

8 Février 2012

LES CYCLES IMMOBILIERS
Grands Problèmes Economiques Contemporains
Didier Cornuel

Introduction

La France a connu trois années de récession depuis la guerre : 1975, 1993 et 2008. Les deux dernières années de récession sont dues à des crises immobilières. Nous sommes actuellement vraisemblablement dans la phase décroissante d'un cycle.

1 Les concepts et mécanismes fondamentaux de l'économie immobilière :

L'immobilier est constitué de tout ce qui est une construction avec des fondations sur un terrain, ce qui veut dire qu'on ne peut pas le déplacer. Donc la question de la localisation est essentielle : les marchés sont locaux. Il peut y avoir pénurie de logement à Lille et pléthore à Maubeuge.

Un bien immobilier peut avoir des usages différents. Un logement est un bien immobilier affecté à un usage résidentiel, par opposition aux biens immobiliers non résidentiels destinés à la production (usines, bureaux), ou à des services publics (voiries) ou autres bâtiments culturels. Des caractères communs, notamment dans la logique de production, mais des analyses à différencier selon l'usage du bien.

En économie on parle de prix et volumes : en immobilier de quel prix et volume s'agit-il ? Parle-t-on du niveau des loyers, du prix des logements, de la construction neuve ? Ces trois exemples renvoient en fait aux trois dimensions des biens immobiliers, celle de produit, d'actif réel, de service.

1.1 Les trois dimensions économiques des biens immobiliers

Economiquement, un bien immobilier est d'abord **un produit**. Le produit est le résultat de la combinaison spécifique de la construction et d'une parcelle de sol. Construction et sol constituent donc deux facteurs de production. Mais seule la construction fait réellement l'objet d'une production. Après destruction de la construction, le sol est retrouvé intact, en principe.

Ce produit est durable. Il génère **un service** qui correspond à l'usage des biens immobiliers. Ce service fait l'objet ou non d'échanges marchands. Quand c'est le cas, la valeur du service est le loyer. Il n'y a pas d'échange marchand quand l'occupant est le propriétaire du bien. Il y a néanmoins une valeur économique qui fait l'objet d'une mesure dans la comptabilité nationale sous la forme de loyers imputés qui sont ajoutés aux loyers effectifs pour donner les locations immobilières.

La détention d'un bien immobilier constitue un droit sur les recettes qu'il peut générer. Cette caractéristique fait du produit **un actif** physique ou corporel (à distinguer des actifs immatériels ou incorporels comme les droits d'auteur).

Pour chacune de ces dimensions, il existe des prix et volume, qui font l'objet de mesures statistiques (cf. tableau 1 prix et volume dans l'immobilier). On les trouve dans les Comptes Nationaux ou dans un compte périphérique, le Compte du Logement, ou dans d'autres productions statistiques (ex. : indice des loyers comme composante de l'indice des prix à la consommation).

Tableau 1 Prix et volumes en immobilier

Dimension du bien immobilier	Service	Stock (actif)	Production (investissement)	Facteurs de production
Prix	Loyer	Prix des biens	Prix des biens neufs	Taux d'intérêt, prix fonciers et prix de la construction
Quantités	Volume du service ou patrimoine immobilier	Volume des transactions	Quantités commercialisées	Quantités

On quantifie maintenant les trois dimensions des logements à partir de données de la Comptabilité Nationale.

Tableau 2 L'immobilier dans l'activité économique française (38 branches)

	Année 2008	Production		Taux de V.A.	Valeur Ajoutée		Emploi équivalent temps plein	
		Valeur	%	%	Valeur	%	Nombre	%
DH	Construction (= EH)	287,9	6,7	40,5	116,5	6,7	1938,8	7,7
FH1	<i>Bâtiment</i>	224,4	5,2	46,7	96,2	5,5	N.D.	
FH2	<i>Travaux publics</i>	63,5	1,5	34,9	20,3	1,2	N.D.	
EM	Activités immobilières	311,3	8,5	80,6	250,8	14,4	293,2	1,2
FM1	<i>Promotion, gestion immobilière</i>	40,8	0,9	52,1	19,4	1,1	N.D.	
FM2	<i>Location immobilière</i>	270,6	6,3	85,8	231,4	13,2	N.D.	
Total toute branches		4322,6	100,0	43,2	1750,5	100,0	25927,6	100,0

Dans les comptes, les biens immobiliers ne sont pas différenciés selon leur usage, résidentiel ou non, mais seulement selon la distinction bâtiment et travaux publics. Les données du tableau 2 sont issues des comptes ventilés selon la nomenclature la plus fine celle en 38 branches, la nomenclature en 118 branches n'étant pas plus fine pour l'immobilier. La ventilation de l'immobilier en branches correspond à la distinction entre production matérielle et production de service. La production matérielle est la construction, la production de service

correspond à l'usage des biens immobiliers et aux services mobilisés pour la production (sociétés de promotion) ou la gestion (agents immobiliers, gestionnaire de biens, syndic de copropriété).

On rappelle que la valeur ajoutée est la différence entre la valeur de la production et les consommations intermédiaires, c'est-à-dire les biens et services qui ont été consommés pour produire le bien ou le service. La valeur ajoutée sert à rémunérer les facteurs de production, capital et travail.

Le tableau 2 montre que l'immobilier, sous toutes ses formes, représente en valeur ajoutée en 2008 plus de 20% de l'activité économique française dont plus de 60% consistent dans la valeur de l'usage des biens immobiliers (« locations immobilières »). Le poids de l'immobilier varie dans le temps. L'année 2008 est déjà une année en décroissance par rapport à 2007. Les variations sont surtout celles de la production de biens immobiliers.

En tant que stock, le patrimoine immobilier se mesure à une date donnée. Il peut se mesurer en grandeurs physiques, spécialement en nombre ou en m². Par exemple, en 2011, il y a 33,681 millions de logements en France, ce qui représente plus de 3 mds de m². L'immobilier tertiaire est évalué par l'ADEME à 890 mds de m². On retrouve le ratio de 1 à 3 pour le rapport du non résidentiel au résidentiel. L'état du stock de logement détermine les conditions de logement des ménages.

Tableau 3 Indicateurs de taille et d'occupation des logements aux Enquêtes logement

	1984	1988	1992	1996	2002	2006
Par logement						
Surface moyenne (m ²)	82	85	86	88	90	91
- Individuel	96	100	102	105	108	111
- Collectif	65	66	66	66	65	66
Nombre moyen de pièces	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
- Individuel	4,4	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8
- Collectif	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9
Nombre moyen de personnes	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3
- Individuel	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
- Collectif	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
Par personne						
Surface moyenne (m ²)	31	32	34	35	37	40
- Individuel	33	35	37	39	41	44
- Collectif	27	29	30	30	31	33
Nombre moyen de pièces	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8
- Individuel	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9
- Collectif	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
Proportion de maisons individuelles (%)	54,0	55,4	55,8	56,1	56,6	56,3

Source : Insee, enquêtes Logement.

Champ : France métropolitaine, résidences principales.

La norme définie par l'INSEE. Le nombre de pièces nécessaires au ménage est défini de la manière suivante :

- une pièce de séjour pour le ménage ;
- une pièce pour chaque personne de référence d'une famille ;
- une pièce pour les personnes hors famille non célibataires et les célibataires de 19 ans et plus ;
- pour les célibataires de moins de 19 ans,
- une pièce pour deux enfants s'ils sont de même sexe ou ont moins de 7 ans ; sinon une pièce par enfant.

Le logement est dit « **en peuplement normal** » s'il compte autant de pièces que la norme. Il est dit « **en surpeuplement** » s'il compte moins de pièces que la norme, « **en sous peuplement** » s'il en compte plus. Selon cette norme, une personne seule doit disposer de deux pièces. En conséquence, tous les logements d'une pièce sont considérés comme surpeuplés, quel que soit leur nombre d'occupants.

