

LE PRIX DE L'IMMOBILIER D'HABITATION SUR LE LONG TERME

Cours - Immobilier - ENTPE.

J. Friggit (CGEDD), novembre 2013. Les points de vue exprimés n'engagent que le conférencier.

<http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html>

Organisation

- **Choix d'aborder de nombreux aspects, à charge pour l'auditoire de se reporter aux supports**
- **Choix d'inclure de nombreuses diapositives, dont beaucoup seront sautées lorsqu'elles ne sont pas indispensables mais constitueront un « fond de dossier »**
- **Les supports sont téléchargeables sur**
<http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html>
 - Notes générales plus ou moins longues
 - Articles sur des aspects particuliers
 - Valeurs numériques et sources des séries longues
 - Actualisations mensuelles
 - Présentations (dont celle-ci)
 - Possibilité d'abonnement aux publipostages qui annoncent les actualisations
 - Twitter: @PrixImmoCgedd

PLAN



- 1. Historique du prix des logements**
- 2. Quelques propriétés du prix des logements**
- 3. Comparaison avec les autres actifs**
- 4. Loyers et revenus depuis 1970**
- 5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008?**
- 6. Prospective**
- 7. Conclusion**

1. Historique du prix des logements

1.1. Prix



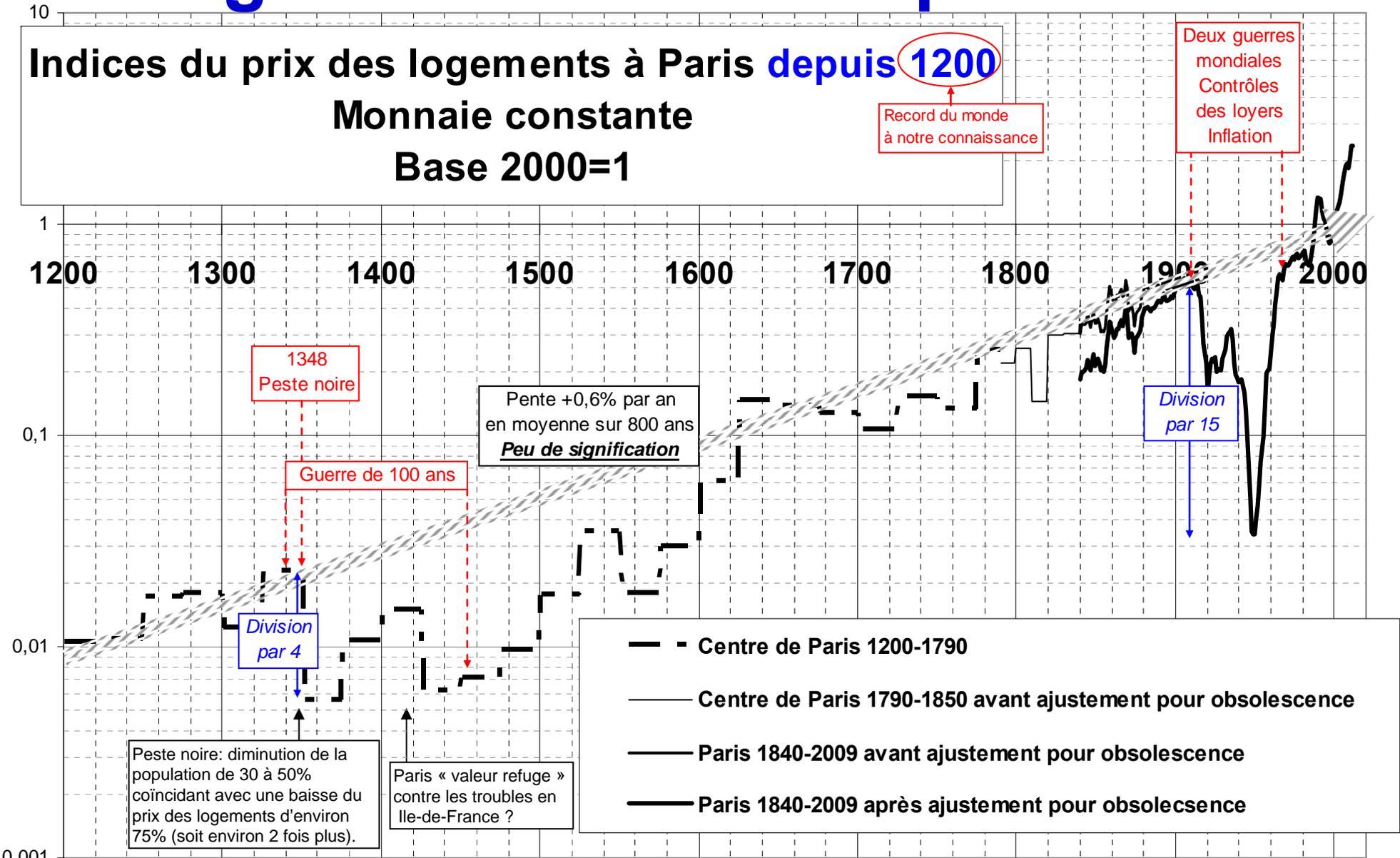
1.2. Environnement financier

1.3. Volumes

1.4. Conséquences macroéconomiques de l'envolée des prix depuis 2000

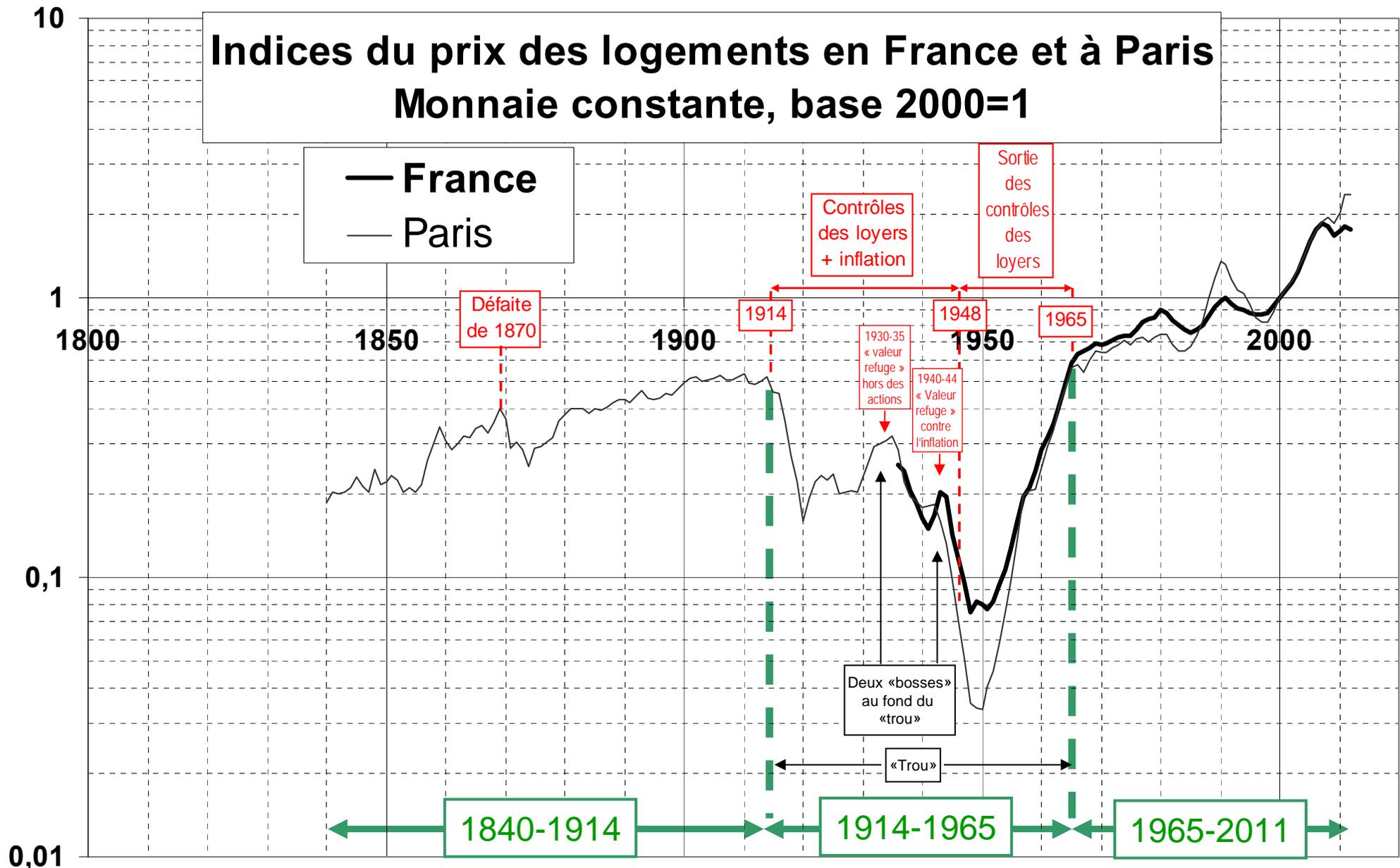
1.5. Comparaison internationale

Pour l'anecdote: indices du prix des logements à Paris depuis 1200



Source: CGEDD d'après d'Avenel, Duon, INSEE, indices Notaires-INSEE et bases notariales

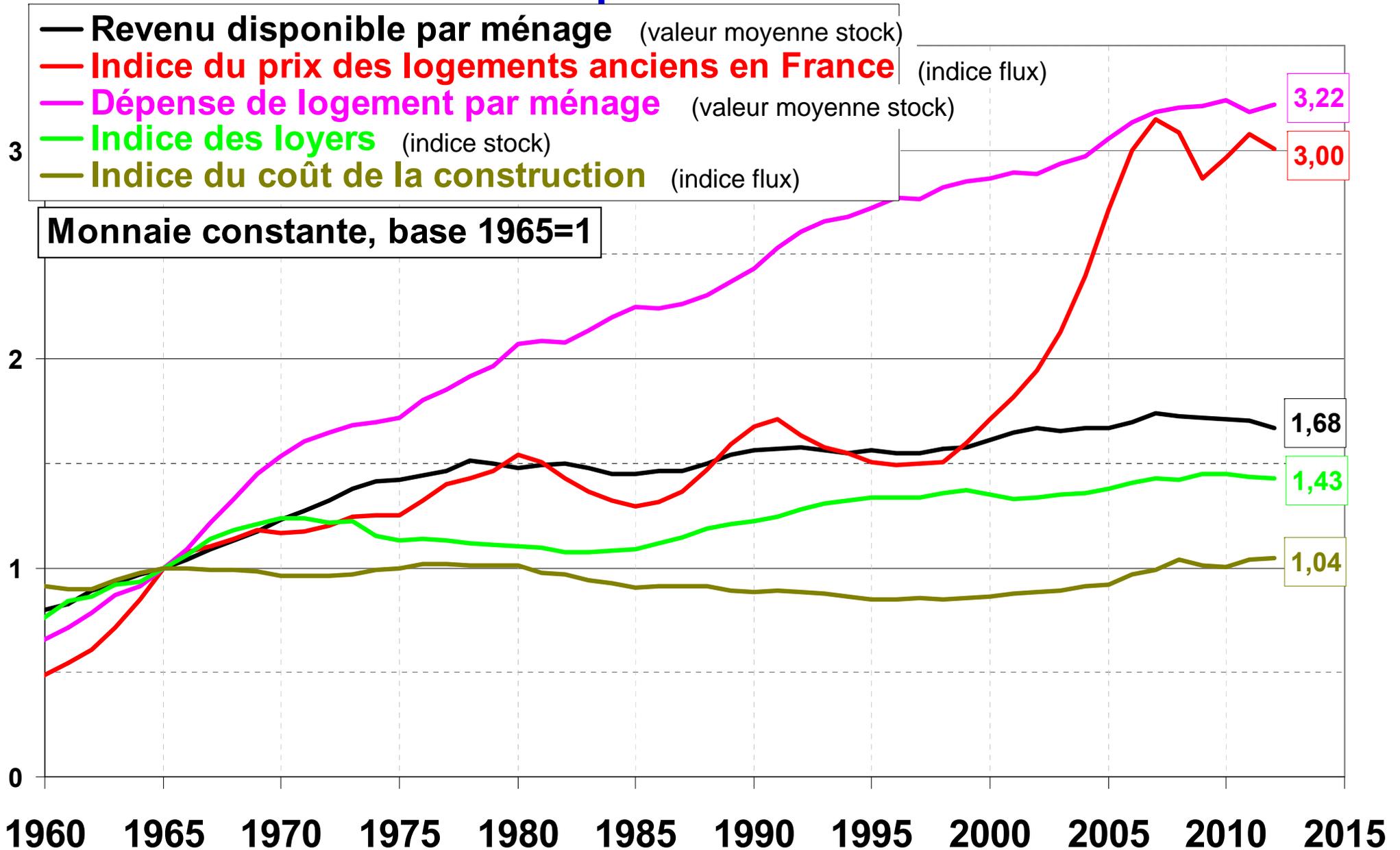
1840-2012: le "trou" de 1914-1965



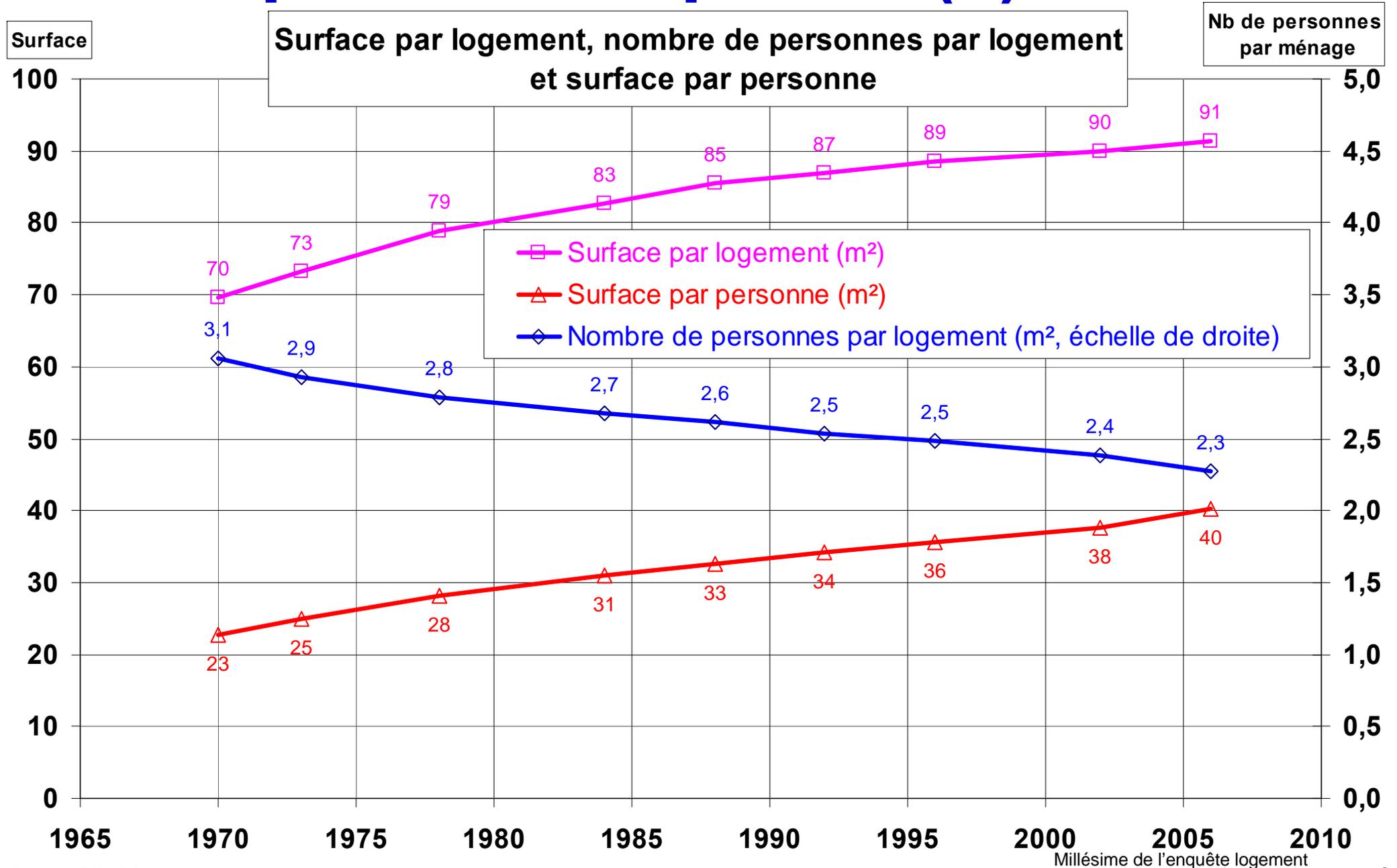
Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notaires-INSEE désaisonnalisés, Duon, Toutain et Villa (CEPII).

DE QUOI PARLE-T-ON?

Attention aux « effets qualité » ou « effets de structure »!



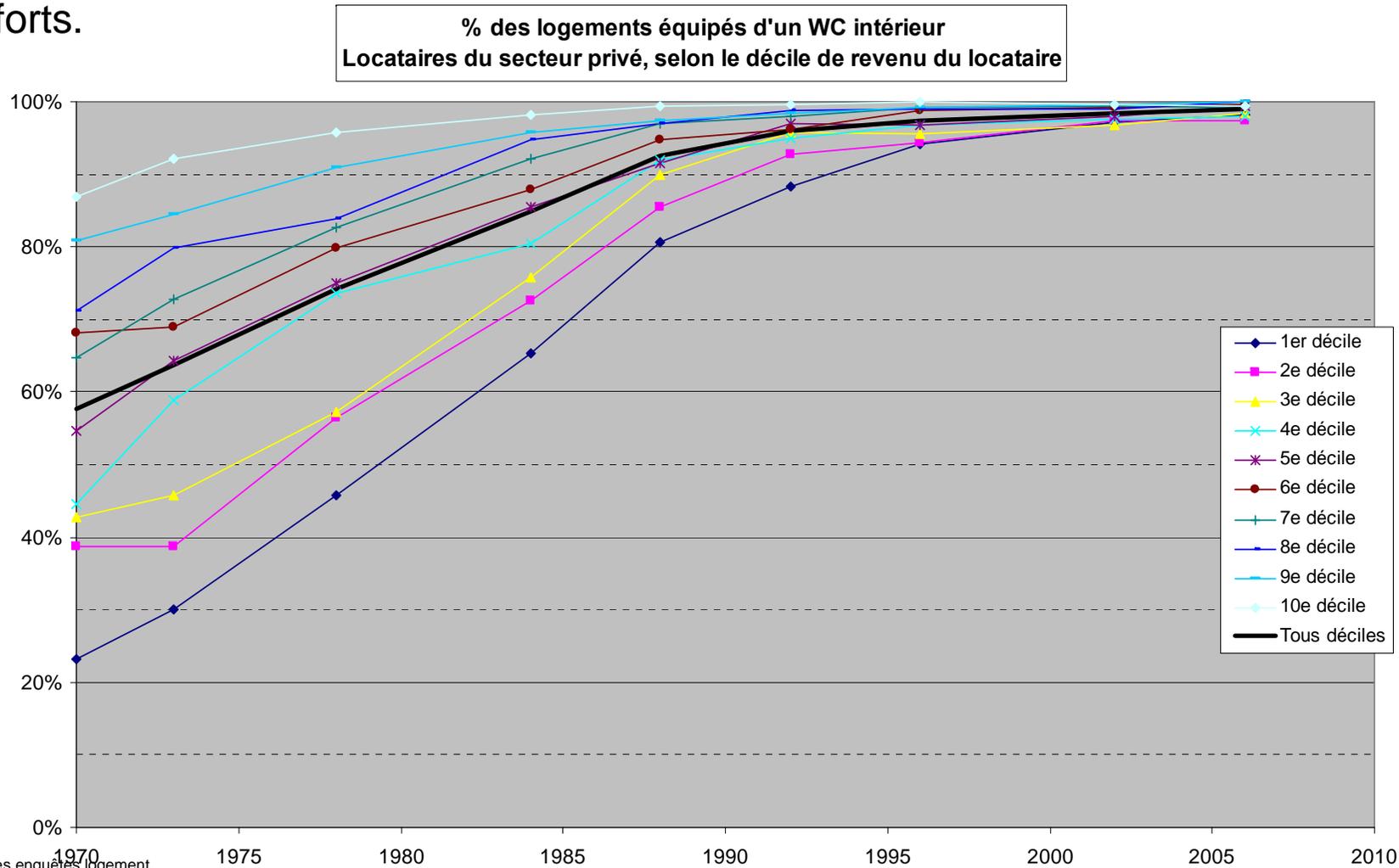
Exemple d'effet qualité (1): surface



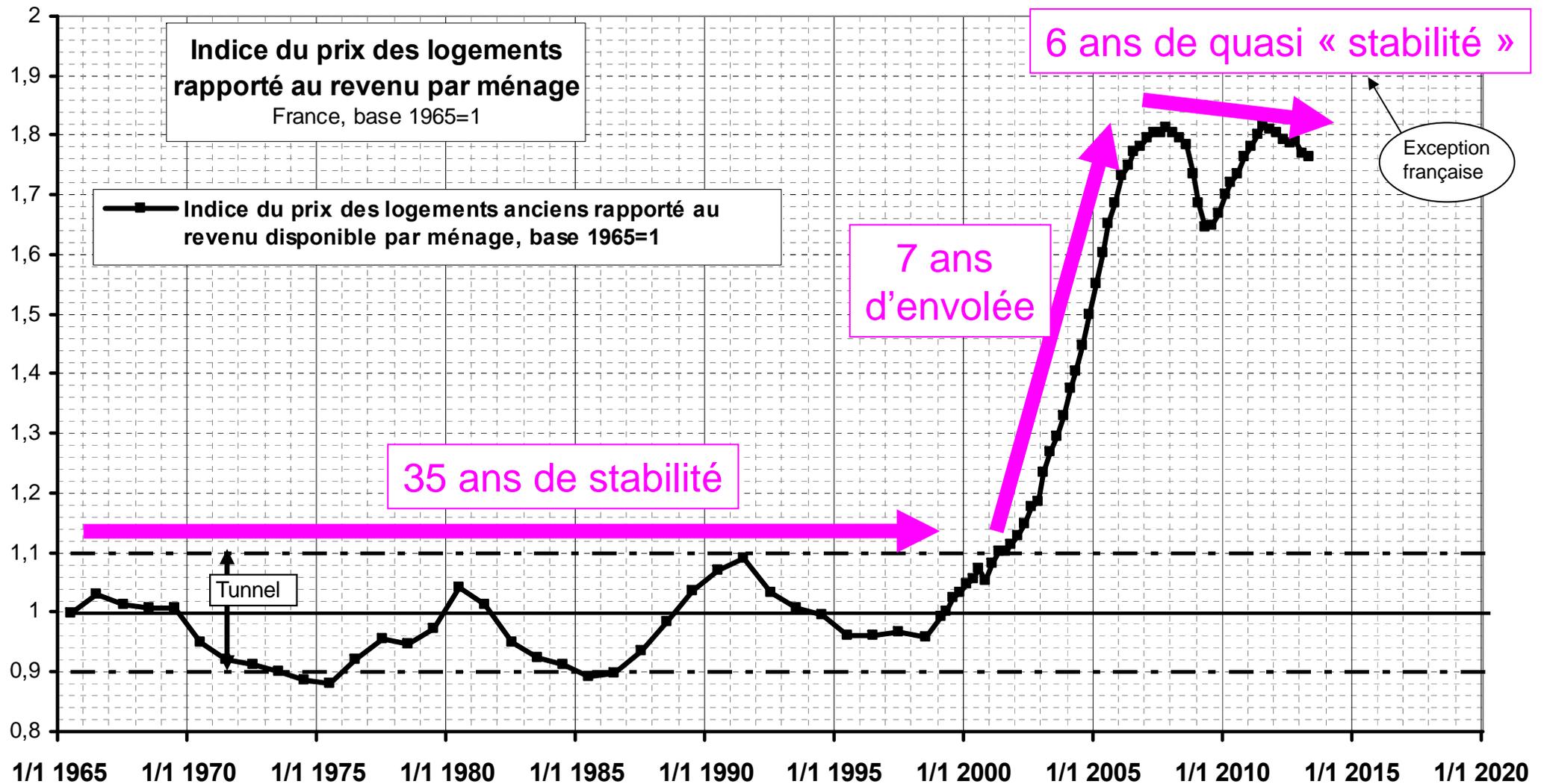
Exemple d'effet qualité (2): confort

* Les ménages à bas revenu ont été les grands gagnants de l'augmentation du confort des logements: exemple du % de logements locatifs privés équipés d'un WC intérieur.

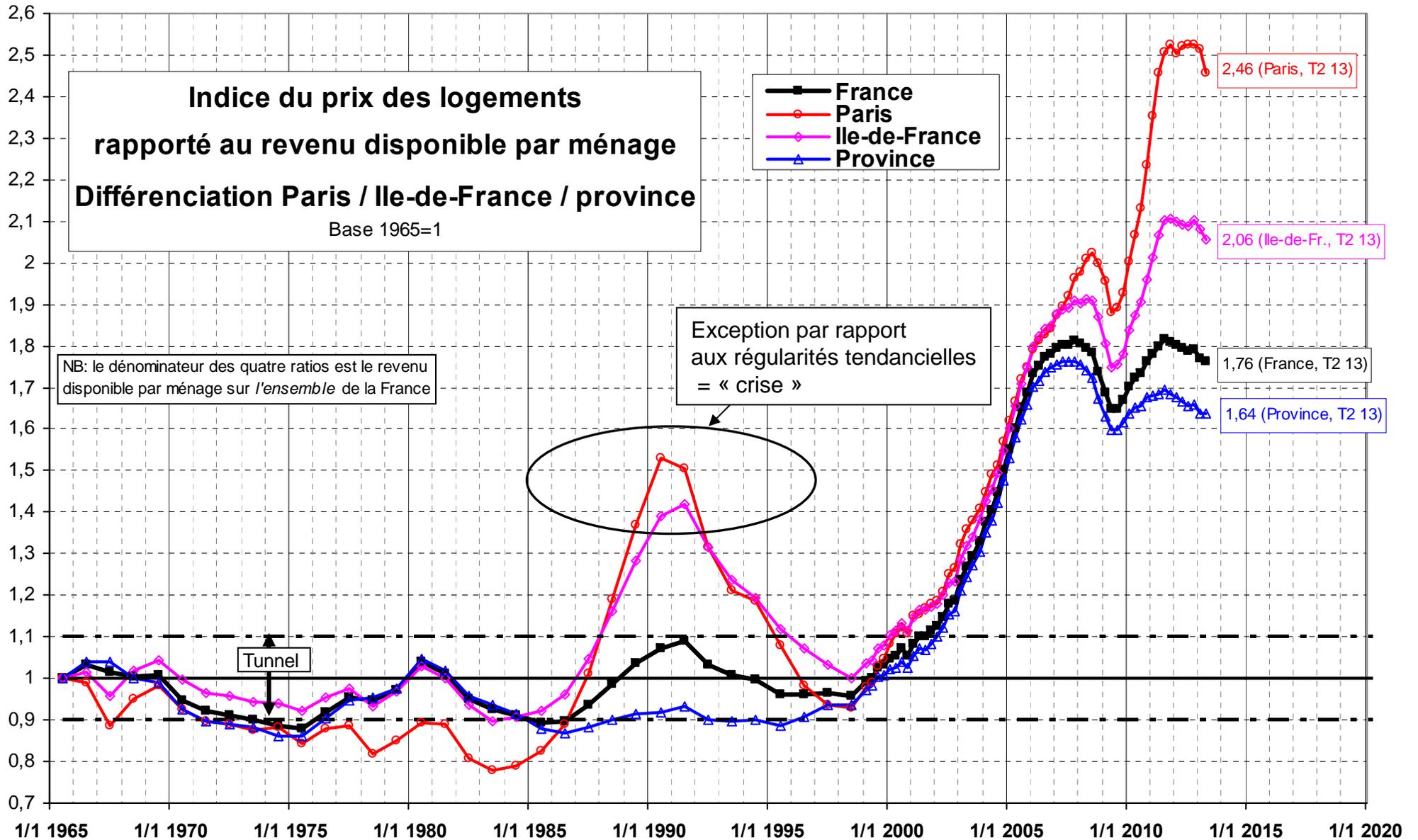
* Dans le même temps, le loyer des locataires à bas revenu a augmenté plus rapidement que la moyenne: le resserrement de l'éventail des confort s'est accompagné d'un resserrement de l'éventail des loyers. Des analyses économétriques complexes sont nécessaires pour estimer la part du resserrement de l'éventail des loyers qui est attribuable au resserrement de l'éventail des confort.



