient pas affectés, tandis que les locataires verraient le prix de leur consommation de logement augmenter, certes avec un certain délai du fait des réglementations encadrant les loyers. Cet effet assurantiel disparaît cependant si l'on investit dans l'immobilier en

vue de se constituer une rente pour ses vieux jours. Dans ce cas, une baisse de l'immobilier constitue une perte importante pour les ménages.

“ Les propriétaires ne sont pas qu'une source d'externalités positives. L'immobilité des propriétaires pourrait dégrader l'appariement sur le marché du travail. ”

Enfin, la propriété est un signal de stabilité qui peut jouer un rôle dans de nombreuses interactions avec des inconnus pour résoudre un problème d'asymétrie d'information. Par exemple, un employeur peut attacher de l'importance au fait qu'un candidat à l'embauche risque moins de démissionner rapidement et donc au fait qu'il soit propriétaire. De façon plus anecdotique, des amis qui recherchaient une garde partagée se sont vu plusieurs fois poser la question de leur statut d'occupation par des couples recherchant eux aussi une garde partagée. Cela n'a rien de surprenant : quand on s'engage pour deux à trois ans avec des inconnus pour partager une garde, on souhaite s'assurer que l'autre couple ne déménagera pas en cours de route, car il est très difficile de retrouver une garde partagée pour un enfant déjà âgé.

UNE PLACE POUR L'INTERVENTION PUBLIQUE, NOTAMMENT EN FAVEUR DES PLUS DÉMUNIS

L'immobilier est donc un actif désirable pour les ménages. Mais cela ne justifie pas pour autant les politiques publiques en faveur de la propriété ; pour leur trouver une raison d'être, il faut identifier des imperfections de marché faisant que l'investissement spontané des ménages en logement est sous-optimal.

Le rationnement du crédit est la plus importante d'entre elles : certains ménages *a priori* solvables qui souhaitent devenir propriétaires peuvent avoir des difficultés à obtenir un prêt immobilier du fait de l'asymétrie d'information caractérisant le marché du crédit. En l'absence d'apport, de contrat de travail suffisamment sûr ou de garantie extérieure, les ménages se voient refuser un crédit alors qu'ils seraient prêts à le rembourser, même à un taux d'intérêt élevé. Ceci constitue la plus puissante justification d'une intervention publique aidant l'accès à la propriété des plus défavorisés. Mais ici, il ne s'agit pas d'encourager les ménages à être propriétaires, mais simplement d'aider ceux qui le désirent à pouvoir le devenir.

D'autres raisons justifient qu'on distorde les choix des ménages vers la propriété. Il existe des externalités positives au fait d'être propriétaire : le bénéfice social dépasse le bénéfice privé. Par exemple, les propriétaires attachent plus d'importance à l'aspect extérieur de leur logement ou aux parties communes, ce qui bénéficie à l'ensemble du quartier ou de la copropriété en améliorant le cadre de vie des voisins. On observe aussi que les propriétaires s'investissent plus dans la vie politique locale et acceptent plus facilement de participer à des investissements de long terme bénéficiant à la communauté (DiPasquale et Glaeser 1999). De plus, les enfants dont les parents sont propriétaires semblent avoir un meilleur développement cognitif et moins de problèmes de comportement (Haurin, Parcel, Haurin, 2002). Enfin, le conflit d'agence entre les propriétaires et les locataires peut conduire à des situations inefficaces pour les locataires. Par exemple, les propriétaires ne sont pas enclins à faire des travaux de rénovation qui permettraient de réduire la consommation énergétique de leur locataire (Murtishaw et Sathaye, 2006). Ceci justifie des politiques publiques incitant les ménages à être propriétaires de leur résidence principale. Néanmoins, Glaeser et Shapiro (2003) montrent que, dans le cas américain, les bénéfices liés à ces externalités positives sont quantitativement faibles au regard de l'avantage fiscal procuré par la déductibilité des intérêts d'emprunt, par ailleurs mécanisme assez inefficace pour encourager l'accès à la propriété.