Cf. INSEE Première n° 885 février 2003 « De plus en plus de maisons individuelles », Alain Jacquot, division Logement, Insee

Tableau 4 Logements sans confort

	2002		2006	
	Milliers	%	Milliers	%
Sans confort sanitaire : absence d'un des éléments (eau courante, installation sanitaire, WC intérieurs)	612	2,5	353	1,3
Immeuble insalubre ou menaçant de tomber en ruine ¹	267	1,1	273	1,0
Aucune installation pour faire la cuisine ¹	93	0,4	108	0,4
Aucun moyen de chauffage ou avec des moyens de chauffage sommaires	1 986	8,2	1 580	6,0
Électricité déficiente : installation non encastrée, fils non protégés par des baguettes, ou pas de prise de terre	1 167	4,8	1 030	3,9
Signes d'humidité sur certains murs	5 848	23,8	5 347	20,4
Infiltrations d'eau ou inondations provenant d'une fuite d'eau dans la plomberie	552	2,2	654	2,5

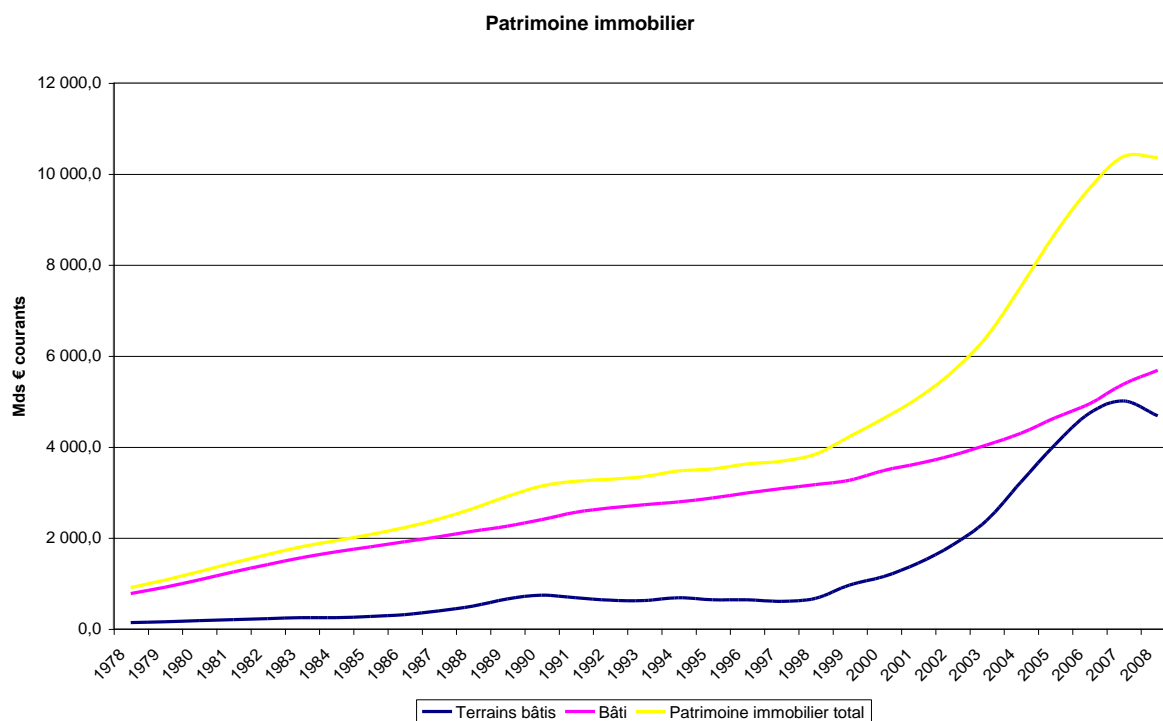
1. Compte tenu des faibles effectifs, le nombre de logements sans installation pour faire la cuisine ou dans un immeuble insalubre doit être considéré comme un ordre de grandeur. Lecture : 1030 000 logements ont une électricité déficiente en 2006, soit 3,9% des résidences principales. Champ : France métropolitaine, résidences principales. Source : Insee, enquêtes Logement

Le stock se mesure également en valeur¹. Celle-ci doit être évaluée comme la valeur de marché des biens, sachant que tous ne font pas l'objet d'une transaction. Pour les biens immobiliers qui n'ont pas fait l'objet d'une transaction, leur valeur peut se déterminer à l'aide du prix des biens immobiliers de mêmes caractéristiques. La croissance des prix immobiliers depuis 2000 a considérablement accru la valeur du patrimoine de logements et du patrimoine immobilier en général.

Les comptes de patrimoine de la comptabilité nationale fournissent des chiffres du patrimoine immobilier. Depuis la base 95, sont désormais comptabilisées séparément la composante amortissable de l'actif, c'est-à-dire la construction, et la composante non amortissable, le sol. Les comptes nationaux donnent pour 2008 par addition de la valeur de ces composantes, celle de l'immobilier bâti dans son ensemble (terrains d'assiette inclus), soit 10358 milliards € (cf. graphique suivant), dont 45% représente la valeur des terrains. Sur ces montants les logements représentent environ 70%, soit de l'ordre de 7000 mds €. On peut retrouver ce chiffre en multipliant le nombre de logements, soit 32 millions de logements, par la valeur moyenne de 220000 € par logement.

Le stock immobilier représente à peu près 5 ans de PIB et le stock de logement 3 ans de revenu des ménages. Le service représente quelque pour cents du stock. La production

immobilière annuelle représente environ 1% du stock, ce qui correspond à un amortissement total en 100 ans. Le volume de production peut varier de manière sensible dans le temps.



Ce sont ces grandeurs que l'économiste doit expliquer, en statique et en dynamique. Il doit aussi expliquer les relations entre ces grandeurs, par exemple en prix et loyer.

