



Les prix immobiliers sont-ils trop élevés ?

par [Bernard Coloos](#)

1 - Non, ils ne sont pas trop hauts.....	3
2 - Oui, ils sont trop hauts.....	4
3 - Dégonfler l'idée d'une bulle !.....	5
4 - L'immobilier : une source d'inégalités ?.....	11
5 - Le logement est-il un handicap pour la France ?.....	13
Conclusion.....	16
Annexe 1 – « Les prix de l'immobilier parisien vont continuer de monter »	18
Annexe 2 – Les ménages anticipent la poursuite de la hausse de l'immobilier ancien	19
Annexe 3 – La pyramide des âges : l'ultime avatar de la bulle immobilière.....	20
Annexe 4 – Les facteurs qui influent sur les prix immobiliers.....	22
Annexe 5 – Les prix sont-ils surévalués ?	23
Annexe 6.....	26

Les prix immobiliers sont-ils trop élevés ?

« Ce qui est réellement énigmatique n'est pas ce qui n'a été vu de personne, mais ce que tout le monde a vu et que personne n'arrive à comprendre complètement ».

Javier Cercas¹

La France et les pays de l'OCDE ont connu, depuis le milieu des années 1990 jusqu'à la crise financière de 2008, une augmentation spectaculaire des prix de l'immobilier. Tout aussi remarquable, dans notre pays, fut la résistance de ces mêmes prix consécutivement à cette crise. Contrairement à la plupart des prévisions, les prix immobiliers n'ont guère baissé, avec l'inversion du cycle, à la différence d'autres pays² où les baisses furent conséquentes : USA (-25%), Espagne (-35%) ou Royaume-Uni (-17%). Les premiers indices d'une reprise de la hausse des prix sont même apparus courant 2015.

Les prix immobiliers sont-ils pour autant, comme on le lit souvent, trop élevés ?

La réponse à la question est souvent positive : on peut en effet juger que le poids de la dette est devenu excessif et l'accession à la propriété impossible à un trop grand nombre de ménages, et que le mouvement des prix est la cause principale de ces évolutions³. Certains font pourtant remarquer que le nombre de transactions de logements existants n'a jamais été aussi élevé, indice à leurs yeux de ce que les prix sont à leur « juste niveau ».

Pour tenter d'y voir clair, il convient de distinguer deux questions. La première concerne l'existence ou non d'une bulle immobilière, son éventuel éclatement et les interrogations qui en découlent pour l'avenir. La seconde renvoie à la hausse des prix et à ses conséquences.

Absence de krach, correction à la baisse de faible ampleur, reprise assez vigoureuse, les mouvements de prix dans notre pays contredisent, selon nous, l'hypothèse d'une bulle immobilière et plus encore, comme certains l'affirment, d'une bulle entretenue par les aides publiques. Comment peut-on expliquer cette situation, qui n'est pas une exception puisqu'elle prévaut aussi en Belgique et en Suède, voire en Suisse⁴ ?

¹ *Anatomie d'un instant, Acte Sud, Paris, 2010, 399 pages.*

² Les dates de référence varient selon les pays (2008-2013 pour l'Espagne, 2007-2012 pour les USA, 2007-2013 pour le Royaume-Uni).

³ Immobilier : l'inquiétude monte face à la hausse des prix, par Vincent Mignot, 29 septembre 2017. Dans la dernière vague de l'observatoire du FMI (Global Housing Watch), il est indiqué que, depuis plus de quatre ans, les prix des logements ont tendance à augmenter à l'échelle mondiale, par rapport aux revenus des ménages. L'Europe ne fait pas partie des régions du monde les plus dynamiques dans le domaine de l'immobilier. (...) 61% des Européens estiment ainsi que les prix de l'immobilier sont élevés, et 45% ne s'attendent pas à ce que cela change dans leur pays. Ils sont même encore un tiers environ à estimer qu'ils ne diminueront jamais.

⁴ Marché immobilier européen : la reprise n'est pas uniforme, Virginie Franc-Jacob, ERA, Europe, 19 octobre 2010.

L'étonnement conduit nombre d'économistes à revoir progressivement leurs copies, comme l'a fait Xavier Timbeau de l'OFCE en parlant de bulles robustes⁵, ce qui est un brillant oxymore.

La seconde question conduit à s'intéresser à la relation entre le niveau des prix de l'immobilier résidentiel et les inégalités de revenu et de patrimoine d'une part, l'affectation de l'épargne nationale d'autre part. Il s'agit sur ce dernier point de revisiter les termes du débat sur les conséquences pour notre économie en général d'une hausse des prix immobiliers, qui, du fait de l'appétence des ménages français pour ce type de bien, conduirait selon certains à un détournement massif de l'épargne au détriment de l'investissement productif. Cette question de la relation de causalité ou non entre inflation immobilière et perte de compétitivité sera explicitée et revisitée.

C'est pourquoi, après avoir rappelé les thèses en présence, nous nous efforcerons, dans un premier temps, de comprendre les causes du mouvement de hausse des prix immobiliers et des transactions, en soulignant l'importance des facteurs structurels, ce qui permettra d'en tirer des enseignements quant à l'avenir, puis, dans un second temps, de tenter d'analyser et d'apprécier les conséquences de ce mouvement à la fois en termes d'inégalités et de compétitivité.

1 - Non, ils ne sont pas trop hauts

Si les prix sont jugés élevés, après une période de forte hausse, ils ne sont pas, pour autant, trop hauts. Il n'est d'ailleurs que normal que le prix des logements progresse, puisque leur qualité n'a cessé de s'améliorer, en partie sous l'impulsion de réglementations, en parallèle avec l'augmentation des revenus. Les travaux de Jacques Friggit montrent que, sur le long terme, les prix de l'immobilier augmentent comme les revenus des Français. L'existence d'écarts ponctuels (dans le temps ou dans l'espace) ne change en rien le constat. Sur une très longue période, on s'aperçoit que la période « atypique » commence en 1914 et s'achève en 1965 (cf. graphique 1). En d'autres termes, la période 1997-2008, dans une perspective de long terme, n'a rien d'exceptionnel. Il serait donc fallacieux, comme certains ont tendance à le faire, de se fonder sur l'observation de la seule période 1967-2008 pour en tirer des conclusions de portée générale.

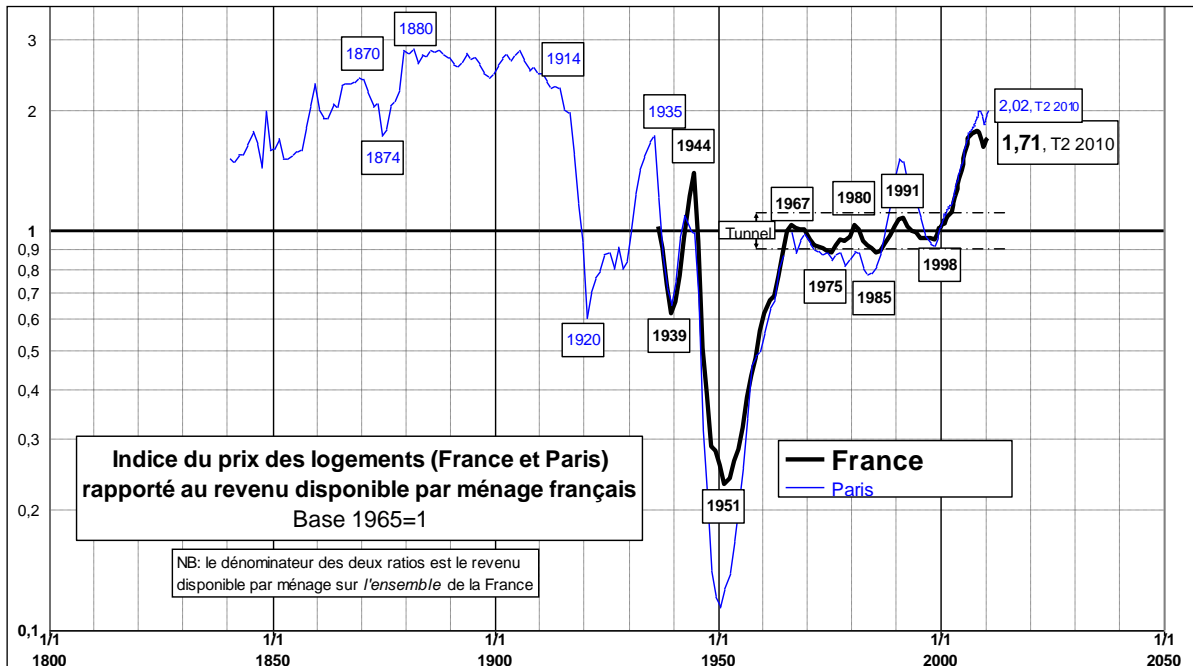
Au rebours de l'idée répandue d'une bulle spéculative, par définition temporaire, on sait aujourd'hui, avec le recul, que la hausse des prix à Paris et en France procède de causes vraisemblablement liées à l'internationalisation des mouvements de capitaux qui se placent massivement dans l'immobilier.

De plus, il est absurde de dire que les prix sont trop hauts, en particulier au regard du revenu des ménages. Ils reflètent, à un moment donné, pour un type de biens et/ou une localisation donnés, la rencontre d'une offre et d'une demande (cf. annexe 1). Face à chaque prix de transaction, il y a donc bien un acheteur qui a mis les fonds correspondants. On peut juger qu'il se trompe, mais il a bel et bien payé ! Le fait qu'une ou des personnes puissent payer ne signifie en rien que le prix du bien soit abordable pour tous. Il en va de même des biens de luxe ou rares.

Le scénario de la bulle spéculative est d'ailleurs maintenant écarté, ce qui rend caduque l'hypothèse d'un gonflement artificiel des prix dû aux seuls comportements spéculatifs.

⁵ Cf. Hors-série de *Constructif*, mars 2012, numéro spécial consacré au Sommet de l'Immobilier et de la Construction. Voir également *Les bulles « robustes », pourquoi il faut construire des logements en région parisienne*, Revue OCDE, Débats et politiques, 128-2013, pages 277 à 312.

Graphique 1 – Indice du prix des logements, rapporté au revenu disponible par ménage



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

2 - Oui, ils sont trop hauts

L'augmentation des prix de l'immobilier est sans commune mesure :

- avec l'évolution de la qualité intrinsèque des biens ;
- avec l'évolution des revenus des ménages. « En quinze ans, les prix des logements ont été multipliés par 2,5 quand la progression des revenus n'a pas dépassé 1,6⁶ ». Dans ces conditions, nul ne s'étonnera que 85% des Français estiment que la valeur des biens immobiliers à la vente est surestimée par rapport « à la valeur réelle du logement⁷ ».

En d'autres termes, comme l'ont montré les travaux de Jacques Friggit⁸, l'évolution des prix n'a plus rien à voir avec les fondamentaux économiques et financiers : c'est la définition même d'une bulle spéculative. Par fondamentaux, il faut entendre l'ensemble des données macro-économiques qui permettent d'analyser et de déterminer les prix. Dès lors que l'évolution des prix ne se trouve pas déterminée par l'évolution des variables économiques, le marché, porté par des anticipations exagérément optimistes sur l'évolution des dits prix s'autoalimente. L'État, avec les multiples aides et les dispositifs fiscaux, ne fait que jeter de l'huile sur le feu (cf. annexe 2).

Les conséquences néfastes de ces hausses (ségrégation spatiale accentuée, périurbanisation, étalement urbain...) sont trop connues pour qu'il soit nécessaire de s'y attarder. Pourra-t-on, un jour, y remédier ? Oui, car « tout investisseur sait que le prix d'un actif suit des cycles : il baisse puis il monte et s'il monte, il baissera

⁶ Flash Natixis N°61, Patrick Artus, Prix de l'immobilier résidentiel : une vision à long terme, février 2010.

⁷ Sondage IFOP 2008.

⁸ Jacques Friggit estime que le prix de l'immobilier a atteint en 2010 un niveau historiquement anormal, supérieur de 70% à sa tendance historique par rapport au revenu par ménage. De ce fait, longtemps, l'expert a estimé que les prix devaient, à terme, rejoindre cette tendance : un scénario rapide consisterait en une baisse des prix (en euros courants) de 35% en cinq à huit ans ; un scénario lent – moins probable mais qu'on ne saurait écarter – consisterait en des prix (en euros courants) qui resteraient constants pendant quinze à vingt ans. Depuis, sur cette question de « l'anormalité », la thèse défendue par Jacques Friggit est beaucoup plus nuancée.