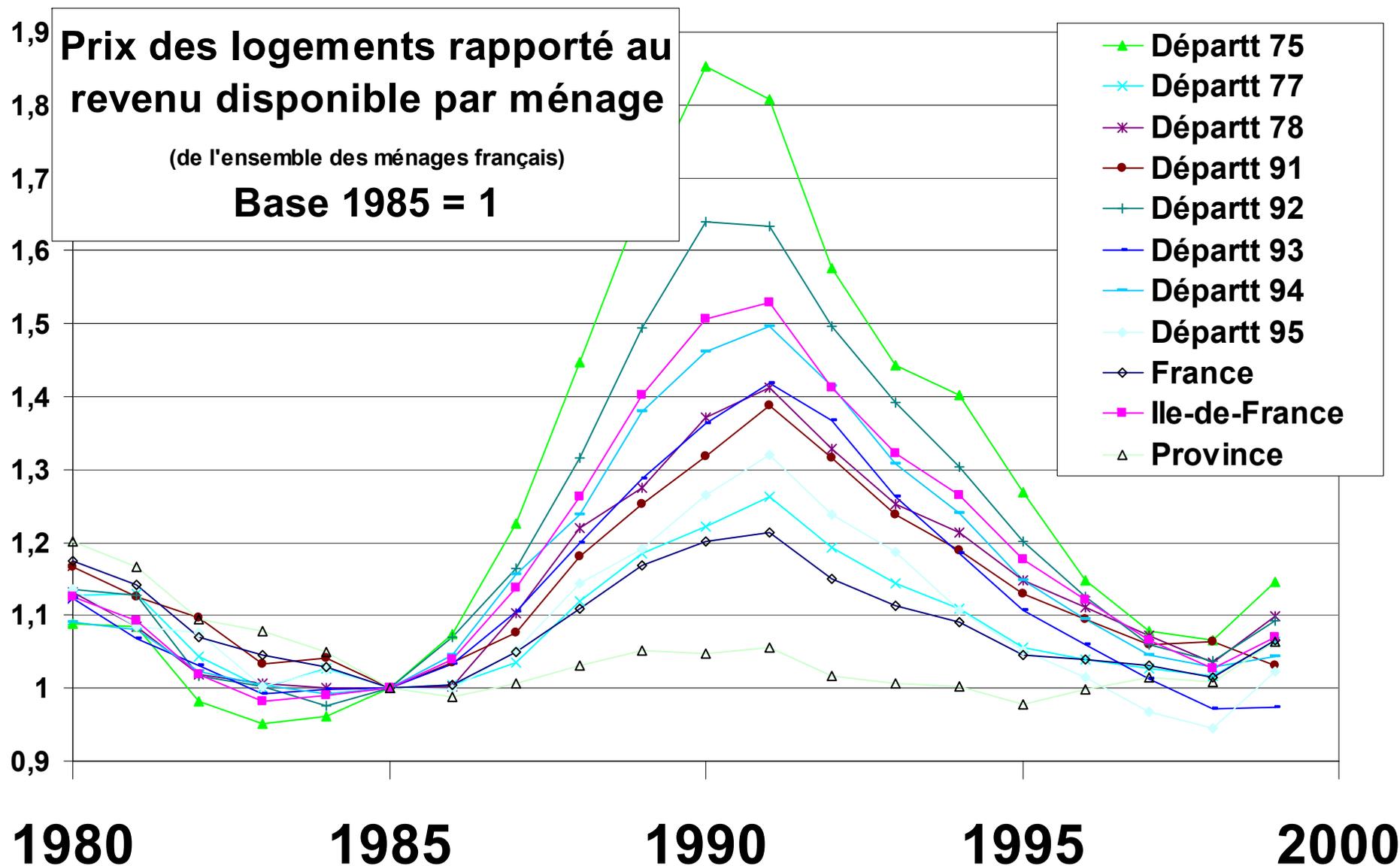
Stabilité sur 1965-2000 puis envolée puis « stabilité » de l'indice du prix des logements anciens rapporté au revenu par ménage



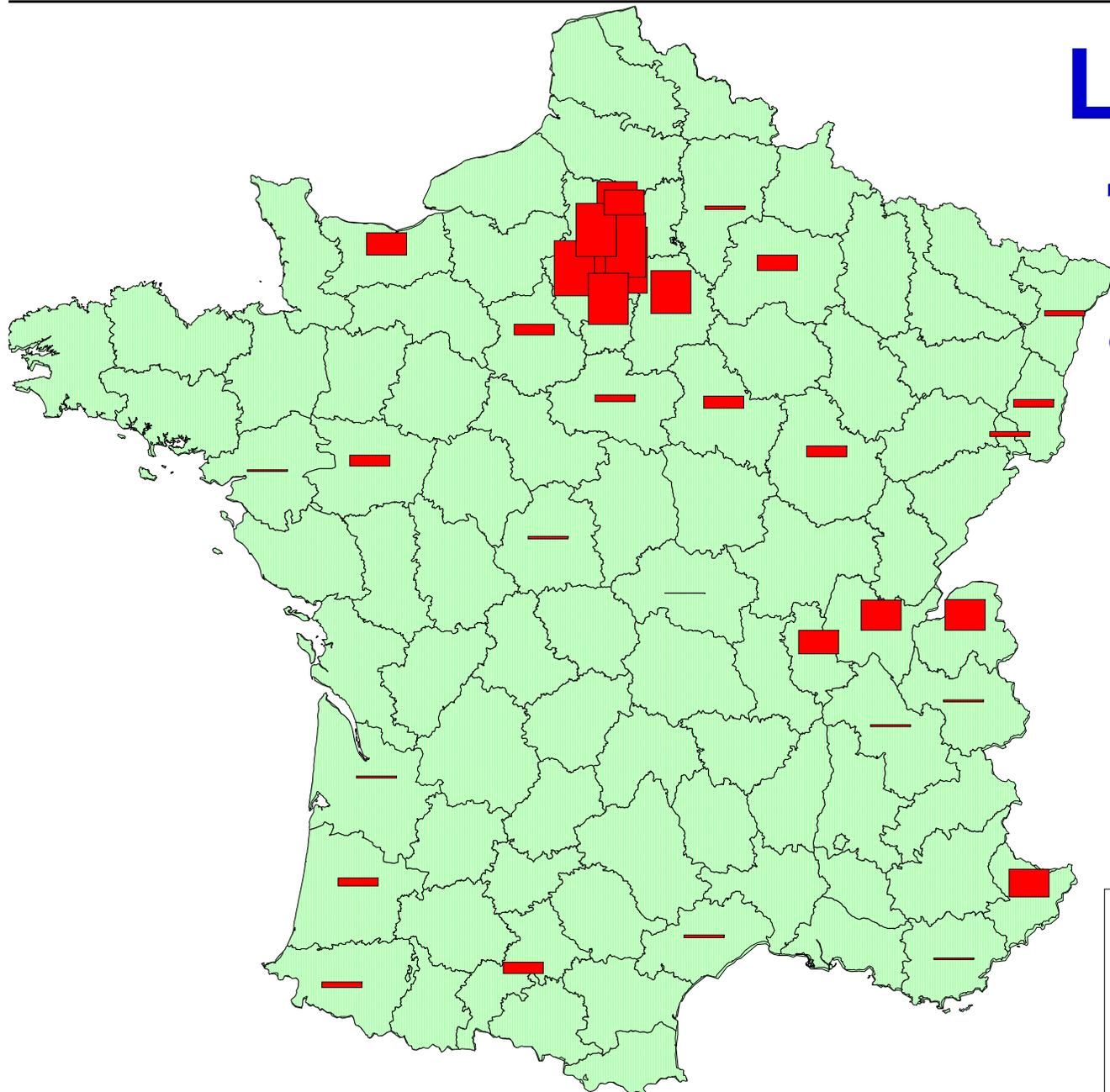
Différenciation géographique



La crise de 1987-1995 en Ile-de-France: centrée sur Paris



La crise de 1987-1995 a été très localisée



Indicateur
de crise



2000-2010: hétérogénéité de la croissance du prix des logements selon le département

- Les extrêmes (croissance de 2000 à 2010 de l'indice du prix des logts anciens):
- Les 3 plus petits accroissements: Territoire de Belfort: +59%; Haut-Rhin: +64%, Moselle +70%
 - Les 3 plus grand accroissements: Bouches-du-Rhône, Paris, Alpes-Maritimes: (à égalité) +138%
 - (France: + 107%)

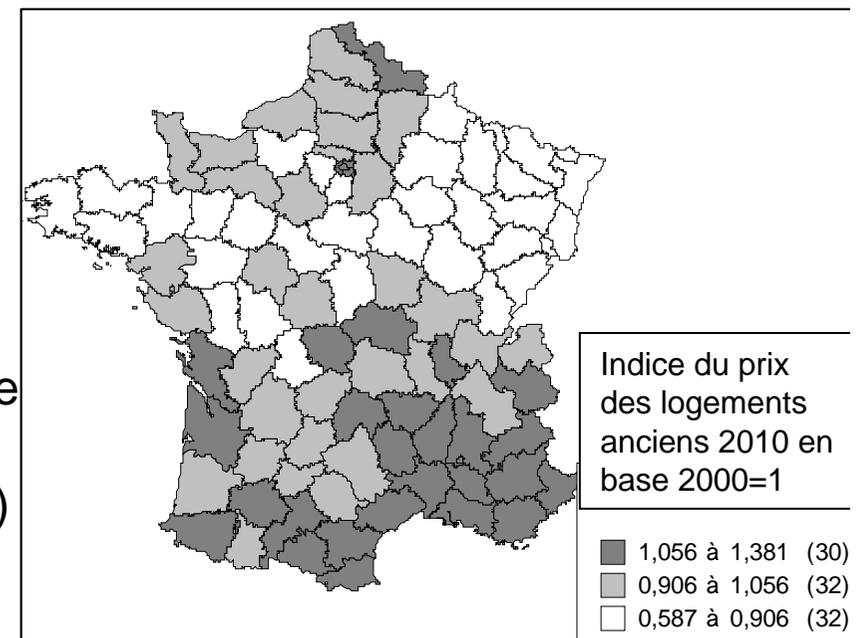
(Source: indices Notaires-INSEE et Perval)

De 2000 à 2010, croissance d'autant plus élevée que:

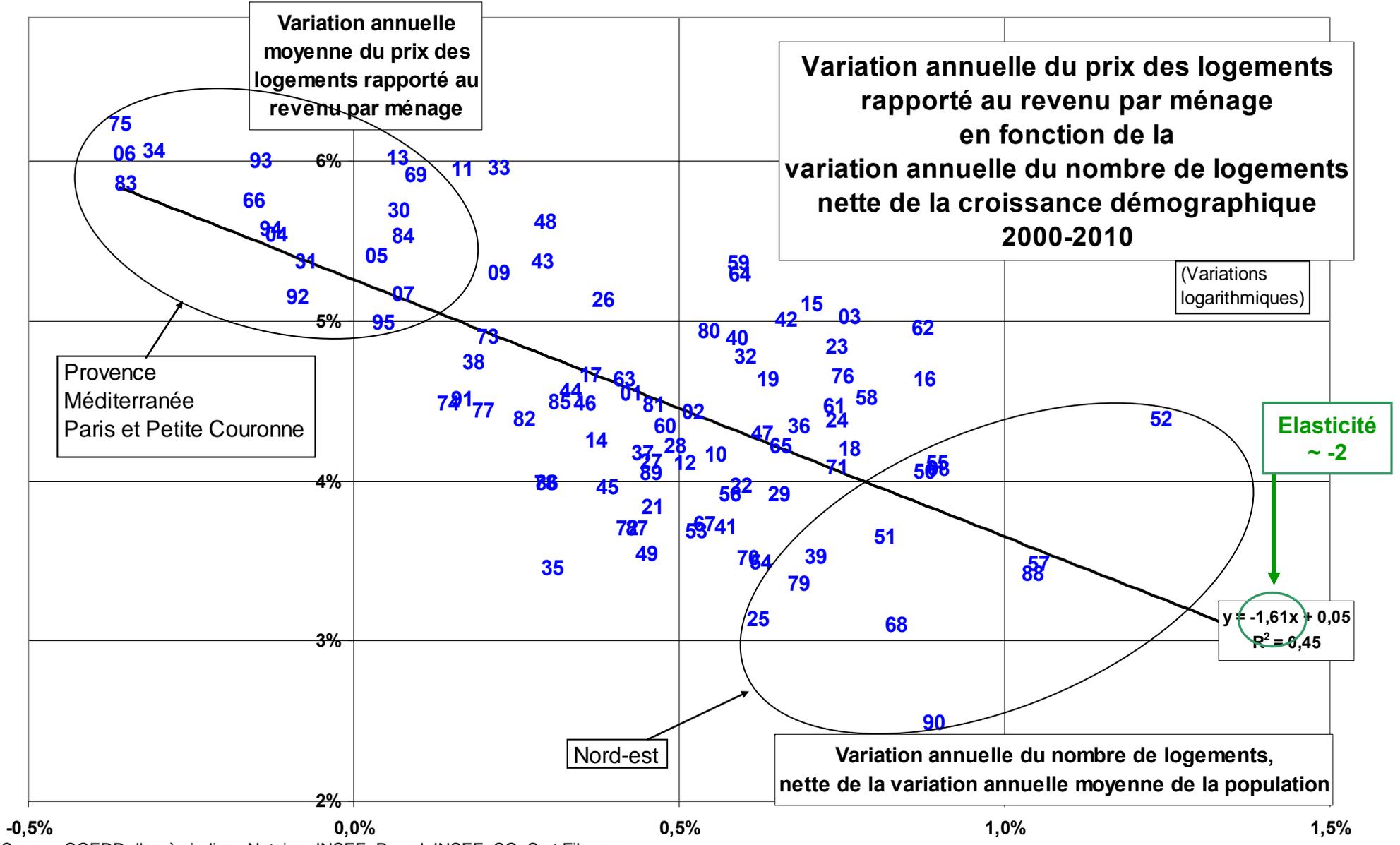
- Plus de résidences secondaires
 - Plus de résidences principales locatives privées
 - Moins de résidences princip. occupées par le propriétaire
 - Moindre construction de logts (élasticité ~ -1 or -2)
 - Plus forte croissance de la population (élasticité ~ 1 or 2)
 - Plus forte croissance du revenu par mén. (élasticité ~ 1)
 - Moindre croissance du chômage
- Résultats non robustes par rapport à la période étudiée*

Détails dans la note:

http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/difference-variation-prix-immobilier-par-departement_cle76a2da.pdf

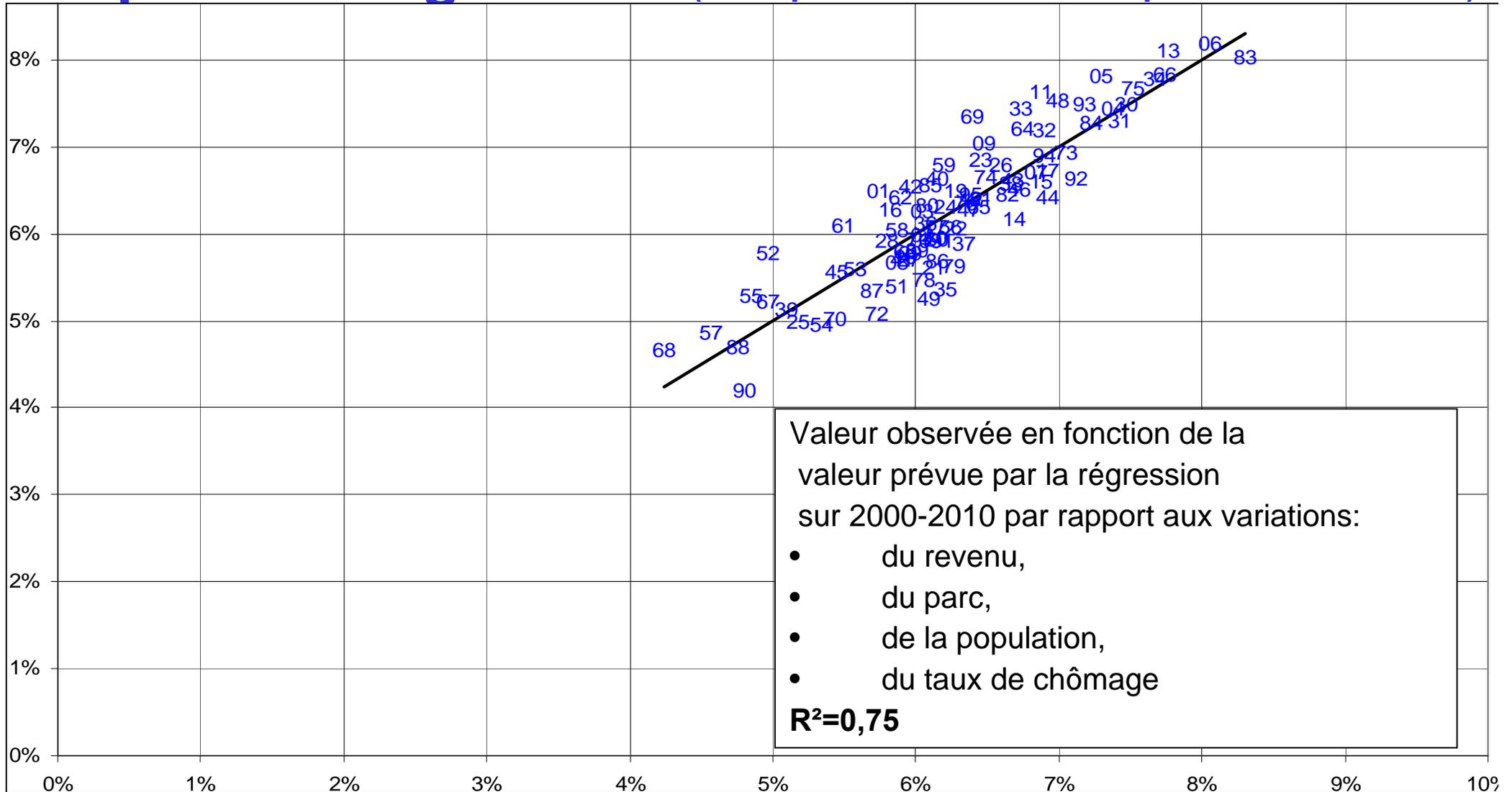


2000-2010: la différenciation par département de la construction nette de la croissance démographique « explique » la moitié de la différenciation de la variation du prix des logements rapporté au revenu par ménage (mais beaucoup moins sur 1994-2010: résultat non robuste) ... mais la pente de la droite de régression n'est que de ~ -1 ou -2



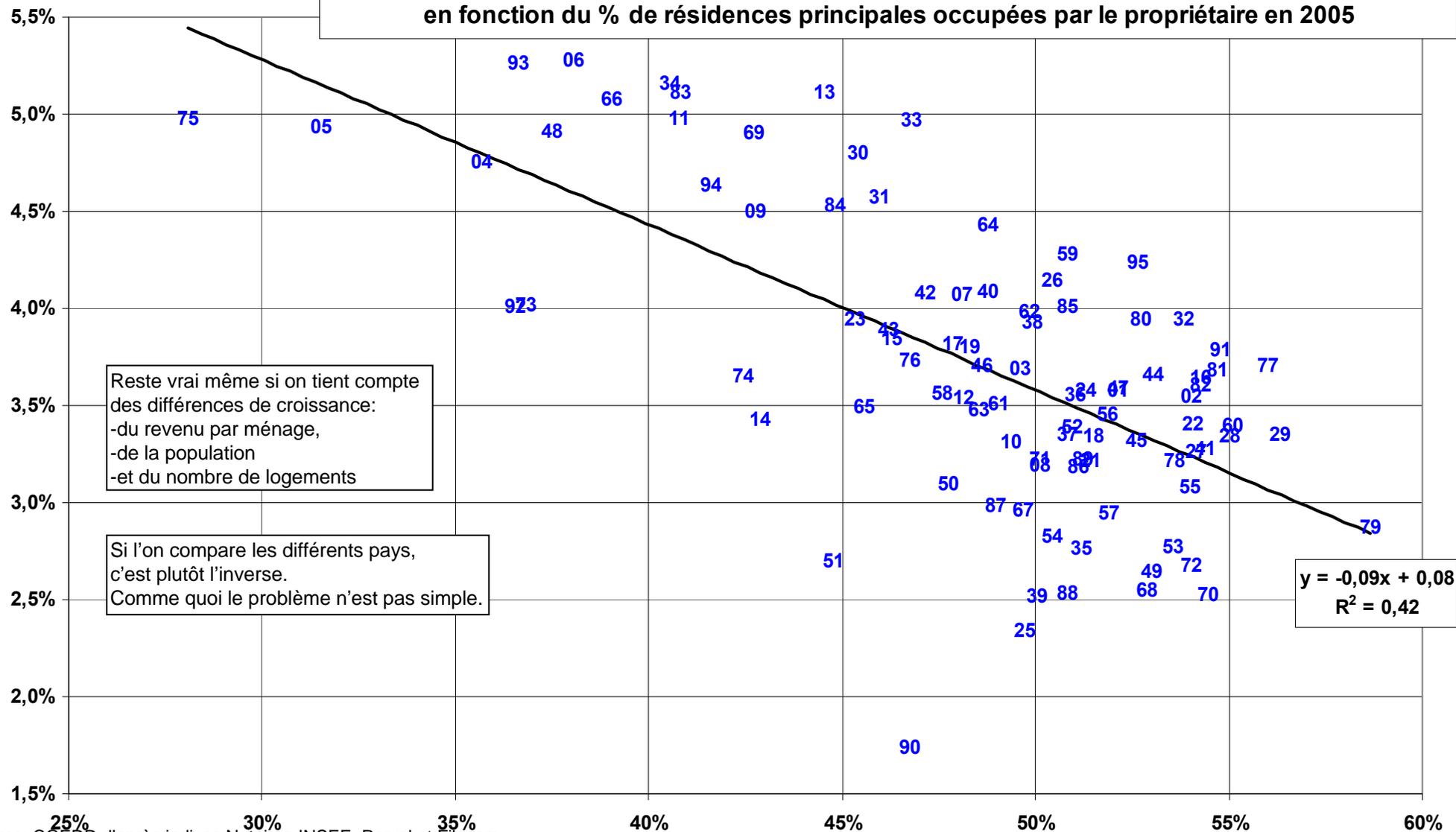
Source: CGEDD d'après indices Notaires-INSEE, Perval, INSEE, SOeS et Filocom

2000-2010: 4 variables « expliquent » 75% de la différenciation par département de la croissance du prix des logements (mais pas sur 1994-2000....: pb de la robustesse)

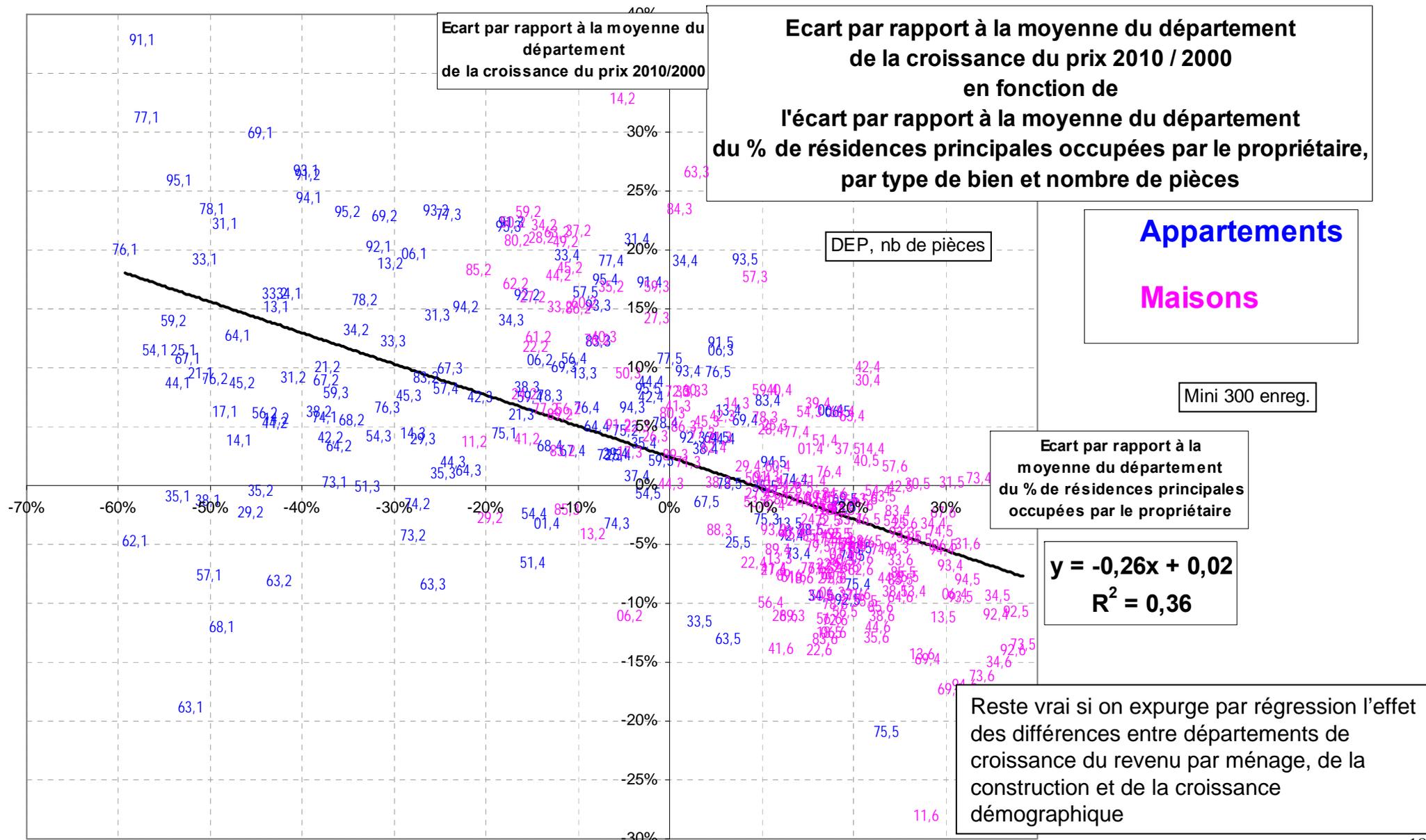


2000-2010: les prix ont davantage augmenté dans les départements dont le parc contient le moins de résidences principales occupées par le propriétaire

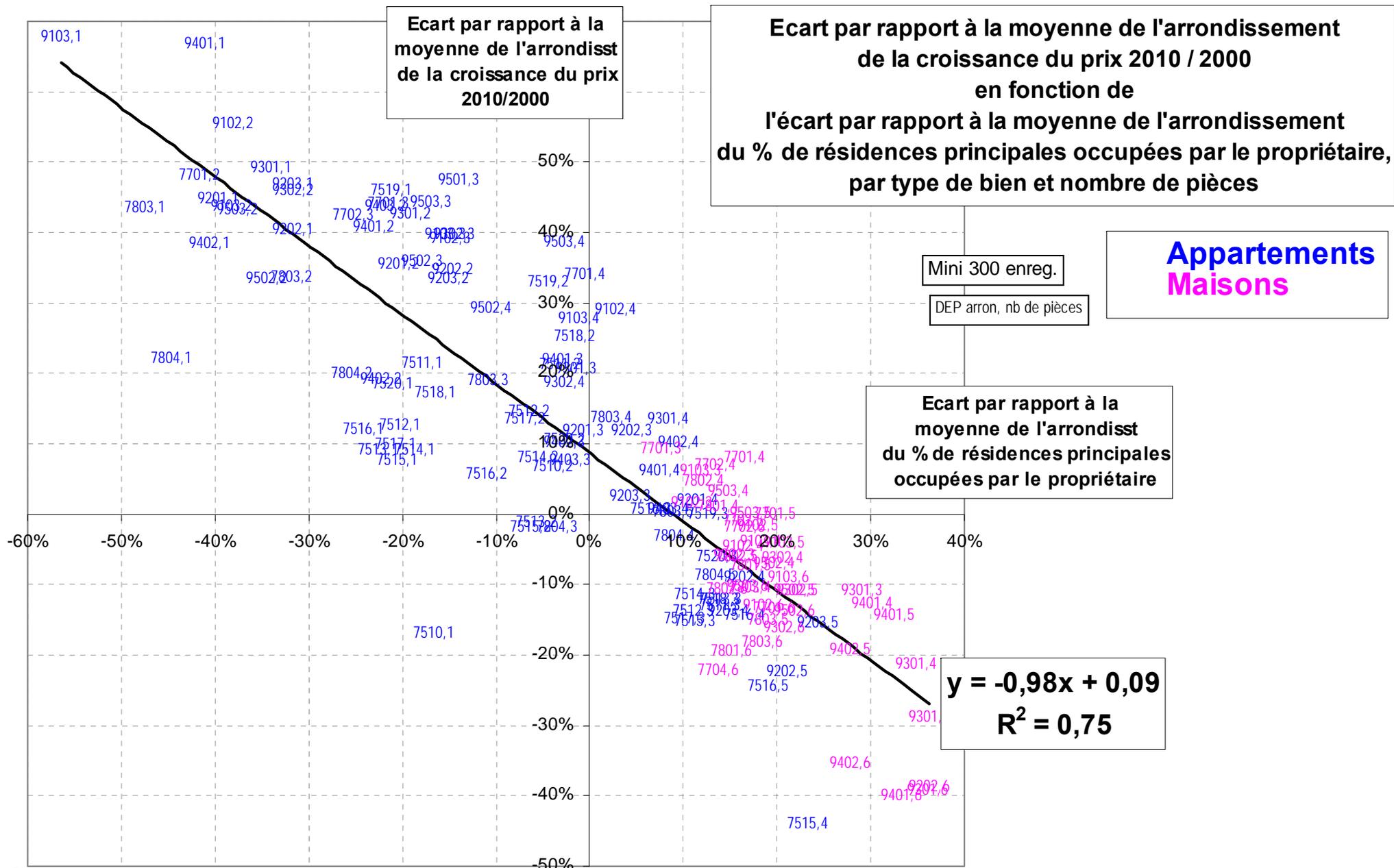
Variation annuelle moyenne du logarithme du prix des logements rapporté au revenu par ménage
2000-2010
en fonction du % de résidences principales occupées par le propriétaire en 2005