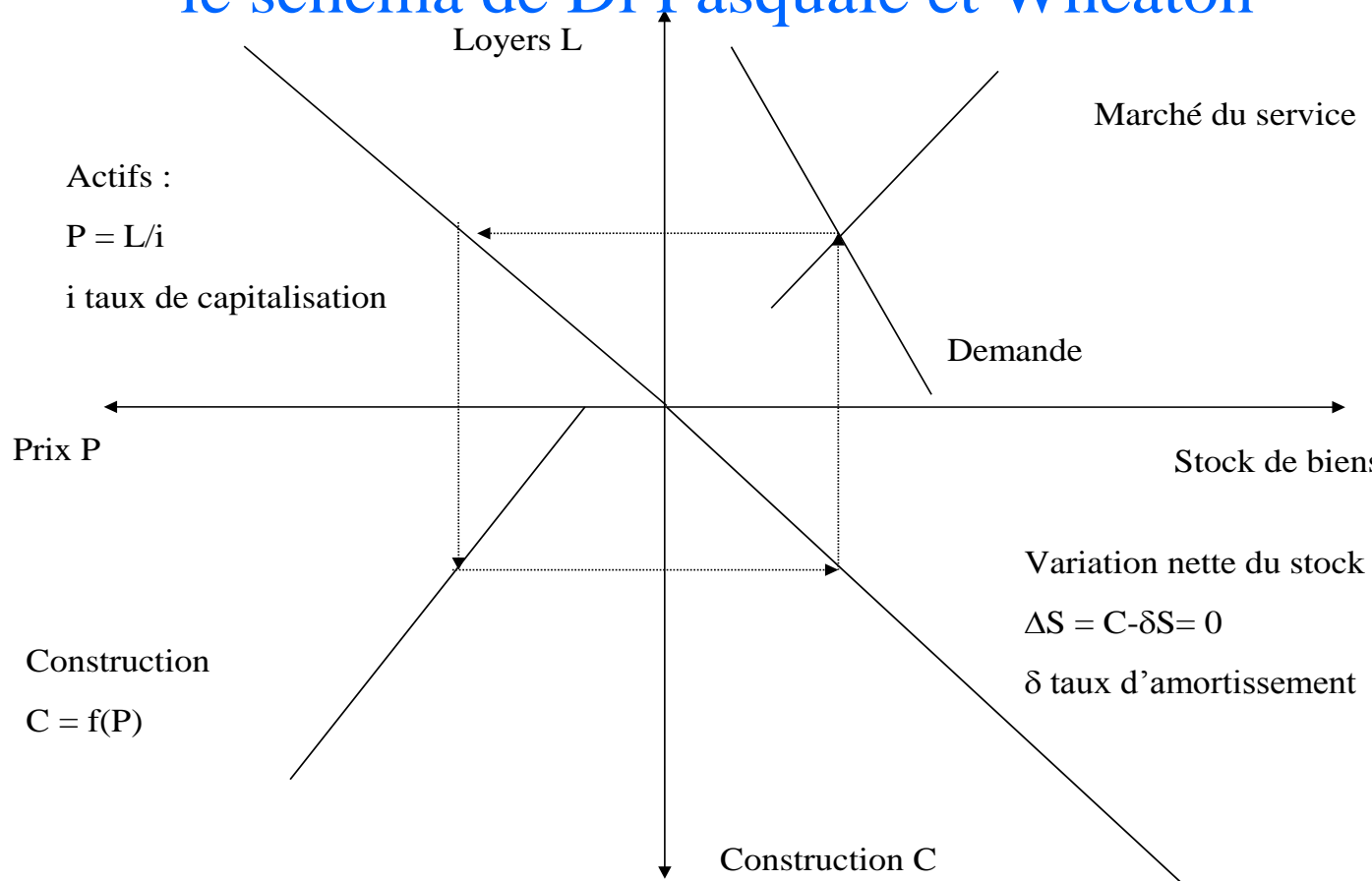
Mais les biens immobiliers sont localisés dans l'espace à trois dimensions, et il n'y a pas deux localisations identiques. Ceci est un facteur d'hétérogénéité fondamentale des logements. Tous les logements sont différents, mais relativement substituables. En tant que bien différenciés, les logements sont également occupés par des ménages différents. La question de l'allocation des logements relève de l'analyse économique mais donne au marché du logement sa dimension sociale.

Le marché immobilier constitué de biens différents mais substituables relève de la concurrence monopolistique. L'allocation des biens s'opère alors selon un mécanisme d'enchères. Chaque demandeur définit sur la base de ses préférences et de ses possibilités financières le prix maximal qu'il est disposé à payer pour un bien (locataire sur le marché locatif, acquéreur sur le marché de l'actif, « promoteur » sur le marché foncier). En face de lui l'offreur détermine le prix minimal en dessous duquel il n'opérera pas la transaction. C'est son prix de réserve. Il offre son bien en demandant un prix supérieur à son prix de réserve. L'affectation des biens peut être conçue selon un mécanisme d'enchères descendantes (enchères hollandaises). Le bien est attribué à celui dont l'enchère est la plus proche du prix d'offre et le prix payé est le montant de l'enchère du mieux-disant. C'est dire que chaque bien pourra avoir un prix différent. Le prix de marché d'un bien est donc le prix le plus élevé qu'un vendeur peut en obtenir. Il peut y avoir des demandeurs non servis et des biens offerts non attribués, mais pas simultanément. S'il y a une offre excédentaire, son prix est nul. Inversement, s'il y a une demande excédentaire, le prix du dernier bien offert ne peut être nul.

En tant que bien économique il participe aussi de la dynamique économique, c'est-à-dire de la croissance et des cycles économiques. Enfin il fait l'objet d'interventions publiques importantes, à côté de l'éducation et de la santé.

1.2 La détermination des prix et des volumes sur les marchés immobiliers

Une représentation des marchés immobiliers : le schéma de Di Pasquale et Wheaton

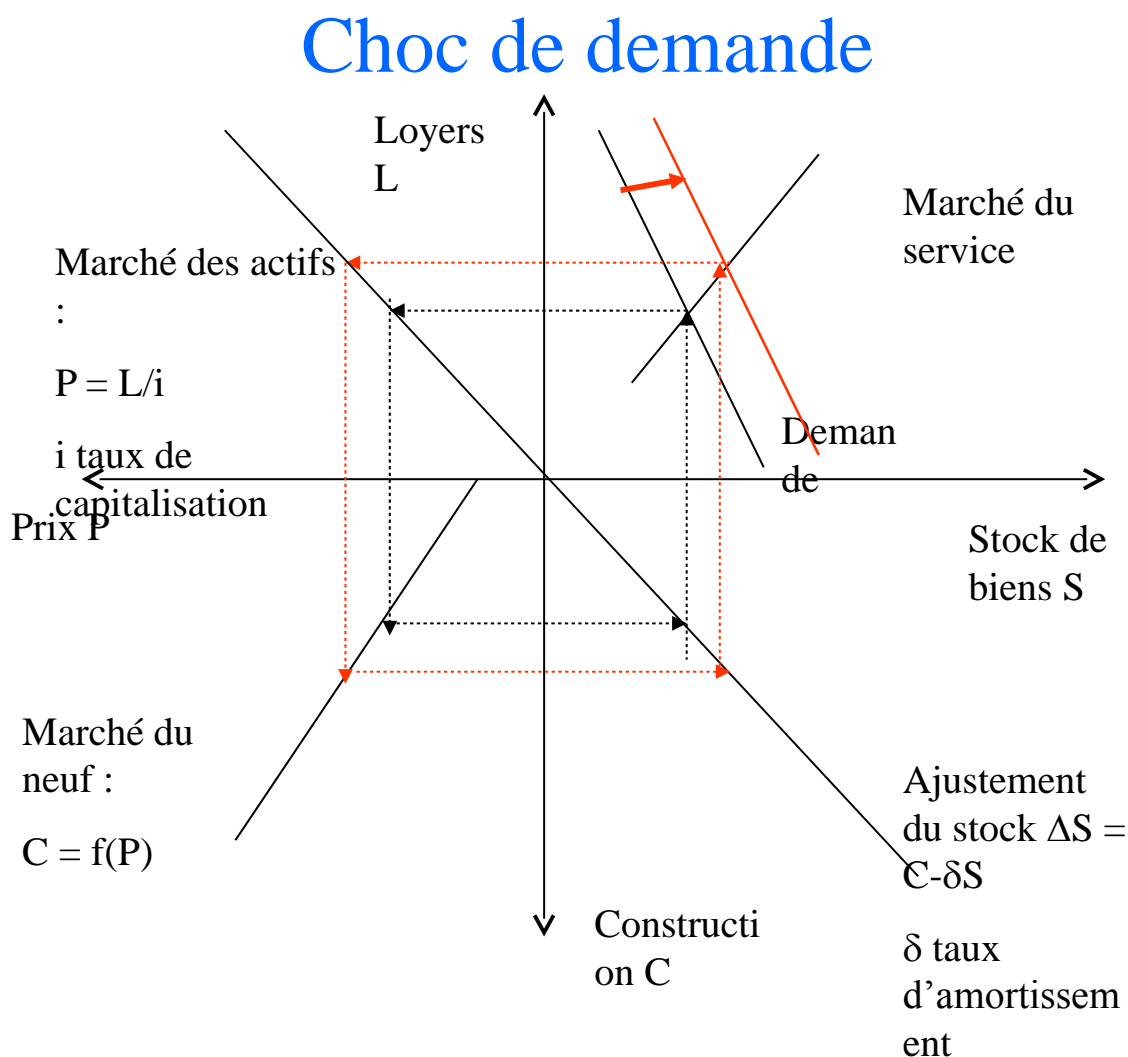


Le schéma est organisé en quatre quadrants, dont trois représentent chacune des dimensions de l'immobilier et le quatrième permet le bouclage de la relation entre ces trois dimensions. Si on veut mettre en évidence les relations économiques (prix et volumes) entre les trois marchés on lit le schéma dans le sens inverse d'une montre à partir du quadrant représentant le marché du service. Ce marché est le marché directeur qui détermine le besoin d'actifs dont l'état du marché détermine à son tour les besoins de construction. Sur les marchés de l'actif et du produit il n'y a qu'une courbe qui est une courbe offre-demande (l'offre égale la demande). Sur le marché du service, il y a deux courbes parce que les déterminants de l'offre et de la demande sont différents.