PROPRIÉTÉ ET MARCHÉ DU TRAVAIL : DES LIENS CONTROVERSÉS

Les externalités positives liées à la propriété viennent principalement du fait que les propriétaires tendent à rester plus longtemps que les locataires au même endroit. En effet, le coût de la mobilité est beaucoup plus fort pour les propriétaires en raison des frictions sur le marché immobilier (durée de vente notamment), du fait de coûts de transaction élevés (en France, les « frais de notaire ») voire du coût psychologique à quitter un logement dans lequel on a investi son temps et son argent. En général, ces coûts incitent les ménages à choisir la propriété uniquement si leur situation familiale et professionnelle semble s'être stabilisée et qu'ils ont donc moins besoin d'être mobiles. Mais cet effet de sélection n'est pas suffisant, et on observe que, toutes choses égales par ailleurs, les propriétaires sont aussi moins mobiles *ex post* lorsqu'ils sont confrontés à des chocs. Par exemple, après le décès de leur mari, les

veuves propriétaires déménagent moins souvent que les veuves locataires et, lorsqu'elles le font, ajustent beaucoup plus la surface que ne le font les locataires qui déménagent souvent mais pour de petites réductions de surface. Ceci tend à prouver un effet causal des coûts sur la mobilité.

« L'immobilier représente la plus importante niche fiscale en France, ce qui conduit à une allocation inefficace de l'épargne des ménages. »

Partant de cette immobilité relative des propriétaires, Oswald (1996) a mis en évidence une corrélation positive entre le taux de propriétaires occupants et le taux de chômage, corrélation qui semble valable entre différents pays à différentes dates et même entre différentes régions d'un même pays. Il interprète cette corrélation négative comme un effet de l'immobilité des propriétaires, qui pourrait dégrader l'appariement sur le marché du travail. Depuis, une abondante littérature, tant empirique que théorique, a tenté de clarifier les canaux par lesquels le statut d'occupation pourrait avoir un effet macroéconomique. Ce sujet fait l'objet de vifs débats et semble loin d'être tranché⁵. Sur le plan individuel, il ne semble pas que la propriété augmente en soi la probabilité d'être au chômage, mais elle peut conduire à des salaires plus faibles (Coulson et Fischer, 2009), notamment pour les accédants du fait de leur contrainte financière (Flatau et al. 2003). Graaf et Leuvensteijn (2007) estiment que le fait d'être propriétaire réduit le risque de chômage et d'inactivité, mais aussi la mobilité d'emploi à emploi. Brunet et Havet (2009) montrent que les propriétaires ont plus souvent un sentiment de surqualification pour le poste qu'ils occupent. Ces résultats, s'ils conduisent à relativiser la portée de l'hypothèse d'Oswald sur l'impact individuel de la propriété sur le chômage, laissent néanmoins penser que la propriété dégrade l'allocation du facteur travail dans l'économie.

Sur le plan macroéconomique, les résultats sont aussi mitigés mais plus souvent en faveur de l'hypothèse d'Oswald. Récemment, Isebaert *et al.* (2010) identifient dans le cas de la Belgique un fort effet négatif du taux de propriétaires sur le taux de chômage. L'absence d'impact sur le chômage au niveau individuel n'invalide pas l'hypothèse d'Oswald d'un effet macroéconomique, car le taux de propriétaires peut aussi affecter les locataires. L'étroitesse

5. Pour une revue de littérature récente, voir Havet et Penot (2010).

du marché locatif rend par exemple plus difficile la recherche d'un logement. En Espagne, où le taux de propriétaires est proche de 90 %, les jeunes quittent très tard le foyer parental du fait de la difficulté à se loger.

Au-delà de l'effet potentiel sur le chômage, les propriétaires ne sont pas qu'une source d'externalités positives. Ils peuvent par exemple s'opposer à travers le jeu démocratique local à une libération du foncier dans leur commune, ce qui pénalise les nouveaux arrivant en organisant la hausse des prix (Ortalo-Magné et Prat, 2011), ou s'opposer à l'installation d'infrastructures désagréables pour le voisinage mais utiles à la communauté (effet « not-in-my-backyard »). De plus, en cas de choc local négatif conduisant à une montée du chômage, l'immobilier baisse et les propriétaires se retrouvent piégés dans leur maison, incapables de déménager [Glaeser et Gyourko 2005]. L'année dernière aux États-Unis, le Président de la réserve fédérale d'Atlanta indiquait que la mobilité entre les comtés ou les États n'avait jamais été aussi faible parce que la valeur des logements était inférieure à la dette contractée pour les acheter, bloquant la mobilité et les possibilités de réallocation de la main-d'œuvre [Lockart 2010]. On peut enfin arguer que les politiques d'accès à la propriété, sans être responsables de la bulle immobilière américaine et du développement des *subprime*, ont participé au laxisme des autorités de régulation vis-à-vis de produits qui semblaient faciliter l'accès à la propriété des plus défavorisés alors qu'il ne s'agissait que de bombes à retardement.

