

Quelles perspectives pour le prix des logements après son envolée ?

Jacques Friggit¹.

(Article publié dans la revue « Regards croisés sur l'économie », mai 2011.)

Alors 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.

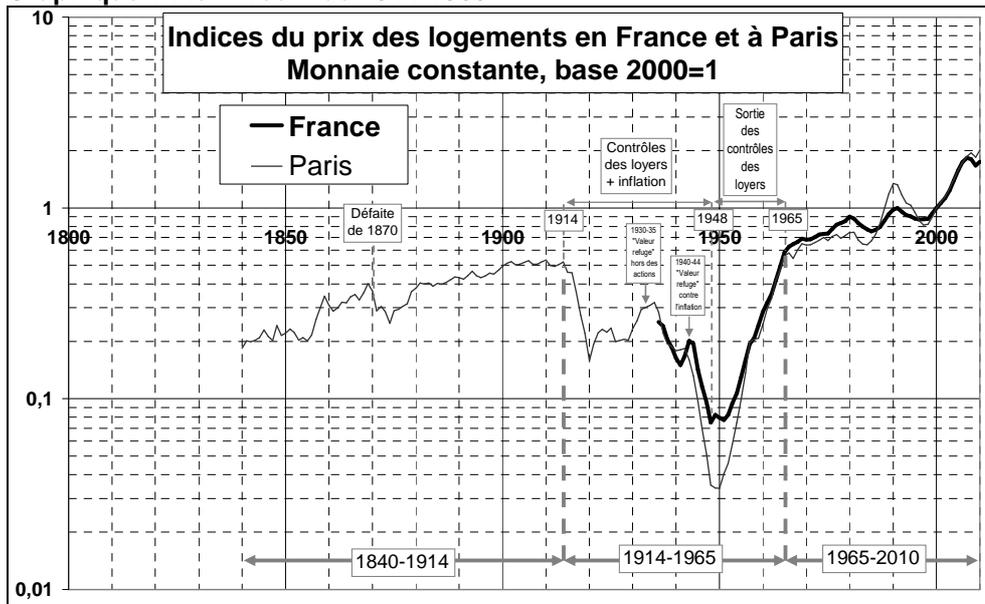
Quelles régularités sur le passé ?

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 spécifiques, 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 : le « trou » de 1914-1965



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

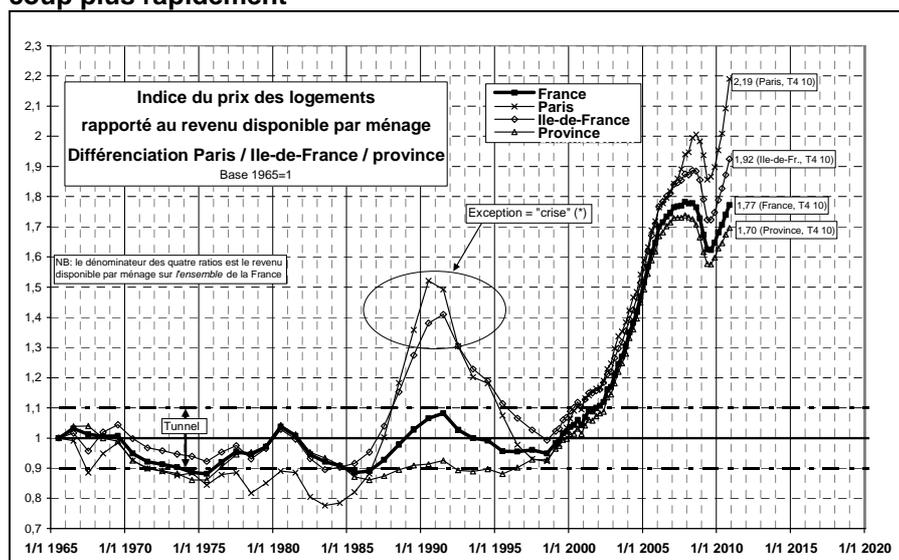
¹ Chargé de mission au Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD). Les analyses et points de vue sont ceux de leur auteur et, en particulier, n'engagent pas l'Administration.