Fondamentalement le mécanisme de marché est un mécanisme d'ajustement des quantités échangées par les prix. A l'équilibre, il y a une relation d'égalité entre les trois prix : le prix de l'actif est la somme (actualisée) des prix du service et le prix des biens neufs est égal au prix des biens comme actifs aux différences de coûts de transaction près, notamment

les coûts fiscaux. L'équilibre sur le marché du service détermine le stock d'actif et la construction sert exactement à compenser l'amortissement du stock.

A l'aide de ce schéma on peut analyser les dynamiques à l'œuvre sur les marchés immobiliers. Si un déséquilibre se manifeste, par exemple si les loyers sont trop peu élevés par rapport au prix de l'actif, des investisseurs vont se retirer du fait du rendement insuffisant. Ce faisant, ils vont réduire l'offre locative, ce qui va pousser les loyers à la hausse et ramener « l'harmonie » entre prix de l'actif et loyer. Ce mécanisme génère une dynamique prix-quantités. Il en est de même pour la relation entre prix du neuf et prix de l'actif et entre prix immobiliers et placements financiers. C'est ce qui s'est passé dans les années 80. Cette évolution est une évolution en tendance, à long terme. Quand on examine la situation à un moment donné, ou à une échéance de court terme, il est possible qu'il y ait des déséquilibres.



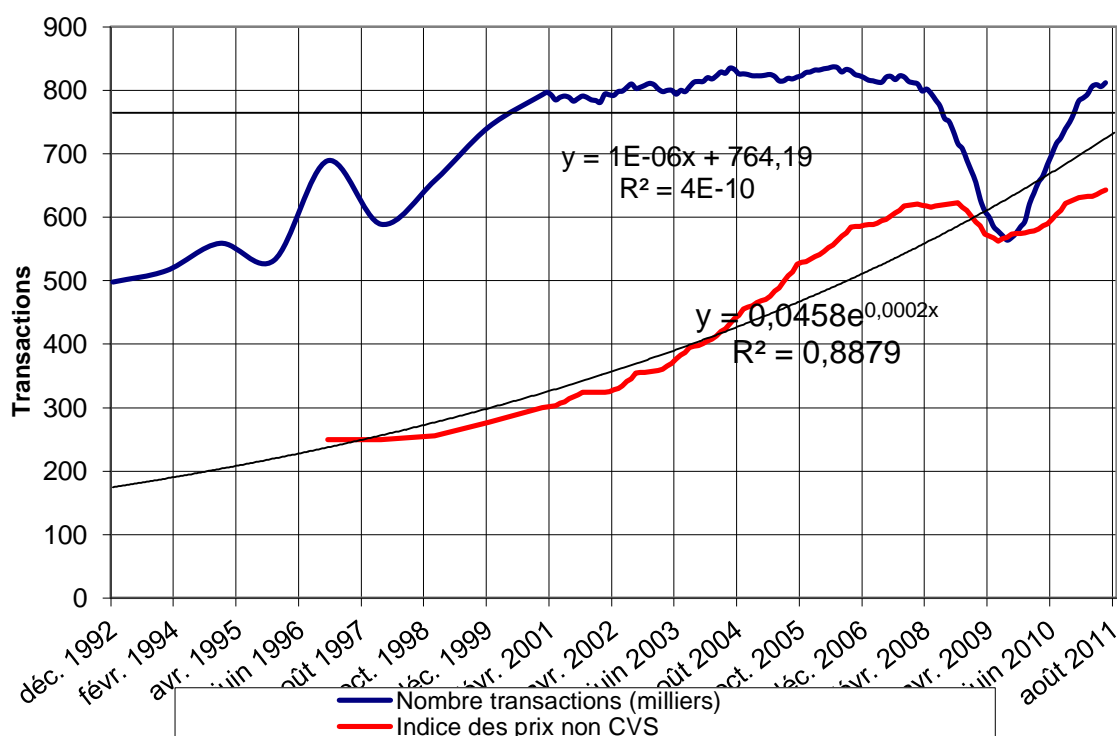
2 Le cycle depuis 2000

Entre 2000 et 2007 les prix de l'immobilier ont connu une croissance exceptionnelle qui a conduit à un doublement en 7 ans. Il s'agit d'une variation comme on n'a pas connue depuis que des données statistiques existent. Les volumes de construction ont eux aussi

atteints un niveau exceptionnel. Ils ont ensuite fléchi en 2008-2009 pour retrouver depuis le niveau de 2007.

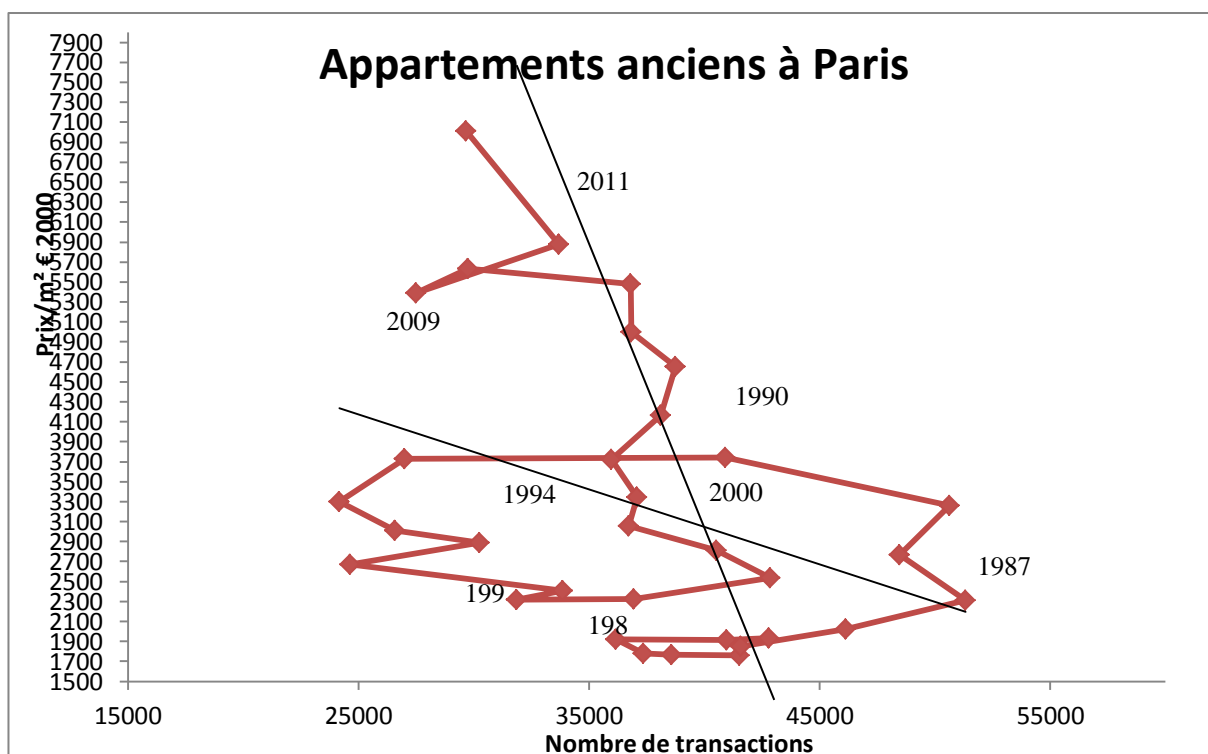
Les prix réels de l'immobilier ancien (cf. graphique 1) ont commencé à augmenter à partir du début des années 2000. Un pic est atteint fin 2007. Depuis cette date les prix ont connu une diminution avant de remonter à un niveau proche du pic.