UNE FISCALITÉ ARCHAÏQUE ET DISTORSIVE

Aujourd'hui, le traitement fiscal de l'immobilier pénalise très fortement les locataires. La résidence principale procure un revenu, le loyer « fictif » ou « imputé », qui n'est aujourd'hui soumis à aucun impôt. Les plus-values immobilières sont presque complètement exonérées et l'impôt sur la fortune permet un abattement de 30 % sur la résidence principale. Finalement, les deux impôts qui touchent l'immobilier sont probablement les impôts les plus archaïques du système fiscal : d'une part, les droits de mutation qui ne touchent que les propriétaires mobiles et sont particulièrement élevés [OCDE, 2011], d'autre part une taxe foncière assise sur des valeurs cadastrales estimées dans les années 1970, aujourd'hui totalement déconnectées de la valeur réelle des biens et très faiblement progressive. Au-delà des mécanismes visant spécifiquement à encourager la propriété (prêt à taux zéro, déductibilité des intérêts d'emprunt), l'immobilier représente donc la plus

importante niche fiscale en France, ce qui conduit à une allocation inefficace de l'épargne des ménages. En toute rigueur, les loyers fictifs devraient être imposés au même titre que les autres revenus comme c'était le cas en France jusqu'en 1965⁶. À l'époque, cette disposition avait été abandonnée principalement pour des raisons techniques – la difficulté de l'estimation des loyers fictifs. Aujourd'hui, les méthodes économétriques de « prix hédoniques » permettent d'estimer très précisément les loyers fictifs, et pourraient être utilisées pour détecter les déclarations manifestement sous-estimées, pour un coût de gestion relativement faible. Bien entendu, une telle modification de l'assiette de l'impôt sur le revenu suppose une refonte générale du barème qui dépasse largement le champ de cet article. À plus court terme, le Centre d'analyse stratégique a proposé d'autoriser les foyers qui sont à la fois locataires de leur résidence principale et propriétaires d'un bien mis en location (les « locataires-bailleurs ») à déduire le loyer qu'ils paient pour leur résidence principale des revenus locatifs imposables qu'ils reçoivent [Schaff et Ben Jelloul, 2010].

BIBLIOGRAPHIE

- BOUVARD, L. ; COMBES, P.-P. ; DECREUSE, B. ; LAOUÉNAN, M. ; SCHMUTZ, B. & TRANNOY, A. (2008), « Géographie du chômage des personnes d'origine africaine : pourquoi une si faible mobilité résidentielle ? », Document de travail n°0810, Institut d'économie publique (IDEP), Marseille, France.
- BRUNET, C. & HAVET, N. (2009), « Propriété immobilière et déqualification dans l'emploi », Document de travail, HAL.
- COULSON, N. E. & FISHER, L. M. (2009), « Housing tenure and labor market impacts: The search goes on », *Journal of Urban Economics*, vol. 65, n° 3, p. 252-264.
- DEPARTMENT OF THE TREASURY AND DEPARTMENT OF HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT (2011), « Reforming America's Housing Finance Market », rapport au Congrès.
- DIPASQUALE, D. & GLAESER, E. L. (1999), « Incentives and Social Capital: Are Homeowners Better Citizens? », *Journal of Urban Economics*, vol. 45, n° 2, p. 354-384.