à nouveau. Sa valeur sur le long terme peut malgré tout progresser doucement mais on est loin des slogans commerciaux racoleurs du style " j'ai fait +40% en 3 ans " qui sont l'apanage du spéculateur de bas étage.

Le soldat immobilier est dans un état végétatif, tout traitement médical ne produirait pas d'effets notables. Il a trop tiré sur la corde, il a besoin de retrouver un style de vie plus sain (...) »⁹.

Enfin il importe de mettre fin à la politique des béquilles. Les aides de l'État ne font que perturber le marché, pèsent sur les prix et finissent dans la poche des promoteurs et des professionnels. Il faut donc éviter la multiplication des distorsions du marché qui ont des conséquences macro-économiques néfastes en termes de compétitivité, d'épargne et d'accroissement des inégalités.

3 - Dégonfler l'idée d'une bulle !

Les critiques des uns, les arguments des autres se télescopent. Un exemple suffit à le démontrer. Pour certains, la demande des étrangers pousse les prix à la hausse. Pour d'autres, le rôle des acheteurs étrangers reste, dans les faits, minime et n'explique rien. Pour d'autres encore, il faut regarder du côté de la démographie (cf. annexe 3).

Pour éclairer le débat, il convient d'abord de souligner un paradoxe. À une crise internationale, à un mouvement de prix mondial, on avance très souvent, d'un côté comme de l'autre, des explications hexagonales, en particulier, le rôle des aides étatiques. Or, les facteurs macro-économiques internationaux, *via* les taux d'intérêt et l'inflation, pour partie importée, influent probablement tout autant, sinon plus (cf. annexe 4).

Selon une étude réalisée par NATIXIS¹⁰, les raisons pour lesquelles les prix n'ont pas chuté sont de nature essentiellement structurelle, mais aussi pour partie conjoncturelle :

« De nature structurelle car le marché français, contrairement aux cas nord-américain ou espagnol, ne présentait pas de fort excès d'offre avant la crise [...], mais se distinguait plutôt par une certaine pénurie de logements (dont les estimations varient du simple au double¹¹). Côté demande, nous avons déjà abondamment souligné l'importance prépondérante accordée en France par les prêteurs aux conditions de solvabilité des emprunteurs, la possibilité de recours à des garanties réelles et/ou le montant de l'apport personnel restant des critères secondaires (d'où des ratios de loan-to-value élevés). Le système français d'accession à la propriété est en effet caractérisé par des conditions de sécurité parmi les plus strictes des pays développés, contrairement aux pays anglo-saxons où la pratique consistait à accepter des risques dont la gestion pouvait être transférée au marché. En clair, il n'y a jamais eu d'équivalent au segment subprime américain en France, la titrisation de crédit habitat ne représentant qu'une part très marginale de la production (2% de l'encours en 2008) : afin de faciliter l'accès à la propriété des ménages les plus modestes, l'État français intervient en accordant des aides financières (prêt à taux zéro, PTZ) ou en apportant sa garantie (prêt accession sociale, PAS) sur des montants approchant 10% de la production annuelle totale de crédits [...]. À cela s'ajoutent la structure de l'endettement des ménages français, principalement à taux fixe [...] et le recours majoritaire au cautionnement plutôt qu'à l'hypothèque¹² [...]. Malgré un taux d'endettement en forte progression au cours du dernier cycle [...], les ménages français font ainsi toujours aussi peu défaut [...]. De nature plus conjoncturelle dans la mesure où, au plus fort de la crise, le marché s'est quasiment gelé (très fort recul des transactions, [...], les acheteurs potentiels peinant à obtenir un prêt (en raison, notamment,

⁹ Source : site <http://esprit-riche.com/>, *Un esprit riche pour une vie riche*.

¹⁰ *Flash Économie Natixis*, Jean-Christophe Caffet et Victoire Dumaine -Martin, *Immobilier France : la pierre vaut-elle de l'or ?* 29 octobre 2010, N°582.

¹¹ Voir *Loger les classes moyennes : la demande, l'offre et l'équilibre du marché du logement*, Jacques Mistral et Valérie Plagnol, Rapport CAE N° 82, mars 2009.

¹² Les mises sur le marché de logements saisis sont naturellement de nature à catalyser les baisses de prix.

des difficultés éprouvées par les banques pour refinancer leurs encours de crédit, [...] tandis que les vendeurs préféreraient retirer (temporairement) leurs biens du marché plutôt que baisser leurs prix¹³. Le retour à des conditions de liquidité plus favorables, dans le sillage de l'assouplissement monétaire (conventionnel et non conventionnel¹⁴) opéré par la BCE a ensuite permis un déblocage du marché et une « resolvabilisation » très substantielle des acheteurs via une baisse très prononcée des taux de crédit habitat [...]. Les mesures adoptées fin 2008 dans le cadre du plan de relance (doublement du PTZ) et début 2009 (dispositif Scellier) ne sont également pas étrangères au rebond très net des mises en vente / ventes de logements neufs observé depuis un an [...] ».

Il faut donc se méfier des analyses trop rapides¹⁵. L'étude de Natixis souligne qu'au-delà de causes conjoncturelles bien identifiées, l'évolution des prix procède surtout de causes structurelles dont la détermination prête à débat. S'*« il y a un assez large accord des économistes sur les déterminants « fondamentaux » des prix des logements, [...] c'est sur leur mise à l'épreuve des faits qu'il faut s'arrêter davantage »*, estime Jean Cavailhès¹⁶. Le pluriel a ici son importance, s'agissant des fondamentaux qui interviennent simultanément. Faute toutefois d'un modèle unique et fiable, les économistes se trouvent forts démunis en matière de prédiction des retournements de tendance ou d'éclatement des bulles. La revue de littérature faite par l'auteur souligne la multiplicité des facteurs explicatifs d'un tel constat : cloisonnement des disciplines ; conflits d'intérêt ; poids de la psychologie ; hypothèse de l'efficacité des marchés. Rien d'étonnant dans ces conditions, en particulier lors de la phase de « boom » des cycles immobiliers, que les opinions puissent diverger sur la date et l'ampleur du retournement de tendance.

Si, au regard de ces fondamentaux, les prix français ne paraissent pas surévalués (cf. annexe 5), il faut y voir aussi, selon nous, une structure des marchés portée par les acquisitions pour occupation personnelle et non par les investissements locatifs ou les achats de résidences secondaires¹⁷.

Il convient, enfin, de s'interroger sur le thermomètre lui-même et sa pertinence à traduire la hausse réelle des prix. L'INSEE publie, de fait, plusieurs indices trimestriels de prix de logements, tant dans le neuf que dans l'ancien, avec le concours des notaires. Or, si en théorie ces indices, calculés à l'aide d'une méthode économétrique, sont corrigés de l'effet qualité des logements, cette correction ne peut en réalité être que partielle, du fait de l'impossibilité de prendre en compte dans leur totalité les éléments de qualité. Il subsiste donc une part non éliminée de l'effet qualité, que personne n'est en mesure de quantifier avec un minimum de précision et qui concourt à l'augmentation apparente des prix.

¹³ Un phénomène accentué par le fait qu'une majorité de transactions fait l'objet d'une revente préalable (environ 50% au niveau national, 75% sur le marché parisien).

¹⁴ Voir Special Report 2009-146 : Que penser des achats de « covered bonds » par la BCE ?

¹⁵ Cf. « Pour acquérir un logement de 100 m², les Français doivent désormais consacrer six années de revenu disponible, contre trois en 2000 », La Tribune du 6 novembre 2010. L'auteur de la dépêche précise : « Avec son revenu disponible annuel, un ménage français ne peut plus acheter que 17 m² dans l'ancien en moyenne en France, contre 29 m² il y a dix ans. Et à Paris, il ne peut plus s'offrir que 8 m², contre 14 en 2000. Ce calcul, réalisé par l'économiste de HSBC, Mathilde Lemoine, dit à lui seul l'effondrement de la solvabilité des ménages français. Ou, en d'autres termes, l'appauvrissement du pouvoir d'achat immobilier des Français en une décennie, lié à la hausse des prix de la pierre. Pour acquérir un logement de 100 m², moyenne des logements en France, il leur faut désormais consacrer six années de revenu disponible, contre trois en 2000 ! Aussi, dans un contexte de pénurie aiguë, les Français ont suivi la hausse des prix en consacrant une part de plus en plus importante de leur budget à l'acquisition d'un logement (...). Or la crise, qui n'a entraîné qu'une baisse de 7% des prix moyens en France, a à peine infléchi cette tendance (...). Moralité : comme toutes les aides visant à solvabiliser les acquéreurs, la baisse des taux d'emprunt n'améliore pas le pouvoir d'achat des acquéreurs. En période de pénurie, elle fait monter les prix, et ne profite qu'aux propriétaires. Ce qui fait dire à Mathilde Lemoine : « Si l'on voulait mettre un terme aux effets pervers des aides publiques, il faudrait taxer à 100% les plus-values immobilières. »

¹⁶ Jean Cavailhès, page 4 in Prix des logements : les « fondamentaux » à l'épreuve des faits. Quatrième semaine du CREP. Université Paris Dauphine. 18 avril 2018- 23 pages.

¹⁷ À la différence de l'Espagne ou de l'Île-de-France dans les années 1990.

En d'autres termes, si la méthode éliminait la totalité de l'effet qualité, l'augmentation des prix serait moindre, sans qu'il soit possible de dire de combien. Ce point trop souvent ignoré mériterait pourtant une attention soutenue et appelle des éclaircissements

3.1 - Des évolutions divergentes selon la localisation

Force est, cependant, de constater que ce maintien des prix ne s'observe pas dans toute la France. Certes, les prix ont progressé entre 1995 et 2008 partout ou presque au même rythme, mais depuis cette date, une différenciation géographique s'opère.

Dans plusieurs villes de taille moyenne, les prix, entre 2008 et 2018, chutent et atteignent des points bas. Le recul, sur la période évoquée, pour les appartements anciens¹⁸, est de 7,7% à Amiens, 13,4% à Besançon, 11,7% à Caen, 10,5% à Dijon, 17,2% à Limoges, 9,3% à Poitiers et 17,9% à Toulon. Dans toutes ces villes, qui connaissent des situation démographiques et économiques peu florissantes, le prix au m² se situe entre 1 500 et 2 000 €/m²¹⁹.

D'autres villes, sans être nécessairement des métropoles, affichent des prix stables ou en légère croissance : + 8,5% à Clermont-Ferrand, + 7,9% à Montpellier, +1% à Nice, + 6,6% à Toulouse et + 6,8 % à Tours. Dans la plupart des grandes métropoles françaises, qui constituent l'essentiel des zones tendues, les prix n'ont pas baissé en 2008 et les années suivantes et sont pour la période sous revue (2008/2018) en forte hausse : + 71,6% pour Bordeaux, + 21,1% à Lille, + 40,1% à Lyon, + 17,9% à Nantes, + 41,8% à Paris, + 15,7% à Rennes, + 12,3% à Strasbourg. Les prix à Paris avoisinent 10 000 euros le m², sans aucune mesure avec ceux des autres villes : Lyon n'est qu'à 3 877 €/m² et Bordeaux à 4 230 €/m².

3.2 - À quoi doit-on se référer ?

Avec le recul, l'hypothèse d'une surévaluation massive des prix peut être exclue. Ceci amène deux réflexions majeures. Il convient de rappeler que les hausses des années 1980 et du début des années 1990 furent suivies de fortes baisses, ces mouvements étant toutefois limités à la région (ou l'agglomération ?) parisienne. Au creux du cycle, les prix furent, dans certains endroits, sous-évalués par rapport à la tendance. On doit, de même, tenter de comprendre pourquoi les prix immobiliers en France ont si peu baissé depuis 2008. À ce sujet, deux études de 2015, émanant de personnes et/ou d'institutions ayant dénoncé avec force l'existence d'une bulle, expriment en creux l'absence de surévaluation dans notre pays.

Jacques Friggitt²⁰, après avoir défendu avec passion la thèse d'un inéluctable retour dans le tunnel, exclut, comme causes de l'envolée des prix, la liste des facteurs suivants : l'insuffisance de construction, l'augmentation de la demande, les achats par les non-résidents étrangers, la cherté et la rareté du foncier, l'effet inflationniste des aides. Il privilégie une seule explication : l'environnement financier²¹ (baisse des taux, augmentation des durées d'emprunt, diminution des rendements des placements concurrents de l'investissement locatif). C'est, selon lui, la baisse des taux immobiliers qui a permis la hausse des prix entre 2000 et 2007, *via* l'allongement de la durée des prêts. Une opinion largement partagée par les économistes. Les mêmes facteurs « *expliquent l'exception française du rebond des prix en 2010, puis de leur maintien à un*

¹⁸ Source, Notaires de France, Prix au m².