Logements anciens (France entière)



Les volumes de transaction dans l'ancien au niveau national n'ont pas connu de hausse aussi marquée. Elle n'a pas excédé quelques pour cents au maximum. Mais depuis fin 2007 la baisse des transactions est très marquée, de près de 25%.

On observe le même type d'évolution sur des marchés localisés comme le marché parisien : doublement des prix entre 2000 et 2007 avec un volume de transactions stable puis contraction brutale des transactions en 2008-2009 à niveau de prix stable avec une reprise depuis 2010.

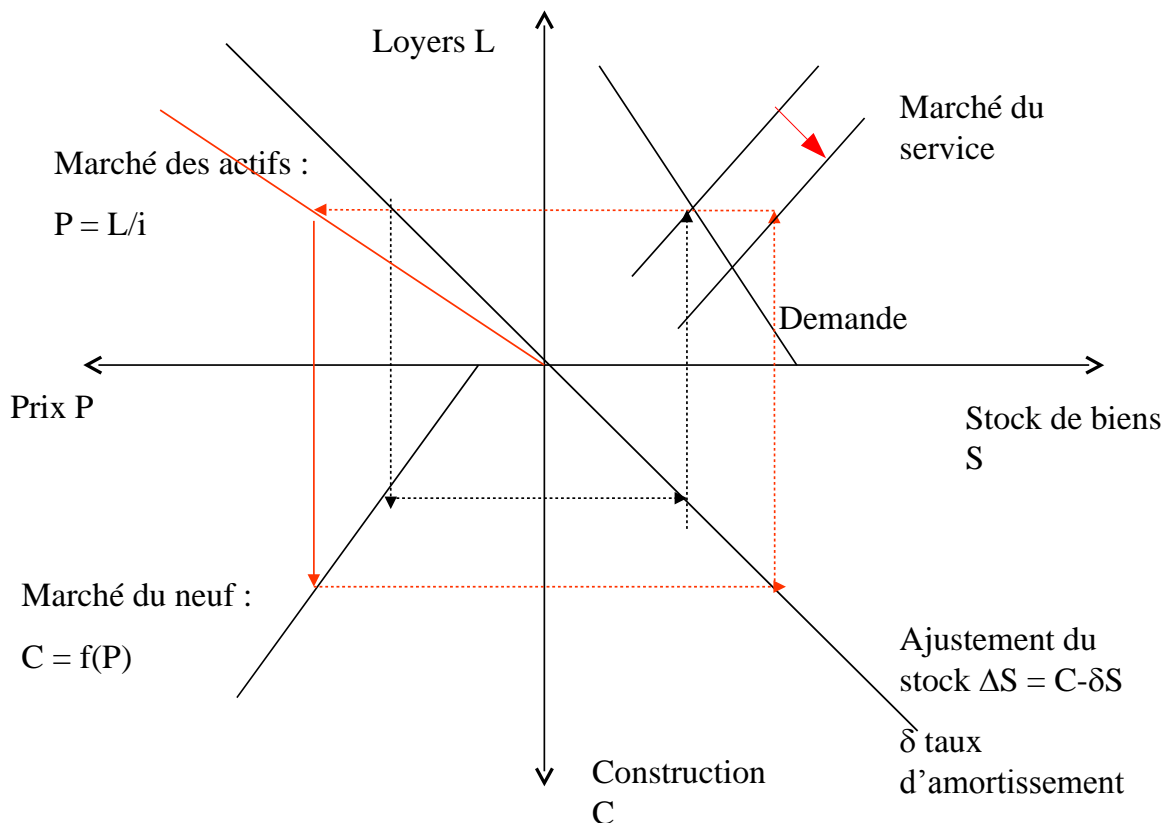


A la différence du cycle des années 1985-1995, le cycle qui a démarré en 2000 est un cycle géographiquement généralisé et peu différencié spatialement.

Sur le marché des logements neufs on a observé une augmentation des prix de l'ordre de 40% entre 2000 et 2007, donc de moindre amplitude que celle des logements anciens. A la différence du marché de l'ancien, les volumes de vente dans le neuf ont connu une très forte croissance, de près de 100%, avant de connaître une contraction forte en 2008, suivi d'un rebond au 1^{er} trimestre 2009. Les prix s'éloignent encore peu du sommet atteint en 2008.

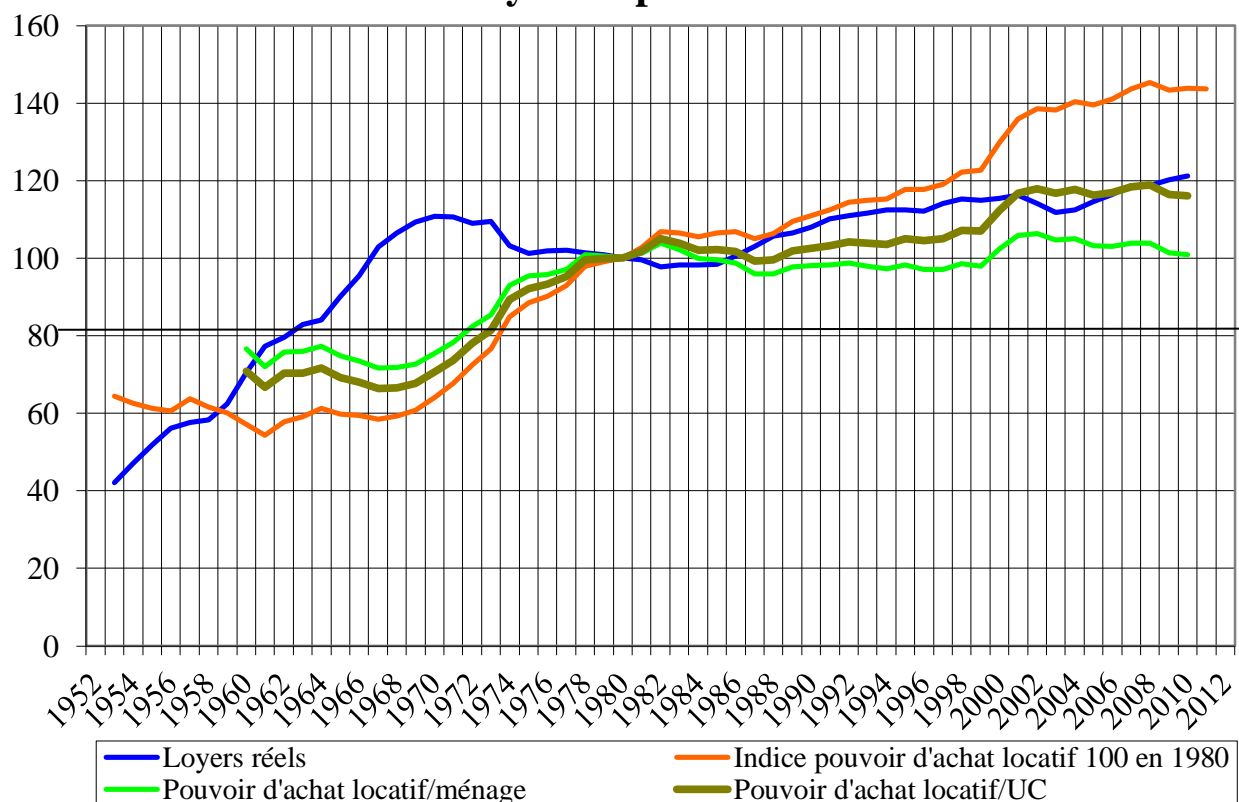
De tels mouvements d'une amplitude aussi exceptionnelle ne peuvent être dus qu'à des variations de variables d'une ampleur aussi exceptionnelle. Ces variations sont donc observables directement par les agents économiques en dehors de tout appareil statistique. De fait, la pratique des professionnels et des intervenants non professionnels a fait apparaître le rôle majeur des variables financières.