6. Dans ce cas, la neutralité fiscale suppose que l'on déduise de ces loyers fictifs les intérêts d'emprunt.

- FLATAU, P., FORBES, M. & HENDERSHOTT, P. H. (2003), « Homeownership and Unemployment: The Roles of Leverage and Public Housing », Document de travail, NBER.
- FRIGGIT, J. (2007), « Long Term (1800-2005) Investment in Gold, Bonds, Stocks and Housing in France with Insights into the USA and the UK: a Few Regularities », Document de travail, CGEDD.
- GLAESER, E. L. & GYOURKO, J. (2005), « Urban Decline and Durable Housing », *Journal of Political Economy*, vol. 113, n° 2, p. 345-375.
- GLAESER, E. L. & SHAPIRO, J. M. (2003), « The Benefits of the Home Mortgage Interest Deduction », *Tax Policy and the Economy*, volume 17, NBER, p. 37-82.
- DE GRAAFF, T. & VAN LEUVENSTEIJN, M. (2007), « The impact of housing market institutions on labour mobility », document de travail, CPB.
- HAURIN, D. R. ; PARCEL, T. L. & HAURIN, R. J. (2002), « Does Homeownership Affect Child Outcomes? », *Real Estate Economics*, vol. 30, n° 4, p. 635-666.
- HAVET, N. & PENOT, A. (2010), « Does Homeownership Harm Labour Market Performances? A Survey », document de travail, GATE, École normale supérieure.
- ISEBAERT, D. ; HEYLEN, F. & SMOLDERS, C. (2010), « Houses and/or jobs: ownership and the labour market in Belgian arrondissements », document de travail, CESifo.
- LOCKHART, D. P. (2010), « Prospects for Sustained Recovery and Employment Gains », Federal Reserve Bank of Atlanta.
- MURTISHAW, S. & SATHAYE, J. (2006), « Quantifying the Effect of the Principal-Agent Problem on US Residential Energy Use », rapport, International Energy Studies.
- OCDE (2011), « Le logement et l'économie : des politiques à rénover », in *Objectif Croissance 2011*, rapport de l'OCDE.
- ORTALO-MAGNÉ, F. & PRAT, A. (2011), « On the Political Economy of Urban Growth : Homeownership versus Affordability », document de travail, CEPR
- OSWALD, A. J. (1996), « A Conjecture on the Explanation for High Unemployment in the Industrialized Nations : Part I », Document de travail, University of Warwick.
- SCHAFF, C. & BEN JELLOUL, M. (2010), « Favoriser la mobilité résidentielle en modifiant la fiscalité du logement », note d'analyse n°196, Centre d'analyse stratégique.

» DOIT-ON ET PEUT-ON PRODUIRE DAVANTAGE DE LOGEMENTS ?

Alain JACQUOT

PAS DE PÉNURIE GLOBALE DU LOGEMENT EN TANT QUE BIEN DE CONSOMMATION

Avant de définir les moyens à mettre en œuvre pour augmenter l'offre de logement, il convient de s'interroger attentivement sur l'opportunité même d'en produire davantage. En effet, la France ne paraît pas faire face à une pénurie particulière de logement au niveau national. Ainsi, c'est en France que le stock de logements rapporté à la population est le plus élevé parmi tous les pays d'Europe de l'Ouest. En 2004, ce ratio était de 513 logements pour 1 000 habitants contre 503 en Finlande, 486 en Suède, 477 en Allemagne, 456 au Danemark, 422 aux Pays-Bas ou encore 409 en Belgique [Feder-casa, 2006]. Même en tenant compte des quelque 10 % de résidences secondaires dans notre pays, l'insuffisance de logements n'y apparaît pas comme flagrante, au moins en comparaison avec nos voisins européens. D'autre part, les flux de construction restent élevés. En 2009, 448 000 logements ont été achevés en France [SOeS, 2011], quand l'Allemagne et le Royaume-Uni en mettaient en service 159 000 et 147 000 respectivement. La performance française en 2009 n'a rien d'exceptionnel : c'est tout au long de la décennie 2000 (et même depuis beaucoup plus longtemps vis-à-vis du Royaume-Uni) que la France a construit bien davantage de logements que ses voisins d'outre-Rhin et d'outre-Manche. Cet important flux de constructions neuves ne traduit ainsi en rien un « rattrapage ».

La hausse des prix et des loyers est souvent invoquée pour étayer l'idée que le nombre de logements est insuffisant. Du 1^{er} trimestre 1997 au 2^e