¹⁹ À Saint-Etienne, il n'est que de 867 euros en 2018. La chute se situe à 15,9% entre 2014 et 2018, la série étant incomplète pour cette ville.

²⁰ Jacques Friggitt, Pourquoi le prix des logements a-t-il si peu baissé en France depuis 2008 ? Les cahiers de l'Audap N° 8, avril 2015, pages 8 et 9.

²¹ Rien n'est jamais simple. Michel Mouillart qui, rendons lui justice, a toujours combattu violemment l'idée de bulle, de surévaluation et donc d'une baisse probable des prix liée au retournement conjoncturel (contrairement à l'auteur lui-même) dénie tout rôle ou presque à ce facteur. La réconciliation des économistes autour de ce thème n'est donc pas pour demain.

niveau élevé quoique différencié selon le type et la localisation des biens »²². Il faut ajouter à cela qu'en l'absence de sinistres massifs, il n'y a pas eu de « *credit crunch* ».

La Banque de France s'efforce de montrer, non plus à partir de données en indice, mais de prix (immobilier et locatif) en euros par m², l'absence d'anomalie de valorisation dans le secteur immobilier dans cinq pays de la zone euro²³. Les deux derniers paragraphes du résumé de présentation de l'article se révèlent particulièrement éclairants : « *La présente étude construit, pour cinq pays de la zone euro (France, Allemagne, Belgique, Espagne et Italie), une approximation de séries historiques de prix de l'immobilier résidentiel et de ratios prix sur loyer, fondée sur des données en euros par mètre carré.*

Cette construction ainsi que le calcul d'un indicateur simple de rentabilité immobilière apportent un éclairage nouveau sur les évolutions qu'ont connues les secteurs immobiliers des cinq pays considérés. Si la France présente un prix moyen au mètre carré supérieur à celui de ses principaux voisins de la zone euro, le niveau du ratio de tension prix sur loyers y est en réalité moins élevé que dans les quatre autres pays considérés, contrairement à ce qu'indiquent généralement les analyses en indices. À la fin des années quatre-vingt-dix, le marché immobilier résidentiel français était particulièrement rentable, avec des loyers élevés par rapport aux prix des biens ; l'appréciation rapide des prix d'achat pendant les années deux mille pourrait être interprétée comme un phénomène de convergence avec les pays voisins, marqué par une baisse de la rentabilité. Dans les cinq pays de notre panel, les prix immobiliers apparaissent beaucoup moins dispersés qu'avec une analyse en indices, et les taux de rentabilité immobilière, autrefois très divers, seraient aujourd'hui très proches. »²⁴

En d'autres termes, la France figure parmi les cinq pays dont le ratio prix sur loyer est le plus bas, malgré la hausse des prix immobiliers qui ne s'apparente donc pas à une bulle, mais « *à un phénomène de correction d'une situation initiale où les prix des actifs immobiliers étaient particulièrement modérés par rapport au niveau des loyers, en comparaison avec les autres pays du panel* »²⁵. Le même jugement a été réaffirmé le 30 mars 2017 dans une nouvelle étude qui écarte pour les années à venir toute baisse des prix, sauf évidemment bouleversement radical du contexte financier²⁶. Fort du constat que les ratios immobiliers classiques « prix sur revenu » (*price-to-income*) et « prix sur loyer » (*price-to-rent*) ne constituent pas de bons indicateurs d'une situation de sur ou de sous-évaluation des prix²⁷, l'auteur en a élaboré deux autres, jugés plus pertinents²⁸.

Le premier se veut un indicateur de pouvoir d'achat immobilier du revenu disponible brut des ménages. Il tient compte de l'évolution du revenu disponible brut (RDB) des ménages, mais aussi de l'évolution du marché du crédit. L'auteur calcule la dépense de remboursement (intérêt + amortissement) d'un emprunteur

²² Op. cit., Jacques Friggit, avril 2015, page 9.

²³ Surévaluation et rentabilité des biens immobiliers en zone euro : l'apport des données en euros par m² par Marine Dujardin, Anna Kléber et Antoine Lalliard, bulletin de la Banque de France N° 119, 1^{er} trimestre 2015, pages 27 à 88. Les cinq pays sont la France, l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, l'Italie.

²⁴ Op. cit., page 27.

²⁵ Op. cit. page 89, L'article parle en conclusion, page 86, de normalisation.

²⁶ Détecter autrement les tensions sur le marché immobilier résidentiel, Antoine Lalliard, pages 15 à 23, in bulletin de la Banque de France mars-avril 2017 N° 10.

²⁷ Deux raisons fondent ce rejet.

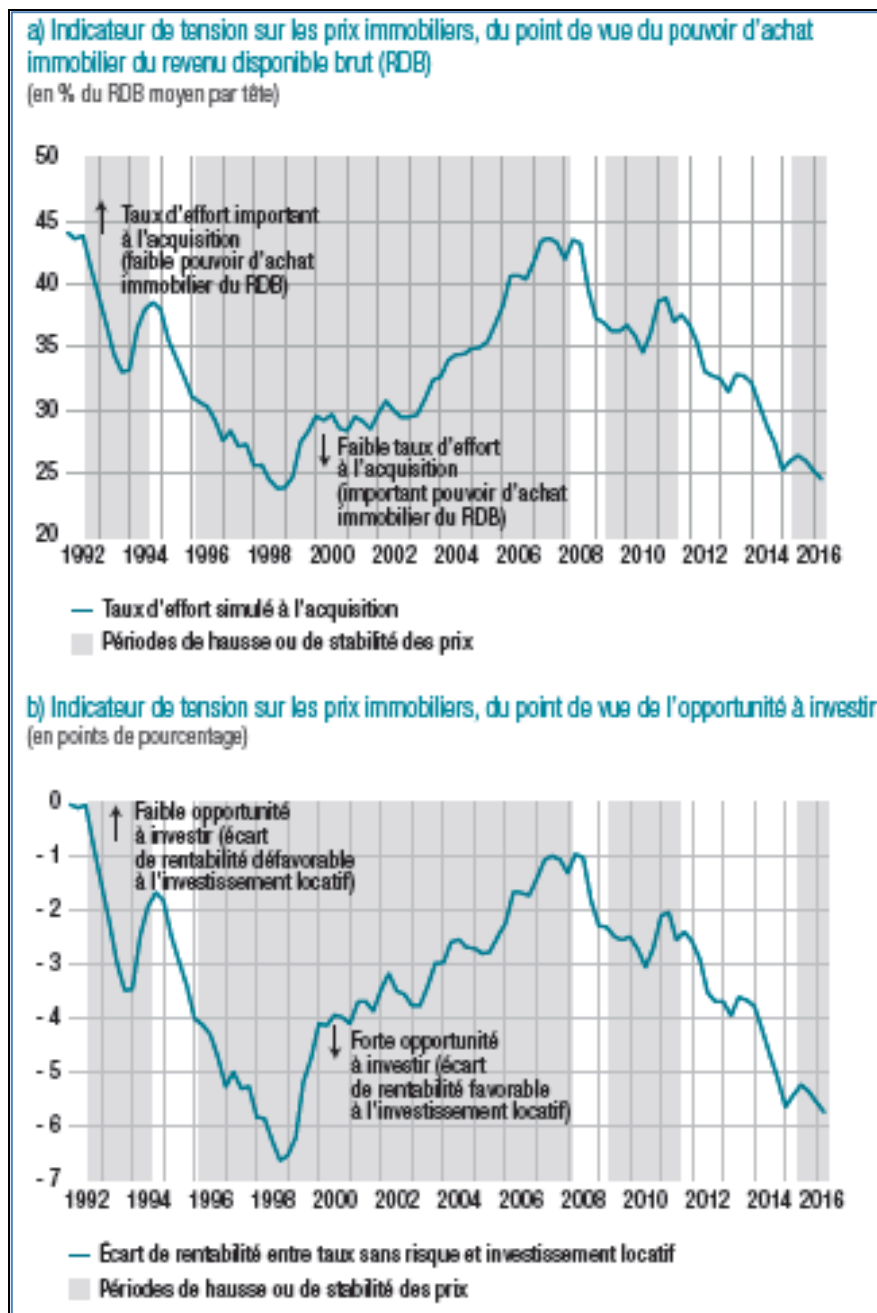
1. Si l'envolée au cours des années 2000-2007 correspondait à une déviation anormale par rapport au niveau « d'équilibre » qui prévalait auparavant, comment expliquer alors que la correction des prix postérieure à la crise de 2007-2008 n'a pas été suffisante pour ramener ces ratios au niveau supposé d'équilibre ?
2. Pour être des indicateurs de tension sur les prix immobiliers, ces deux ratios devraient évoluer cycliquement et prendre des valeurs basses en début de cycle, c'est-à-dire quand les prix commencent à progresser, et des valeurs hautes en fin de cycle, lorsque les prix amorcent une phase de baisse. Or, ce n'est pas le cas.

²⁸ Antoine Lalliard (mars-avril 2017), « Détecter autrement les tensions sur le marché immobilier résidentiel », Bulletin de la Banque de France, n° 210, p. 15-23.

percevant le revenu disponible moyen calculé sur l'ensemble des mesures et acquérant un bien immobilier d'une surface standard²⁹, payé à la valeur courante du prix en €/m², à l'aide d'un crédit immobilier financé au taux d'intérêt courant sur une durée standard. Ce montant, calculé en €/an, est rapporté à la valeur en euros du RDB moyen par tête, le ratio ainsi obtenu étant dénommé taux d'effort simulé (sans apport personnel) ou indicateur de tension sur les prix immobiliers.

Le second ratio rend compte de l'incitation à réaliser un investissement locatif plutôt qu'un autre placement. Pour le construire, on considère la rentabilité brute annuelle d'un investissement locatif en fonction des valeurs courantes du prix et du loyer moyens en €/m². L'écart de cette rentabilité avec un taux d'intérêt de référence est un indicateur de tension sur les prix immobiliers du point de vue de l'opportunité d'un investissement locatif.

Graphiques 2 : évolution des nouveaux indicateurs de tension en France



Source : Antoine LALLIARD (2017), op. cit.

²⁹ I.e. choisie arbitrairement et constante dans le temps.

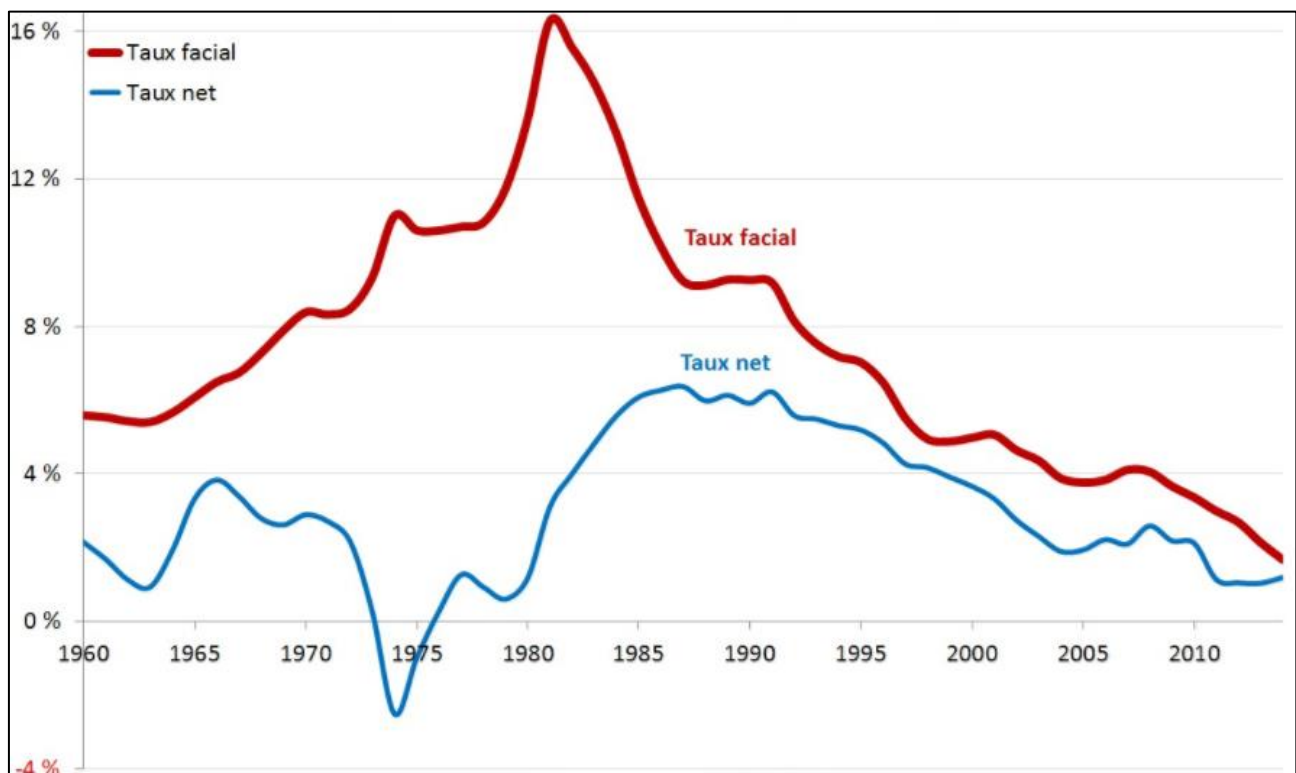
Ces deux indicateurs, bien qu'imparfaits (voir graphiques 2.a et 2.b), présentent néanmoins une assez bonne adéquation avec les périodes de fluctuation des prix immobiliers résidentiels, y compris depuis la dernière récession.