Baisse du taux d'intérêt



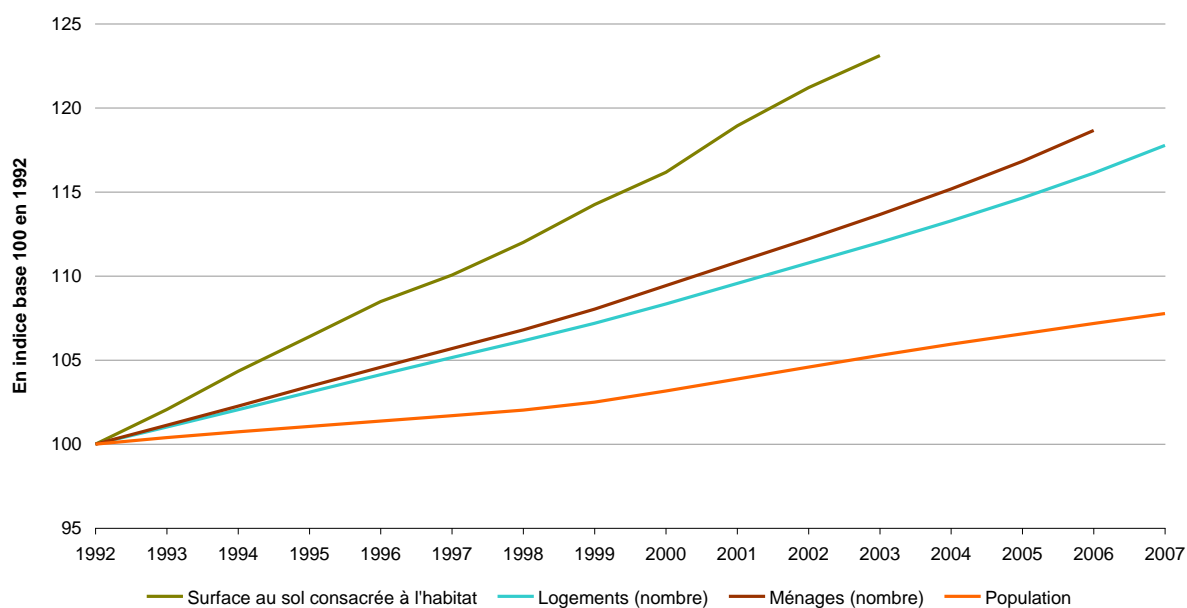
Aucune autre variable n'a connu de variations telles qu'elles aient pu conduire à un doublement des prix en 7 ans. Si c'était le cas, elle se serait manifestée aussi sur le marché locatif.

Loyers et pouvoir d'achat locatif



Il est vrai que la demande de logements s'est accrue par l'accroissement du nombre de ménages, ainsi qu'on peut le voir sur le graphique ci-dessous.

La consommation d'espace par l'habitat



Source : Insee - ministère de l'Agriculture et de la Pêche (SSP), enquête Teruti.

La raison fondamentale de l'accroissement des prix immobiliers réside dans l'amélioration des conditions de financement car c'est la solvabilité des acquéreurs qui détermine le prix des biens.

Depuis 2000, les conditions des prêts au logement ont connu une évolution très favorable concernant les trois caractéristiques principales des prêts, c'est-à-dire les taux, la durée et le taux d'apport personnel. Les taux ont connu une décreue à partir de 2000 pour atteindre un niveau tel que l'on n'en n'avait pas connu en Allemagne depuis Bismarck, selon la déclaration d'Axel Weber, le gouverneur de la Bundesbank en 2005. La durée des prêts s'est allongée de plus de 40% entre 2001 et 2006 (données Observatoire du financement du logement). Cette évolution a été rendue possible par la politique monétaire très expansionniste des banques centrales qui ont conduit à un doublement de la masse monétaire en moins de 10 ans.

Le taux d'apport personnel a connu également une diminution depuis 2001. Ce facteur joue négativement sur la capacité de financement individuelle puisque le ménage qui apporte moins de fonds de propre est susceptible d'investir moins dans un logement, à endettement donné. Au niveau macroéconomique en revanche, la diminution des exigences d'apport personnel permet à davantage de ménages, ceux disposant de peu d'épargne préalable, à s'engager dans une démarche d'accession.

Indépendamment des conditions de financement, la croissance des revenus a permis une augmentation des dépenses allouées au logement. Entre 2001 et 2006, le revenu disponible des ménages s'est accru de 21%. Le montant des annuités s'est accru de 32%, ce qui peut s'imputer au fait que les accédants sont des ménages plus aisés qu'ils ne l'étaient antérieurement. C'est ce que montre le tableau « les accédants récents par classe de niveau de vie et types de ménages issus des enquêtes logement » qui montre la croissance du poids des 3ème et 4ème quartile dans les accédants récents. Une autre éventualité est que les revenus des accédants ont connu une évolution plus favorable que la moyenne française. Une troisième éventualité est qu'ils ont choisi de consacrer une part plus importante de leur budget à leur acquisition. De fait le taux d'effort des accédants est passé de 18,9% à 21,9% (cf. graphique les accédants récents par classes de niveau de vie et types de ménages).

③ Les accédants récents par classes de niveau de vie et types de ménages (en %)

		Distribution ensemble des ménages		Distribution des accédants récents		dont part des primo-accédants	
		2002	2006	1997-2001	2002-2006	1997-2001	2002-2006
Niveau de vie	1 ^{er} quartile	25,0	25,0	8,7	6,3	76,8	68,0
	2 ^e quartile	25,0	25,0	20,1	19,5	75,5	61,1
	3 ^e quartile	25,0	25,0	31,8	33,5	70,1	66,6
	4 ^e quartile	25,0	25,0	39,4	40,7	56,3	52,7
Type de ménages	Personnes seules	30,4	34,0	12,4	14,9	63,2	65,0
	Couples sans enfants	29,7	29,0	19,5	22,7	65,9	61,2
	<i>Au plus un apporteur de ressources</i>	20,7	19,9	6,4	5,8	48,2	40,0
	<i>Au moins 2 apporteurs de ressources</i>	9,0	9,1	13,1	16,9	74,6	68,5
	Couples avec enfants	30,3	27,3	62,0	56,3	68,4	60,2
	<i>Au plus un apporteur de ressources</i>	10,1	8,1	17,6	11,1	67,0	56,3
	<i>Au moins 2 apporteurs de ressources</i>	20,2	19,2	44,5	45,2	69,0	61,1
	Familles monoparentales	6,3	6,5	4,7	4,8	48,7	31,6
Autres types de ménages	3,3	3,2	1,4	1,2	65,5	77,8	
Ensemble		100,0	100,0	100,0	100,0	66,3	60,0

Lecture : les ménages du 1^{er} quartile de niveau de vie forment (par définition) 25% de l'ensemble des ménages mais, entre 1997 et 2001, 8,7% des accédants récents et 6,3% entre 2002 et 2006 ; 76,8% d'entre eux étaient primo-accédants entre 1997 et 2001, 68% entre 2002 et 2006.

Champ : France métropolitaine.

Source : Insee, enquêtes Logement 2002 et 2006.

L'évolution de ces facteurs a permis une amélioration de la solvabilité des acquéreurs. On peut calculer précisément l'évolution de la capacité d'endettement et donc du prix qu'un ménage accédant a pu accepter sur les dernières années. Le calcul consiste à déterminer le capital emprunté compte tenu de l'annuité, du taux d'intérêt et de la durée du prêt.