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 tendanciellement 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

Graphique 2 : l'indice du prix des logements a crû comme le revenu par ménage de 1965 à 2000, puis beaucoup plus rapidement



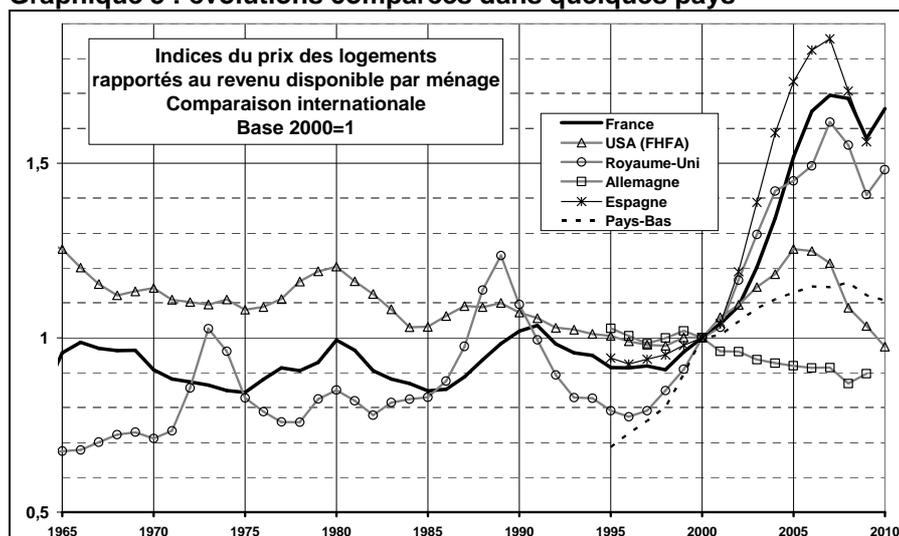
Source : CGEDD d'après Insee, bases de données notariales, indices Notaires-Insee.

(*) 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 »).

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.

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).

Graphique 3 : évolutions comparées dans quelques pays



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.

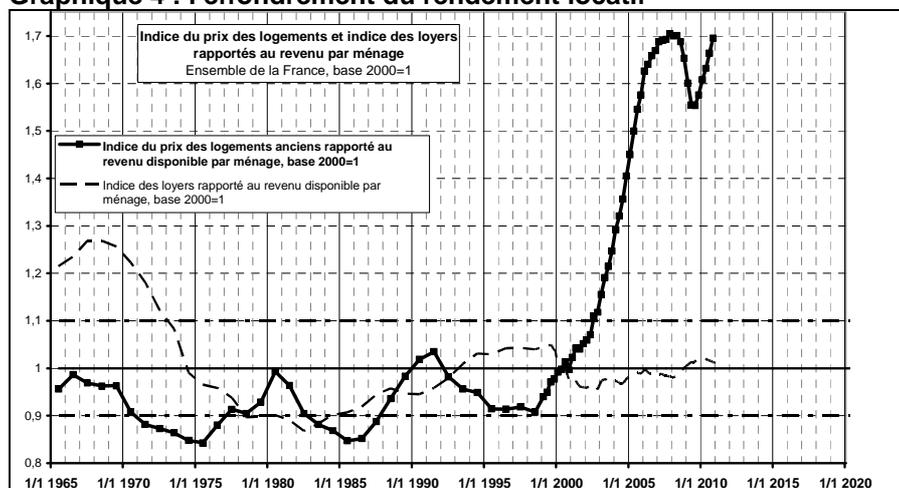
Outre son lien dans le temps avec le revenu, le prix des logements a pour propriété que ses variations annuelles sont fortement autocorrélées. Il existe ainsi des périodes de plusieurs années consécutives au cours desquelles le prix des logements croît plus vite, puis moins vite, que sa tendance longue. 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.

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 : l'effondrement du rendement locatif



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 globalement 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 affectées 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 vente 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'envolée 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).