2000-2010: dans un département donné, les prix ont davantage augmenté pour les types de logements et nombres de pièces qui comprennent le moins de résidences principales occupées par le propriétaire



Idem pour la seule Ile-de-France, par arrondissement



Source: CGEDD d'après bases notariales et Filocom

Depuis 2002: inversion de la différenciation appartements / maisons

Par rapport aux maisons, les appartements se sont:

- **valorisés** de 1950 à 1965

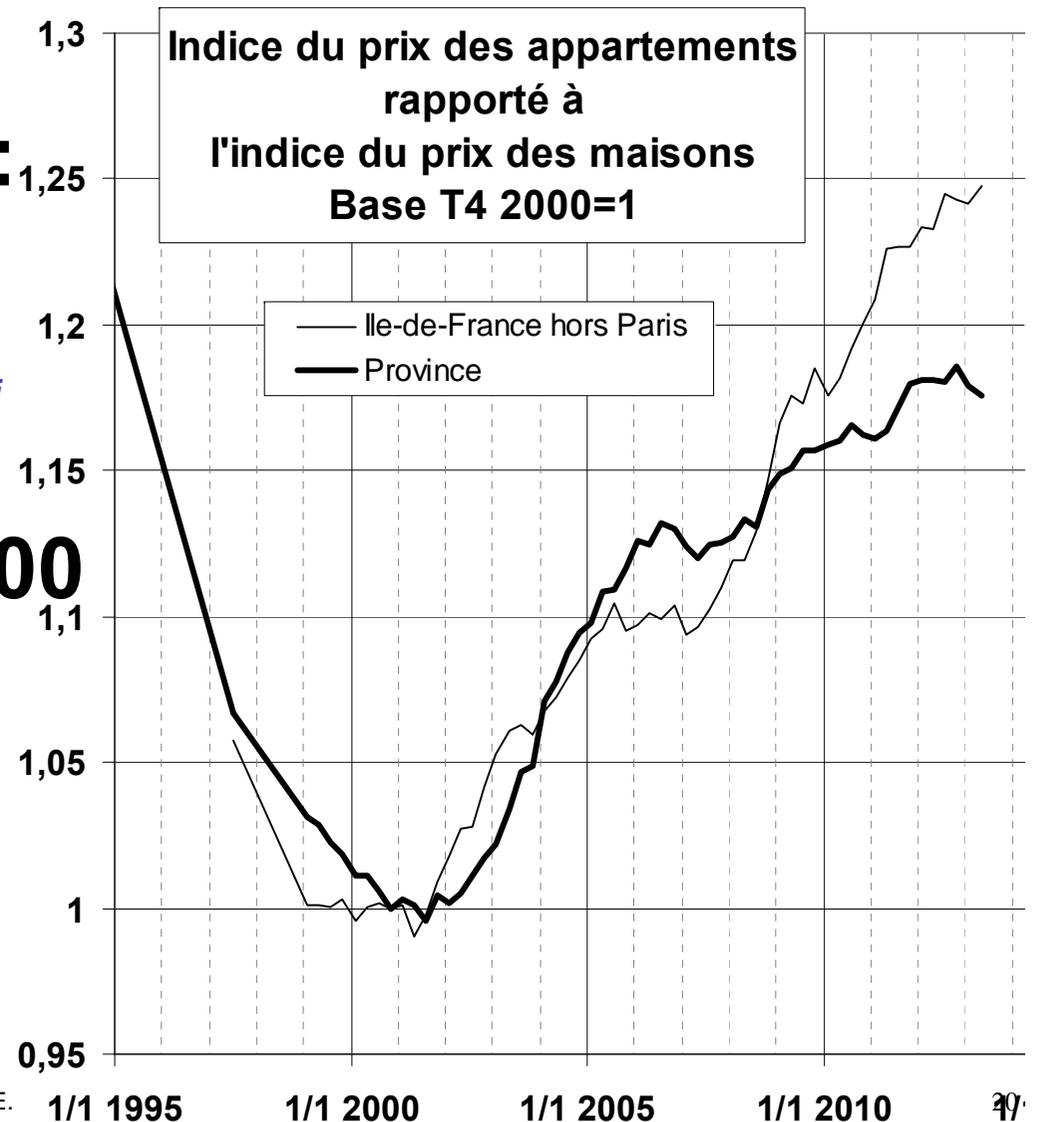
(sortie des contrôles des loyers, qui avaient davantage touché les appartements que les maisons)

- **dévalorisés** de 1965 à 2000

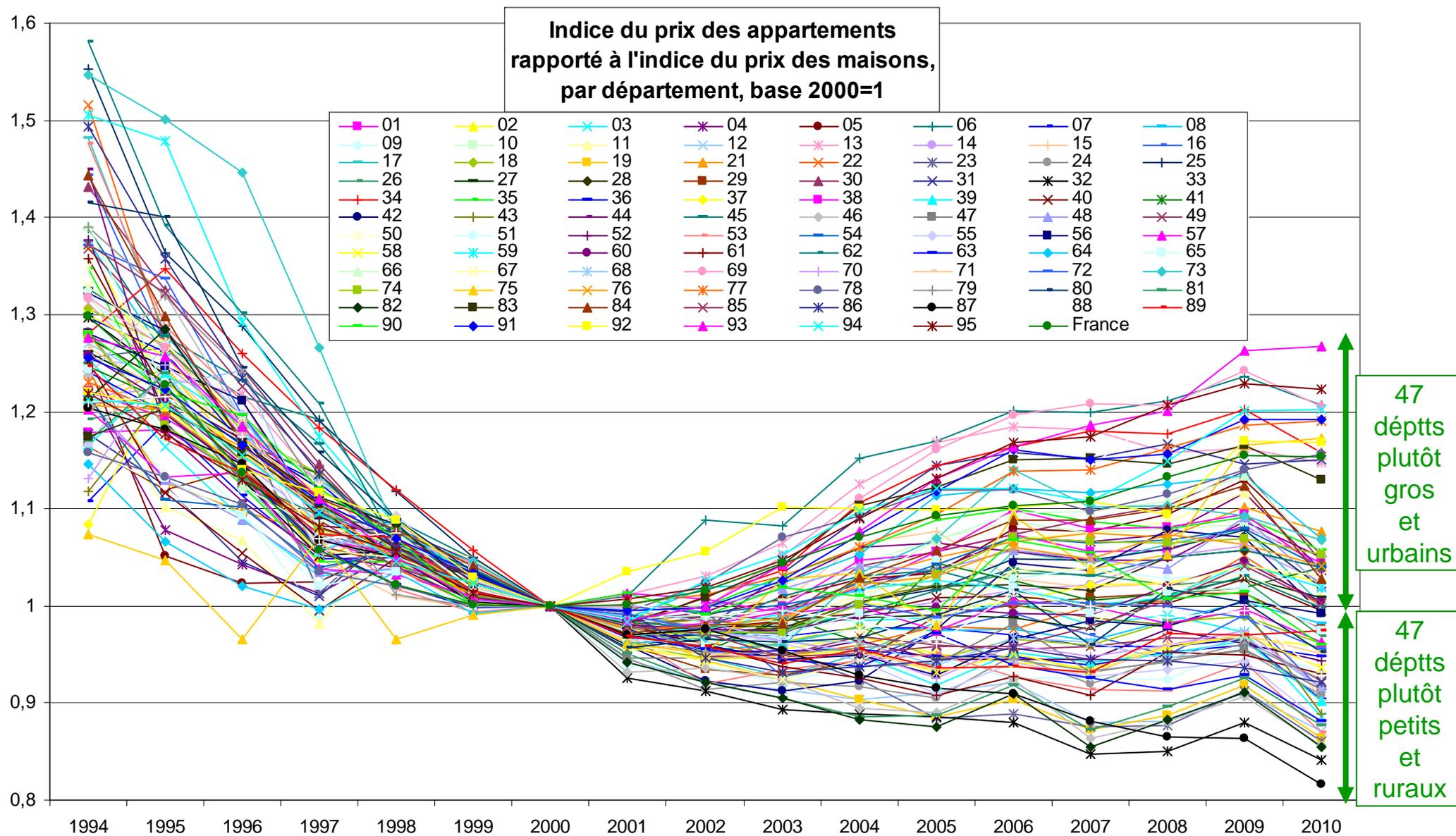
(et paupérisés)

- **valorisés** depuis 2001

(tout en continuant de se paupériser...=> pas durable)



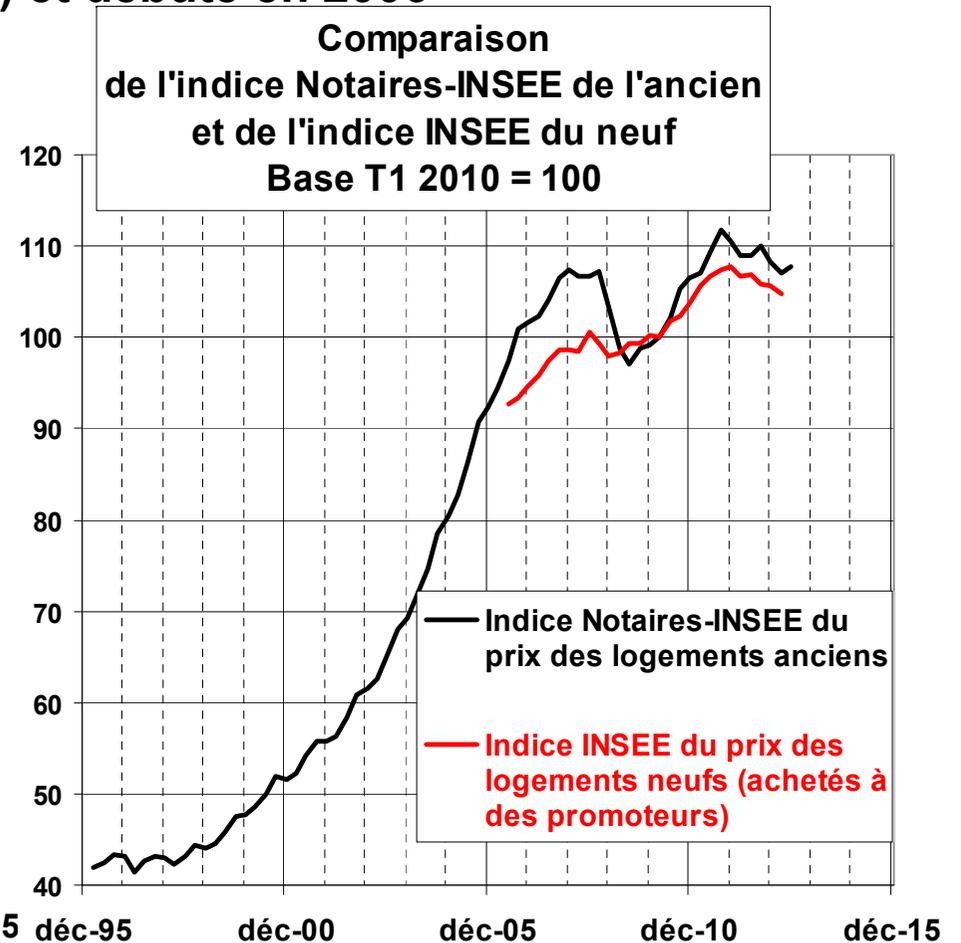
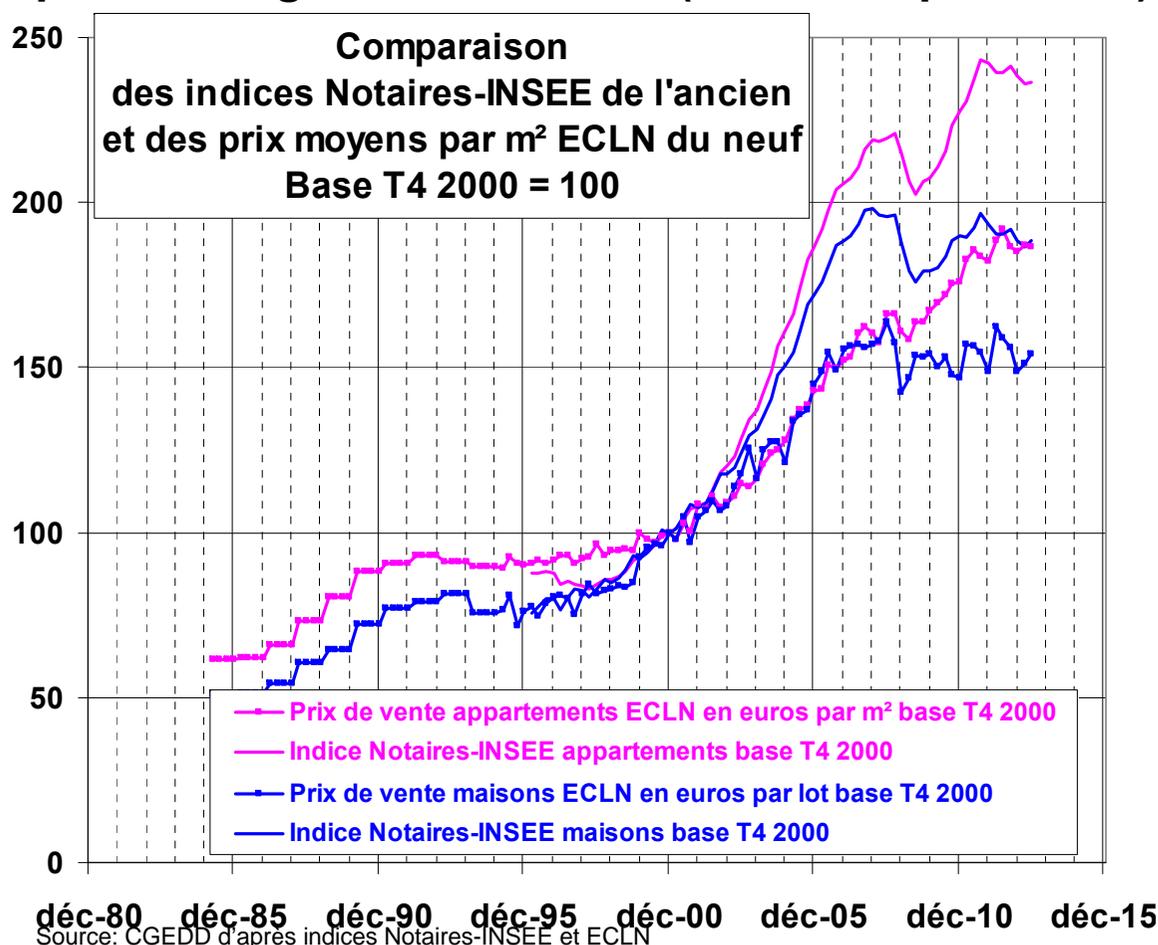
2000-2010: inversion de la différenciation appartements / maisons: différenciation géographique



Source: CGEDD d'après indices Notaires-INSEE et Perval.

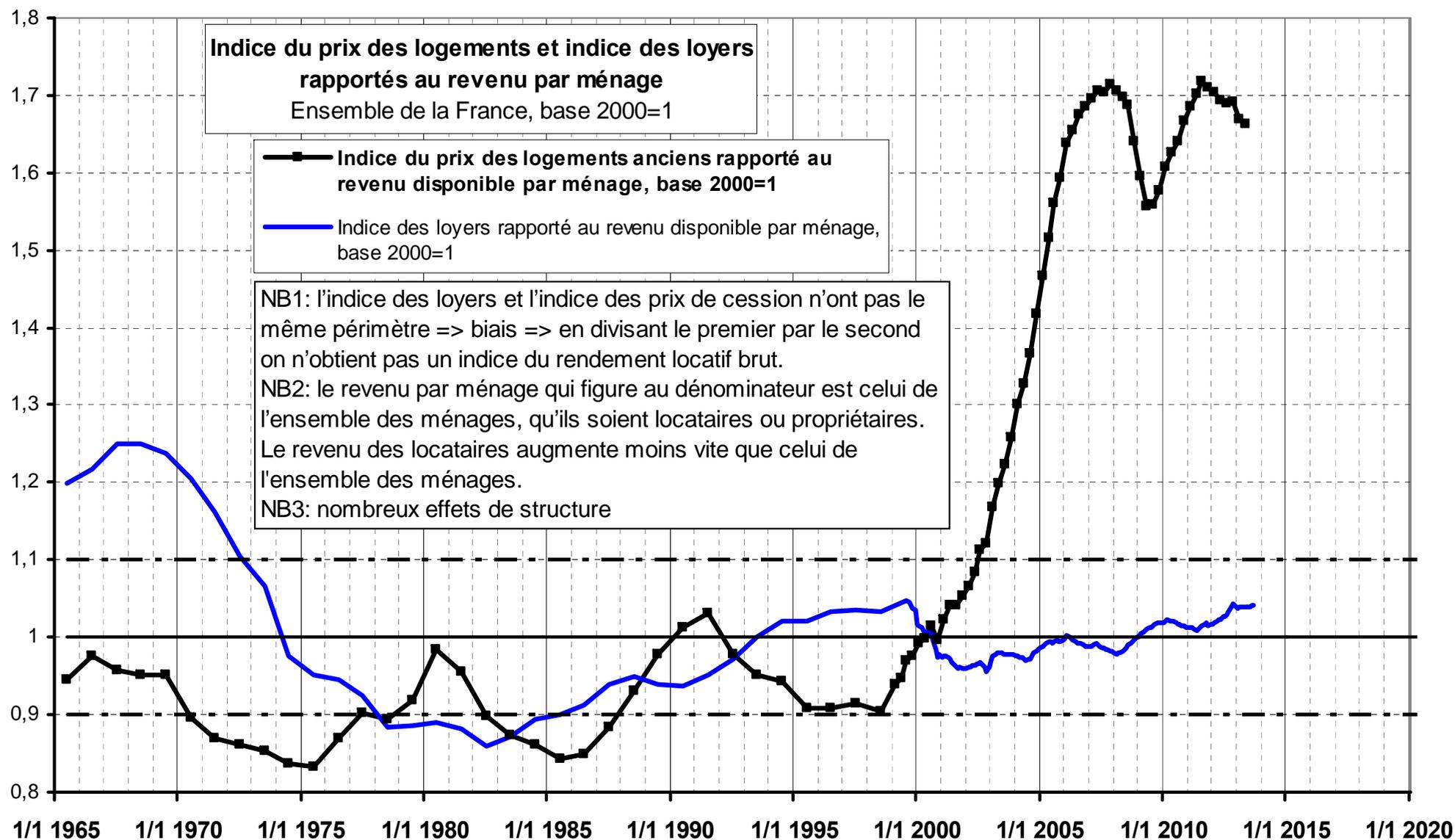
Depuis 2000: prix du neuf et prix de l'ancien

- Le **prix moyen** du **neuf** a moins augmenté que **l'indice** (et le prix moyen) de **l'ancien**
- Pour aller plus loin il est **indispensable mais difficile** de faire la part des effets de structure donc de comparer indices du neuf et indices de l'ancien à qualité constante
- Depuis janvier 2013 l'INSEE publie un indice du prix des logements **neufs** (vendus par les promoteurs) mais il n'est pas totalement comparable avec l'indice Notaires-INSEE du prix des logements **anciens** (méthode, périmètre) et débute en 2006



Loyers (cf. § 4 pour analyse plus détaillée)

- pas de rupture en 2000 pour les loyers,
- effondrement des rendements locatifs (=loyer / prix)



1. Historique du prix des logements

1.1. Prix



1.2. Environnement financier

1.3. Volumes

1.4. Conséquences macroéconomiques de l'envolée
des prix depuis 2000

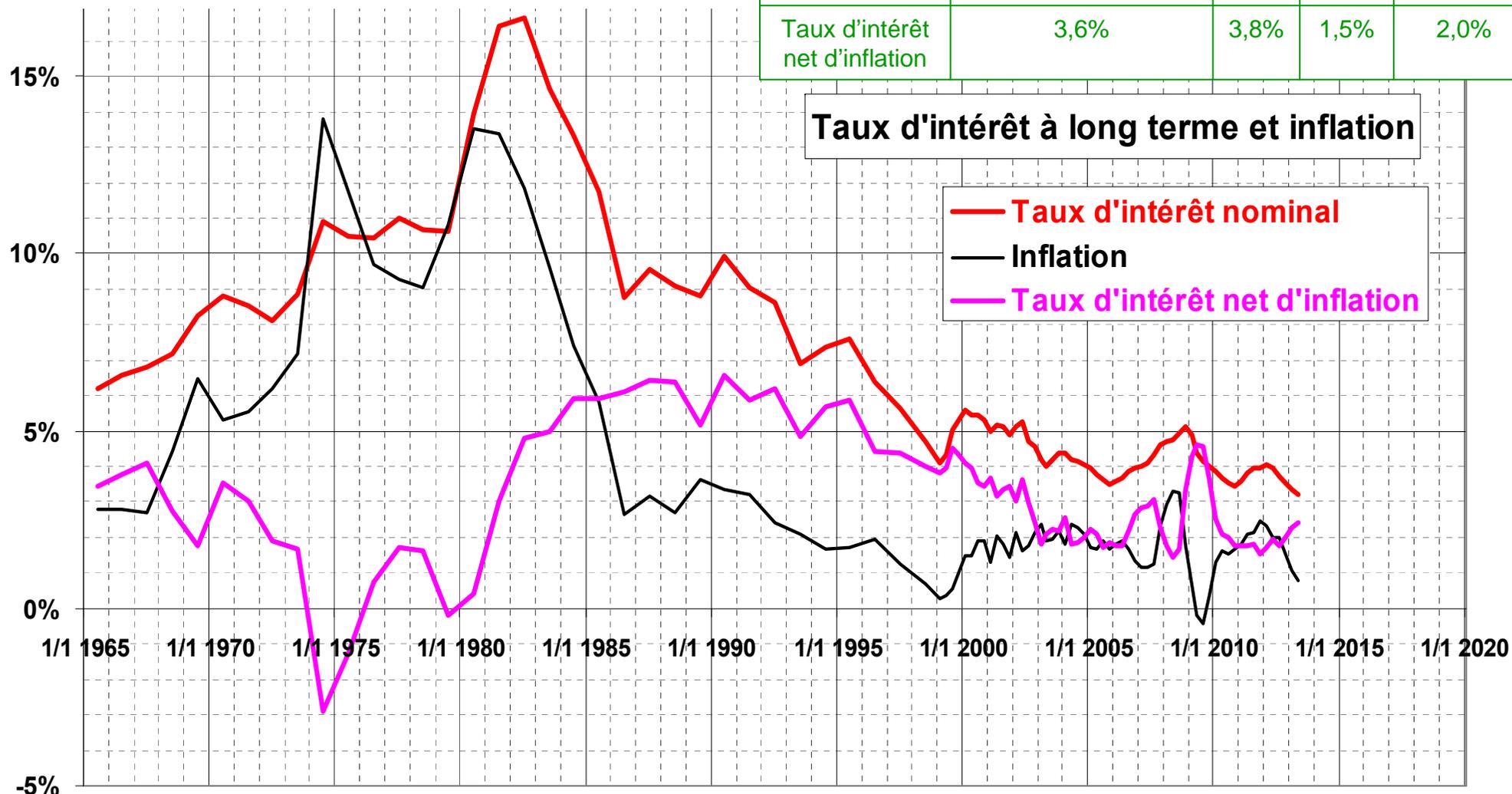
1.5. Comparaison internationale

Les taux d'intérêt sont historiquement bas ...mais leur baisse a commencé bien avant 2000

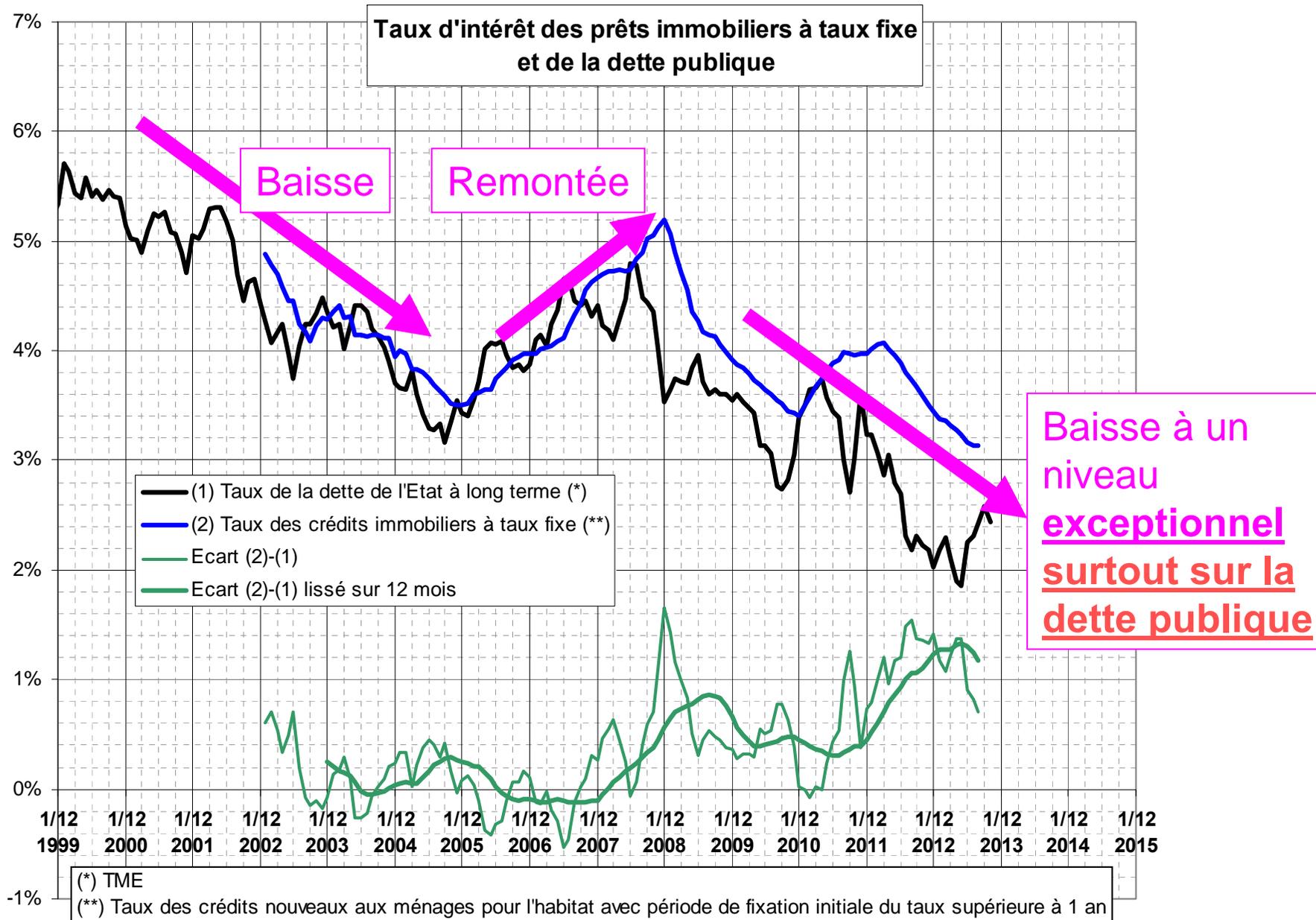
- Quels taux (nominaux, ou nets d'inflation, ou nets d'inflation anticipée)?
- Bas par rapport à quelle référence?