trimestre 2010, le prix des logements a doublé en termes réels (+ 98,5 %). Certains de nos voisins ont connu une hausse encore plus forte (l'Espagne, l'Irlande, et le Royaume-Uni) tandis que d'autres pays n'étaient pratiquement pas affectés (la Suisse et l'Allemagne notamment). Cependant, pour les loyers, la hausse n'a été que de 6,5 % en France¹. Étant donnée l'évolution de l'offre de logement, l'origine de l'évolution des prix des logements semble à rechercher du côté de la demande. Cependant, le logement ayant la double nature de bien de consommation et d'actif patrimonial, des prix élevés ou en hausse ne sont pas forcément le signe d'un manque de logements en tant que bien de consommation. Si l'on suppose que le logement n'est qu'un bien de consommation, il faudrait observer un doublement des capacités financières des ménages pour pouvoir rendre compte de l'évolution des prix². Or, entre le 1^{er} trimestre 1997 et le 2^e trimestre 2010, le revenu disponible brut des ménages – qui n'est autre que le produit du nombre de ménages par le revenu moyen par ménage – ne s'est accru que de 31,7 % en termes réels³. Pour le revenu moyen par ménage, la hausse a été plus modeste encore, presque moitié moindre, le nombre de ménages augmentant de 1,0 % à 1,2 % par an. Le taux d'intérêt moyen des emprunts immobiliers à taux fixe est passé de 8,1 % à 4,2 %⁴, ce qui – pour une même mensualité – permet d'emprunter 29 % de plus sur une durée de quinze ans. Ainsi, si l'on suppose que la totalité des acquisitions est financée par emprunt, l'évolution du revenu des ménages et celle des taux d'intérêt permettent d'expliquer au mieux un peu plus de la moitié de la hausse des prix des logements.

Dès 2004, l'Insee avait attiré l'attention sur la déconnexion croissante entre le prix des logements et ses déterminants traditionnels [Beauvois, 2004]. L'allongement des durées de prêts a probablement contribué également à la solvabilisation des acquéreurs, et cet allongement renvoie à une explication financière plus que réelle de la hausse du prix des logements. Il faut rappeler que depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, la masse monétaire s'est accrue dans l'ensemble des grands pays occidentaux à un rythme environ deux fois plus rapide que le PIB : les flux de capitaux en provenance des pays

1. Indice Insee des loyers pour la France métropolitaine (couvrant le parc privé et le parc social, les emménagés récents et les locataires en place), déflaté par l'indice des prix à la consommation.

2. En omettant l'accroissement de l'offre et en supposant un accroissement de la demande de logement proportionnel au revenu (élasticité par rapport au revenu de 1).

3. Voir aussi l'article de Jacques Friggit dans ce numéro.

4. Source : statistiques monétaires mensuelles de la Banque de France. Il s'agit du TEG (taux effectif global) moyen de l'ensemble des prêts immobiliers.

en développement à excès d'épargne et la volonté des banques centrales des pays développés de limiter les effets sur la demande du ralentissement de la productivité se sont conjugués pour produire ce résultat [Artus, 2007]. Dans un monde globalisé, où les prix des biens de consommation sont comprimés par la concurrence internationale, ce sont les prix des actifs qui sont le plus susceptibles d'être impactés. Cette création monétaire très soutenue a pour contrepartie une expansion rapide du crédit, et au cours des quinze dernières années, en France, le crédit immobilier aux ménages s'est accru bien davantage que le crédit à l'investissement des entreprises.

“ C'est en France que le stock de logements rapporté à la population est le plus élevé parmi tous les pays d'Europe de l'Ouest. ”

Il est maintenant assez largement admis qu'une part non négligeable des hausses de prix des dix à quinze dernières années dans les pays occidentaux trouve son origine dans un accès plus facile au crédit (cf. par exemple OCDE [2011]), y compris parfois en direction de publics dont la capacité à rembourser pouvait pour le moins prêter à discussion. En pratiquant des règles d'accès au crédit immobilier plus restrictives que celles en vigueur chez certains de nos voisins et aux États-Unis, la France a jusqu'ici échappé aux pires excès. Compte tenu de leur impact tant sur les conditions de vie des ménages que sur l'activité économique en général et sur la stabilité du système financier [Reinhart et Rogoff, 2010], le niveau des prix des logements et celui du crédit immobilier méritent certainement de faire l'objet d'un suivi attentif de la part des autorités économiques et monétaires.

TROIS RAISONS DE MAINTENIR UN NIVEAU ÉLEVÉ DE CONSTRUCTION DE LOGEMENTS

Si l'on n'observe pas de pénurie globale de logement en tant que bien de consommation, on peut néanmoins recenser au moins trois raisons justifiant la nécessité de maintenir à un niveau élevé l'offre de logements neufs.