Capacité d'endettement et d'achat des ménages

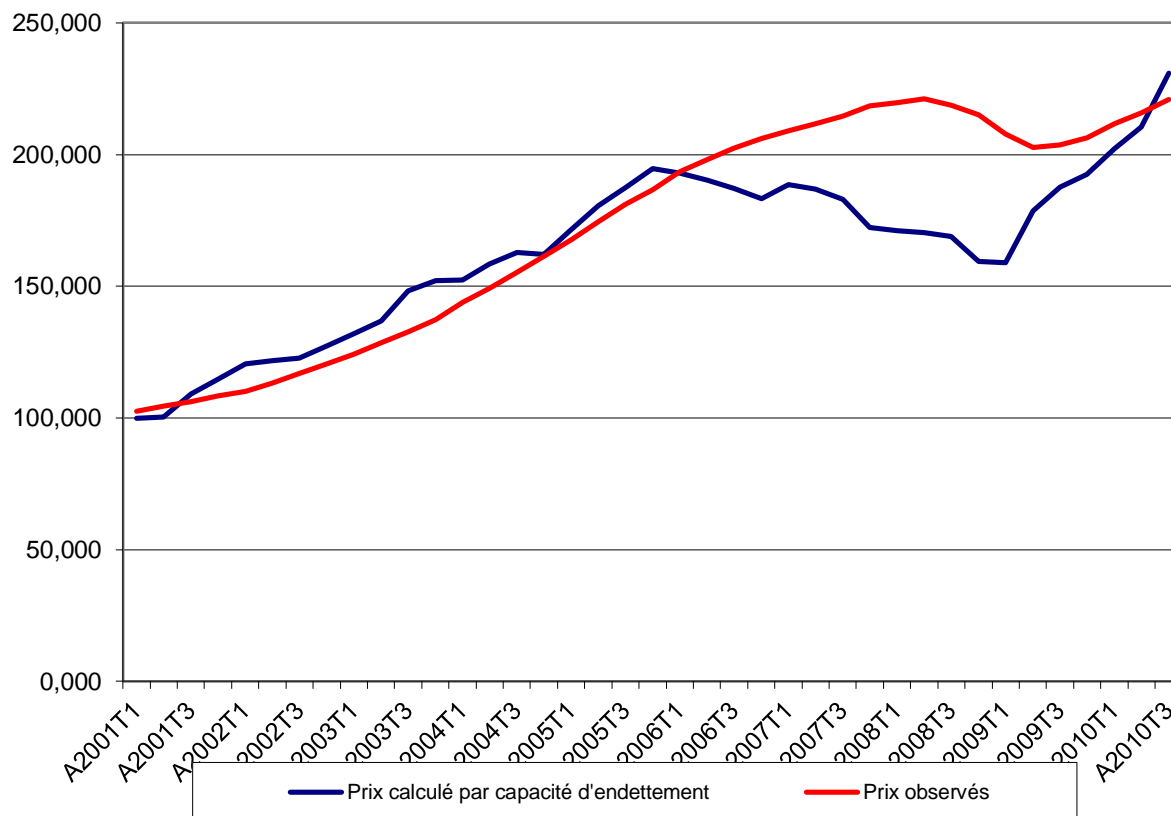
Année	2001	2003	2006	Variation 06_01
Annuité effective	10000	10800	13200	0,32
Durée moyenne en années	13,8	16,2	19,9	0,45
Taux d'intérêt	0,062	0,0456	0,035	-0,44
Capacité d'endettement	-90 827,38 €	-121 831,84 €	-186 950,56 €	1,06
Taux d'apport personnel effectif	0,254	0,252	0,226	-0,11
Capacité d'achat	-121 752,52 €	-162 876,79 €	-241 538,19 €	0,98

Calculs personnels. Les données sont issues de l'Observatoire du Financement du Logement, sauf les taux d'intérêt issus de la Banque de France et l'apport personnel 2001 issu de l'Enquête Nationale Logement 2002.

En définitive, la capacité d'endettement et donc la capacité d'achat des ménages a doublé entre 2001 et 2006. Ce doublement est imputable pour 30% à l'augmentation de la dépense de logement, pour 30% à l'allongement de la durée des prêts et pour 40% à la baisse des taux d'intérêt.

Qu'ont fait les ménages de cette amélioration de leur capacité d'endettement ? Pouvant emprunter davantage, ils ont pu payer plus cher leurs acquisitions, et c'est ce qu'ils ont fait. Dans l'acquisition de logements anciens, le doublement de leur capacité de paiement a été exactement absorbé par le doublement de l'augmentation des prix. Les prix ne sont donc pas devenus trop chers pour que les ménages puissent les supporter. L'augmentation des prix a été permise dans la proportion où les ménages ont pu la supporter. S'il y a eu exclusion de certaines catégories de ménages, ce ne peut être que par l'incapacité d'accéder au crédit.

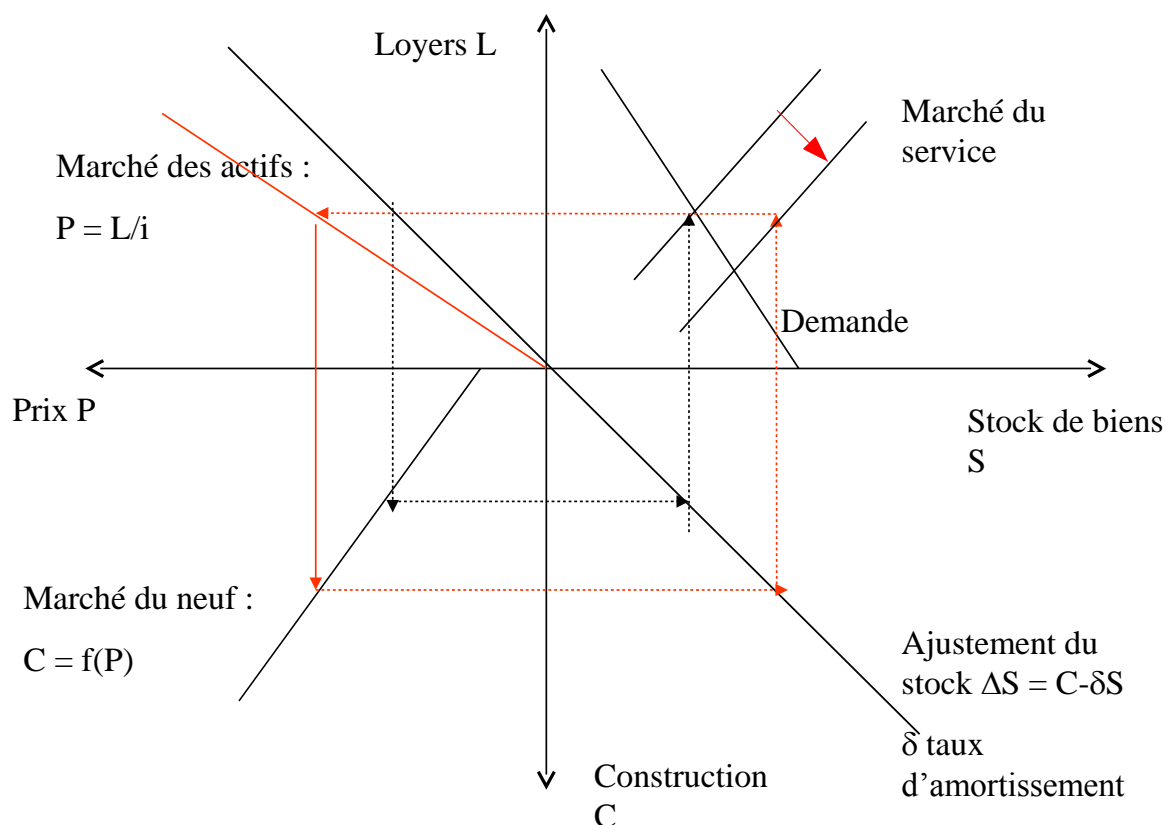
Appartements anciens en France



L'augmentation de la capacité à payer a donné lieu à une ré-allocation limitée des logements existants, qui s'est manifestée par une faible augmentation du nombre de transactions². En d'autres termes, la rigidité de l'offre a donné une réponse en prix à l'accroissement de la demande. De ce point de vue on constate une différence nette avec le cycle des années 85-98 qui a été provoqué par une ré-allocation des actifs. Le mouvement des prix n'a été alors qu'une résultante de cette ré-allocation.