	Moyenne 1965-2000	2000	2008	T4 2012
Taux d'intérêt	9,2%	5,5%	4,3%	3,5%
Inflation	5,6%	1,7%	2,8%	1,5%
Taux d'intérêt net d'inflation	3,6%	3,8%	1,5%	2,0%

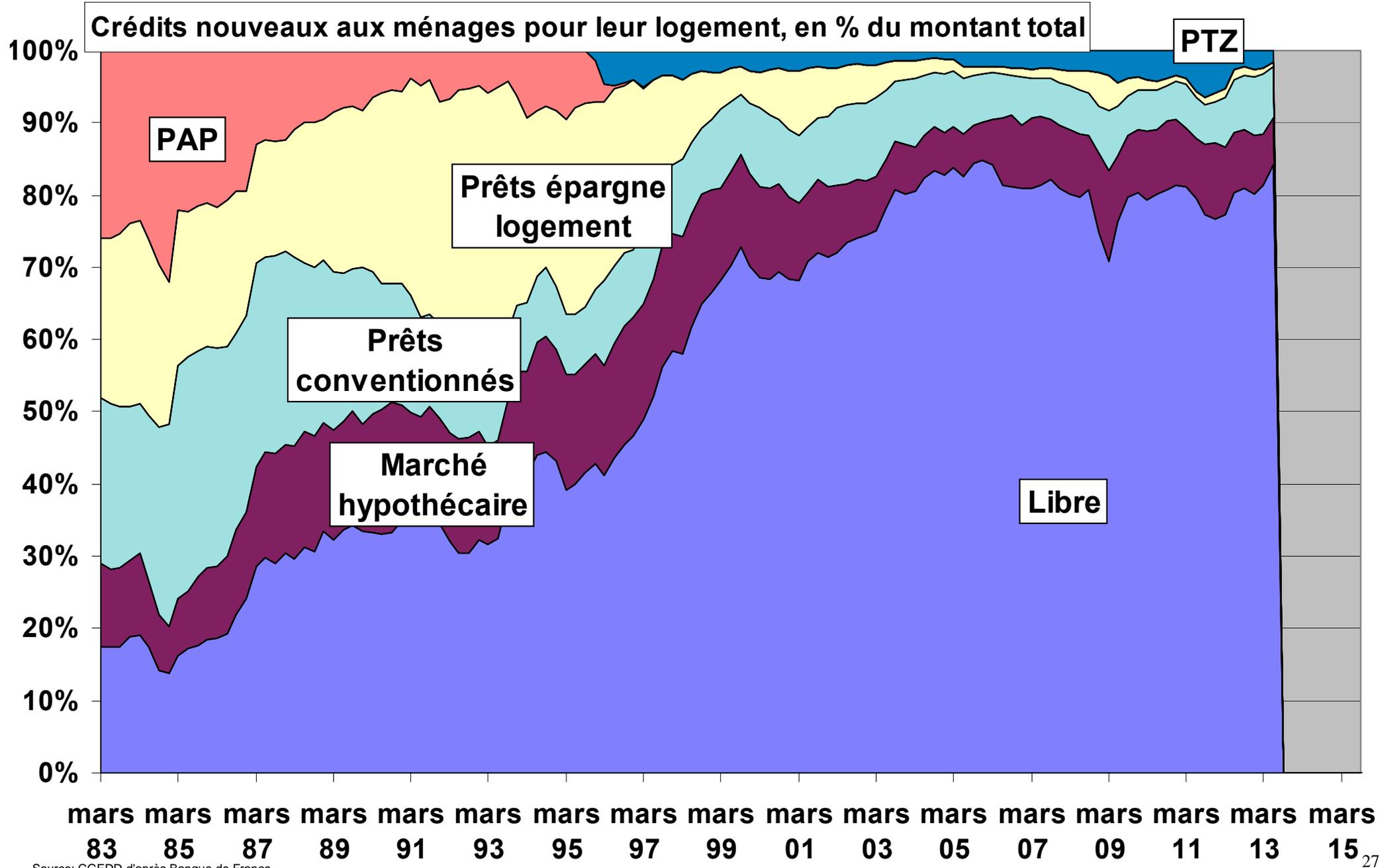
Taux d'intérêt à long terme et inflation



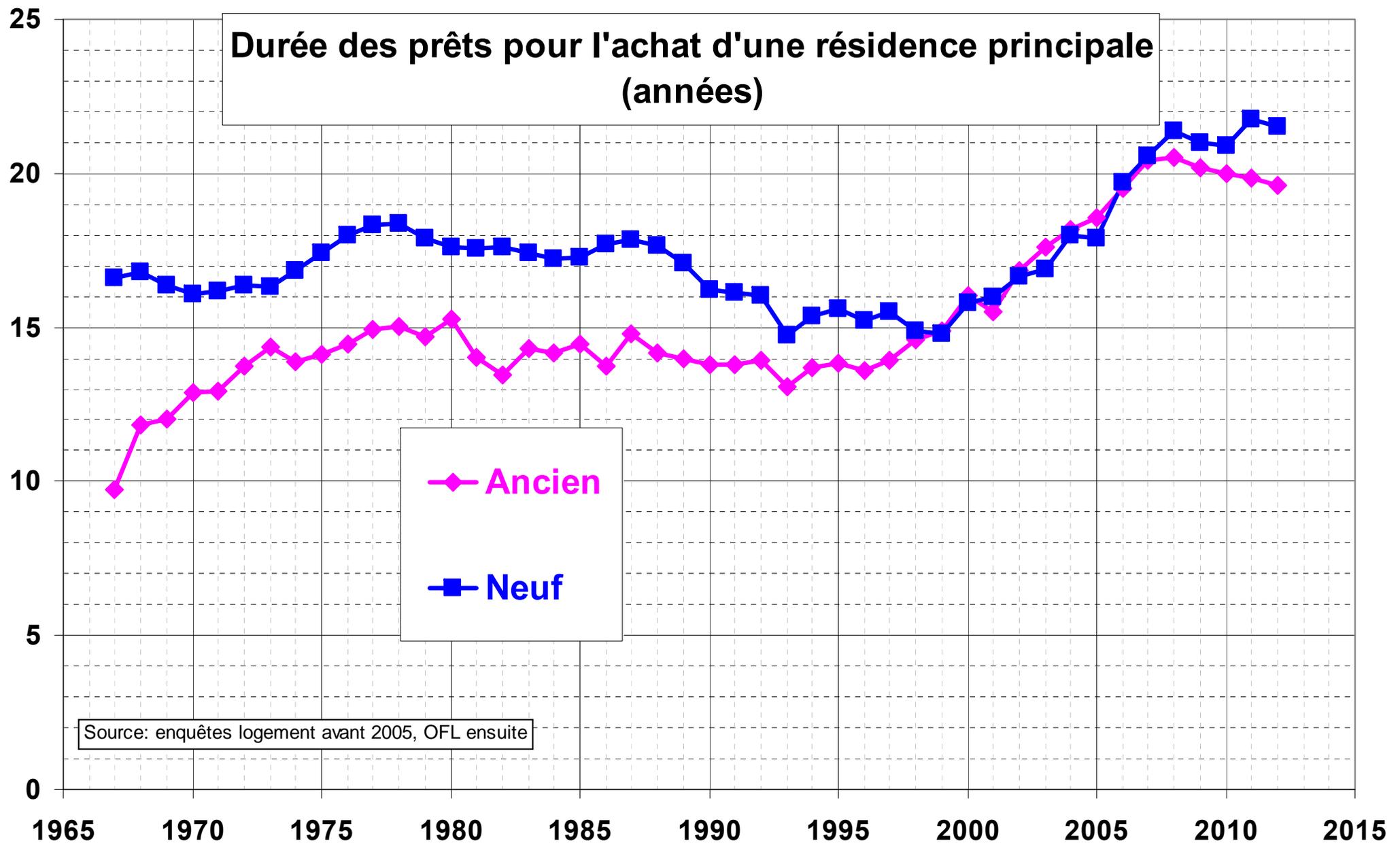
Le taux d'intérêt sur la dette publique est encore plus bas depuis 2008



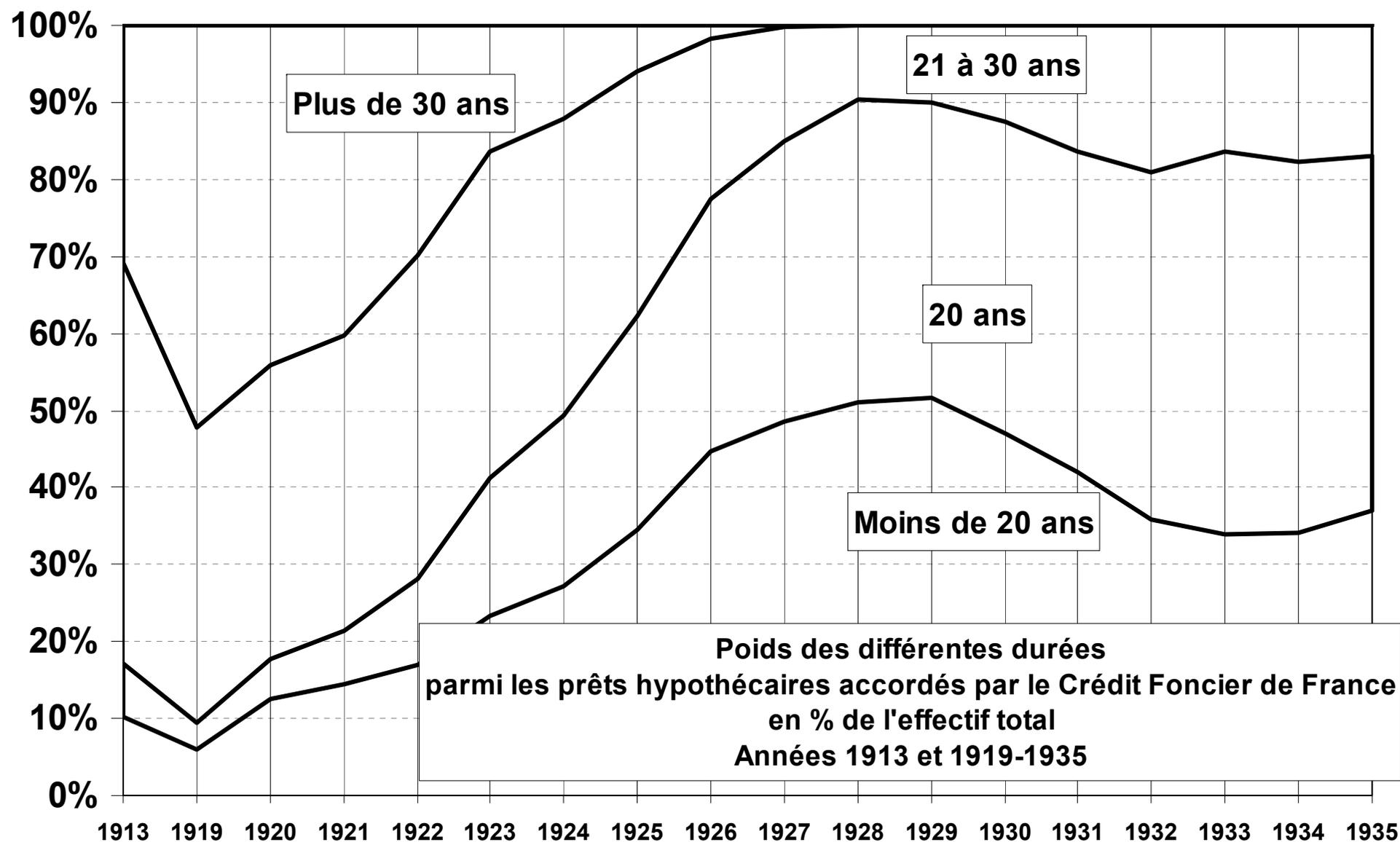
Raréfaction des prêts à taux privilégié liée à la baisse des taux de marché



Depuis 2000: allongement de la durée des prêts



L'allongement à partir de 1999 est un retour aux pratiques antérieures à la Seconde Guerre Mondiale

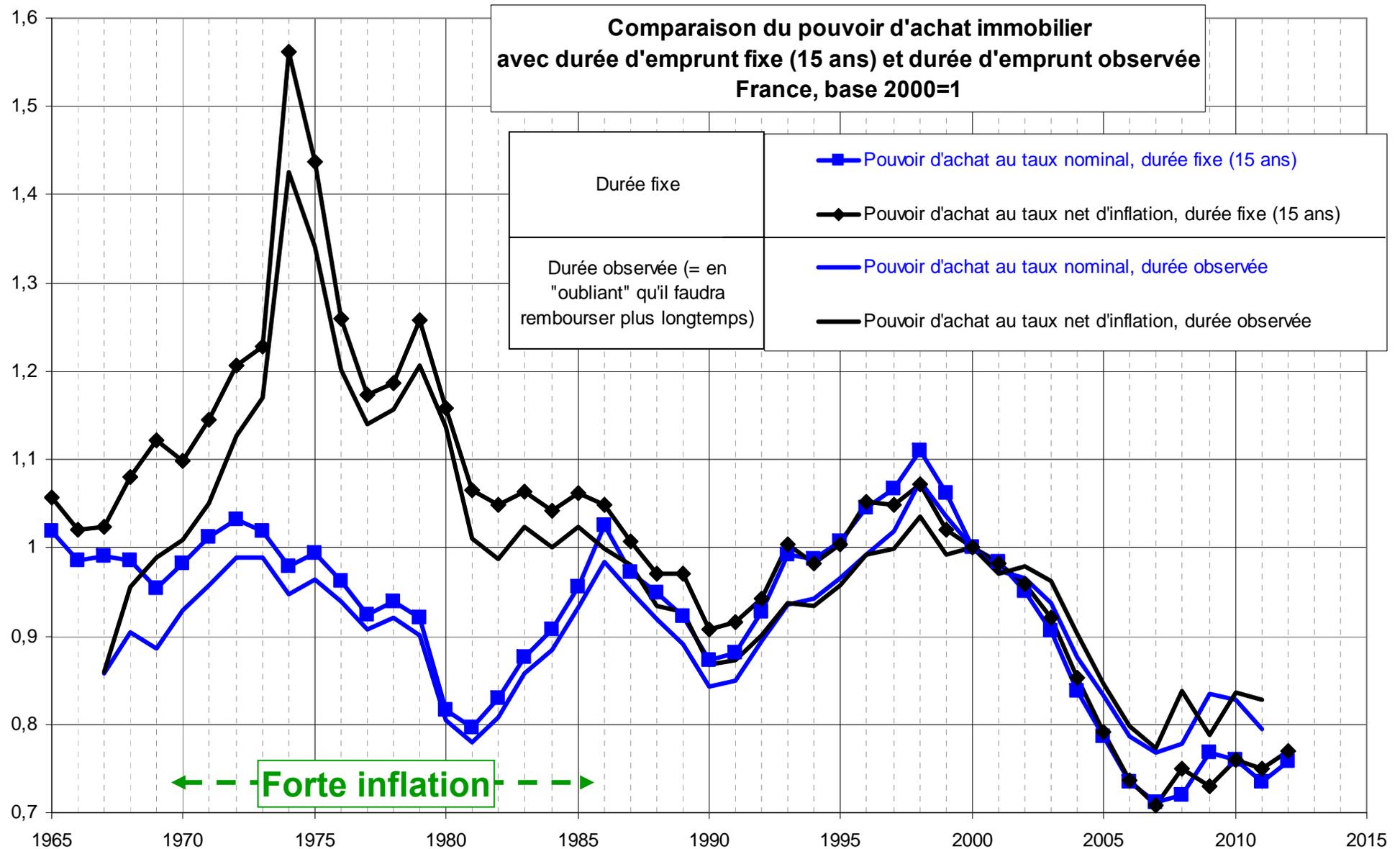


Poids des différentes durées
parmi les prêts hypothécaires accordés par le Crédit Foncier de France
en % de l'effectif total
Années 1913 et 1919-1935

Indicateurs de « pouvoir d'achat immobilier », « capacité d'achat », « solvabilité », etc.: **attention à ce dont on parle!**

- **Quelle période?** (ex: 2000-2010 ou bien 1990-2010 ou bien 1965-2010)
- **Quelle zone géographique?** (ex: Paris ou France)
- **Quel prix?** (indice à « qualité constante » ou prix moyen? neuf ou ancien?)
- **Quel point de vue** (achat de la première résidence principale, investissement locatif, achat de résidence secondaire)? (évolution des prix et étalons différents)
- **Quel revenu par ménage?** (des acheteurs, des accédants, de l'ensemble des ménages? revenu « disponible » ou imposable net ou brut?)
- **Quelles conditions de financement?**
 - **Quel taux d'intérêt?** (plusieurs séries plus ou moins cohérentes et continues, fiabilité? Que fait-on des taux variables? variables capés?)
 - **Comment tient-on compte de l'inflation sur 1973-85? de la progressivité des prêts pendant cette période?**
 - **Tient-on compte de la variation de la durée des prêts?**
 - **Tient-on compte de la variation de l'apport personnel?**
- **Autres variables éventuellement** (frais d'acquisition, interactions avec la collectivité: aides et impôts)
- **Autres approches: pouvoir d'achat en années de loyer??**

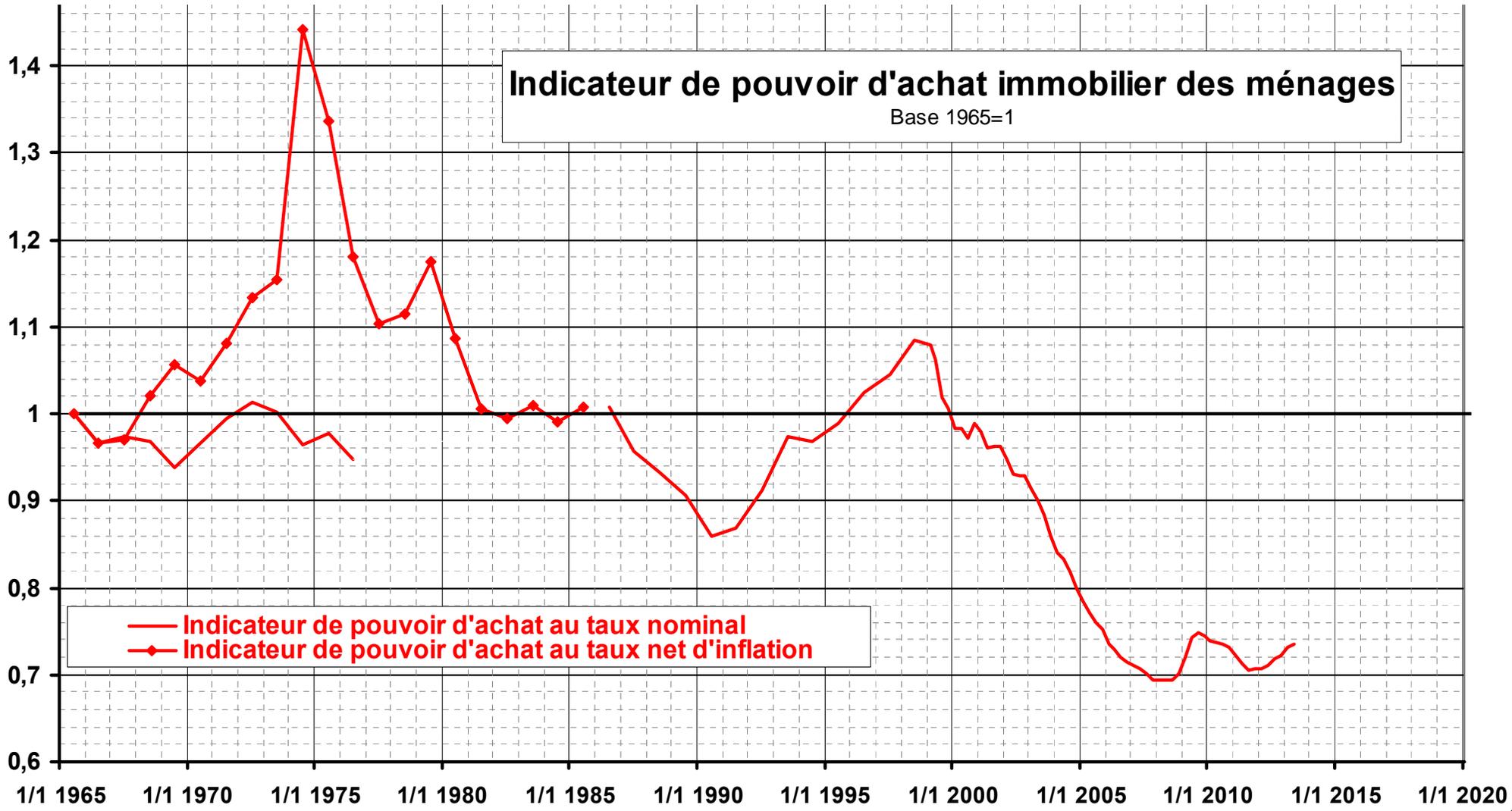
Taux nominal / net d'inflation et durée des prêts: effet sur le « pouvoir d'achat immobilier »



Depuis 2000: chute du pouvoir d'achat immobilier des ménages

au taux nominal et au taux net d'inflation

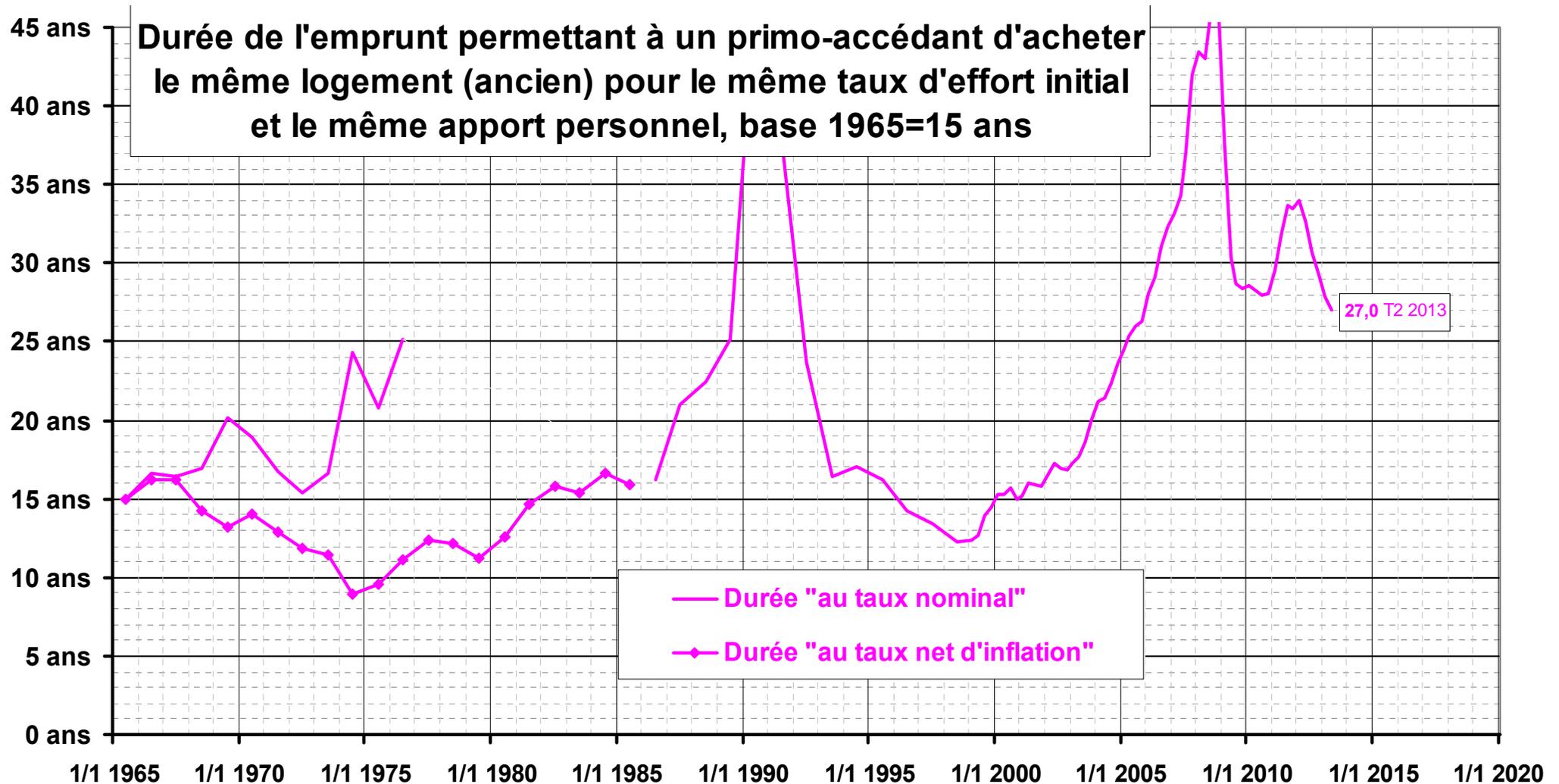
Illustre le fait que, du point de vue des accédants à la propriété, la baisse des taux d'intérêt n'a pas suffi à compenser la hausse du prix des logements par rapport au revenu par ménage



Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notaires-INSEE désaisonnalisés, Banque de France et Ixis.

Depuis 2000: allongement de la durée d'emprunt nécessaire pour acheter la première résidence principale, toutes choses égales par ailleurs

Illustre également le fait que, du point de vue des accédants à la propriété, la baisse des taux d'intérêt n'a pas suffi à compenser la hausse du prix des logements par rapport au revenu par ménage



1. Historique du prix des logements

1.1. Prix

1.2. Environnement financier

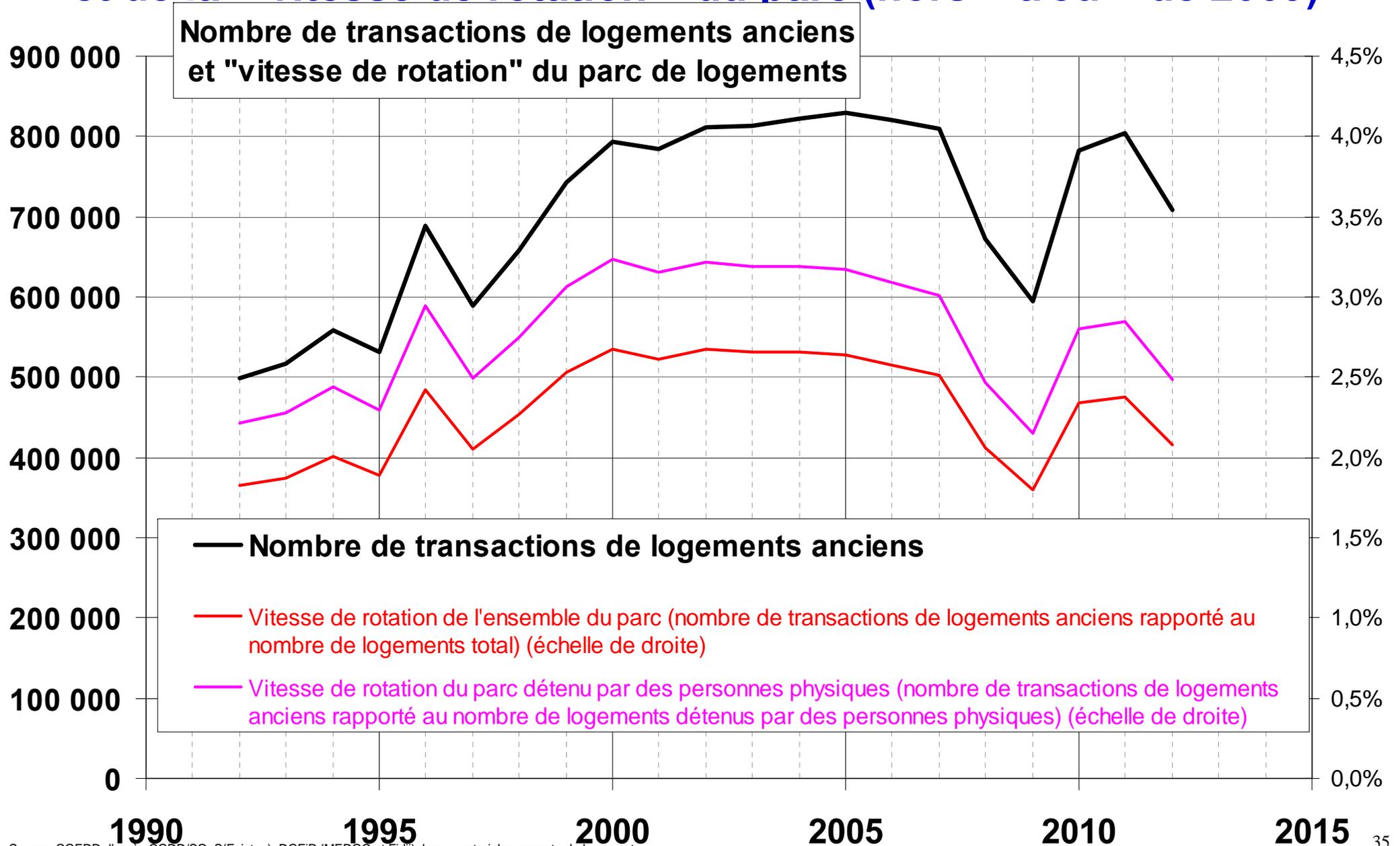
1.3. Volumes



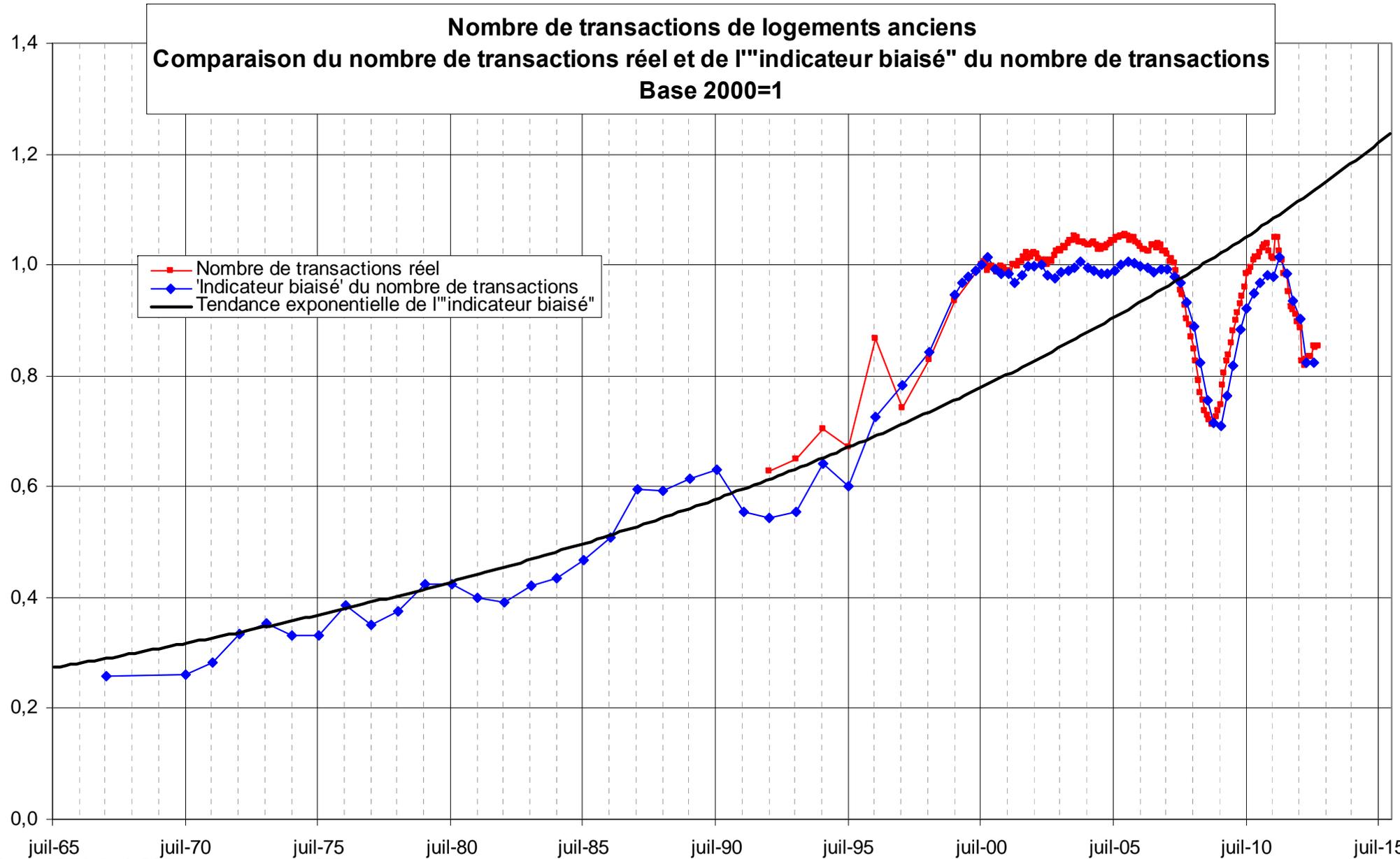
1.4. Conséquences macroéconomiques de l'envolée
des prix depuis 2000