La première est qu'il reste encore beaucoup de ménages et de personnes mal logées (même si à vrai dire il n'y en a jamais eu aussi peu⁵), voire pas

5. Voir Jacquot [2006] et Bosvieux [2010].

logées du tout. 133 000 personnes sont sans domicile et 117 000 logent en chambre d'hôtel ou sont hébergées par des particuliers sans avoir les moyens d'accéder à un logement autonome [Briant et Donzeau, 2011].

La seconde tient aux perspectives démographiques et à l'évolution tendancielle des comportements de cohabitation. Sous les hypothèses d'une stabilité de la fécondité, d'un solde migratoire annuel de + 100 000 personnes, de gains d'espérance de vie à la naissance d'environ trois mois tous les ans, et de la poursuite de l'« effritement » des modes traditionnels de cohabitation, il est probable qu'il faille construire encore 350 000 logements par an pendant la présente décennie, peut-être même 400 000 sous certaines hypothèses [Jacquot, 2007a]. Il s'agit pour l'essentiel de loger les nombreux enfants des baby-boomers (enfants qui sont nombreux non pas tant du fait de la fécondité de leurs parents que parce que ces derniers sont nombreux) qui progressivement quittent le nid familial. Le nombre de logements à construire – la demande potentielle – ne saurait toutefois atteindre le seuil de 500 000, sauf à retenir l'hypothèse – invraisemblable – de gains d'espérance de vie de six mois tous les ans [Jacquot, 2007a].

La troisième raison pour laquelle il convient de maintenir l'offre de logements à un niveau élevé tient aux choix de localisation des individus : l'habitat en milieu urbain et notamment dans les grandes villes se révélant coûteux, la forte demande d'habitat dans certaines zones peut conduire au développement de pénuries locales.

En somme, il n'y a pas dans notre pays de crise *généralisée* du logement. Il y a bien toutefois une crise du logement cher, pour l'essentiel dans les plus grandes agglomérations, et qui frappe durement les « outsiders », au premier rang desquels figurent les jeunes.

QUELLE PLACE ET QUELLES FORMES POUR L'INTERVENTION PUBLIQUE ?

Dans un contexte budgétaire difficile et appelé à le rester, les crédits en faveur du logement, qui représentent tout de même 2,0 % du PIB [SOeS, 2011], entrent implicitement en concurrence avec ceux octroyés aux secteurs davantage exposés à la concurrence internationale, ou encore avec ceux attribués à l'éducation et à la recherche, à la santé, ou aux infrastructures. Ainsi, les moyens sont limités. Il faut donc maximiser l'efficacité des dépenses publiques pouvant être accordées au logement.

L'État peut intervenir de différentes manières dans le domaine du logement. Il peut tout d'abord s'efforcer de solvabiliser les demandeurs, en versant des aides aux occupants des logements, et en escomptant que l'offre suivra⁶. De manière symétrique, il peut agir directement sur l'offre de logement. Plus précisément, il peut se substituer aux intervenants dans la production du service de logement (ou déléguer cette responsabilité à des organismes placés sous son contrôle – les HLM) en construisant des logements et en les louant à des personnes en situation difficile à des tarifs inférieurs à ceux du marché. Entre ces deux formes polaires d'intervention, les pouvoirs publics peuvent intervenir à différents stades de la chaîne de production du service de logement, en aidant les accédants à la propriété, les propriétaires-bailleurs, les entreprises de bâtiment, les promoteurs, ou encore ceux qui mettent à leur disposition le financement ou les terrains à construire. Dans ce qui suit, nous analysons les interventions possibles sur l'offre de logement.

La stimulation indirecte de l'offre en subventionnant la demande ne se révèle pas forcément pertinente quand la demande est supérieure à l'offre. Agir directement sur l'offre est dans ce cas *a priori* plus efficace, à condition de bien identifier les blocages qui l'affectent et d'intervenir précisément sur ceux-ci. Par exemple, en 2006, 2007 et 2008, années où les mises en chantier et les mises en service de logements ont oscillé autour de 450 000, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur de la construction a plafonné aux alentours de 95 %, un record historique qui apparaît pratiquement infranchissable. Autrement dit, tel qu'il est dimensionné à présent, le secteur du bâtiment en France est quasiment dans l'incapacité de produire plus que 450 000 logements par an. Pour surmonter cette limite, si tant est que cela soit jugé souhaitable, il faudrait tout à la fois davantage d'engins de chantier et davantage de personnel.