Il en ressort qu'en France :

- le début des années 1990 correspond à l'atteinte d'un point haut de la tension immobilière : les biens immobiliers s'avéraient alors particulièrement chers par rapport au pouvoir d'achat du revenu des ménages et des conditions de crédit en vigueur à l'époque et particulièrement peu rentables comparativement aux placements obligataires alternatifs. Les prix ont alors baissé ;
- la période qui court de la fin des années 1990 jusqu'au début de la crise en 2007 s'assimile au contraire à la remontée progressive des tensions immobilières mesurées par les deux nouveaux indicateurs à partir d'un point bas en 1998. Les prix sont donc alors en hausse ;
- l'année 2008 correspond à un nouveau point haut de tensions immobilières, comparable à celui du début des années 1990. Il est suivi par une phase de correction des tensions (2008-2009 puis 2011-2015), grâce à la baisse des prix nominaux et à la forte contraction des taux d'intérêt, qui permet par ailleurs de comprendre l'amorce de reprise de la hausse des prix constatée depuis le second semestre 2015.

En d'autres termes, la forte hausse des prix des années 1997-2007 n'a rien d'anormal. « Il s'agit plutôt de la conséquence normale, et proportionnée, du passage d'un régime à inflation soutenue et taux d'intérêts élevés, à un régime à faible inflation et taux d'intérêts réduits »³⁰ (cf. graphique 3). Il n'y a donc ni bulle immobilière, ni risque d'explosion.

Graphique 3 - Taux d'intérêt de l'emprunt d'État à dix ans en France³¹



Source : OCDE

³⁰ A. Lalliard, op. cit., page 22.

³¹ Facial = nominal. Net = réel (inflation déduite).

Pour ces mêmes raisons, sauf à observer un nouveau changement de régime, c'est-à-dire une hausse sensible de l'inflation et des taux d'intérêt, il n'y a pas « lieu de prédire que ces ratios *price-to-income* et *price-to-rent* reviennent spontanément aux niveaux observés avant la hausse de 1998-2008 »³⁰.

La conclusion d'une absence de surévaluation des prix est d'importance. Pour autant, la question des effets, au plan macro-économique, des prix immobiliers élevés par comparaison avec d'autres pays en général et l'Allemagne en particulier, reste toujours fondée. L'enjeu n'est pas mince car il positionne l'immobilier soit comme un handicap pour l'ensemble de l'économie, soit comme un secteur incontournable de création de la valeur et donc de la croissance. Mais, avant d'examiner cette dimension de la problématique, il nous faut revenir sur le lien entre immobilier et inégalités.

4 - L'immobilier : une source d'inégalités ?

La publication et le succès³² du livre de Thomas Piketty³³ ont mis en lumière l'importance de l'immobilier dans l'évolution des stocks de patrimoine (ou stock de capital) et, par là même, l'évolution des inégalités économiques. Le constat est que les inégalités croissantes de patrimoine, plus marquées que celles entre revenus du travail, génèrent des inégalités de revenus globaux elles-mêmes croissantes. Tout simplement parce que le capital s'autoalimente en produisant son propre rendement et que, plus le ratio capital sur revenus s'élève, plus la part des revenus du capital comparés aux revenus du travail croît³⁴. La démonstration centrale de l'ouvrage consiste donc à mettre en évidence une ponction³⁵ toujours croissante sur le revenu national créé au profit du capital en France depuis vingt ans.

Les conséquences pour le domaine qui nous occupe, à savoir le logement, sont notables.

- a) S'enrichir à partir de son travail salarié devient de plus en plus difficile.
- b) Les inégalités d'accès à l'achat d'un logement, plus largement à la propriété, vont croître, au détriment des non-héritiers. Cet effet a déjà été constaté, comme l'ont montré les travaux de l'Insee. La probabilité d'acheter son logement augmente fortement en cas de transferts intergénérationnels³⁶. Logiquement, dans un tel contexte, la hausse des prix de l'immobilier des années 2000 se serait accompagnée d'un renforcement du lien entre donation et achat de logement.

Le caractère remarquable de l'ouvrage, ne serait-ce que par la documentation présentée, n'a pas, bien au contraire, empêché la multiplication des critiques, en particulier quant au rôle de l'immobilier.

- a) La première critique renvoie à l'hypothèse centrale que le taux de rendement du capital (2) est toujours supérieur au taux de croissance (g).

³² Plus d'un million et demi d'exemplaires vendus dans le monde.

³³ Thomas Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, Éditions du Seuil, Paris 2013.

³⁴ Voir pour une présentation succincte très claire. *Le capital logement contribue-t-il aux inégalités ? Retour sur le capital au XXI^e siècle de Thomas PIKETTY* par Odran Bonnet, Pierre-Henri Bono, Guillaume Chappelle et Etienne Wasmer, 17 avril 2014, Sciences Po, LIEPP, 13 pages, working paper.

³⁵ Ponction équivalente à valeur du patrimoine x taux de rendement

³⁶ *Inégalités de patrimoine entre générations : les donations aident-elles les jeunes à s'installer ?* par Luc Arrondel, Bertrand Garbinti et André Masson. *Économie et statistiques* N° 472-473, 2014, pages 65 à 100. Les auteurs précisent que « les ménages dont la personne de référence a reçu une donation ont une probabilité 1,62 fois supérieure d'acheter leur résidence principale par rapport à ceux qui n'en ont pas reçu. Pour l'héritage, ce coefficient est de 1,5 ». Ils ajoutent que « la probabilité qu'un ménage devienne propriétaire si la personne est âgée de moins de 40 ans et n'a reçu ni donation, ni héritage est de 54%. Cette probabilité s'élève à 68% si elle a reçu un héritage et à 70% en cas de donation » (page 83). En tenant compte du nombre de frères et de sœurs, les auteurs concluent qu'une donation a pour effet de multiplier par trois la probabilité instantanée (...) d'achat. La relation de cause à effet est donc avérée.

Didier Cornuel, dans un article du 31 août 2014³⁷, conteste l'assimilation entre capital et patrimoine, deux concepts très différents s'agissant tout particulièrement de l'immobilier. De fait, la valeur des terrains sous-jacents constitue un patrimoine³⁸ mais pas, comme les constructions, un capital, actif produit et amortissable. Or les modes de détermination des valeurs du capital et du patrimoine diffèrent. « *La valeur du capital résulte du coût (marginal) de sa production, tandis que la valeur du patrimoine est le revenu futur actualisé qu'il peut générer. Plus simplement, c'est le revenu futur divisé par un taux de rendement. Autrement dit, un patrimoine représente une créance sur l'avenir qui peut résulter d'une production, d'un capital ou d'un droit de propriété.* »

En assimilant les deux, capital et patrimoine, Thomas Piketty fait un tour de « passe-passe », qui lui permet :

- d'une part, d'ignorer que la rémunération du capital n'est que le partage de la valeur produite, ce qui interdit sur le long terme que le taux de rendement du capital soit durablement supérieur au taux de croissance ;
 - d'autre part, de conclure que l'accroissement des patrimoines conduit à un prélèvement croissant sur la valeur produite. Il y a confusion entre hausse des prix via une exploitation de la seule composante financière et rendements-prélèvements.
- b) Pour Odran Bonnet et *alii*, l'auteur surévalue le capital logement. Retenir la valeur faciale du stock de capital logement et lui appliquer un taux de rendement induit une grave erreur. Le rendement effectif dépend du niveau des loyers, dont l'évolution diffère de celle des prix immobiliers, en particulier depuis quinze ans. « *En reconsidérant la valeur du capital à sa valeur théorique indexée sur les loyers et non sur les prix, la hausse du capital relative au revenu est tout à fait contenue dans la période récente, et sur le long terme, la conclusion est bien celle d'une hausse de ce ratio et non d'une courbe en U, à rebours donc de l'augmentation de l'ouvrage.* »³⁹ En d'autres termes, les loyers constituent les rendements réels. Or, les loyers stagnent et les prix montent. C'est donc une grave erreur que de considérer que les revenus du capital immobilier-logement croissent comme les prix. En conséquence, « *rien ne permet de démontrer que l'alarmante tendance à l'augmentation des inégalités des revenus et de capital se trouve confirmée* »⁴⁰.

Comme souvent en économie, d'autres travaux viennent contredire les contradicteurs. Tout en reprenant à son compte la critique du raisonnement de Thomas Piketty, Clément Carbonnier⁴¹ s'est efforcé de « corriger » les travaux du maître. Il en tire les conclusions suivantes :

- si la méthode de prise en compte du capital logement à sa valeur du marché conduit effectivement à surestimer sa valeur réelle, la méthode par les flux de loyers la sous-estime ;
- la valeur nette du stock de capital a certes moins crû que présenté dans *Le capital au XXI^e siècle*, mais a tout de même augmenté sensiblement... La prévision de hausses à venir des inégalités s'en trouve renforcée.

Thomas Piketty, Etienne Wasmer et *alii*, Didier Cornuel convergent toutefois sur deux points essentiels concernant l'évolution à la hausse des prix immobiliers :

³⁷ Capital et patrimoine immobilier : à propos de l'ouvrage de Thomas Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, Didier Cornuel, 31 août 2014.

³⁸ Ni produit, ni amortissable. Le patrimoine est en réalité constitué des biens produits et non produits.

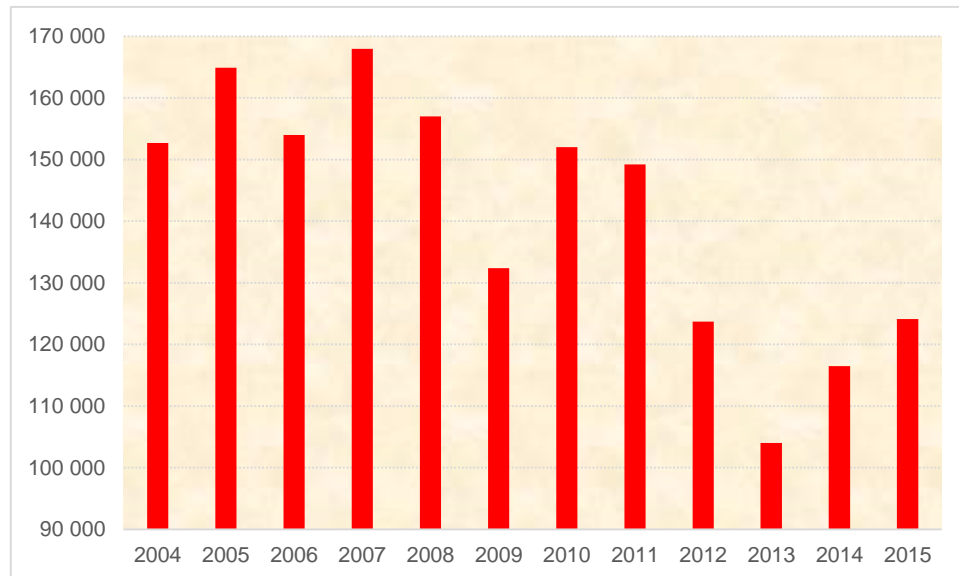
³⁹ Odran Bonnet et *alii*, op. cit. page 2.

⁴⁰ Odran Bonnet et *alii*, op. cit. page 10.