1.5. Comparaison internationale

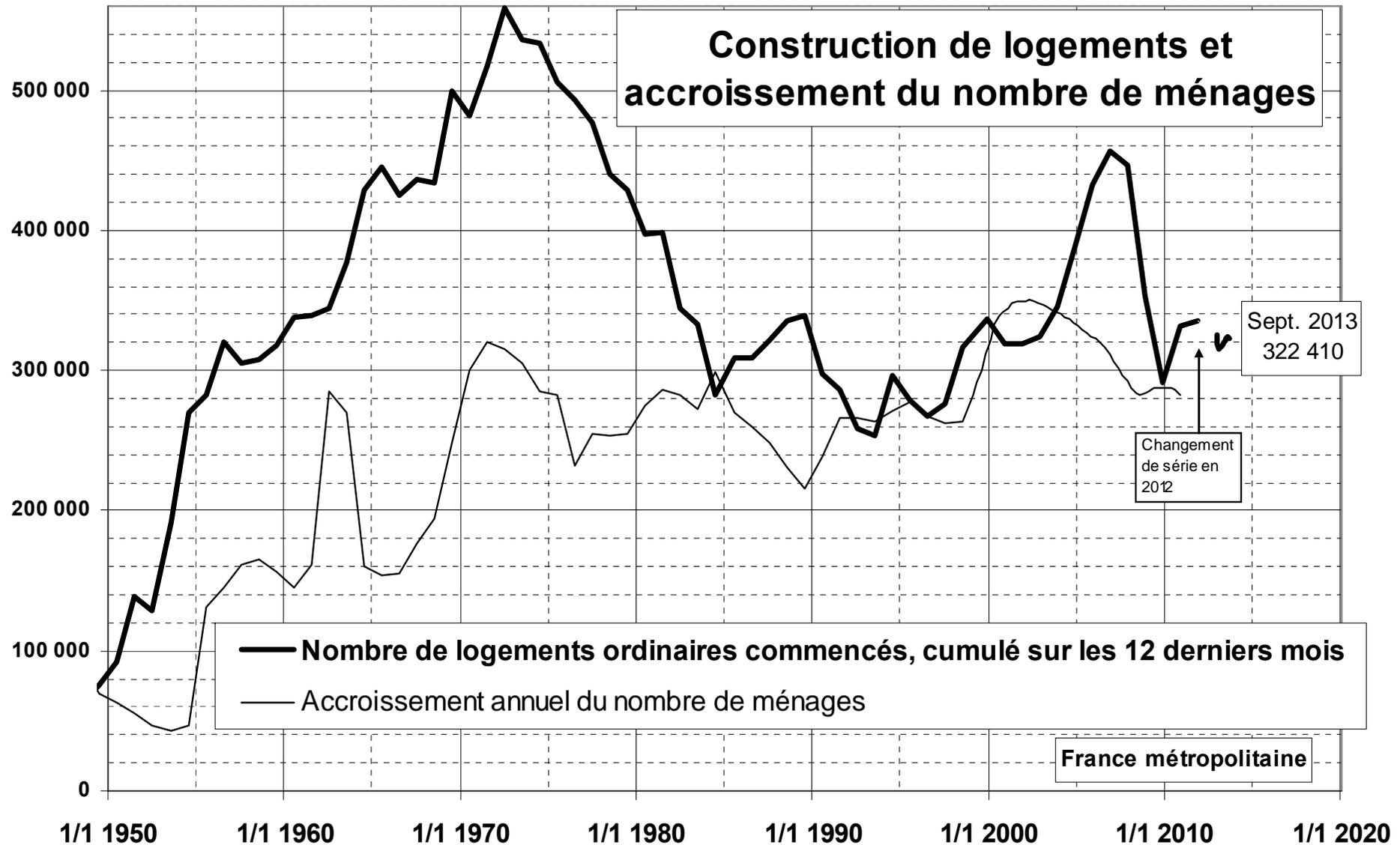
Depuis 2000: relative stabilité du nombre de transactions de logements anciens et de la « vitesse de rotation » du parc (hors « trou » de 2009)



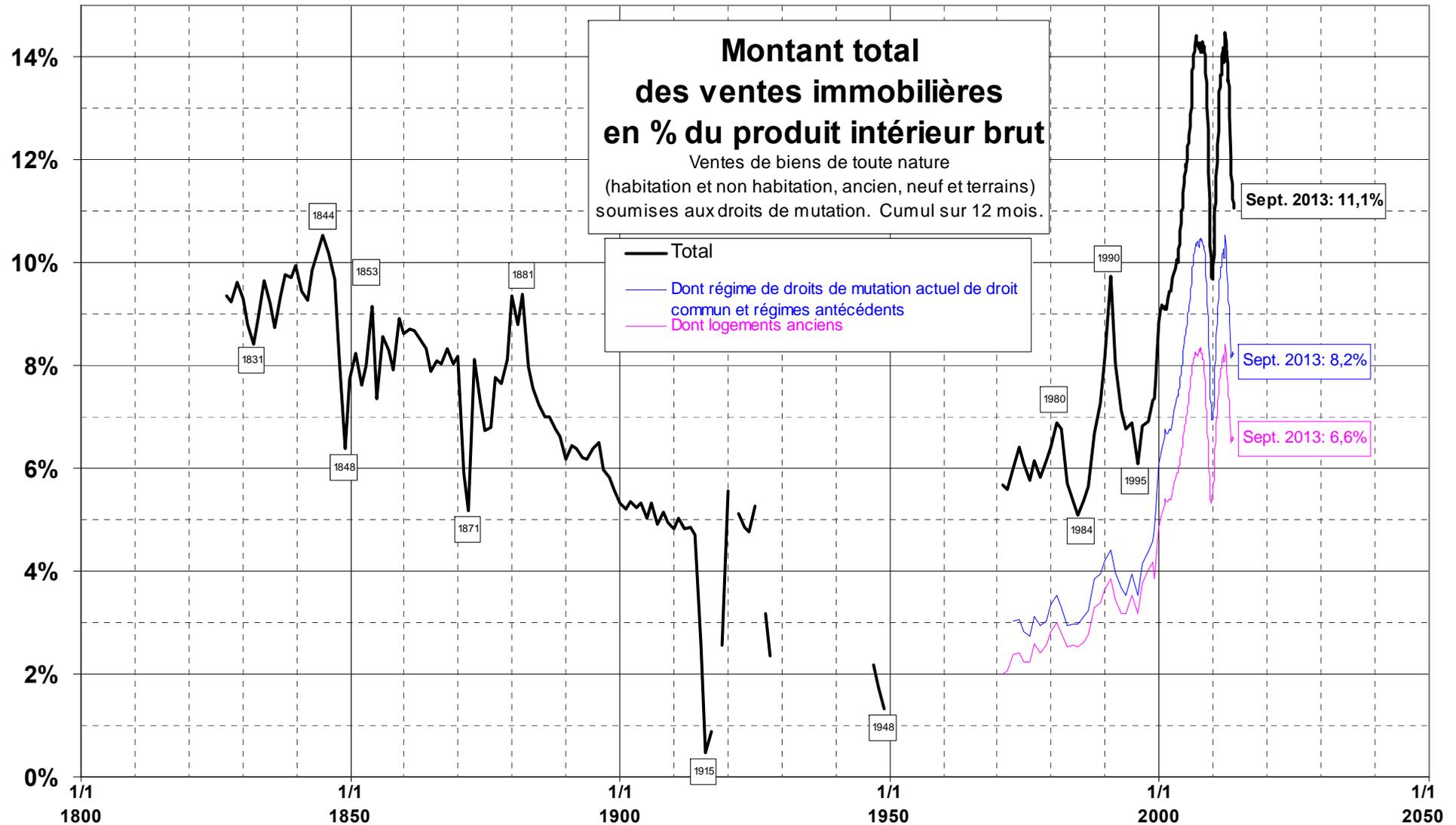
Pour remonter plus loin dans le temps: « **Indicateur biaisé** » du nombre de transactions de logements anciens



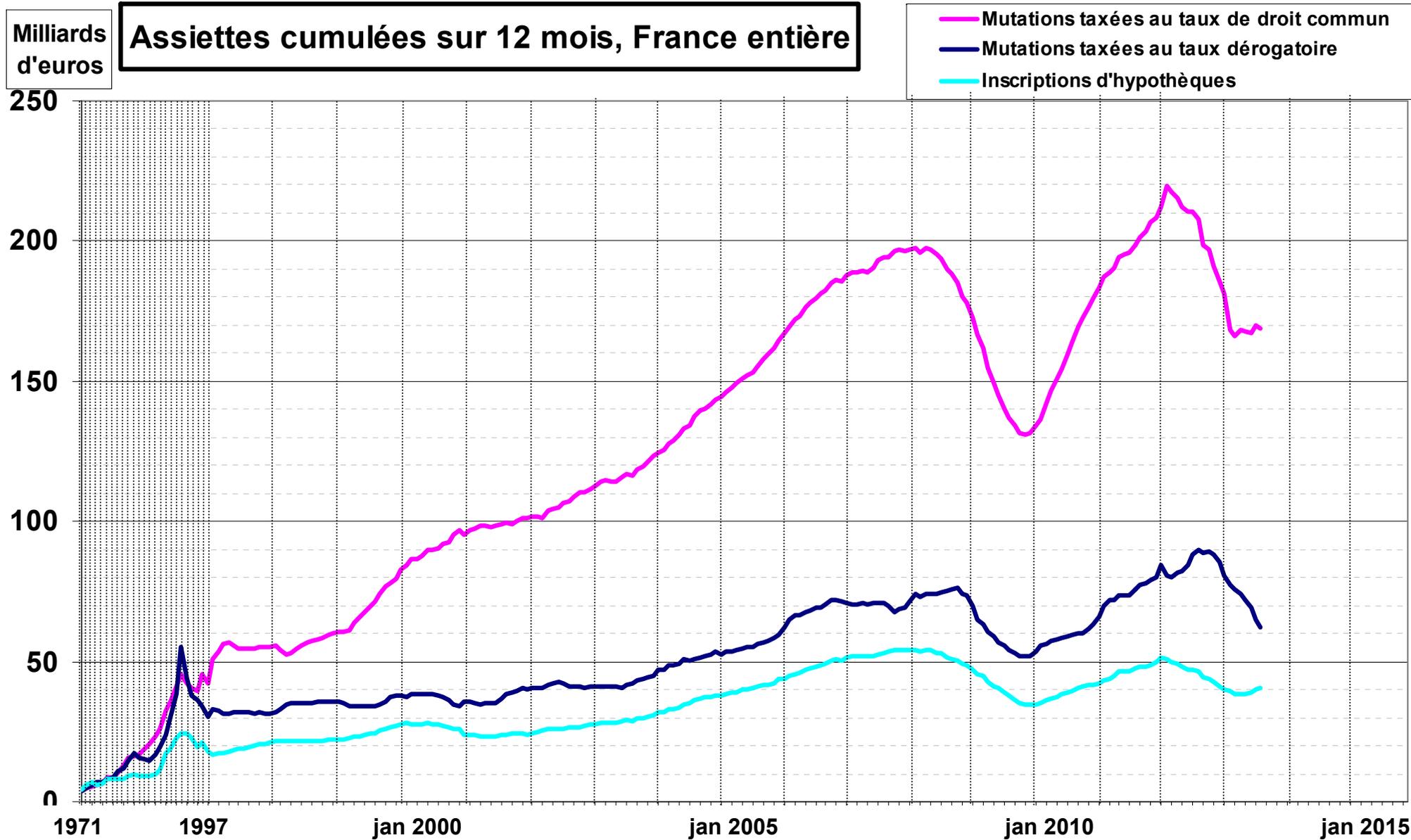
Depuis 2000: palier puis envolée puis rechute du nombre de logements neufs



Depuis 2000: envolée puis oscillation du montant des transactions immobilières rapporté au PIB



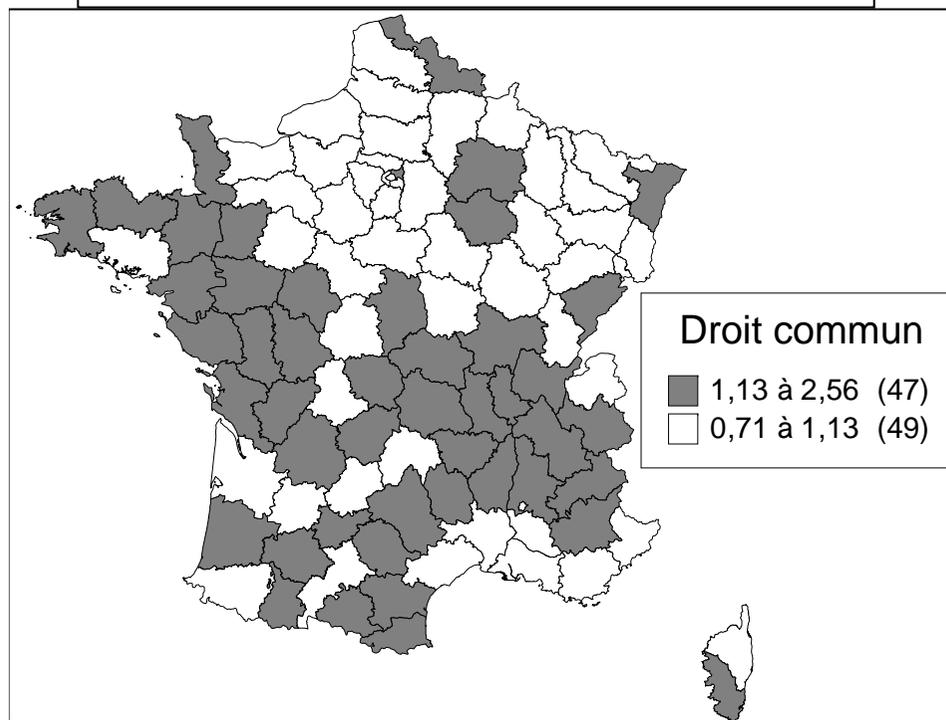
2000-2013: croissance puis soubresauts de l'assiette des droits de mutation



2000-2013: hétérogénéité selon le département de la croissance du montant des transactions taxées au taux de droit commun (5%)

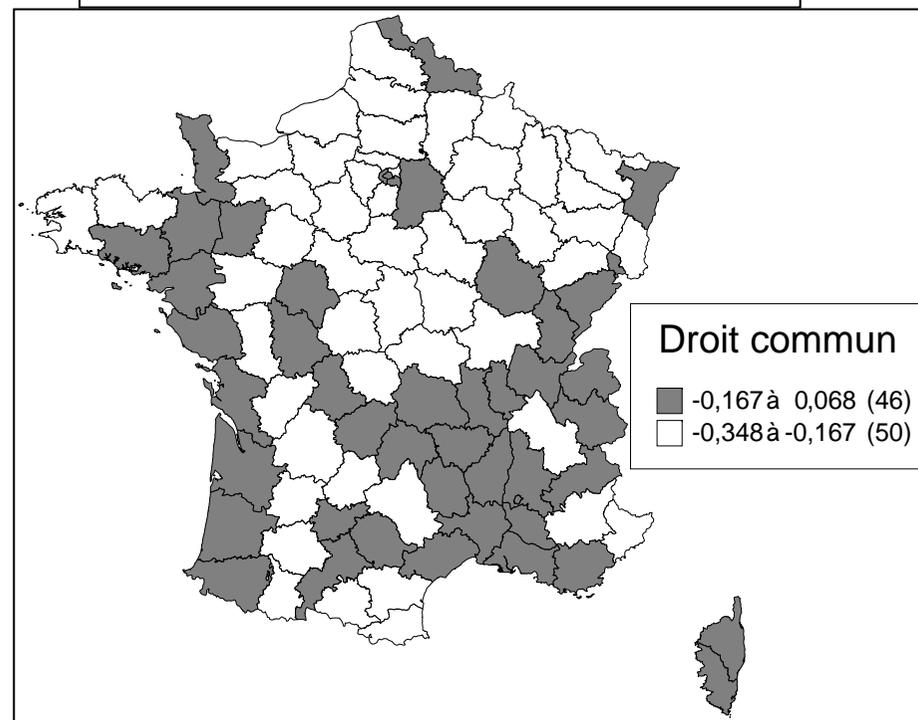
(Tous types de biens – contient environ 80% de logements anciens)

Croissance de 2000 à 2007



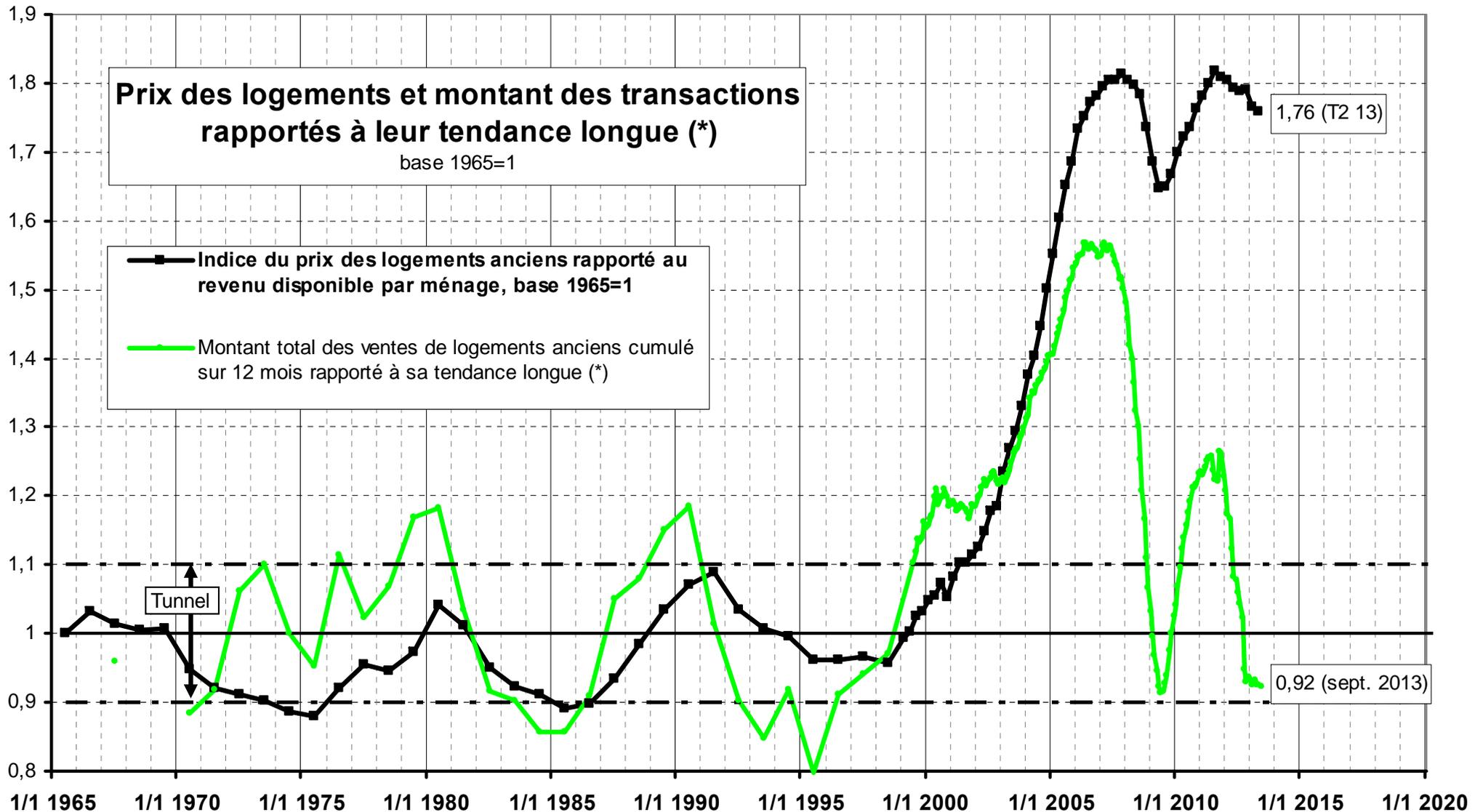
Les deux extrêmes de 2000 à 2007:
• Haute-Marne: +71%, Creuse: +255%
• (France entière: +106%)

Croissance de 2007 à juillet 2013

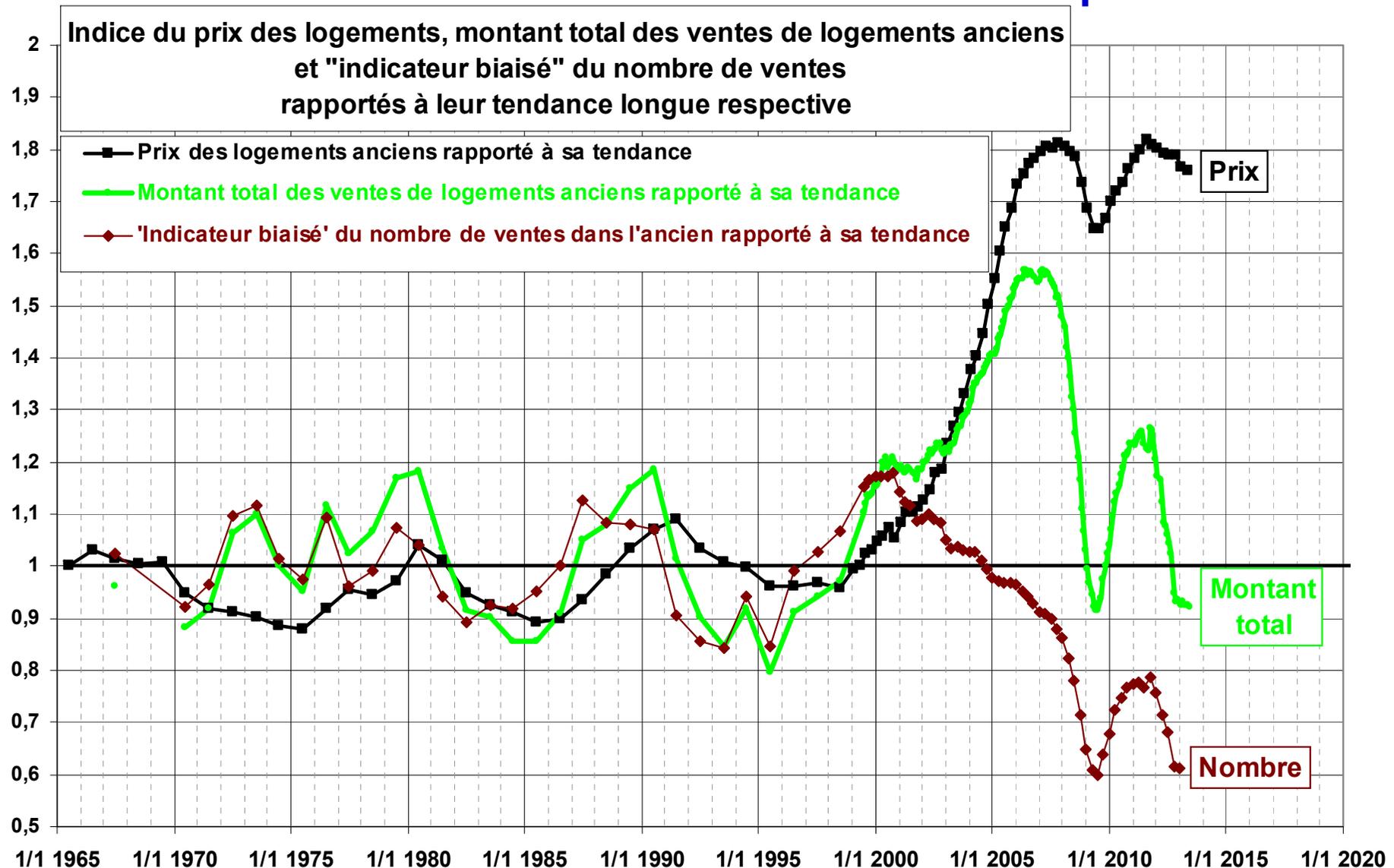


Les deux extrêmes de 2007 à juillet 2013:
• Aisne: -35%, Rhône: +7%
• (France entière: -14%)

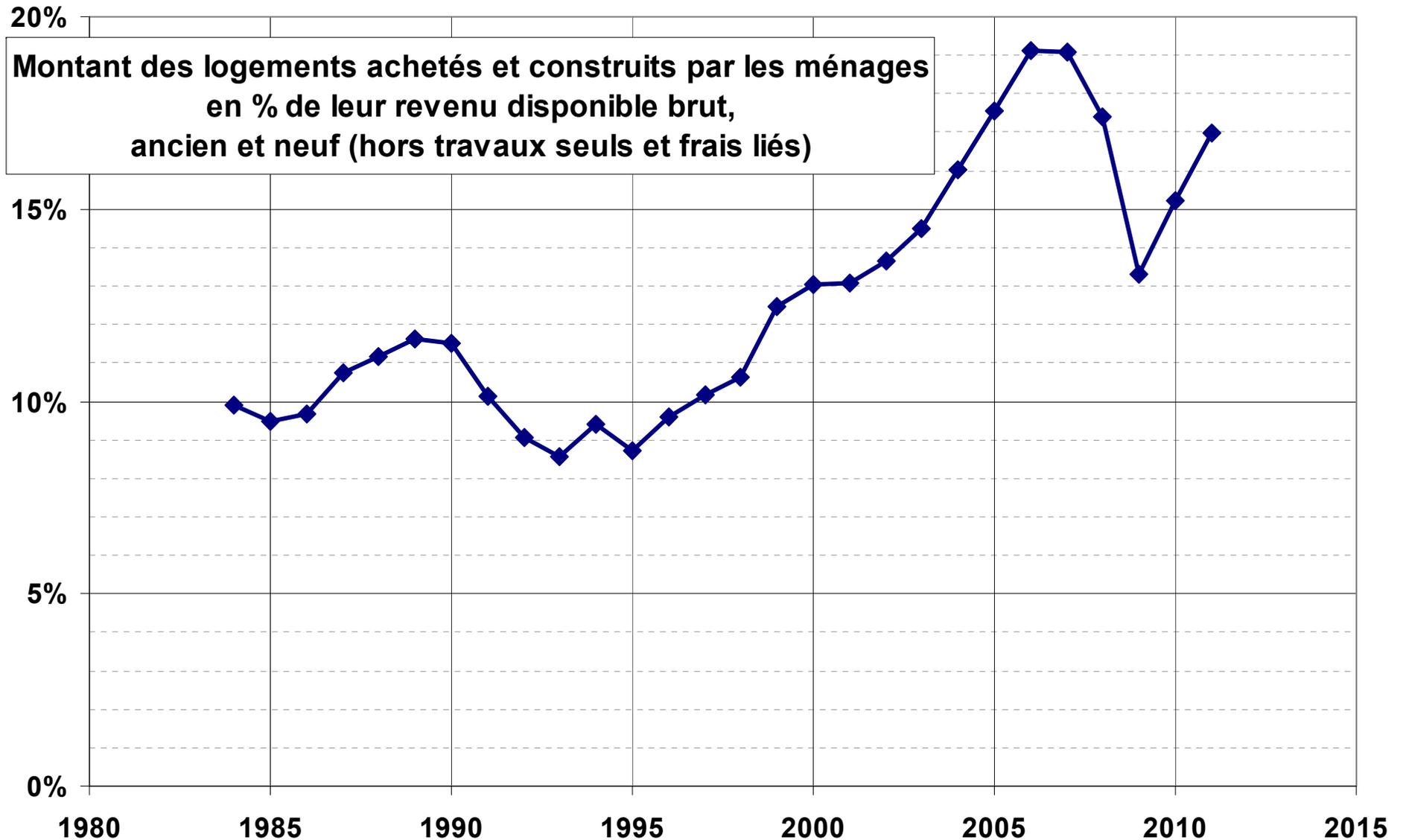
Depuis 2000: envolée, chute puis rebond limité puis rechute du montant des transactions de logements anciens rapporté à sa “tendance longue” (4,9% par an + inflation)