Un autre moyen pour augmenter l'offre de logement consiste à subventionner des investissements locatifs⁷. Cependant, une telle politique peut avoir un effet inflationniste sur le prix des terrains si (et là où) le foncier est rare. L'impact des dispositifs d'encouragement à l'investissement locatif sur la hausse des prix des quinze dernières années doit toutefois être relativisé : la hausse des prix est un phénomène international, et ce ne sont évidemment

6. Si la demande augmente et que l'offre ne suit pas, le prix des logements augmente toutes choses étant égales par ailleurs.

7. Un investissement locatif consiste à acheter un bien immobilier pour le louer afin de percevoir des revenus complémentaires.

pas les dispositifs franco-français qui ont provoqué le triplement des prix des logements observé à Madrid et à Dublin !

Actuellement, dans notre pays, tout concourt à ce que la ressource foncière soit abondante en zone rurale et rare en zone dense, et ce pour plusieurs raisons.

“ Il n’y a pas dans notre pays de crise *généralisée* du logement. Il y a bien toutefois une crise du logement cher, pour l’essentiel dans les plus grandes agglomérations, et qui frappe durement les « outsiders », au premier rang desquels figurent les jeunes. ”

Tout d’abord, les propriétaires de terrains nus voient la valeur de ceux-ci s’apprécier considérablement lorsqu’ils deviennent constructibles. En outre, les maires des communes rurales voient dans l’arrivée de nouveaux habitants une source de dynamisme démographique et économique pour leur circonscription, alors qu’en zone urbaine le développement de la copropriété⁸ dans l’habitat collectif freine la « reconstruction de la ville sur la ville »⁹, et que l’augmentation de la proportion de ménages propriétaires de leur résidence principale tend à accroître l’opposition des habitants à tout projet de construction susceptible d’impacter négativement la valeur de leur bien.

De plus, la maison individuelle péri-urbaine en propriété occupante correspond très largement aux aspirations des ménages. Les coûts de construction (hors charge foncière) sont aussi moins élevés dans l’habitat individuel qu’ils ne le sont dans le collectif [Castel, 2007]. La question de savoir si les faibles densités sont génératrices de surcoûts pour les finances publiques est elle-même débattue¹⁰.

Spontanément, la tendance est donc à l’étalement urbain. Il est en général admis que ceci est préjudiciable au développement durable, car la maison individuelle isolée est plus énergivore qu’un immeuble collectif, toutes choses égales par ailleurs, et parce que ce phénomène s’accompagne d’un usage accru de l’automobile au détriment des transports en commun. Encore faudrait-il tenir compte aussi, en sens inverse, des trajets de week-ends et de

vacances, notoirement plus élevés pour les urbains que pour les ruraux, pour dégager un bilan énergétique non biaisé de la péri-urbanisation.

Si l’on souhaite la freiner ou la contrer, il faudrait d’abord que les décisions d’urbanisme, au moins les plus structurantes d’entre elles, soient prises à une échelle géographique bien plus large que la commune, l’échelon pertinent étant sans doute l’aire urbaine¹¹.

Peut-être aussi conviendrait-il de réfléchir à rendre possible la vente d’un immeuble en copropriété à une personne qui se propose de l’acquérir en totalité (en vue de le surélever ou de le détruire pour reconstruire de l’habitat plus dense), dès lors qu’une majorité qualifiée des copropriétaires – sinon leur totalité – y est favorable¹² : cela pourrait contribuer à un usage plus efficient de la ressource foncière, le constructeur ne pouvant avoir intérêt à se porter acquéreur, à des conditions de prix supérieures ou égales à celles du marché, que si le terrain disponible est nettement sous-utilisé au regard des règles d’urbanisme en vigueur.

AGIR SUR LA MOBILITÉ

Compte tenu des effets parfois pervers des politiques de soutien de la demande et des difficultés à accroître l’offre, il n’est sans doute pas inutile de rechercher une allocation plus efficiente des logements entre les ménages. Cela passe probablement par une atténuation des obstacles à la mobilité résidentielle. Pour encourager la mobilité, on peut recommander :

- que le stock de logements soit taxé, qu’il soit ou non productif de revenus (éventuellement avec un abattement) plutôt que les mutations, de façon à ne pas trop encourager les comportements de certains ménages qui restent dans un logement devenu beaucoup trop grand, et à faciliter l’ajustement de leur consommation de logement [Shan, 2011] ;
- que les ménages qui sont locataires de leur résidence principale et en même temps bailleurs d’un autre logement soient traités par le fisc de la même manière que ceux qui sont propriétaires de leur résidence principale, en matière d’impôt sur le revenu et de taxation des plus-values [OCDE, 2011 ; Jacquot, 2008] ;

8. La loi qui a instauré la copropriété date de 1965.

9. Pour démolir ou vendre un immeuble en copropriété, il faut l’accord unanime de tous les copropriétaires. Cela vaut naturellement pour les lots de parties privatives, mais aussi pour les parties communes (Art. 26 de la loi du 10 juillet 1965) et même pour le droit de surélever l’immeuble (art. 35).