⁴¹ Clément Carbonnier, L'impact des prix de l'immobilier sur les inégalités et leur mesure. *Revue économique* 2015/0. Prépublication du volume 66. Voir également dans le même sens : La part du revenu du capital immobilier des ménages dans le revenu national a augmenté plus. L'actualisation d'un graphique de Thomas Piketty par Jacques Friggit, 1^{er} janvier 2015.

- l'existence d'un effet sur le revenu d'une hausse des prix apparaît, dans le cas français, hautement contestable ;
- a contrario, l'augmentation des inégalités face à l'accès à la propriété, entre les personnes qui détiennent du capital et celles qui n'en possèdent pas, ne l'est guère.

Graphique 4 - Nombre de primo-accédants dans le neuf



Source : Observatoire du financement du logement (OFL)

En résumé, même si les critiques sont fondées, la hausse des prix réduit considérablement la cible des primo-accédants potentiels, ce qui conduit avec le temps à une concentration accrue du capital. Mais les politiques du logement mises en œuvre ont la capacité de corriger pour partie une telle tendance, comme le montre la reprise de la primo-accession en neuf depuis 2014, date du premier relooking positif du PTZ, avant celui plus important de 2016 (cf. graphique 4). Encore faut-il que ces politiques soient supportables pour les finances publiques.

5 - Le logement est-il un handicap pour la France ?

L'immobilier serait, pour certains, au moins une des causes essentielles des difficultés structurelles de l'économie française⁴². Portée au plan statistique par une étude de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE)⁴³, l'argumentation développée lie explicitement hausse des prix du logement, mauvaise orientation de l'épargne, déficit d'investissement dans la sphère dite « productive » en général et dans l'industrie en particulier, perte de compétitivité et chute des exportations. Sur une telle base, la baisse des prix du logement s'impose comme un préalable au retour d'une croissance macroéconomique saine (cf. annexe 6). Cette démonstration a d'autant plus d'impact qu'elle en complète une autre, celle qui consiste à retenir la baisse des prix de l'immobilier comme préalable à toute solution de la crise du logement dans notre pays.

La forte hausse des prix a été rendue supportable en termes de solvabilité par l'amélioration des conditions de crédit (baisse des taux d'intérêt et allongement des durées de remboursement) en France, et a accentué la migration de la construction vers les terrains plus éloignés des centres urbains et donc moins chers, ce qui

⁴² Cf. article de Bernard Coloos paru dans *Constructif* N°34 de mars 2013, *L'immobilier mérite un traitement juste*.

⁴³ Balázs Égert et Rafal Kierzenkowski, « Exports and property prices in France. Are they connected ? », *Cesifo Working Papers*, N° 3047, mai 2010.

contribue à accélérer l'artificialisation des sols⁴⁴ et conduit à une inflation et à une perte évidente d'efficacité des aides au logement. Cependant, le procès fait à l'immobilier en général et au logement en particulier apparaît pour le moins excessif, d'autant que la crise, depuis 2008-2009, se traduit par une répression financière⁴⁵ qui pénalise de plus en plus les épargnants. Force est de constater que les Français, boudent les placements risqués. Ce constat doit-il, pour autant, conduire à une pénalisation fiscale de l'immobilier, afin de faire apparaître les placements financiers comme attractifs ? S'il s'agit d'orienter l'épargne vers le financement des entreprises, les placements peu risqués ne devraient-ils pas être mis, fiscalement sur le même plan que l'immobilier ? Le problème, rarement posé en ces termes, appelle selon nous trois remarques que les raisonnements à la mode⁴⁶ ignorent avec une superbe d'autant plus grande qu'ils cherchent à masquer la crainte d'une longue période de vaches très maigres pour les placements financiers, tendance mondiale encore aggravée par l'escalade fiscale propre à notre pays avec notamment la suppression du prélèvement forfaitaire libératoire sur les revenus et plus-values en capital, le recentrage de l'impôt sur la fortune sur les seuls actifs immobiliers avec la création de l'impôt sur la fortune immobilière (IFI).

La première de ces remarques porte sur la reconnaissance de l'immobilier comme facteur clé de création de valeur. Certes, il faut une épargne financière risquée pour soutenir l'économie, mais pour autant son développement doit-il se faire en niant l'utilité économique de l'épargne immobilière et, en pénalisant l'investissement immobilier ? Les polémiques récentes autour de l'impôt sur la fortune immobilière (IFI), dernier avatar de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), illustrent parfaitement le débat.

Rien, d'autre part, ne permet d'affirmer que la croissance réelle du poids de l'immobilier dans le patrimoine se fait au détriment de l'épargne financière. En effet, si la part de l'immobilier, dans le patrimoine des ménages (pour l'essentiel du logement) est passée de 1 900 à 6 400 milliards d'euros entre 1996 et 2015, l'augmentation des autres actifs de 2 300 à 5 600 milliards d'euros, certes moindre, est néanmoins significative (cf. graphique 5). La réalité s'avère donc plus complexe, comme le montre l'analyse de Didier Davydoff qui soutient que la réalisation des plus-values immobilières alimente pour partie la croissance nette de l'épargne⁴⁷.

Enfin, l'épargne risquée n'est pas seulement en concurrence avec l'immobilier, comme le prouve l'importance de l'assurance-vie qui bénéficie d'un régime fiscal très favorable et qui privilégie les placements sans risque.

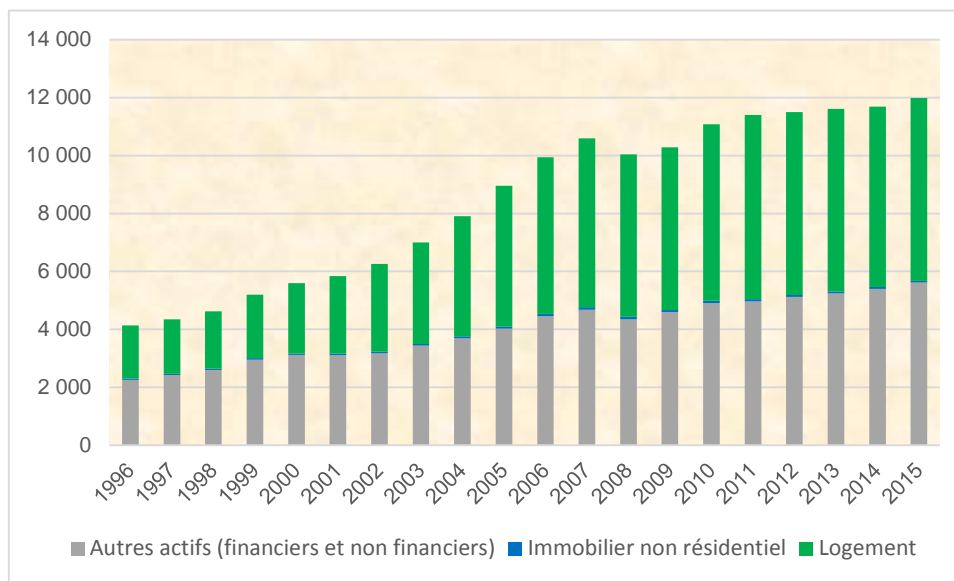
⁴⁴ On entend par surface artificialisée toute surface retirée de son état naturel (friche, prairie naturelle, zone humide, etc.), forestier ou agricole, qu'elle soit bâtie ou pas et qu'elle soit revêtue (exemple : parking) ou pas (exemple : jardin de maison pavillonnaire). Les surfaces artificialisées incluent donc également les espaces artificialisés non bâtis (espaces verts urbains, équipements sportifs et de loisirs, etc.). En conséquence, l'étalement urbain implique nécessairement l'artificialisation des sols concernés alors que la réciproque est fautive, l'artificialisation s'expliquant seulement en partie par l'étalement urbain. Voir « Quelques définitions. Étalement urbain », 18 janvier 2010, ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie.

⁴⁵ La répression financière désigne un interventionnisme étatique dans le système financier au bénéfice du système bancaire ou de l'État. Le terme a été inventé en 1973 par Edward S. Shaw et Ronald Mc Kinnon, Les deux « leviers » principaux de la répression financière sont l'inflation monétaire (planche à billets, monnaie fiscale, etc.) et, quand cette dernière ne survient pas, la fixation de taux d'intérêt anormalement bas, notamment plus bas que le taux de croissance de l'économie, voire négatifs.

⁴⁶ Cf. par exemple les déclarations sur l'ISF immobilier.

⁴⁷ Didier Davydoff (directeur de l'Observatoire de l'épargne européenne), « L'épargne française passée au crible », *Revue banque* N° 733, février 2011, pages 26 et suivantes.

Graphique 5 – L’immobilier dans le stock brut de patrimoine des ménages
(en milliards d’euros)



Source : FFB, d’après Insee, comptes de patrimoine⁴⁸

La deuxième remarque a trait aux relations entre logement et compétitivité, nettement plus complexes que ne le laisse entendre l’étude de l’OCDE citée. En France, comme au Royaume-Uni, on recense tout à la fois des entreprises affectées par les coûts de logement qui reportent ou annulent des investissements, mais aussi des entreprises qui connaissent des difficultés de recrutement et un taux de rotation important du fait de coûts de l’immobilier élevés, ce qui les incite à augmenter leurs investissements en capital dans le but de réduire leurs besoins de main d’œuvre⁴⁹. Une étude du Centre de recherche pour l’étude et l’observation des conditions de vie (Crédoc), réalisée à la demande du MEDEF⁵⁰, révèle l’ampleur des interactions entre le marché du logement et le marché de l’emploi. 40% des établissements sont affectés par les difficultés de logement de leurs salariés, ce qui joue sur leur compétitivité.

La troisième remarque porte sur les objectifs même des politiques d’amélioration de la compétitivité qui visent à accroître la part des produits nationaux dans les consommations domestiques et à favoriser les exportations. Cette compétitivité dépend de nombreux facteurs, notamment du coût du capital et du prix du travail, mais aussi de nombreux facteurs comme l’innovation et la productivité. Or, si le diagnostic de la perte de compétitivité de l’économie française fait consensus, il n’en va pas de même de l’analyse des causes de cette dégradation. Le débat fait rage quant aux poids des déterminants liés aux coûts variables et ceux liés au hors coûts fixes (dépenses de recherche et développement, innovation, taille d’entreprises...). De manière assez convaincante, COE-REXECODE, s’agissant des aspects coûts en particulier en lien avec les prix immobiliers, s’interroge sur la pertinence des analyses selon lesquelles « *la modération salariale intervenue en Allemagne durant les années 2000 était d’autant plus acceptable que les prix de l’immobilier étaient stables ou en légère baisse outre-Rhin et qu’à l’inverse les dérives des prix de l’immobilier auraient contribué à soutenir les hausses de rémunérations en France. Dans les faits, (...) Il apparaît que les intuitions, mécanismes et hypothèses théoriques qui lient perte de compétitivité à l’exportation et hausses des prix de l’immobilier résidentiel restent difficiles à retracer. La relation entre ces deux grandeurs n’apparaît pas significative statistiquement et les différentes étapes du raisonnement ne sont pas toujours confirmées dans*

⁴⁸ On distingue à peine l’immobilier non résidentiel sur le graphique, sa part étant extrêmement faible pour les ménages.

⁴⁹ A results overview of the regional survey of economic trend, CBI, juin 2005.

⁵⁰ Crédoc, « Consommation et mode de vie », étude N° 240, juin 2011 et « Les problèmes de logement des salariés affectent 40% des entreprises », note de synthèse, avril 2012.

*les faits. En se limitant à la dimension coût, la hausse des prix de l'immobilier ne peut apparaître que comme un facteur marginal de l'explication de la perte de compétitivité. Elle est bien moins significative que ne le sont les évolutions relatives de coûts salariaux directs et indirects dans les fonctions de production du principal secteur exportateur ».*⁵¹

En complément, COE-REXECODE note que « les phases de baisse des prix de l'immobilier ne sont pas significativement associées à une restauration de la compétitivité extérieure. Elles sont surtout associées à des périodes de ralentissement de l'évolution de l'activité en général, ainsi que de la consommation des ménages et de l'investissement en logement en particulier »⁵². Ces constatations n'épuisent pas le sujet de la compétitivité, comme le démontrent les échanges sur le ciblage ou non à moins de 2,5 SMIC des allègements de charges sociales, au nom soit de la défense des emplois non qualifiés (ciblage social), soit de la compétitivité à l'exportation notamment (pas de ciblage).