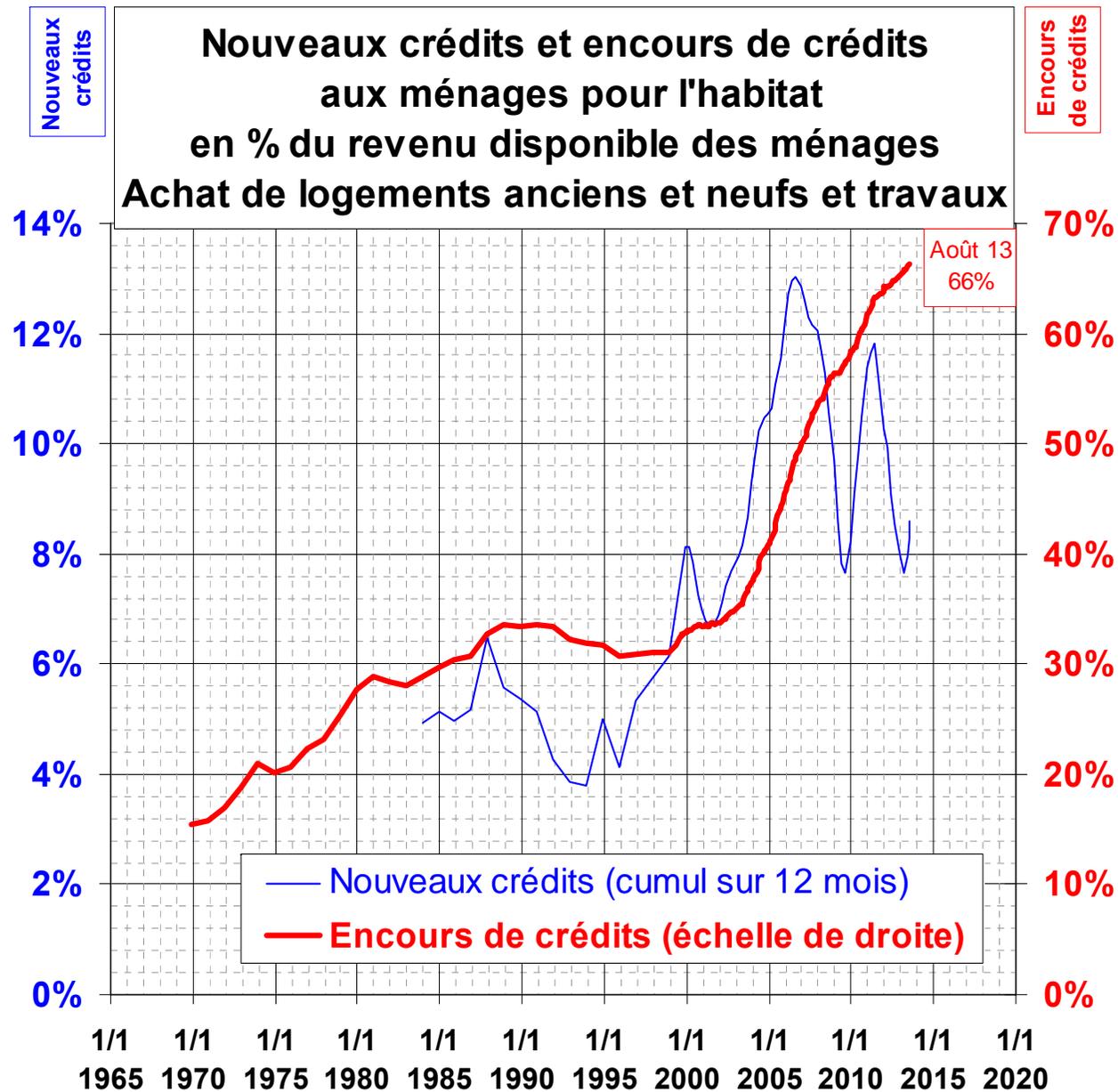
- Mi-2013: par rapport à leur tendance longue respective,**
- le **prix** des transactions est très **élevé** ,
 - le **nombre** de transactions (“indicateur biaisé”) est **faible**,
 - le **montant total** des transactions est « **historiquement normal** »



Depuis les années 1990: croissance du montant des logements achetés et construits par les ménages en % du revenu de l'ensemble des ménages

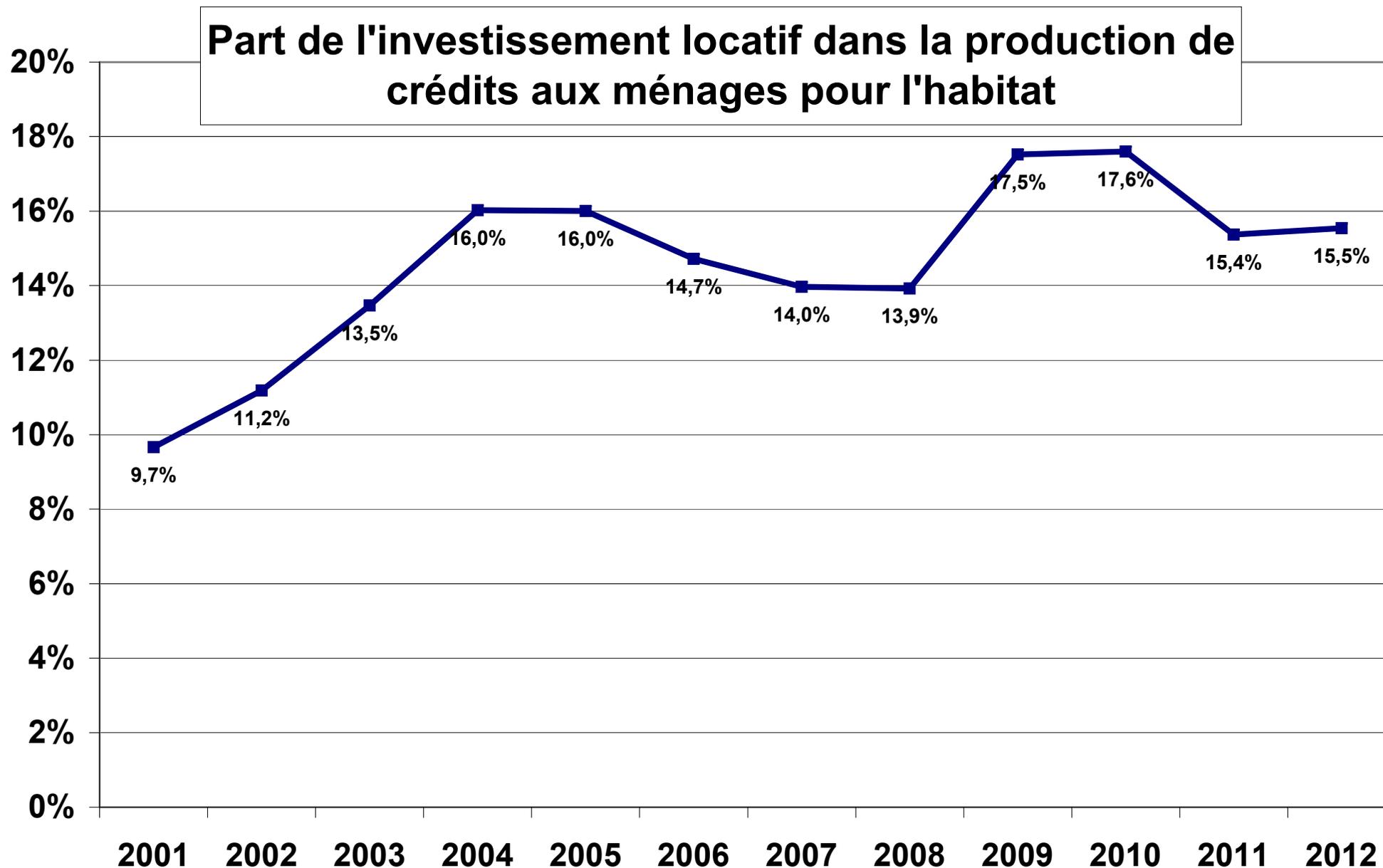


Depuis 2000: doublement de la dette immobilière des ménages rapportée à leur revenu



La baisse du taux d'intérêt moyen de l'encours (de 6,1% en 2000 à 4,2% en 2010) n'a réduit que de 7% l'impact de la hausse de l'encours sur le montant des annuités

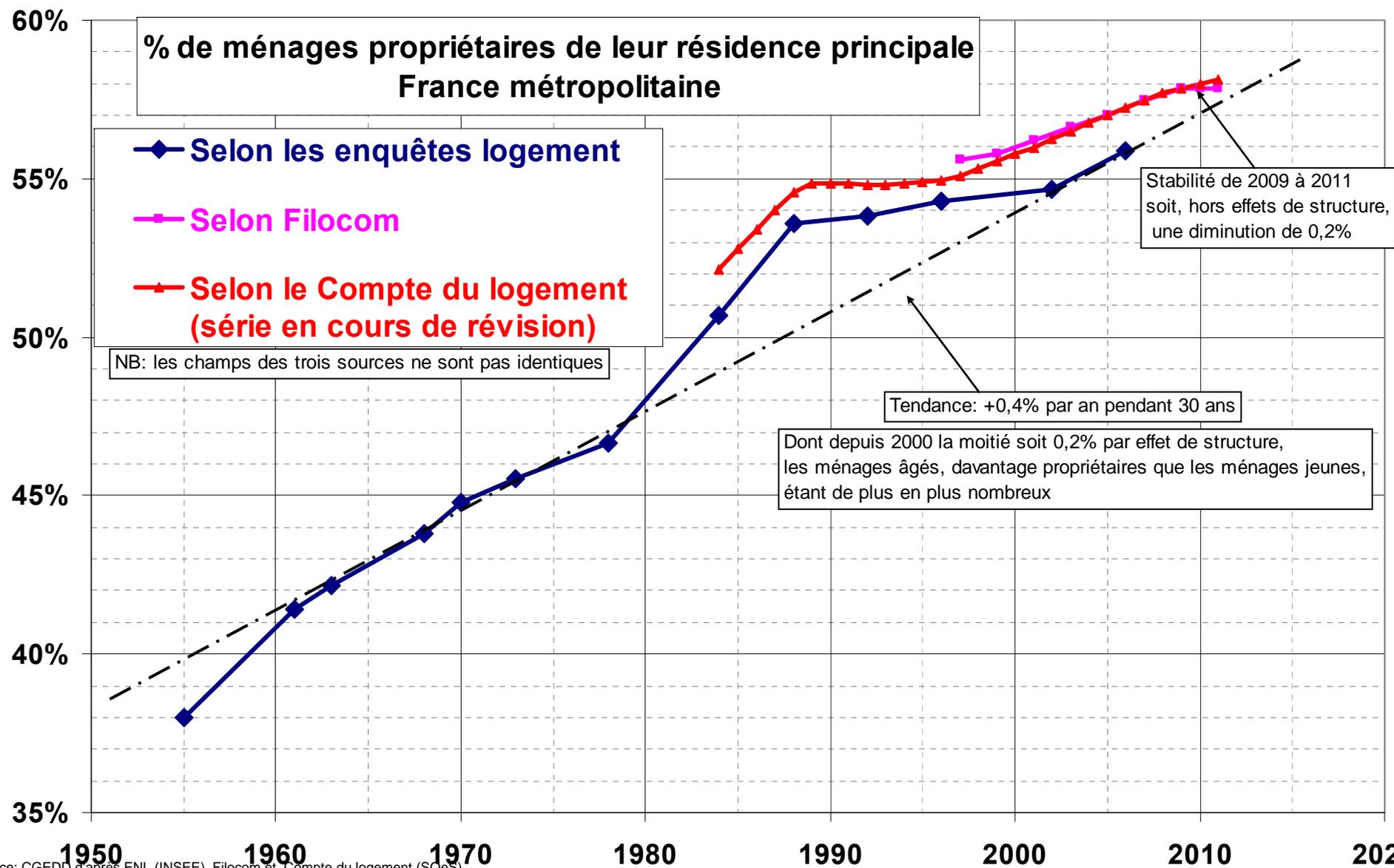
Depuis 2000: augmentation de la part de l'investissement locatif dans les crédits aux ménages pour l'habitat



Depuis 2000: la « **qualité de service** » **logement** ne s'est **pas améliorée** plus rapidement que précédemment

- **Pas** d'augmentation supplémentaire de la **qualité** du stock de logements
- Légère reprise puis stabilisation à partir de 2009 du **% de propriétaires-occupants** (à supposer que l'on considère ce % comme un indicateur de qualité)

Légère reprise, puis stabilisation à partir de 2009, du % de propriétaires occupants



Depuis 2000: la « **qualité de service** » **logement** ne s'est **pas améliorée** plus rapidement que précédemment

- Augmentation supplémentaire du **stock** de logements de **1,4% seulement** de 2004 à 2008 (construction au-delà de 300 000 / an)
 - sans doute pas liée durablement au niveau des prix
 - malgré une perfusion fiscale sans précédent
 - **avec retour** aux 300 000 / an dès 2009

1. Historique du prix des logements

1.1. Prix

1.2. Environnement financier

1.3. Volumes

1.4. Conséquences macroéconomiques de l'envolée
des prix depuis 2000

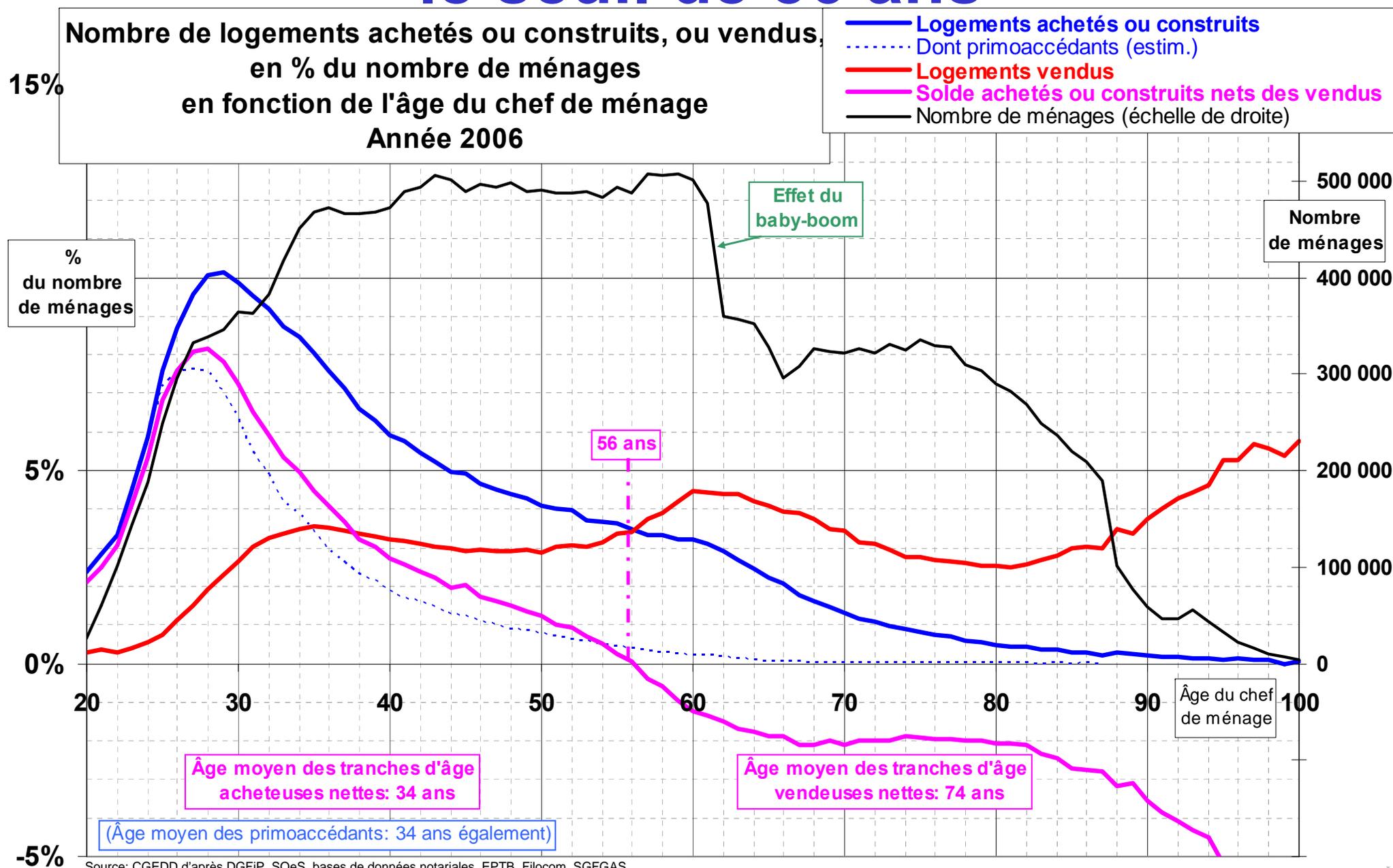
1.5. Comparaison internationale



Conséquences macroéconomiques de l'envolée des prix depuis 2000 (1)

- **La baisse des taux d'intérêt a bénéficié en totalité (et au-delà) aux vendeurs, et non aux acheteurs** (contrairement à 1990-2000) (en France, pas en Allemagne)
- **Envolée des chiffres d'affaires indexés sur le prix des logements** (et des recettes de droits de mutation des départements et des communes)
- **Création de richesse** ($= U + \sum p_i V_i = H = \text{enthalpie}$) **pour les propriétaires**
- **Transfert de liquidités par rapport à 2000**
 - des acheteurs nets vers les vendeurs nets
 - au plus fort de l'ordre de 50 milliards d'euros par an (donc significatif par rapport au revenu disponible de l'ensemble des ménages ~ 1200 milliards d'euros, et concentré sur une partie des ménages)
 - des petits patrimoines vers les gros patrimoines
 - des <56 ans vers les >56 ans (*graphique*), des actifs vers les retraités

Acheteurs nets et vendeurs nets: le seuil de 56 ans



Conséquences macroéconomiques de l'envolée des prix depuis 2000 (2)

• **Injection des liquidités** procurées par l'augmentation de l'endettement (cumul depuis 2000 ~ 35% du revenu disponible des ménages ~ 23% du PIB ~ 450 milliards d'euros; NB: ces liquidités n'apparaissent pas dans le revenu disponible des ménages au sens de la comptabilité nationale) **dans:**

- (très peu) la construction de davantage de logements (FBCF)
- l'épargne financière (assurance-vie) => aucun effet sur PIB, recettes fiscales, déficit commercial
- la consommation => a nourri PIB, recettes fiscales, déficit commercial, et aussi in fine l'épargne
- éventuellement via des donations

⇒ **croissance de la demande intérieure** (le consommateur était alors présenté comme le « héros » de la croissance française...mais le « héros » vivait à crédit, et dans le même temps l'Allemagne se désendettait),

⇒ qui a occulté partiellement l'effet de la diminution de la demande extérieure causée par la perte de compétitivité de la France dans les années 2000 (effet anesthésiant)

⇒ et qui a été satisfaite partiellement par la production intérieure et partiellement par des importations

⇒ **croissance du PIB et des recettes fiscales**, qui explique la complaisance et même

l'encouragement des autorités à l'égard de l'augmentation de l'endettement des ménages, composante affichée de la politique économique dans les années 2000, présentée comme un relais de croissance par rapport à un endettement de la collectivité qui ne pouvait plus augmenter et comme un « rattrapage » par rapport à des pays où l'endettement des ménages était plus élevé (USA, Royaume-Uni et même Allemagne) (mais auxquels on n'aurait pas dû avoir envie de ressembler).

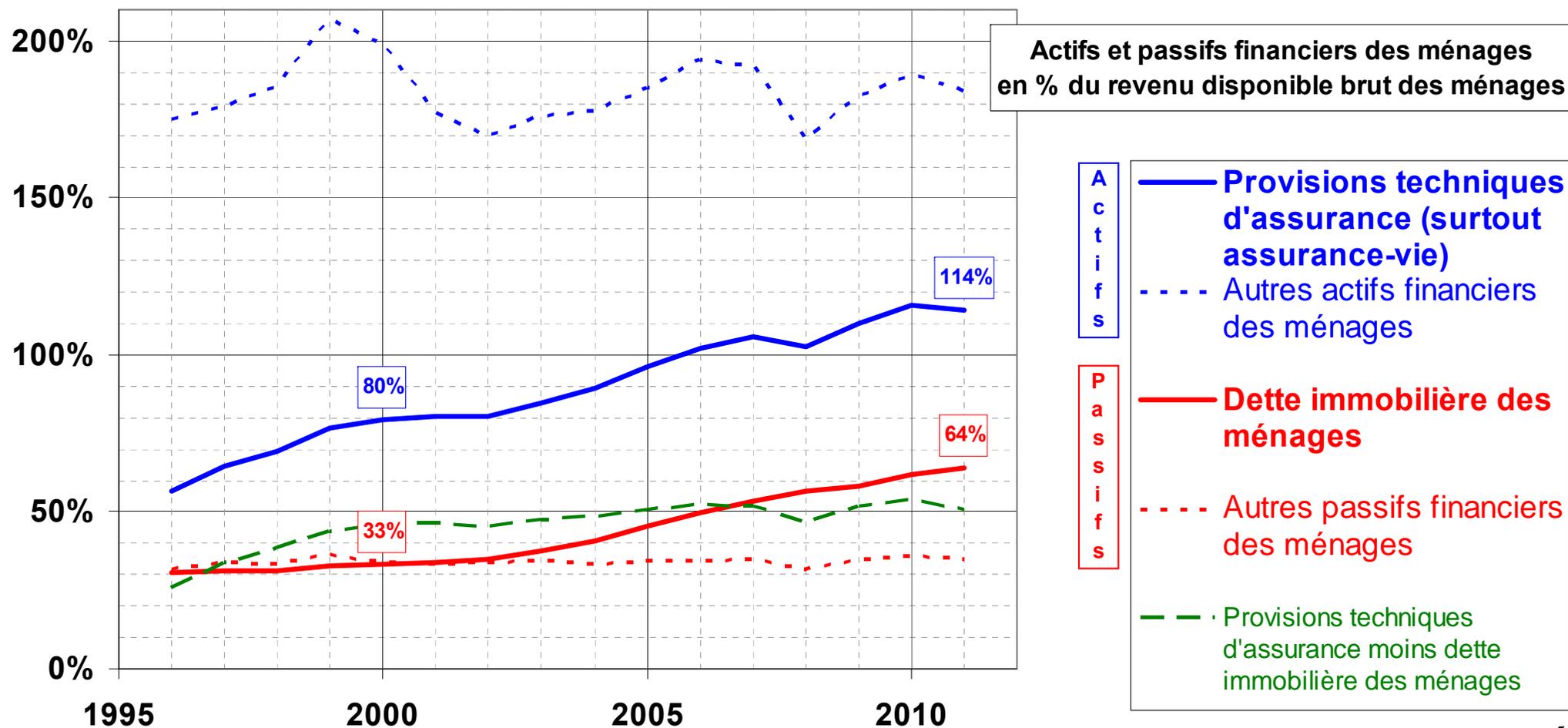
⇒ **croissance du déficit de la balance des biens et services**, la compétitivité de l'appareil de production n'étant pas améliorée par l'endettement immobilier (et étant au contraire diminuée par la hausse de ce que doit payer la main-d'œuvre pour acheter son logement) (dans le même temps l'Allemagne diminuait ses coûts de production)

Conséquences macroéconomiques de l'envolée des prix depuis 2000 (3)

- Considérés globalement, les ménages se sont endettés à long terme pour financer de la consommation (=hérésie) ou de l'épargne
- Les ménages qui se sont **endettés davantage** (=les acheteurs nets) **ne sont pas** ceux qui ont **consommé ou épargné davantage** (=les vendeurs nets)
- Ils se sont endettés davantage pour acheter un actif
 - qui ne procure pas de revenu ou de jouissance additionnels
 - dont le prix est aujourd'hui plus élevé mais, argue-t-on plus loin, reviendra vers sa tendance longue en proportion du revenu par ménage
- Ils devront **rembourser davantage** (en particulier, paiement des mensualités supplémentaires créées par l'allongement de la durée des prêts), **où prélèveront-ils les liquidités?**
 - L'endettement pour un investissement non productif est un « fusil à un coup »
 - Seule une partie des emprunteurs pourra financer les mensualités supplémentaires par l'augmentation des successions et donations reçues

Conséquences macroéconomiques de l'envolée des prix depuis 2000 (4)

- En France, la hausse de la dette immobilière des ménages a coïncidé avec une hausse de leur épargne financière (placée en assurance-vie) ... mais ce ne sont pas les mêmes qui se sont endettés et qui ont épargné



1. Historique du prix des logements

1.1. Prix

1.2. Environnement financier

1.3. Volumes

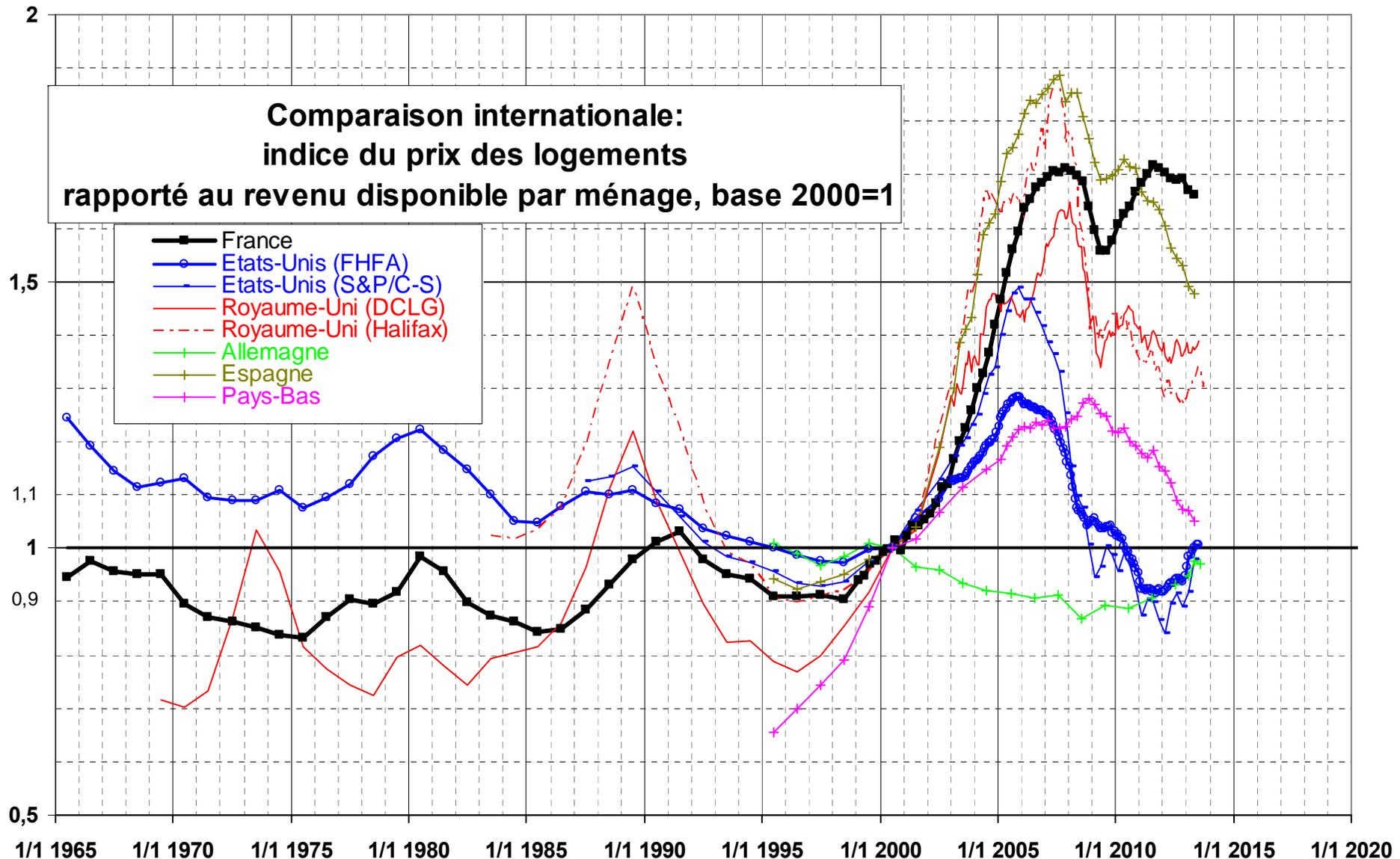
1.4. Conséquences macroéconomiques de l'envolée
des prix depuis 2000