10. La revue *Études Foncières* a consacré plusieurs numéros à cette question

11. Qui englobe la ville-centre, sa banlieue, et la couronne péri-urbaine.

12. Un mécanisme analogue pourrait être imaginé, en zone urbaine, à propos de quartiers d’habitat pavillonnaire, pour y édifier de l’habitat collectif, toujours dans le respect des règles d’urbanisme en vigueur.

- que le loyer acquitté par un locataire HLM soit fonction croissante de son revenu, jusqu'à un certain seuil de revenu à partir duquel le loyer rejoindrait celui du marché privé pour un bien comparable¹³.

Dans le parc HLM du reste, la question de l'adéquation des ménages aux logements (et inversement) ne se pose pas seulement en termes de revenus. Il y a aussi coexistence d'un surpeuplement et d'un sous-peuplement importants [Jacquot, 2007b]. Le sous-peuplement y est souvent le fait de ménages relativement âgés qui se retrouvent à deux après le départ des enfants ; les loyers HLM étant fixés en fonction de l'époque de construction et non en fonction du service rendu, le déménagement vers un logement plus petit ne se traduirait pas forcément par une économie de loyer substantielle pour les ménages concernés. L'arrivée des générations nombreuses du baby-boom aux âges où l'on voit ses enfants quitter le nid risque de se traduire par une aggravation du problème dans les années à venir.

BIBLIOGRAPHIE

- ARTHUS P. (2007), *Les incendiaires – les banques centrales dépassées par la globalisation*, éditions Perrin.
- BEAUVOIS M. (2004), « La hausse des prix des logements anciens depuis 1998 », *Insee-Première*, n°991.
- BOSVIEUX J. (2010), « Logement : la France est-elle condamnée à la crise ? », *Anil Habitat Actualité*.
- BRIANT P. et DONZEAU N. (2011), « Être sans domicile, avoir des conditions de logement difficiles », *Insee-Première*, n°1330.
- CASTEL J.C. (2007), « De l'étalement urbain à l'émiettement urbain », *Annales de la recherche urbaine*, n°102, p. 89-96.
- FEDERCASA (2006), « Housing statistics in the European Union 2005-2006 », *Rapport du ministère italien de l'équipement et de la Fédération italienne du logement*.
- JACQUOT A. (2006), « Cinquante ans d'évolution des conditions de logement des ménages », *Insee, Données Sociales*, p. 467-473.

13. L'idée étant que la présence de ménages aisés dans le parc HLM n'a rien de néfaste – elle est même bénéfique en termes de mixité sociale – pour autant qu'ils ne bénéficient pas d'une subvention sous la forme d'un loyer inférieur à celui du marché.

- JACQUOT A. (2007a), « la demande potentielle de logements : un chiffrage à l'horizon 2020 », *Notes de synthèse du SESP*, n° 165, p. 41-48.
- JACQUOT A. (2007b), « L'occupation du parc HLM : un éclairage à partir des enquêtes logement », *Insee*, document de travail n° F0708.
- JACQUOT A. (2008), « La crise du logement résulte-t-elle d'une offre quantitative-insuffisante ? », *Conseil d'analyse économique*, contribution au rapport n° 82, p. 83-112.
- OCDE (2011), « Examen Économique de la France - 2011 ».
- REINHART C. et ROGOFF K. (2010), *Cette fois, c'est différent – Huit siècles de folie financière*, éditions Pearson.
- SHAN H. (2011), « The effect of capital gains taxation on home sales: Evidence from the Taxpayer Relief Act of 1997 », *Journal of Public Economics*, Vol. 95, n°1-2, p. 177-188.
- SOES (2011), « Compte du logement 2009 et premiers résultats 2010 – Rapport de la Commission des comptes du logement », collection Références.