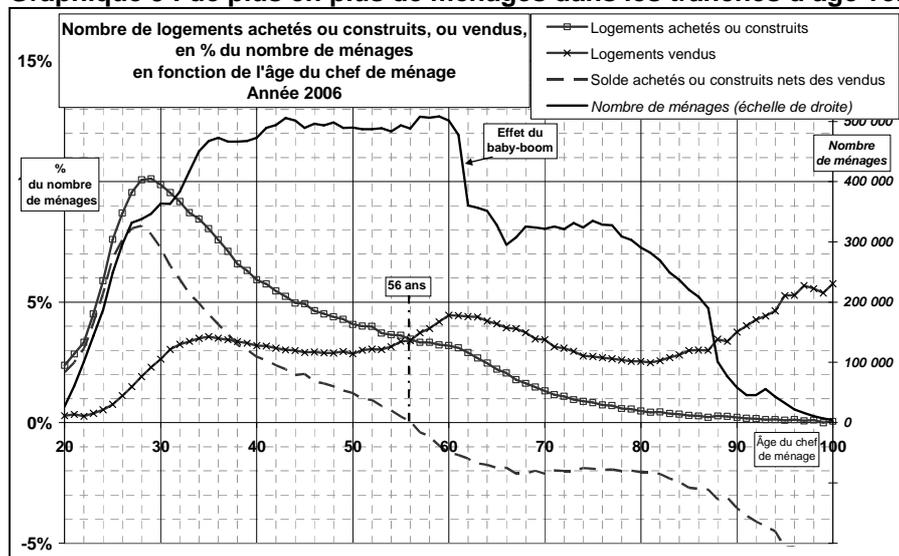
Vieillesse ?

Il est parfois argué que c'est parce qu'ils auraient nouvellement pris conscience de la fragilité de leur future retraite

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.

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 : de plus en plus de ménages dans les tranches d'âge vendeuses nettes (>56ans)



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.

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.

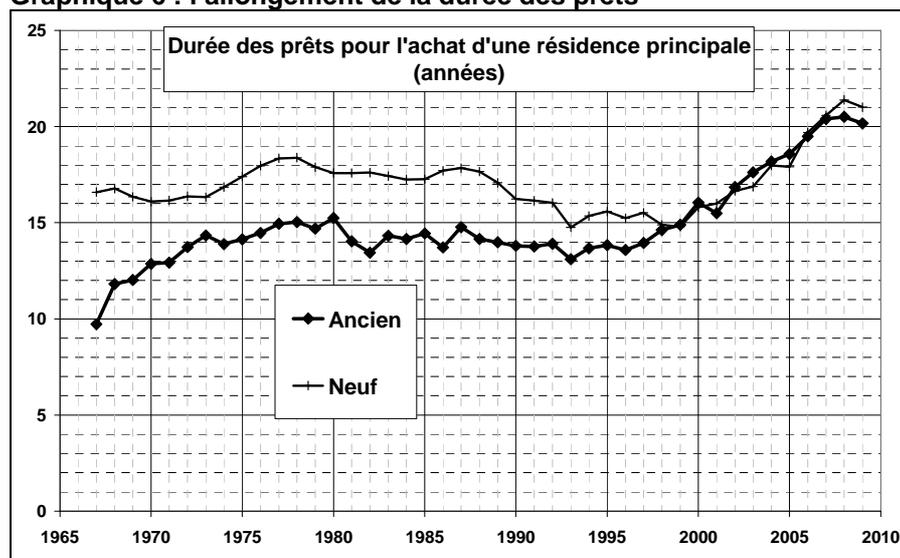
L'environnement financier semble la seule explication à l'échelle du phénomène