1.5. Comparaison internationale



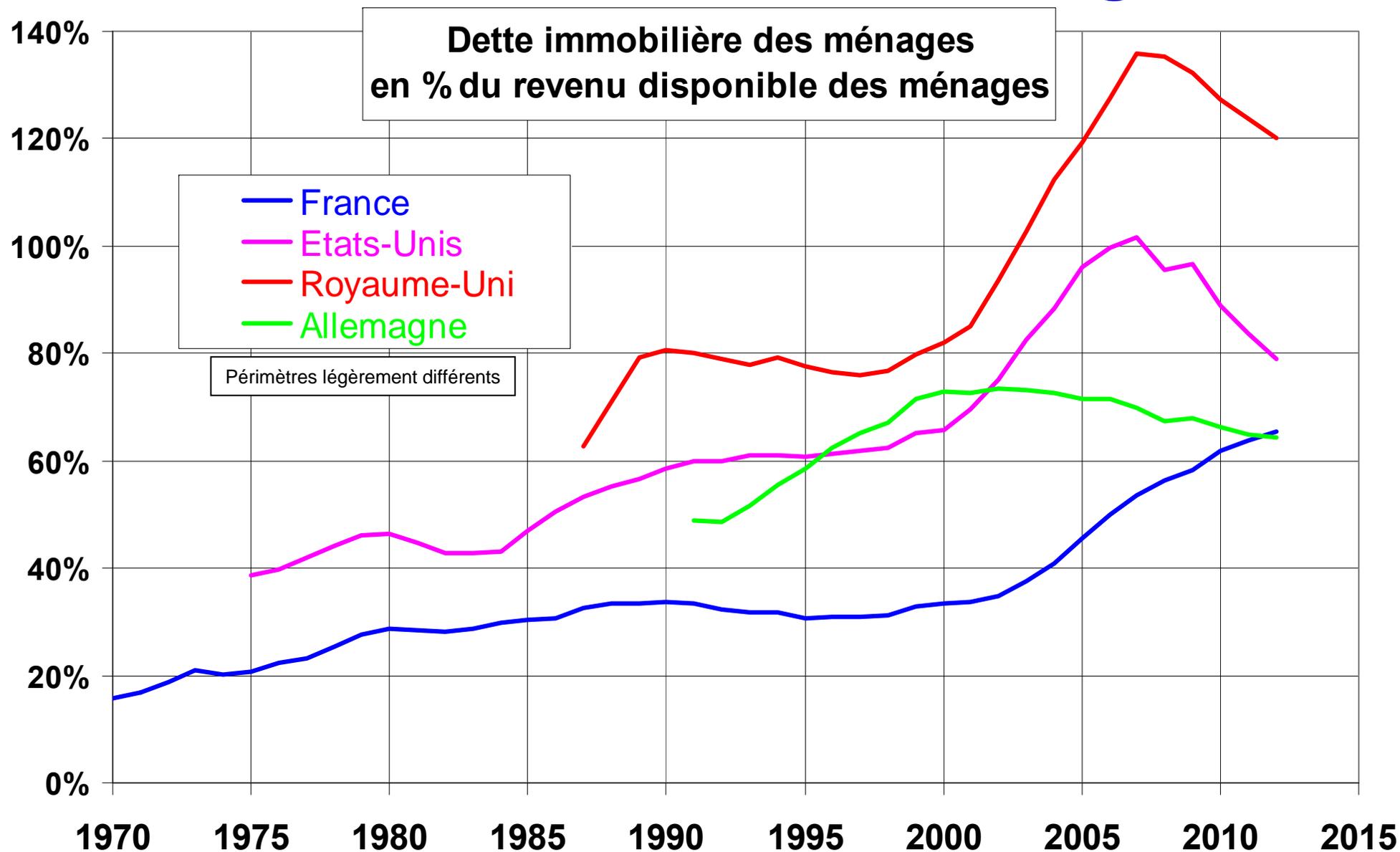
Comparaison internationale (1)

- France, Etats-Unis et Royaume-Uni: des tendances longues similaires sur 1965-2000
- Diversité des évolutions selon le 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, Halifax

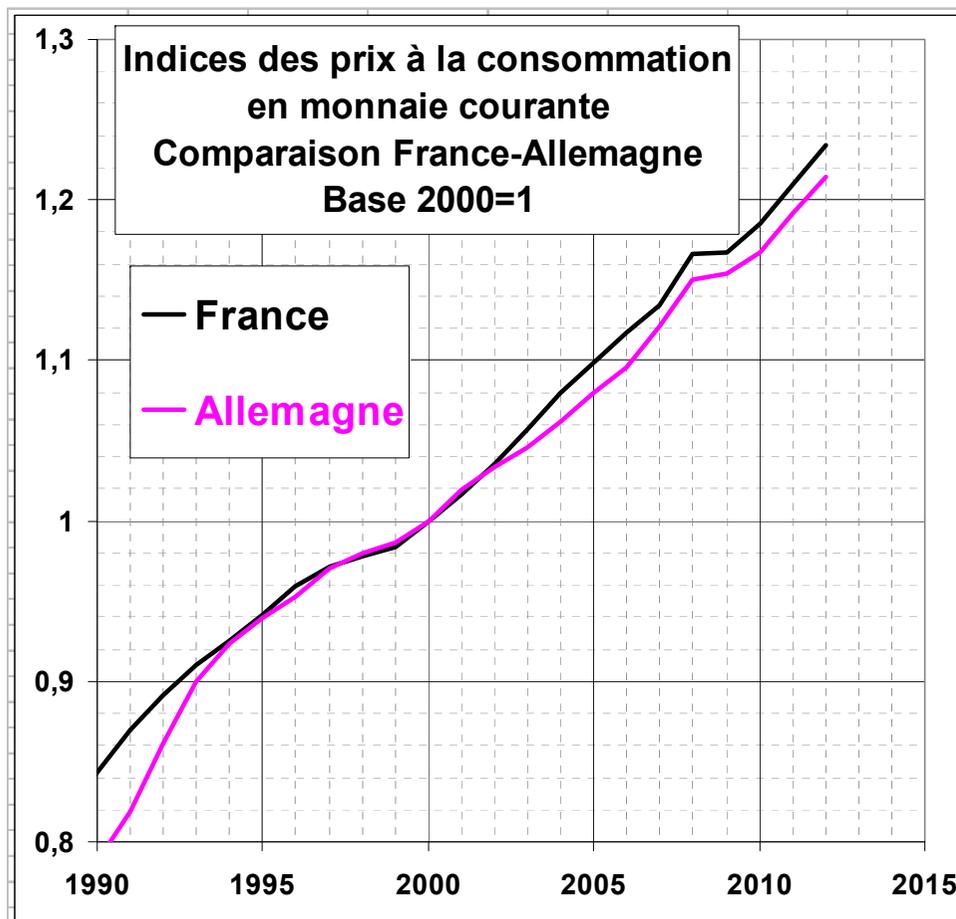
Comparaison internationale (2) Dette immobilière des ménages



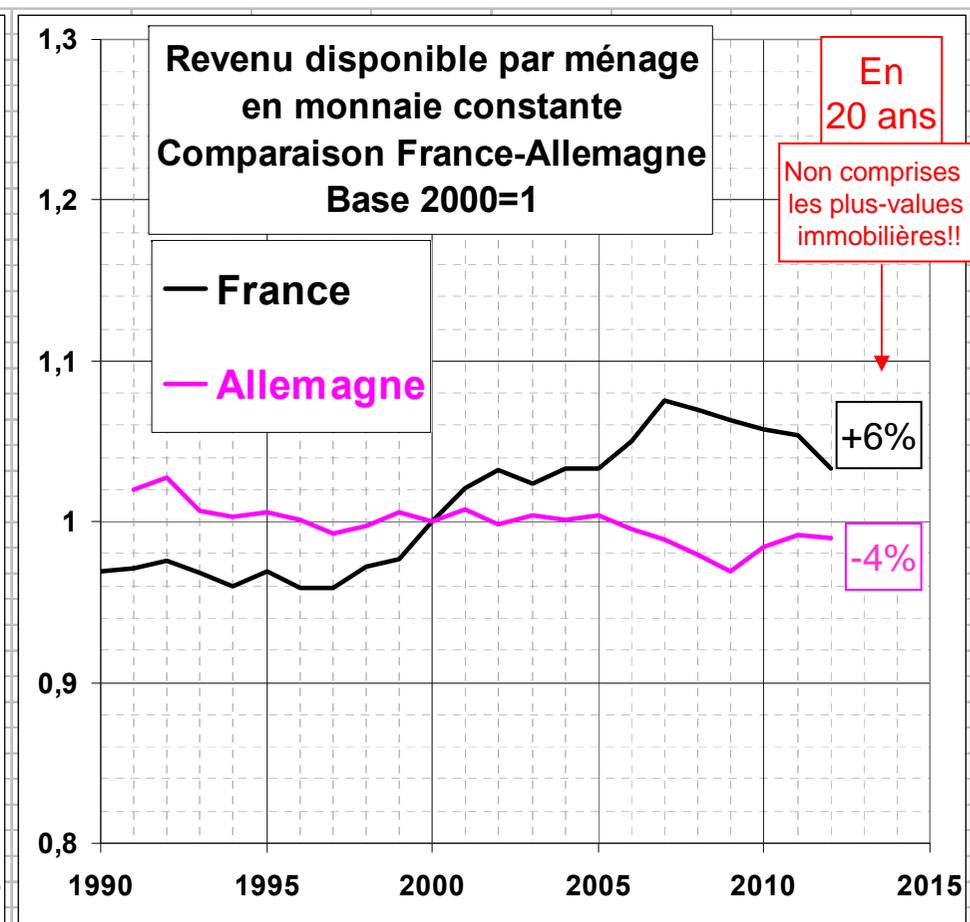
Comparaison France-Allemagne (1)

- Les prix à la consommation ont évolué parallèlement dans les deux pays
- Depuis 1992, le revenu disponible par ménage a diminué en Allemagne alors qu'il augmentait en France

Prix à la consommation



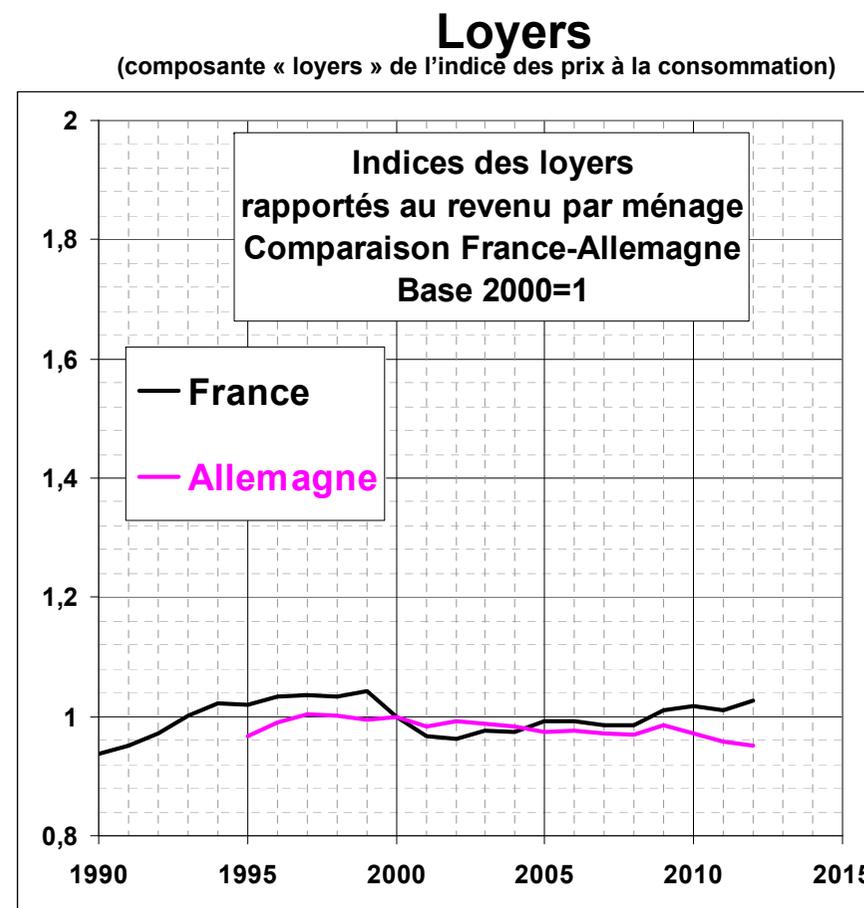
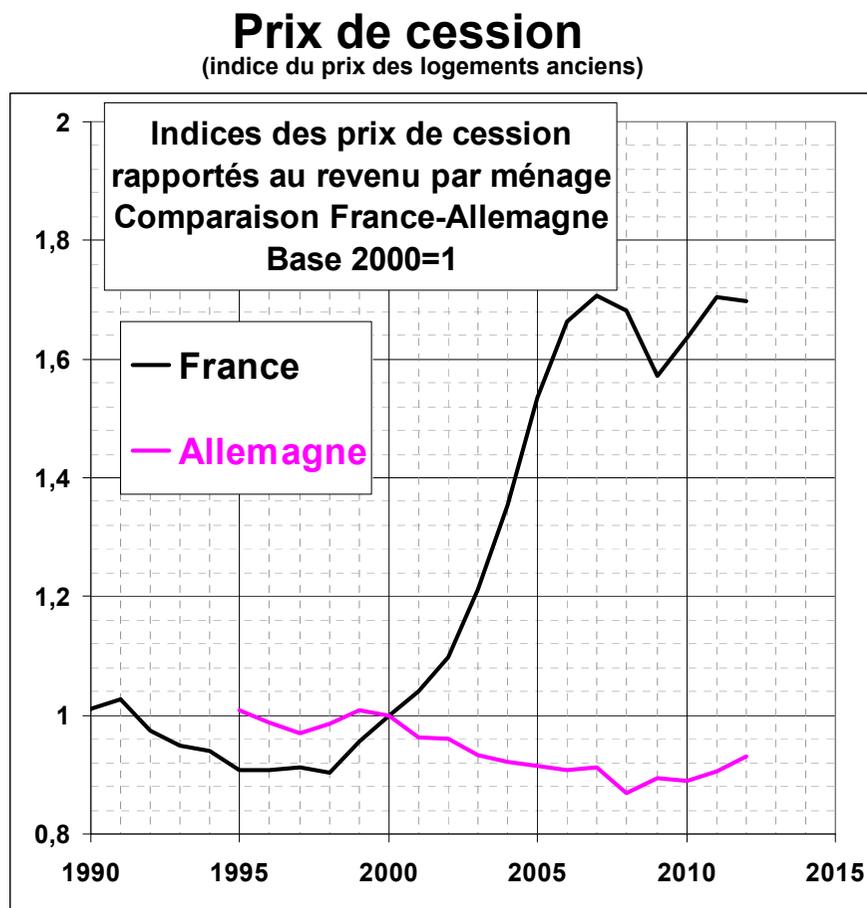
Revenu disponible par ménage net d'inflation



Comparaison France-Allemagne (2)

Rapportés au revenu disponible par ménage, de 2000 à 2011,

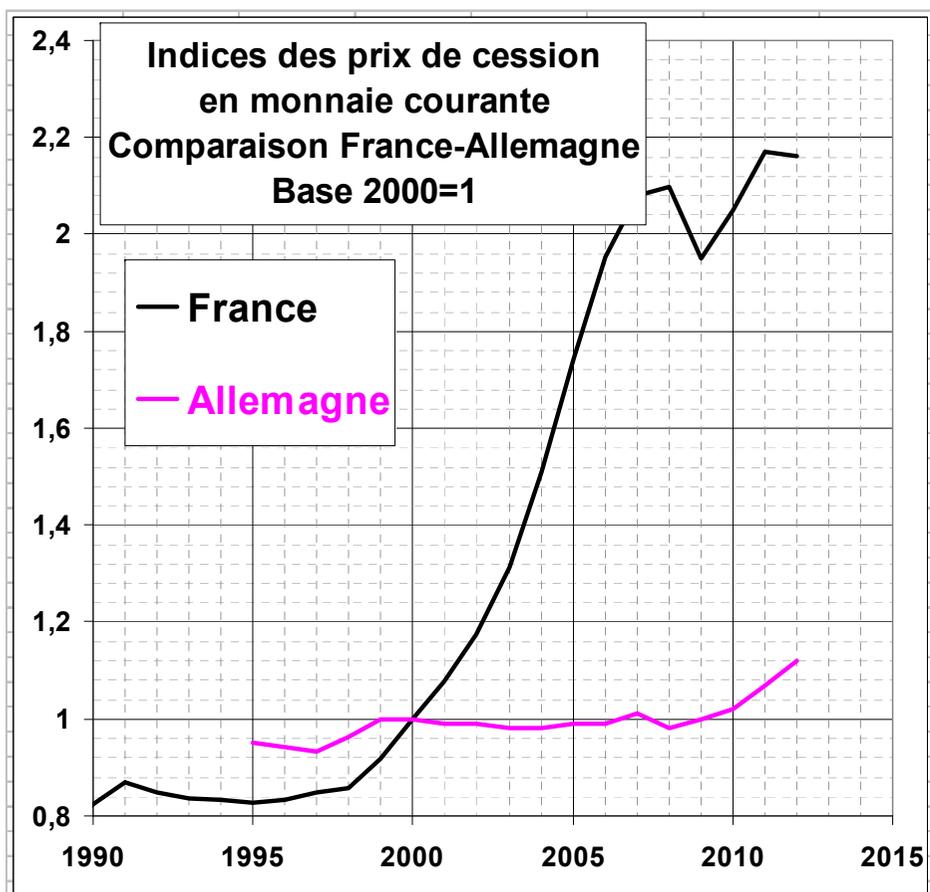
- les **indices de prix de cession divergent**
- mais les **indices de loyer évoluent de manière parallèle**
(malgré des réglementations des loyers très différentes: rien n'est simple...!)



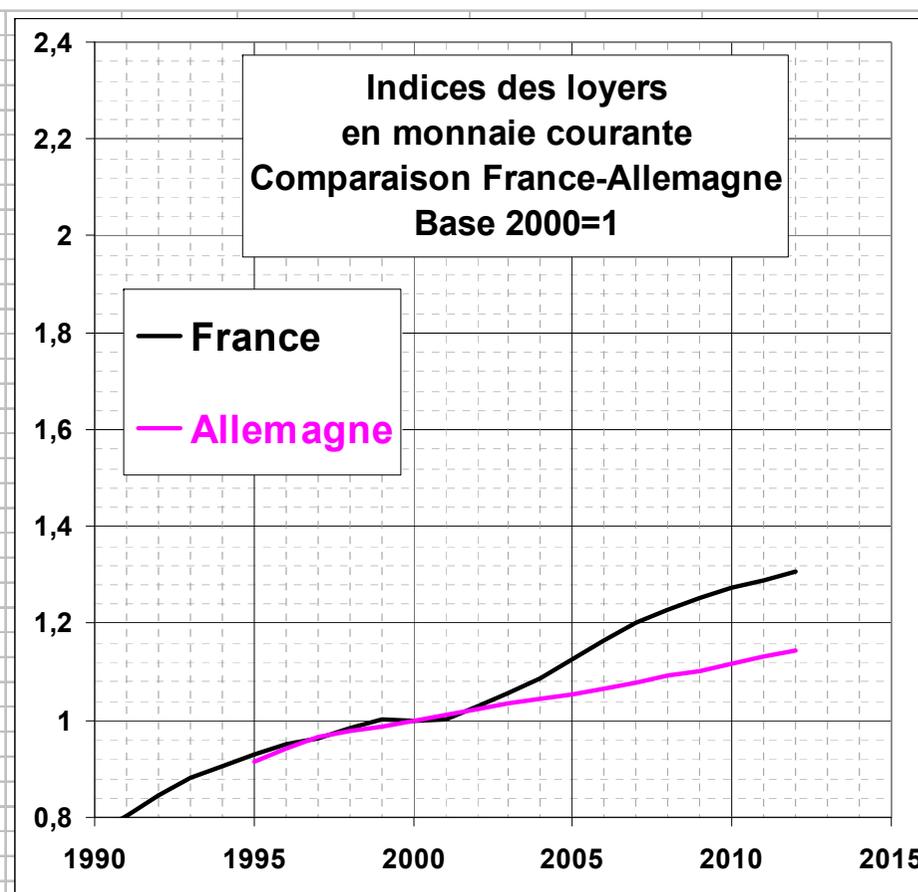
Comparaison France-Allemagne (3)

Mêmes graphiques mais en monnaie courante

Prix de cession
(indice du prix des logements anciens)



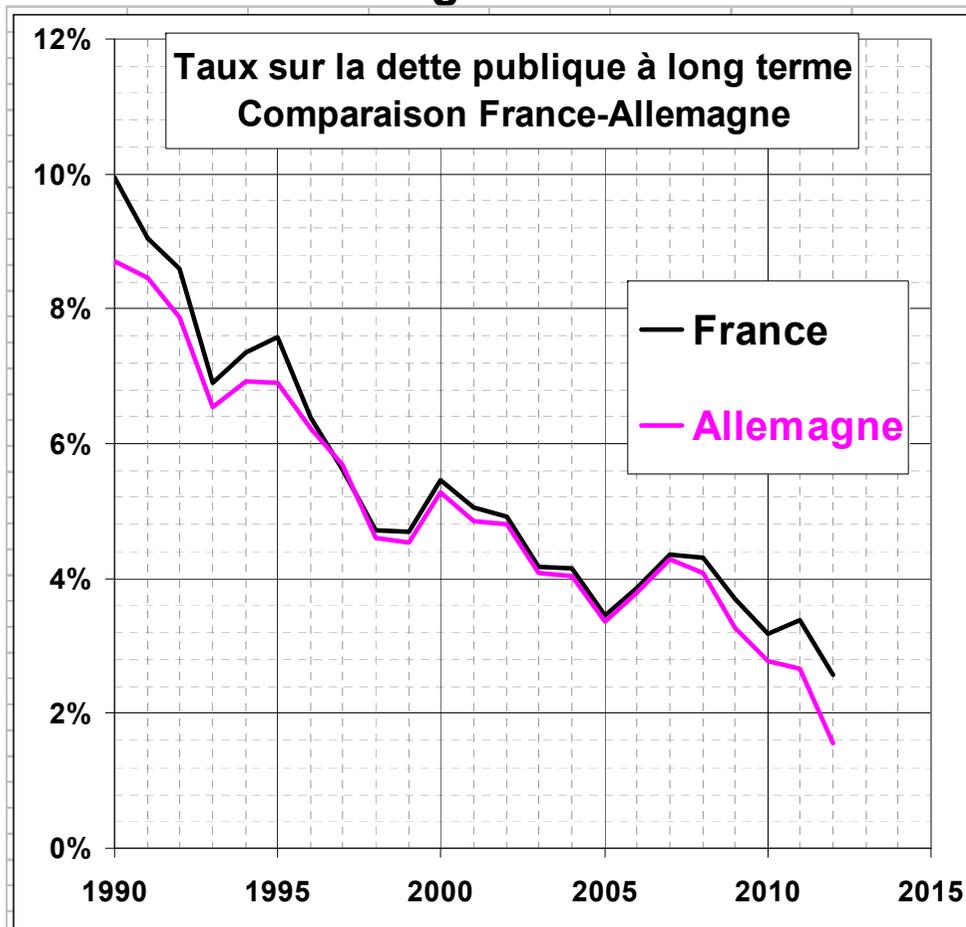
Loyers
(composante « loyers » de l'indice des prix à la consommation)



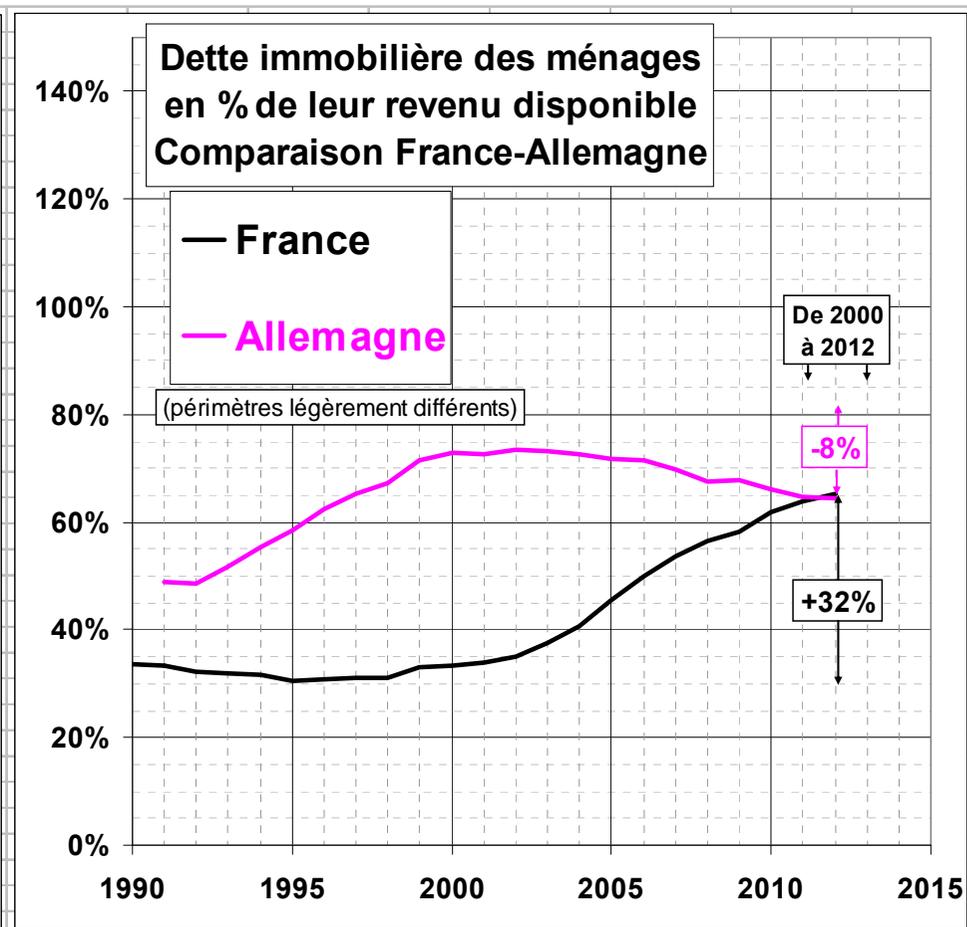
Comparaison France-Allemagne (4)

- Le taux d'intérêt ont évolué parallèlement dans les deux pays
- La dette immobilière des ménages était beaucoup plus élevée en Allemagne qu'en France en 2000 (et déjà en 1992). Elle ne pouvait pas augmenter davantage en Allemagne ce qui explique que le prix des logements ne s'y soit pas envolé. Depuis 2000, elle a diminué en Allemagne alors qu'elle doublait en France, procurant autant de liquidités supplémentaires aux ménages