La quatrième remarque renvoie à la capacité au nom des politiques publiques à contenir les prix afin de faire pression à la baisse sur les loyers et les taux d'effort, à supposer que ceux-ci soient beaucoup plus élevés en France que chez des principaux concurrents ce qui reste à démontrer⁵³. Dans une situation de déficit et d'offre de logements, une baisse de prix ne résout rien, bien au contraire, elle se traduit inévitablement par une moindre production, voire un arrêt de cette dernière. Elle risque donc au final d'amplifier la crise et de générer une accélération ultérieure des prix. La bonne réponse a contrario renvoie à ce que l'actuel gouvernement appelle un choc d'offre, qui passe par des mesures structurelles sur le foncier, la simplification des règles de construction, etc. De telles politiques souffrent toutefois d'une tare rédhitoire, leurs effets ne se font sentir qu'à moyen terme ce qui, au regard du temps politique, se révèle long, voire décalé.

Conclusion

Dans un article déjà mentionné⁵⁴, Jean Cavailhès souligne que l'explication de la hausse des prix par les « fondamentaux » l'emporte auprès d'une large majorité d'économistes. L'existence de divergences et surtout l'impossibilité de fait de prédire les retournements de tendance traduisent néanmoins les limites des analyses et des modèles quant aux variables explicatives pertinentes, leurs poids respectifs et les interactions entre elles. Ceci est d'autant plus dommageable que la question posée ne saurait se réduire à l'existence ou non d'une bulle spéculative. Même en l'absence d'un tel phénomène, le sentiment de prix trop élevés coïncide bien souvent avec une exclusion croissante de nombre de ménages de tel ou tel marché, telle ou telle zone, masquant par là-même la diversité des situations. L'effort nécessaire à certains pour accéder à la propriété peut apparaître comme trop élevé pour financer l'acquisition d'un logement, et le fait que la hausse des prix n'ait pas entraîné une hausse significative de la sinistralité traduit l'exclusion de l'accès au crédit d'une frange de ménages modestes. L'accroissement et l'allongement de l'effort nécessaire pour accéder à la propriété se traduit également par une réduction des dépenses de consommation préjudiciable à l'ensemble de l'économie.

Il est toutefois inutile de déplorer ou de stigmatiser des circuits de financement orientés vers l'habitat au détriment des investissements d'entreprise⁵⁵ sans s'interroger sur les raisons d'un déséquilibre durable entre l'offre et la demande. La pression de la demande, incontestable en zones tendues, a généré la hausse des prix plus que la hausse des prix n'a généré le blocage du marché. La cause première réside, en effet, dans l'insuffisance de l'offre, elle-même fruit du malthusianisme foncier. L'exemple de l'Île-de-France, où le niveau

⁵¹ « Quel est l'impact des prix de l'immobilier sur la compétitivité en France et sur le comportement des dépenses des ménages ? », Coe-Rexecode, pages 2 et 3, 8 septembre 2013, Note de travail, 34 pages.

⁵² Coe-Rexecode, op. cit. page 26.

⁵³ Cf. statistique d'Eurostat à ce sujet.

⁵⁴ Op. cit. Jean Cavailhès – 18 avril 2018

⁵⁵ Jean-Marc Vittori, Lutter contre l'inflation immobilière, Les Échos du 5 janvier 2013.

de la construction malgré une forte progression sur les années récentes, reste inférieur aux besoins, l'illustre jusqu'à la caricature. Faute d'une politique de régulation adaptée à la réalité des marchés, tant pour l'habitat que pour le foncier, notre pays se voit condamné à la permanence de dysfonctionnements tant en ce qui concerne l'effort des ménages que l'affectation de l'épargne. Une telle situation se trouve encore aggravée en période de crise puisque la seule contrepartie systématique du désendettement des ménages a été la baisse de l'investissement en logement⁵⁶.

Pour remédier à une telle situation, deux exigences s'imposent :

- une réforme en profondeur de la politique foncière avec, pour objectif prioritaire, le développement quantitatif de l'offre. La politique du logement ne retrouvera son efficacité, aujourd'hui mise à mal par la hausse continue du prix du foncier, qu'à cette condition. Dix ans de hausse de prix, quels qu'en soient les dégâts collatéraux, ne peuvent masquer trente ans de permanence du discours sur la crise et ses effets délétères sur la croissance et les marchés immobiliers. Car, contrairement à une idée reçue, c'est bien plus les opérations de vente suivie d'un achat qui se sont réduites que la primo-accession, avec des conséquences négatives sur la mobilité résidentielle. Il importe donc de retrouver de la fluidité ;
- un traitement fiscal équitable de l'investissement immobilier sur le plan fiscal doit être institué. C'est le meilleur moyen pour que les prix baissent réellement sur le moyen terme et que, dans un même temps, l'économie française retrouve plus de fluidité et de compétitivité. Il ne s'agit pas, en l'occurrence, de faciliter outrageusement tel placement au détriment de tel autre, ni de tomber dans le piège de la rente immobilière. Il s'agit, bien au contraire, de reconnaître à l'immobilier son rôle, et rien que son rôle, de donner au placement pierre, en particulier dans le secteur locatif, une fiscalité économiquement rationnelle et stable. Il ne sera alors plus nécessaire de réinventer, à intervalles rapprochés, de nouveaux dispositifs de soutien qui, loin d'être des cadeaux, constituent, en réalité, des outils de rééquilibrage indispensables au développement de l'offre. Il faut éviter de se tromper de combat. Ce n'est pas en pénalisant l'immobilier que l'on résoudra la question de l'épargne longue au moment où les normes internationales prudentielles, largement inappropriées, facilitent le court-termisme.

⁵⁶ Patrick Artus, *Flash économie* N° 8, Natixis, 3 janvier 2013.

Annexe 1 – « Les prix de l'immobilier parisien vont continuer de monter »⁵⁷

Maître Frédéric Labour est notaire à Corbeil-Essonnes et membre de l'équipe de conjoncture immobilière à la Chambre des Notaires de Paris-Île-de-France. Pour <http://www.lavieimmo.com/>, il commente les chiffres présentés ce matin, et la nouvelle hausse des prix des logements dans la capitale.

LaVieImmo : Les prix des appartements anciens à Paris ont progressé de 14% au troisième trimestre 2010. Cette hausse vous étonne-t-elle ?

Frédéric Labour : Je ne vois là rien d'étonnant... Ces chiffres confirment ce que l'on sait, et que l'on répète depuis plusieurs mois, à savoir que l'immobilier francilien – et plus particulièrement à Paris intra-muros – est un marché tendu. La demande solvable y est très forte, pour tout un tas de raisons, tandis que l'offre de logements disponibles, elle, y est insuffisante. Ce qui est rare est cher...

LaVieImmo : Le prix au mètre carré a atteint un nouveau record, à plus de 7 000 euros...

Frédéric Labour : Vous savez, cela fait déjà plusieurs années que les « records » tombent... J'ai commencé à travailler à Paris en 1998. À l'époque, j'officialiais dans le 15^{ème} arrondissement, et je me souviens d'une transaction à 19 000 francs du mètre carré (environ 2 900 euros, NDLR) qui avait étonné tout le monde, y compris au sein de mon étude. Qui aurait pu soupçonner que le même type de bien se négocierait trois fois plus cher, autour de 9 000 euros du mètre carré, une dizaine d'années plus tard à peine ?

LaVieImmo : Il n'est donc pas exclu que la tendance se poursuive ?

Frédéric Labour : Il est très difficile de faire des prévisions. Tout va dépendre de la capacité de financement des acheteurs, qui bénéficie à l'heure actuelle du niveau très bas des taux d'emprunt, mais n'est pas infinie. Dès que les acheteurs ne pourront suivre la progression des prix, le marché se régulera, s'équilibrera. Néanmoins, le marché parisien est dans une dynamique haussière et un retournement est peu probable à l'heure actuelle.

LaVieImmo : On a pourtant connu des baisses de prix en 2008-2009...

Frédéric Labour : Effectivement. Mais ces baisses sont restées minimales en comparaison du coup d'arrêt observé à la même période sur les transactions. Les baisses de 2008-2009 sont les conséquences d'une crise financière, pas immobilière. On l'a bien vu, dès que les banques ont recommencé à prêter, les prix sont repartis, dans le sillage des transactions. Celles-ci ont d'ailleurs renoué avec leurs niveaux de la période 1999-2007. À moins d'une nouvelle catastrophe financière du style de celle qu'on a connue il y a deux ans, une baisse de prix de l'immobilier à Paris semble à l'heure actuelle peu probable.

⁵⁷ <http://www.lavieimmo.com>, propos recueillis par Emmanuel Salbayre, 25 novembre 2010.

Annexe 2 – Les ménages anticipent la poursuite de la hausse de l'immobilier ancien⁵⁸

Combien de temps durera l'euphorie qui règne actuellement sur le marché des logements, en particulier dans les secteurs tendus comme l'Île-de-France ? Selon un récent sondage de la FNAIM, les ménages anticipent la poursuite de la hausse de l'immobilier ancien.

À moyen terme, cet avis n'est pas partagé par l'économiste Jacques Friggit, chargé de mission au Conseil général de l'environnement et du développement durable. Il scrute l'évolution depuis 1965 du revenu disponible par ménage sur l'ensemble de la France et l'indice du prix des logements anciens en France. « *De 1965 à 2000, l'indice du prix des logements anciens a augmenté approximativement comme le revenu par ménage et a évolué dans un « tunnel » autour de ce dernier* », observe-t-il.

Mais, depuis le début des années 2000, on assiste à une envolée du prix des logements anciens rapporté au revenu des ménages. Certes la courbe des prix a reculé d'environ 10% en 2009, mais elle a, depuis, repris sa hausse. Résultat : l'indice des prix des logements anciens en France dépasse de 70% le fameux tunnel de Friggit.

Le retour vers le tunnel

Sur la base d'une analyse des évolutions passées, l'économiste ne voit pas de raison que le prix des logements anciens, France entière, ne revienne pas dans ce tunnel. Pour cela, il envisage, en se basant sur une inflation de 2% par an et une croissance des revenus de 1% par an, deux scénarii. Dans le scénario lent, les prix des logements resteraient stables en monnaie courante, jusqu'à 2025, voire 2030. « *Même s'il elle est moins probable que l'issue rapide, cette évolution ne peut pas être écartée et s'apparenterait à un "scénario à la japonaise"* », commente Jacques Friggit. En revanche, dans un scénario rapide, les prix devraient baisser de 30 à 35% d'ici à 2015, voire 2018 ». En d'autres termes, les prix des logements anciens mettraient autant de temps à descendre par rapport aux revenus, qu'ils ont mis pour monter. De 1999 à 2007, les valeurs ont allégrement grimpé. Et de 2007 à 2015, elles baisseraient, malgré quelques à-coups à la hausse.

Du Français Jacques Friggit à l'Américain Robert Shiller

Ces deux économistes travaillent de chaque côté de l'Atlantique. Pressenti pour le prix Nobel 2010 de l'Économie, Robert Shiller utilise une méthode très proche de celle de Jacques Friggit pour scruter l'évolution des prix des logements anciens, en étudiant l'évolution des prix sur plusieurs décennies passées. À partir de cette étude « dans le rétroviseur », il a élaboré, avec l'universitaire Karl Case, le fameux indice immobilier Case-Shiller. Comme cet indice a été commercialisé auprès de Standard and Poors, il fait aujourd'hui référence aux États-Unis, sous le nom de Standard and Poors/Case-Shiller ou S&P/C-S.

Et si l'on situe l'immobilier dans le paysage des placements, son prix est actuellement élevé. Tout comme le sont l'or et les obligations. En revanche, les prix des actions se situent à un faible niveau. La forte hausse des prix des logements, nettement supérieure à celle des loyers, a fait chuter de manière drastique le rendement locatif. Avant 2000, dans l'ancien, le rendement brut, c'est-à-dire avant charges et impôt tournait autour de 6% et tombait à 3,3% en net. Actuellement, le rendement brut oscille autour de 3,5%. Et bien sûr, tout recul des prix des logements fera remonter le rendement locatif.

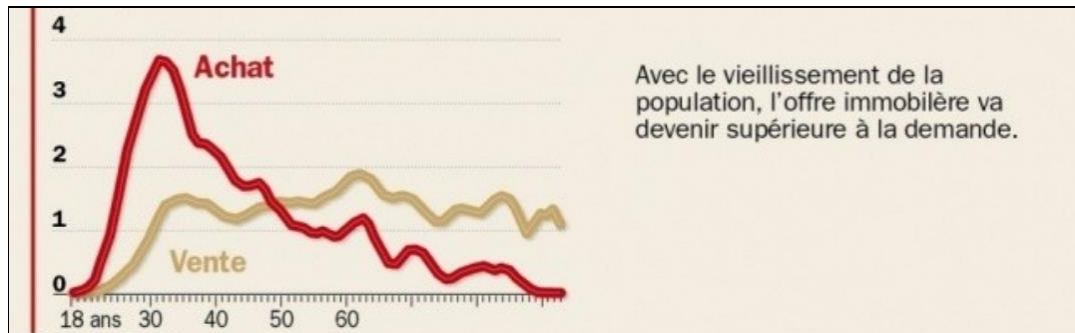
Dans ce contexte, quelle stratégie immobilière un particulier a-t-il intérêt à adopter sur le long terme ? Sans doute à arbitrer ses logements locatifs vers des placements sous-évalués comme par exemple les actions.