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

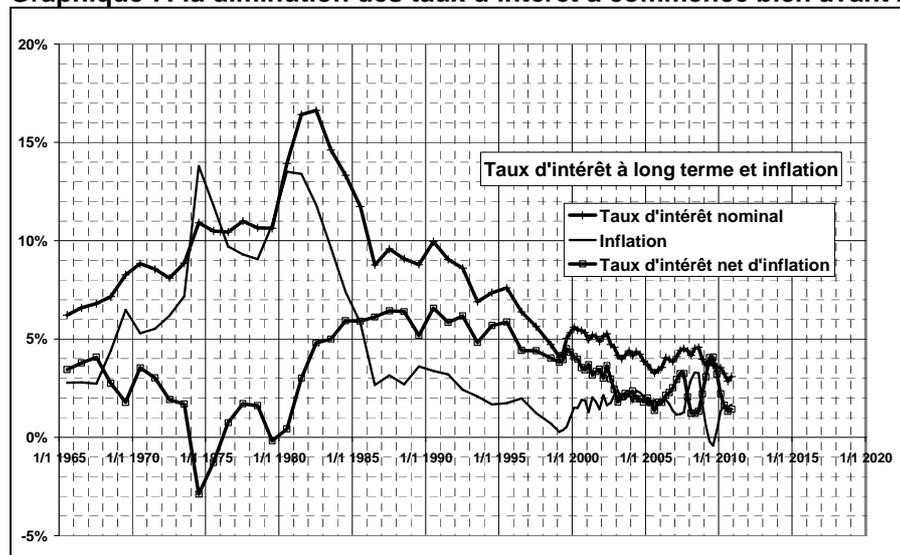
Les conditions de financement ont connu récemment une double évolution : d'une part un allongement de la durée des prêts d'environ sept années, qui a commencé au moment où débutait la forte hausse du prix des logements (graphique 6), et d'autre part et surtout par une diminution des taux d'intérêt, qui 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).

Graphique 6 : l'allongement de la durée des prêts



Source : CGEDD d'après enquêtes logement.

Graphique 7 : la diminution des taux d'intérêt a commencé bien avant 2000



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

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. 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 (nominiaux 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 loge-

ments 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.

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 (Ecart par rapport à la moyenne 1965-2000)	9,2% (0,0%)	5,5% (-3,7%)	4,3% (-4,9%)	2,8% (-6,4%)
Inflation observée (Ecart par rapport à la moyenne 1965-2000)	5,6% (0,0%)	1,7% (-3,9%)	2,8% (-2,8%)	1,6% (-4,0%)
Taux d'intérêt (*) net d'inflation observée (Ecart par rapport à la moyenne 1965-2000)	3,6% (0,0%)	3,8% (0,2%)	1,5% (-2,1%)	1,2% (-2,4%)
Inflation anticipée (**) estimée (Ecart par rapport à la moyenne 1965-2000)	5,6% (0,0%)	1,7% (-3,9%)	1,7% (-3,9%)	1,7% (-3,9%)
Taux d'intérêt (*) net d'inflation anticipée (**) estimée (Ecart par rapport à la moyenne 1965-2000)	3,6% (0,0%)	3,8% (0,2%)	2,6% (-1,0%)	1,1% (-2,5%)

Source : CGEDD d'après Banque de France et INSEE.

(*) Taux d'intérêt sur la dette à long terme de l'Etat.

(**) 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 mensuali-

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

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.

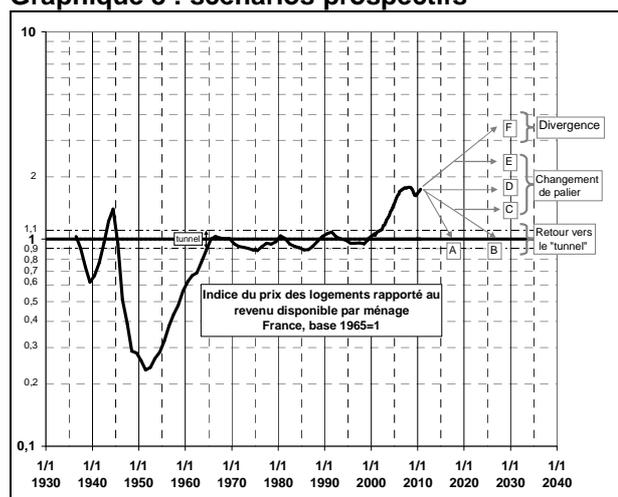
L'environnement financier explique également le rebond de 2009-2010 : après la crise de liquidité de 2008, la diminution à un niveau extrêmement bas des taux d'intérêt a resolabilisé les acheteurs à finalité d'occupation et a fortement revalorisé le placement obligataire, seul concurrent restant au placement 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 : 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

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.

croissance des loyers également tendancielle 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.php3?id_rubrique=138 des actualisations des graphiques du présent article, des données historiques et des documents complémentaires.