L'amélioration de la capacité à payer des ménages s'est traduite par l'émergence d'une nouvelle demande qui s'est portée sur le logement neuf. La relative élasticité de l'offre neuve a permis que l'accroissement des volumes entraîne une hausse des prix plus limitée que dans l'ancien, de l'ordre de 40%.

Baisse du taux d'intérêt



On peut utiliser le schéma de Di Pasquale et Wheaton pour analyser l'enchaînement des phénomènes. Le choc de taux d'intérêt sur le marché de l'actif entraîne une hausse du prix qui entraîne à son tour un accroissement de la construction. La construction contribue à accroître le stock sous la forme d'un choc, puisqu'il s'agit d'une augmentation qui n'est pas due à une variation du prix du service. L'augmentation de l'offre amènera une baisse du prix du service qui pèsera à son tour sur le prix de l'actif, puis sur la construction, pour ramener le marché du service à l'équilibre au point E, éventuellement après tâtonnements, c'est-à-dire après une nouvelle boucle.

Mais l'accroissement de la demande due à l'amélioration de la capacité d'endettement des ménages a été aussi le fait d'investisseurs immobiliers. Les données de l'Observatoire du Financement du Logement montrent que l'accroissement des transactions le plus important a concerné l'acquisition de résidences secondaires et de logements locatifs avec respectivement des taux d'accroissement de 58% et 79% entre 2001 et 2006 contre 29% pour l'accession à la propriété dans le neuf et 17% dans l'ancien.

Le même phénomène de croissance de la dette hypothécaire s'est produit aux États-Unis mais dans des proportions plus importantes. Les crédits pour l'acquisition de logements se sont développés (un ménage sur deux était endetté pour l'acquisition d'un logement contre un sur cinq en France), notamment en direction des ménages modestes sous la qualification de subprimes, c'est-à-dire de crédits plus risqués. Ils ont été accordés davantage par des banques hypothécaires, c'est-à-dire des établissements de crédits qui ne reçoivent pas de dépôt et ont

donc besoin de se refinancer pour continuer leur activité. Ils l'ont fait en émettant des titres dont certains ont pu faire l'objet de rehaussement de crédits par de la titrisation synthétique. Le développement des crédits hypothécaires a concerné également la construction de résidences secondaires ou de logements locatifs, où la part des prêts pour des acquisitions à des fins autres que la propriété d'occupation est passée de 9% à 16% entre 2000 et 2005³. Les titres subprimes ont été offerts sur les marchés financiers où ils ont été acquis pour diversifier les portefeuilles et en améliorer le rendement, puisque, étant plus risqués, ils procuraient un rendement plus élevé.

A la différence de la France, les crédits hypothécaires aux États-Unis sont accordés moins en fonction de la capacité de remboursement des ménages que de la valeur du logement acquis. On s'y soucie moins de la contrainte de trésorerie, sachant qu'en cas de défaillance de l'emprunteur il sera aisé de faire vendre le bien pour récupérer le capital prêté.

En définitive, la phase de croissance du cycle est moins à imputer à un déséquilibre structurel de l'offre et de la demande qu'à une opportunité saisie par les ménages pour investir dans l'immobilier.

Le système de financement du logement aux États-Unis fonctionne tant que le marché ne se retourne pas. Une fois que le stock d'accédants potentiels a été épuisé, la croissance des prix s'est arrêtée la croissance des annuités a rendu les ménages incapables d'honorer leurs échéances. D'où la crise. La crise aux États-Unis et dans les autres pays engagés dans une expansion excessive du crédit s'est propagée aux pays moins endettés comme la France ou l'Allemagne par l'intermédiaire des subprimes qui a mis en difficulté les banques. Elles sont alors devenues réticentes à se prêter entre elles, ce qui provoqué une crise de liquidité.

Les banques ont alors durci les conditions de financement des prêts à partir de la fin 2005. Ce durcissement s'est manifesté notamment par un redressement des taux qui a réduit la capacité d'endettement des ménages. Par rapport à 2006, le niveau des taux en mars 2009 a réduit la capacité d'emprunt de 15%. On sait par ailleurs que les conditions de prêts sont désormais plus exigeantes de la part des banques. Pour autant les prix n'ont pas diminué immédiatement. Ils ont continué à augmenter jusqu'en juillet 2008. Cette hausse est imputable à une certaine inertie à la baisse, les vendeurs n'ayant pas intégré la baisse du pouvoir d'achat des acquéreurs. Ceux-ci ont alors commencé à se retirer du marché. Les transactions ont commencé à baisser. Cette baisse a fait prendre conscience aux vendeurs de la contraction du marché. Ils ont alors commencé à accepter des baisses de prix. Les prix ont commencé à baisser au 2^{ème} trimestre 2008. La contraction des quantités et des prix a continué jusqu'en octobre 2009.

Depuis les conditions de financement se sont à nouveau améliorées pour revenir aux niveaux de 2005. Les prix ont recommencé à croître pour atteindre également leur pic de 2008 en valeur réelle et le dépasser en valeur nominale.

La situation est différente aux États-Unis où elle a continué à se dégrader. Les difficultés des accédants les conduisent à vendre leur logement, ce qui contribue à la baisse des prix. La baisse des prix réduit la valeur hypothécaire du logement ce qui met l'accédant en difficulté. Depuis le pic en février 2007 les logements ont perdu 20% de leur valeur en moyenne. On a donc affaire à un processus cumulatif qui pourrait avoir atteint son plancher en 2011 puisque les prix désaisonnalisés y sont stables depuis le 1^{er} trimestre.

Notes

- ¹ Ces chiffres sont publiés annuellement dans les Comptes de la Nation, Comptes et Indicateurs Économiques, Rapport sur les Comptes de la Nation 2001, INSEE Résultats, Économie n°2, juillet 2002. Voir aussi Le Laidier S. "Le patrimoine en logement depuis 1950", Économie et Statistique, n°240 février 1991 et "25 ans de comptes de patrimoine (1969-1993), INSEE Résultats n° 348/décembre 1994. En ce qui concerne les bâtiments non résidentiels, voir une estimation du parc des locaux tertiaires
- ² D'autres statistiques font cependant apparaître un accroissement des transactions dans l'ancien celles de la FNAIM citées dans le rapport 2004 de la Commission bancaire. Entre 1994 et 2002 le nombre de transactions serait passé de 450000 à plus de 6000000.
- ³ Housing mortgage report 2009 tableau 3 page A43

Références bibliographiques :

- Banque Centrale Européenne « Les récentes tendances des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro », bulletin mensuel, mai 2003, p. 49-59.
- Béranger F. « Hausse des prix de l'immobilier dans plusieurs pays européens : attention danger ? », Lettre économique de la Caisse des Dépôts et Consignations, 2002, n°146, p. 1-5.
- Sébastien Hissler, « Prix de l'Immobilier Résidentiel et Sphère Financière », Diagnostics, prévisions et analyses économiques, n° 90, novembre 2005 Ministère de l'Économie.
- Danielle DiMartino and John V. Duca "The Rise and Fall of Subprime Mortgages", Economic letter, Federal Reserve Bank of Dallas, vol 2, n°11, november 2007.
- Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard « La crise des subprimes » Rapport du Conseil d'Analyse Économique, La documentation française 2008.
- Balázs Égert and Dubravko Mihaljek "Determinants of house prices in central and eastern Europe",
- Banque des règlements internationaux, Working Papers n° 236, septembre 2007.
- Eloisa T Glindro, Tientip Subhanij, Jessica Szeto and Haibin Zhu « Determinants of house prices in nine Asia-Pacific economies », Banque des règlements internationaux, Working Papers n° 263, octobre 2008.