⁵⁸ www.lesechos.fr, Martine Denoune, 12 octobre 2010.

Annexe 3 – La pyramide des âges : l’ultime avatar de la bulle immobilière

Pour les auteurs cités en référence⁵⁹, la hausse des prix et leur résistance s’explique par un profil démographique porteur. De fait, la demande de logement varie, en fonction du nombre, mais aussi et surtout, de la structure par âge. Les jeunes sont acheteurs nets. *A contrario*, chez les « vieux »⁶⁰, la fréquence des ventes excède celle des achats. En d’autres termes, la probabilité d’acheter ou de vendre au plan macro dépend de l’âge (cf. graphique 3.1). Or, depuis 1965, le nombre des 20-59 ans a progressé de 48%. La dynamique démographique est donc d’autant plus favorable à une hausse des prix que la cohorte des acheteurs nets augmente.

Graphique 3.1 – Probabilité d’achat et de vente d’un bien immobilier à chaque âge (en %)



Source : INSEE

Cette dynamique serait désormais rompue. À l’avenir, les plus de 50 ans et/ou les plus de 59 ans vont progresser alors que le nombre de plus jeunes va, au mieux, se stabiliser. « La variation du nombre de plus de 60 ans sera en moyenne de 1,3 million supérieure à celle des 20-59 ans tous les cinq ans durant les 25 prochaines années⁶¹ », leur poids passant de 23% aujourd’hui à 30% dans vingt ans.

Faut-il adhérer à cette thèse ? Nous ne le pensons pas, au moins dans l’immédiat. La querelle rappelle celle du taux net de reproduction. Une photographie immédiate, basée sur les comportements passés, donnait le chiffre de 1,9. Les plus lucides tablaient sur 2,1. De fait, l’allongement de la durée de la vie en bonne santé n’a cessé de faire reculer l’âge des dernières maternités. Il fallait donc, non pas se limiter à une approche instantanée, mais reconstruire le film de la vie.

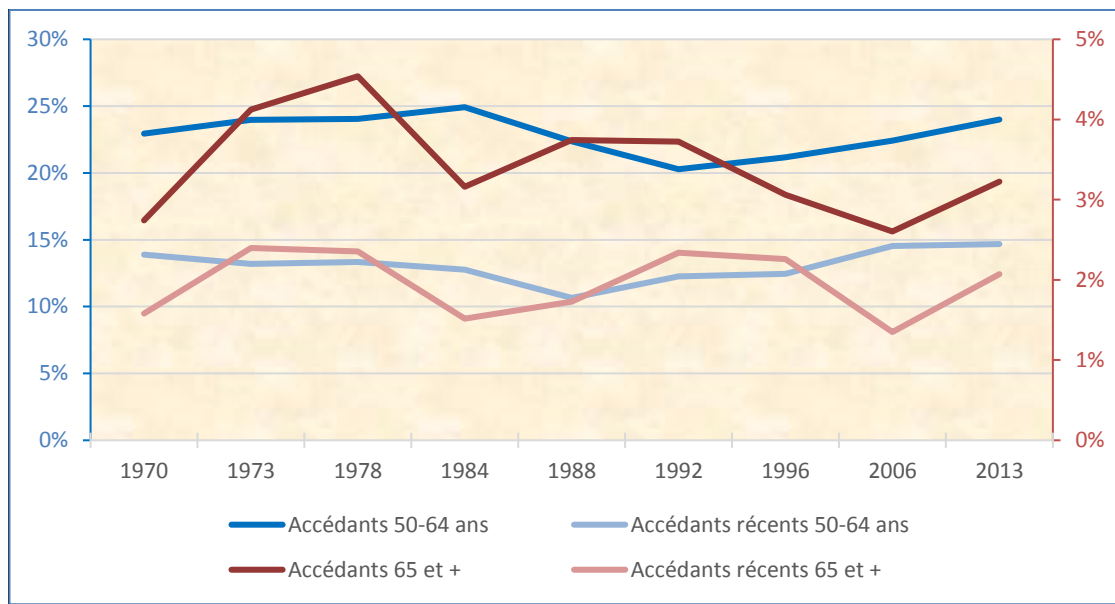
Il en va de même pour l’âge d’acquisition. Dans le passé, la barrière de 50 ans a peut-être existé. Les chiffres tirés des enquêtes logement sur l’ensemble des accédants et des emménagements récents pour les plus de 50 ans et les plus âgés font apparaître globalement plutôt une stagnation des poids de ces derniers même si, sur certaines sous-périodes, des baisses ont pu être observées (cf. graphique 3.2). Pour le présent, force est de constater qu’elle n’est plus une réalité comme l’attestent les chiffres de l’Observatoire sur le financement du logement. Le poids des plus de 50 ans depuis 2004 ne cesse de croître (cf. graphique 3.3). Les données des prochaines enquêtes, notamment logement, permettront de départager les avis. Pour l’heure, il convient d’être prudent et d’éviter les analyses par trop mécaniques.

⁵⁹ Analyse freinée par l’accroissement de la population et le développement des décohabitations, qui renforcent la demande, la baisse des prix immobiliers va s’accélérer avec le vieillissement des baby-boomers. Par Hippolyte d’Albis, professeur à l’école d’économie de Paris et lauréat du prix du meilleur économiste de France. <http://www.challenges.fr/infographies/20120614.CHA7513/les-prix-de-l-immobilier-vont-baisser-en-france-demographie-oblige.html>. Voir également : La démographie, trame de fond du marché immobilier, par Pierre Sabatier. <http://leseconoclastes.fr/2015/05/vieillissement-rime-avec-baisse-des-prix-de-limmobilier/>

⁶⁰ Le qualificatif correspond aux 50 ans et plus selon l’enquête logement de l’INSEE. Pour d’autres, la référence est 59 ans et plus.

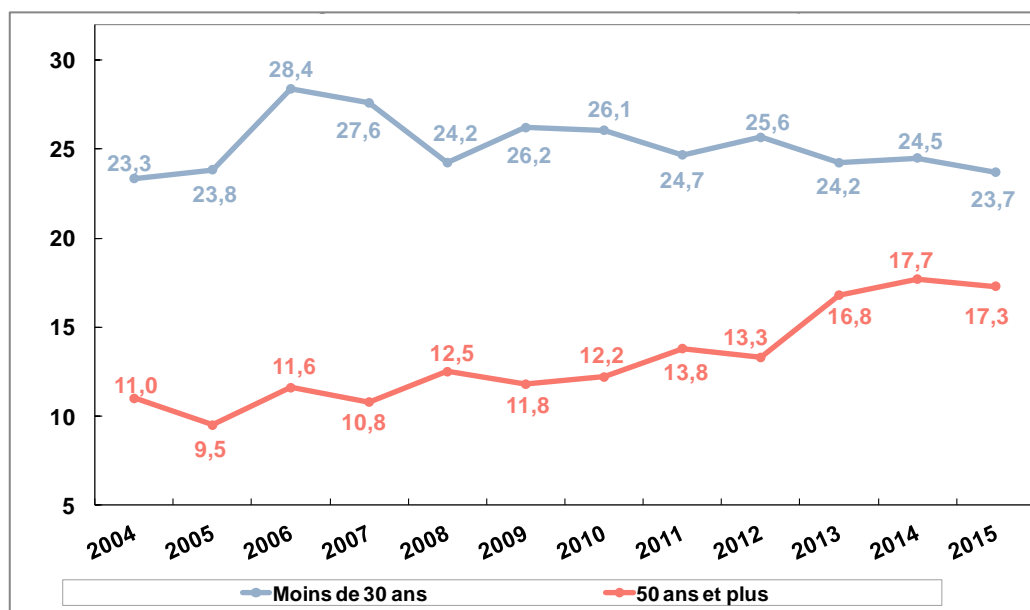
⁶¹ Op. cit.

Graphique 3.2 – Accédants selon l'âge de la personne de référence



Source : INSEE, enquêtes Logement

Graphique 3.3 – pourcentage des accédants de moins de 30 ans et de 50 ans ou plus



Source : CSA, OFL

Annexe 4 – Les facteurs qui influent sur les prix immobiliers⁶²

Le coût de la dette joue à l'évidence un rôle crucial dans les évolutions des prix. À ce titre, l'OCDE notait l'existence « d'une corrélation négative observée dans l'ensemble des pays entre le niveau de l'inflation et la durée de la phase de contractions des prix des logements, ce qui signifie que cette dernière peut durer très longtemps si le taux d'inflation est très bas [...]. En outre, les prix réels ont tendance à moins baisser lorsque l'inflation est faible⁶³ ». Le niveau de l'inflation joue donc également.

La situation de l'offre contribue également à la fixation des prix. Ainsi les restrictions touchent l'offre foncière, les facteurs de rigidité de l'offre entraînent des hausses dans les communes concernées.

L'évolution démographique, avec l'immigration nette, la diminution de la taille moyenne des ménages et les variations de la tranche d'âge autour de la trentaine, stimulent la demande. Ces facteurs influent sur les prix (y compris les loyers)⁶⁴. Or, selon une étude du ministère de l'Économie et des Finances, « *le marché immobilier français est caractérisé par un déséquilibre structurel lié à une offre insuffisante au regard de la croissance du nombre des ménages*⁶⁵ ».

La spéculation participe également de ce mouvement via les investissements locatifs fondée sur un fort effet de levier et une forte anticipation de plus-values.

Donc même si, à court terme, les évolutions de la demande procèdent davantage des conditions financières du moment, la forte croissance du nombre de ménages reste un facteur lourd, explicatif des mouvements de prix.

⁶² Source : OCDE, selon une étude du Ministère de l'Économie et des Finances.

⁶³ Op. cit OCDE, pages 218-219.

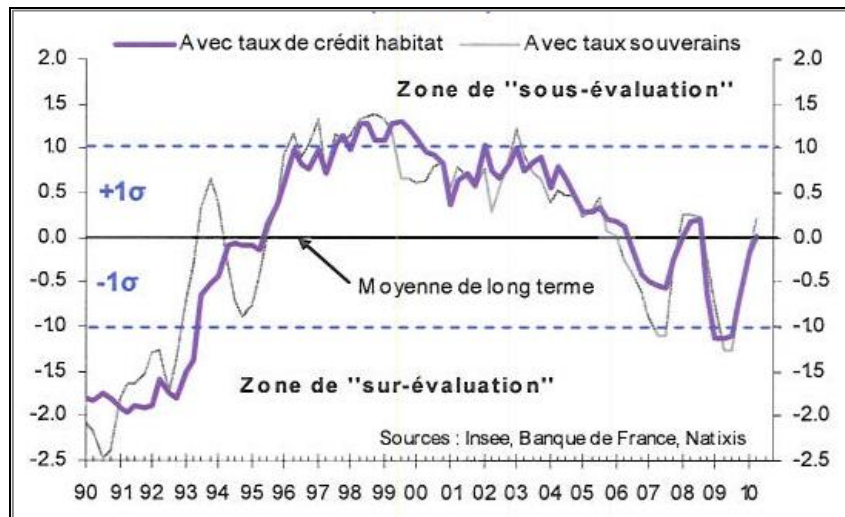
⁶⁴ Voir graphique page 216 de l'étude de l'OCDE, op. cit.

⁶⁵ *L'évolution du marché immobilier résidentiel en France*, Antoine Bouveret, Nicolas Costes, Cécile Simon, *Économie et prévisions* N°193, 2010/2 pages 139 à 146.

Annexe 5 - Les prix sont-ils surévalués ?

Les primes de risque⁶⁶ pour un investissement immobilier restent proches de la moyenne de long terme⁶⁷, ce qui réduit d'autant la probabilité d'un ajustement violent.

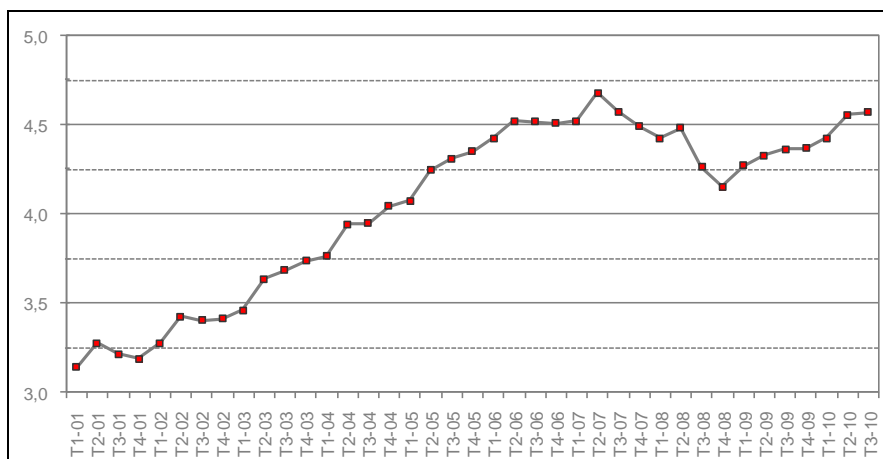
France : prime de risque immobilière (normée)



Source : Natixis

Les coûts relatifs des opérations en années de revenu, tant dans le neuf que dans l'ancien, ont certes progressé, mais dans des proportions beaucoup plus faibles qu'un doublement.

Marché de l'ancien - Le coût relatif des opérations réalisées (en années de revenus)



Source : Crédit Logement / CSA

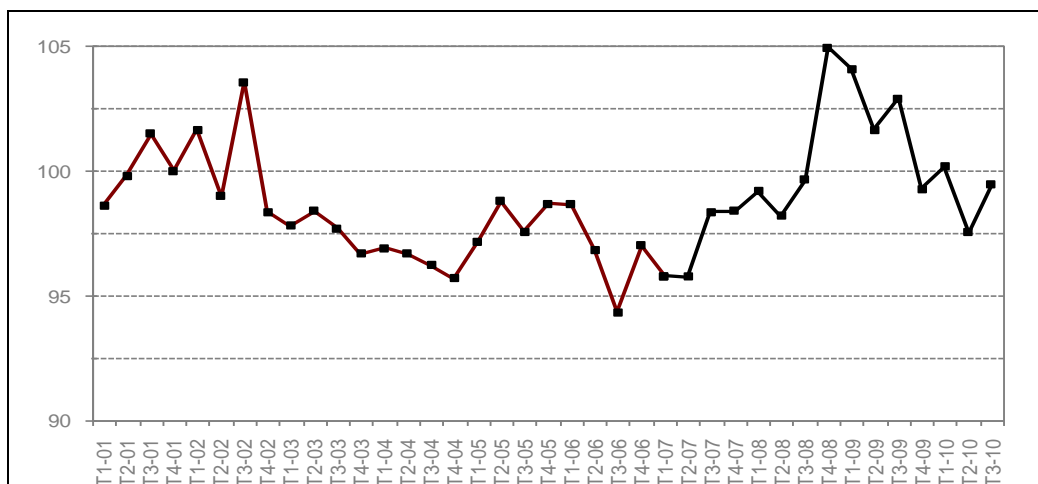
Les indicateurs de solvabilité des ménages pour l'ensemble des transactions, tant dans le neuf, que dans l'existant, ne montrent pas de dégradation notable sur la période 2001-2010⁶⁸).

⁶⁶ Écart entre le rendement locatif et le taux d'intérêt. Le taux souverain correspond à l'OAT 10 ans.

⁶⁷ Flash Natixis, op. cit.

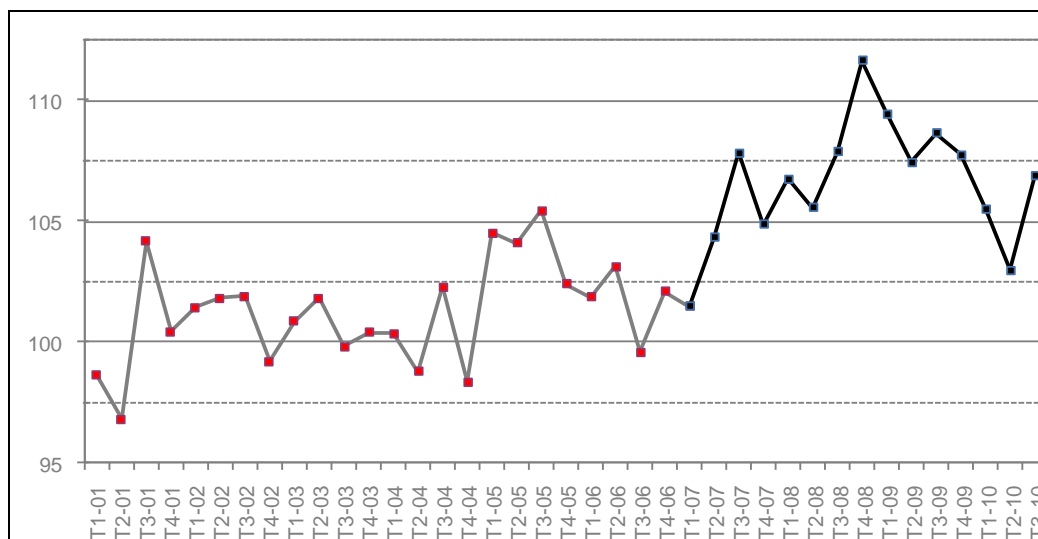
⁶⁸ Observatoire du financement des marchés résidentiels de crédit logement CSA, 3^{ème} trimestre 2010.

Ensemble des marchés - L'indicateur de solvabilité de la demande réalisée⁶⁹ (base 100 en 2001)



Source : Crédit Logement / CSA

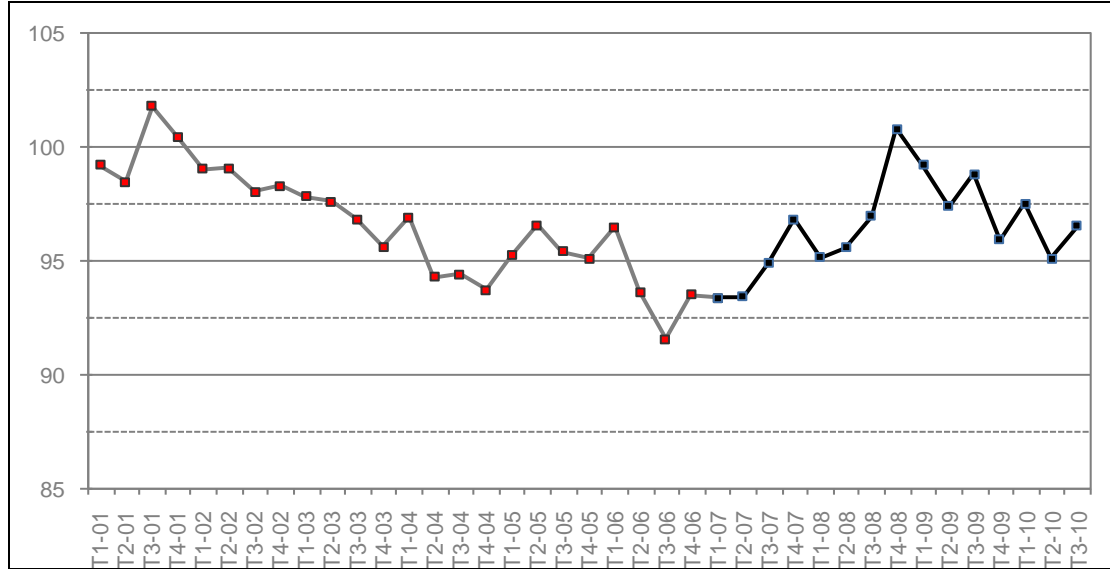
Marché du neuf - L'indicateur de solvabilité de la demande réalisée (base 100 en 2001)



Source : Crédit Logement / CSA

⁶⁹ La solvabilité d'un ménage se définit ici comme le rapport entre la mensualité de remboursement de l'emprunt immobilier qu'il a souscrit et son revenu disponible brut.

Marché de l'ancien – L'indicateur de solvabilité de la demande réalisée (base 100 en 2001)



Source : Crédit Logement / CSA

Annexe 6⁷⁰

Des prix immobiliers qui ont doublé en quinze ans.

Des ménages et des entreprises pénalisés.

Des logements plus chers en France qu'en Allemagne.

Le coût du logement et de l'immobilier en général est devenu, en France, un frein à la compétitivité, notamment en comparaison de l'Allemagne, mais il ne sera pas simple d'y remédier, jugent à l'unisson économistes et experts interrogés par Reuters.

[...]

Cette inflation immobilière a contribué à dégrader la compétitivité des entreprises françaises en pesant sur leurs coûts, constatent les auteurs du Rapport économique, social et financier (RESF) annexé à la loi de finances 2013.

« *Les problèmes de logement des salariés affectent 40% des entreprises* », notait, pour sa part, le Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie (Crédoc) dans une enquête d'avril 2012, effectuée à la demande du MEDEF.

Un frein à la modération salariale

Ainsi 23% des entreprises interrogées pour cette étude parlent de difficultés de recrutement, 19% de problèmes de mobilité des salariés et 18% de baisse de productivité – en raison notamment de trajets de plus en plus longs entre le domicile et le lieu de travail. « *Dans beaucoup d'activités à haute teneur en main-d'œuvre très qualifiée, on bute en France sur la nécessité d'attirer des personnels qualifiés dans des centres urbains très chers* », souligne l'économiste Lionel Fontagné. Étienne Wasmer a, pour sa part, calculé, il y a quelques années, que le manque de mobilité des salariés conjugué au coût plus élevé des carburants pouvait expliquer jusqu'à quatre points d'écart entre les taux de chômage européens et américain. Enfin, selon 15% des entreprises interrogées par le Crédoc, les problèmes de logement sont invoqués lors des négociations salariales et pèsent donc sur le niveau des salaires. « *En Allemagne, il est probable que la politique de forte modération salariale aurait été plus difficile à mettre en œuvre si les prix de l'immobilier avaient connu la même envolée qu'en France* », admettent les auteurs du RESF. Louis Gallois, Commissaire général à l'investissement et auteur d'un rapport sur la compétitivité, estime que l'Allemagne bénéficie donc d'un atout décisif : « *une partie excessive de la richesse française part dans la rente immobilière.* »

[...]

« Les politiques des gouvernements français visant à faire de la France un pays de propriétaires ont créé les conditions d'une rigidité du marché du travail », souligne Lionel Fontagné. Mais, au-delà de ce constat, les surplus de capital ou de revenus consacrés par les ménages français à leur logement sont également autant de ressources qui ne vont pas à la consommation ou à d'autres investissements.

Le phénomène touche aussi fortement les entreprises contraintes d'investir dans l'immobilier et le foncier des sommes qui plombent leur bilan et pourraient être employées ailleurs – dans l'innovation et la recherche, par exemple. Dans une note du Centre pour la recherche économique et ses applications (Cepremap), l'économiste Philippe Askenazy pointe du doigt un autre effet pervers de l'inflation immobilière. En contribuant à surévaluer leurs actifs non-financiers, celle-ci incite les entreprises à augmenter les dividendes distribués aux actionnaires, ce qui détourne aussi des ressources des investissements productifs.

⁷⁰ Source : Analyse France, Le coût de l'immobilier freine la compétitivité, par Emmanuel Jarry, 26 février 2013.

Rien que pour 2011, Philippe Askenazy évalue à « au moins » vingt milliards d'euros, pour les entreprises implantées en France, le coût additionnel en investissement immobilier et à vingt-cinq milliards les dividendes supplémentaires distribués.

[...]

« Tenir les deux bouts »

Pour Henri Emmanuelli, l'empilement des réglementations, cause de recours en contentieux et de retards dans les chantiers est une explication possible.

Depuis le début du nouveau quinquennat, le gouvernement français s'efforce de mettre en place une politique visant à remédier à ce qui paraît s'apparenter à une bulle immobilière. Il a ainsi modifié le dispositif de prêt à taux zéro, pris des mesures pour soutenir l'investissement locatif, fixé pour objectif la construction de 500 000 logements par an, dont 150 000 logements sociaux.

Une loi sur la mobilisation du foncier public est en attente de décrets d'application et le Ministère du Logement envisage de mettre en chantier une réforme du droit de l'urbanisme dès le premier semestre 2013 pour simplifier la réglementation. « *Notre politique est de faire baisser les prix à tous les niveaux* », souligne l'entourage de la Ministre, Cécile Duflot.