Taux d'intérêt sur la dette publique à long terme

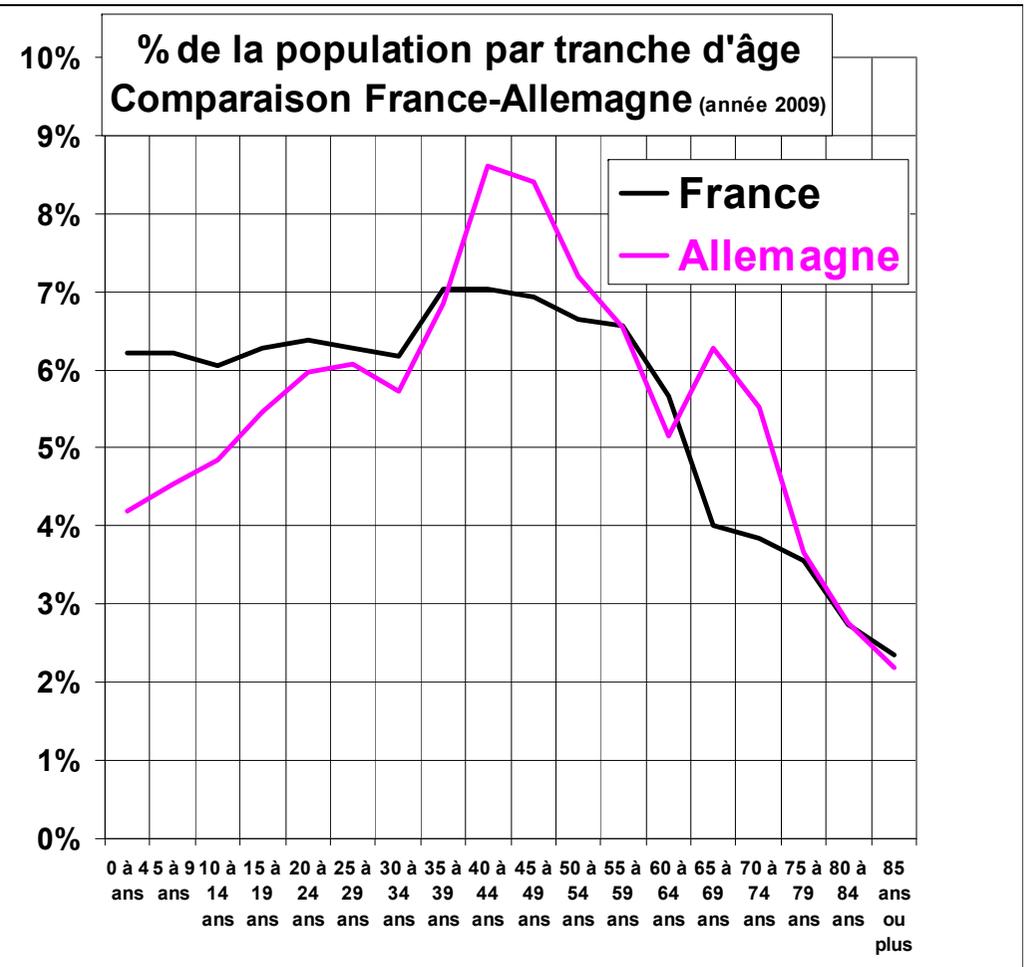
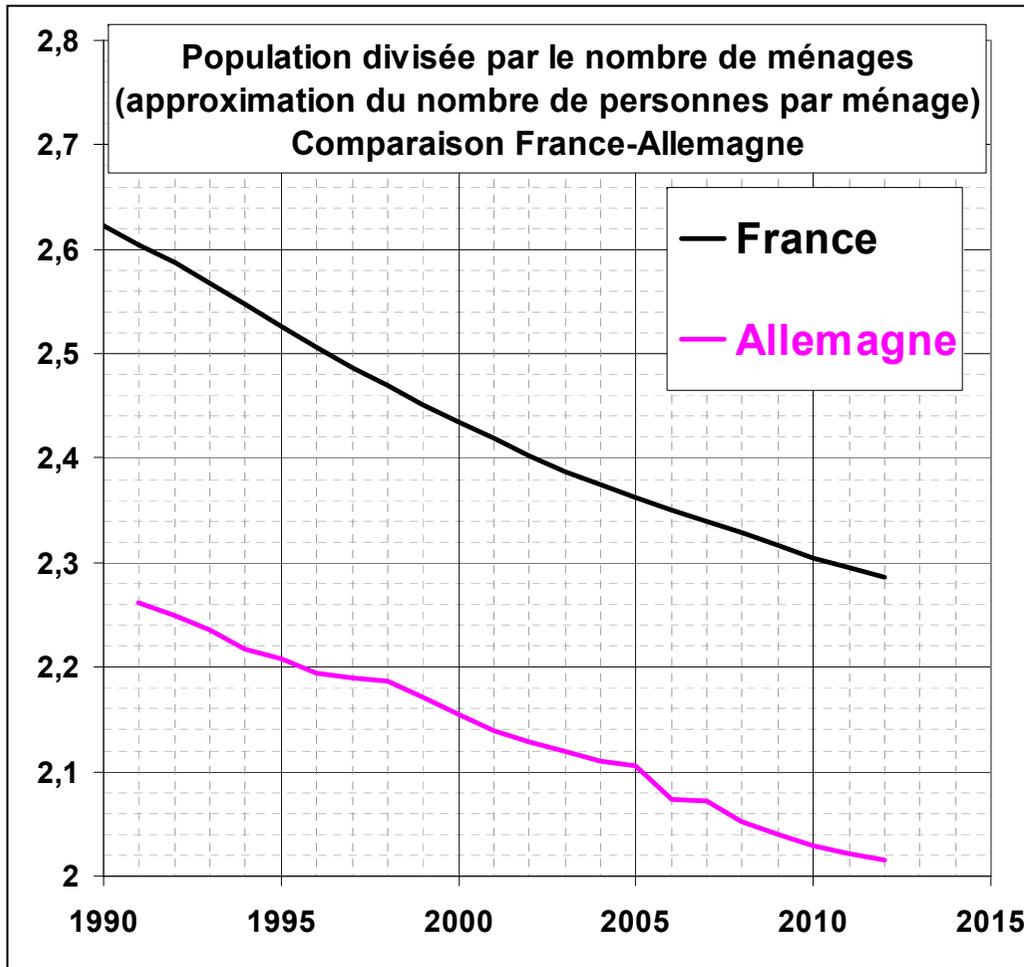


Dette immobilière des ménages en % du RDBM



Comparaison France-Allemagne (5)

- Le desserrement des ménages s'est poursuivi au même rythme dans les deux pays
- Davantage de personnes âgées et moins d'enfants en Allemagne



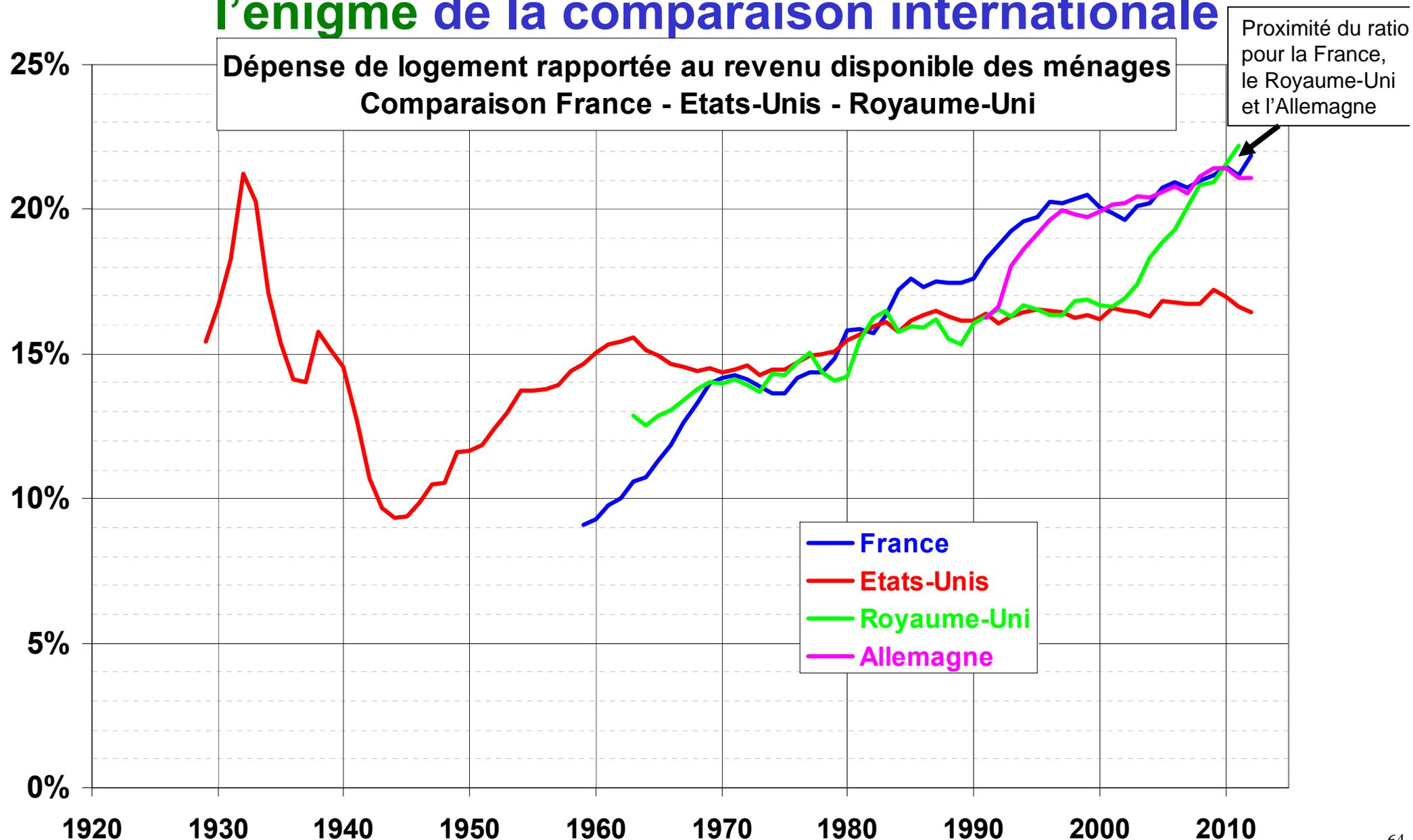
Comparaison France-Allemagne (6)

- Le différentiel de construction entre les deux pays est équivalent au différentiel de croissance du nombre de ménages, le nombre de personnes par ménage décroissant parallèlement dans les deux pays + faible élasticité prix /parc => effet marginal sur prix de cession et loyers

De 2000 à 2012 soit en 12 ans	France hors DOM	Allemagne
Croissance du nombre de ménages	3,55 millions	2,53 millions
Nombre de logements construits	4,38 million	2,71 millions
Ecart	+0,83 million	+0,18 million
Nombre de ménages 2012	27,8 million	40,7 million
Ecart en % du nombre de ménages	+3,0%	+0,4%
Non pris en compte: résidences secondaires et logts vacants mais élasticité du prix par rapport au nb de logements de l'ordre de -1 ou -2 (cf. plus loin)		

NB: avant prise en compte de la révision à la baisse de la population allemande de 1,5 million d'habitants suite au recensement 2011

Poids de la dépense de logement dans le budget des ménages selon la comptabilité nationale: l'énigme de la comparaison internationale



PLAN

1. Historique du prix des logements
 2. **Quelques propriétés du prix des logements**
 3. Comparaison avec les autres actifs
 4. Loyers et revenus depuis 1970
 5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008?
 6. Prospective
 7. Conclusion
- 

2. Quelques propriétés du prix des logements

2.1. Prix des logements et revenu: l'actif des ménages

**2.2. Prix des logements et nombre des logements:
élasticité**

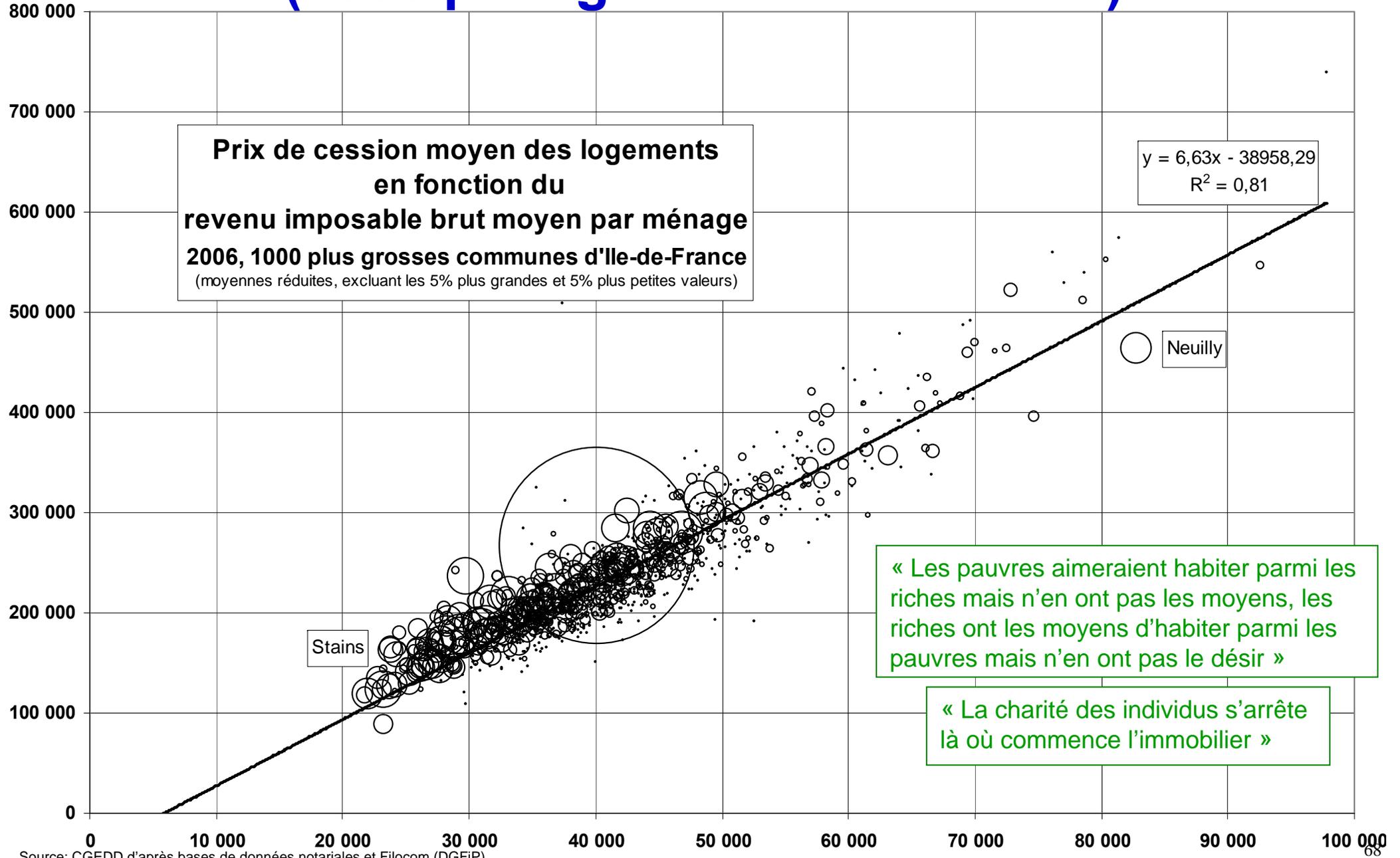
2.3. Le prix des logements comme série temporelle



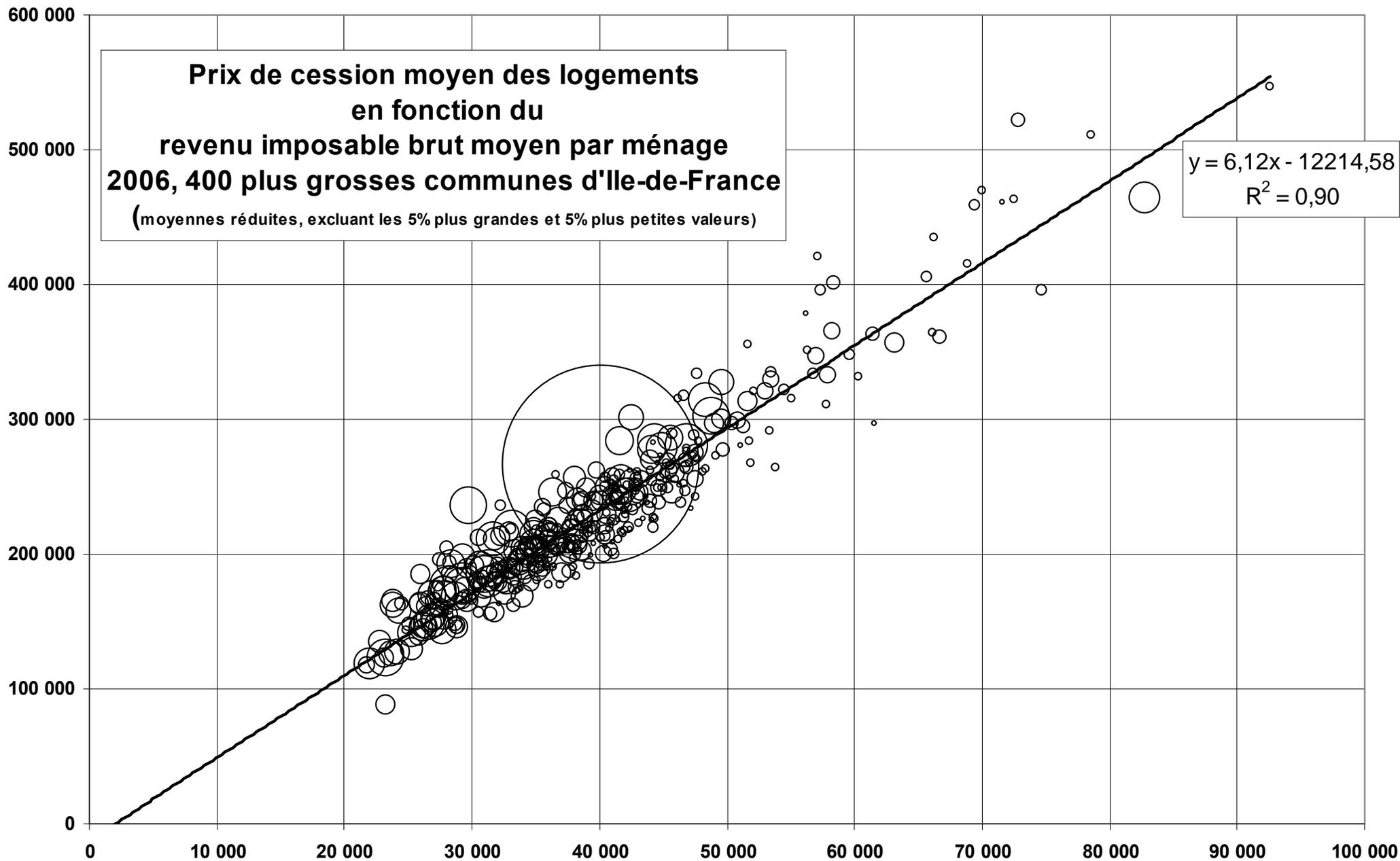
Prix des logements et revenu: l'actif des ménages

- Lien avec le **revenu** :
 - *dans le temps*: intuitif ... **en apparence**, empirique en réalité
 - et *dans l'espace*

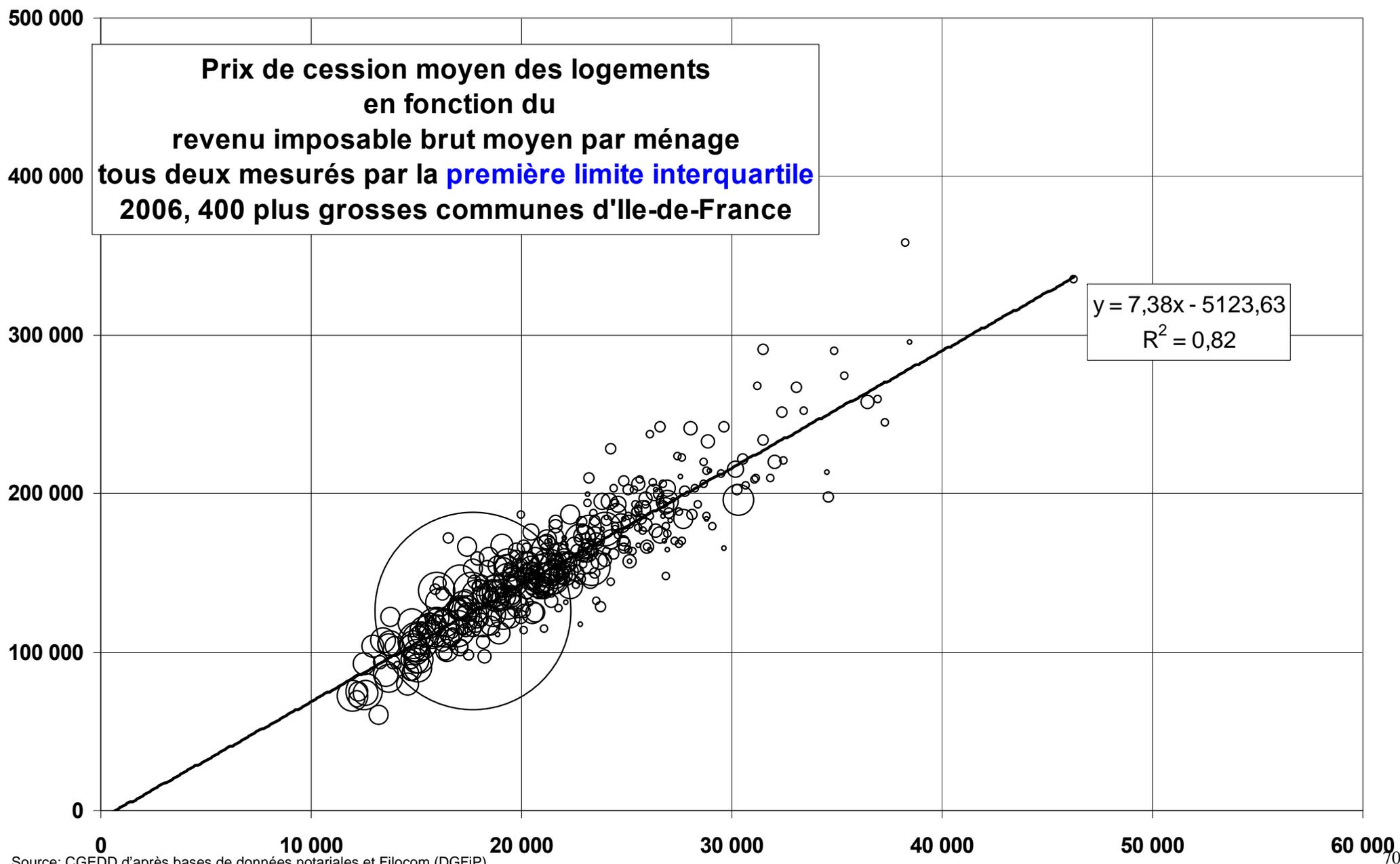
Par commune en Ile-de-France (1000 plus grosses communes)



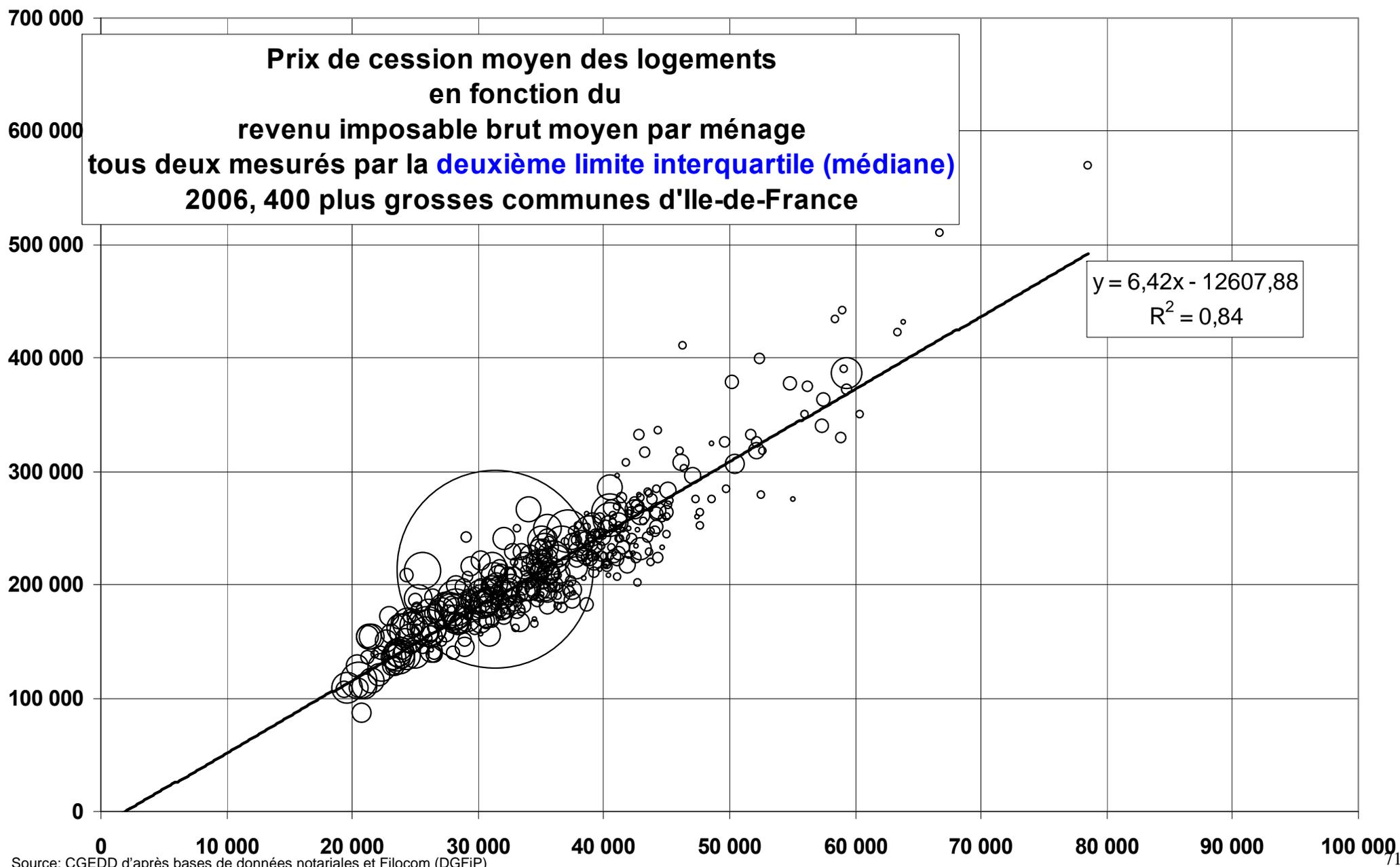
Idem, 400 plus grosses communes d'Ile-de-France



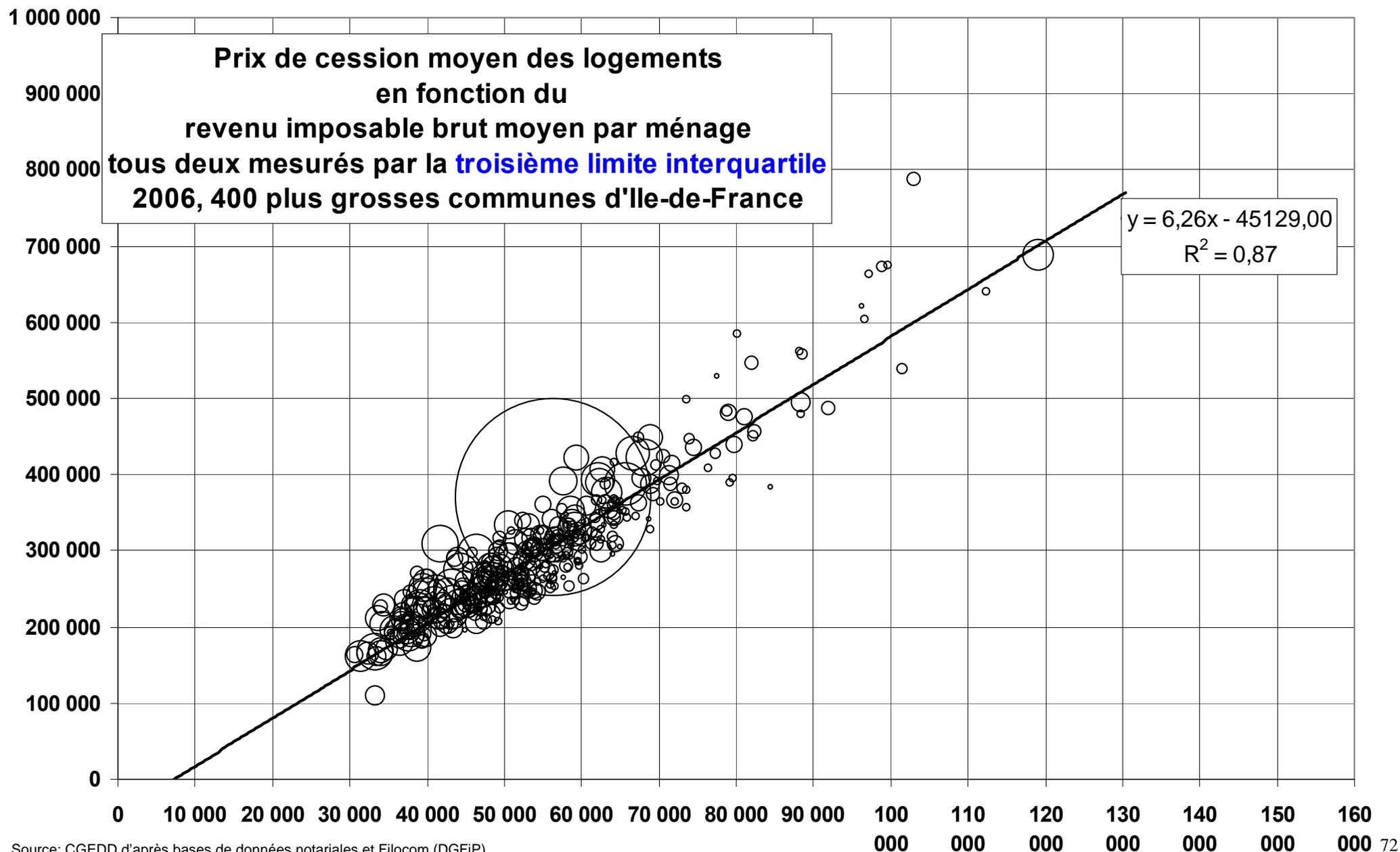
Idem, premières limites interquartiles



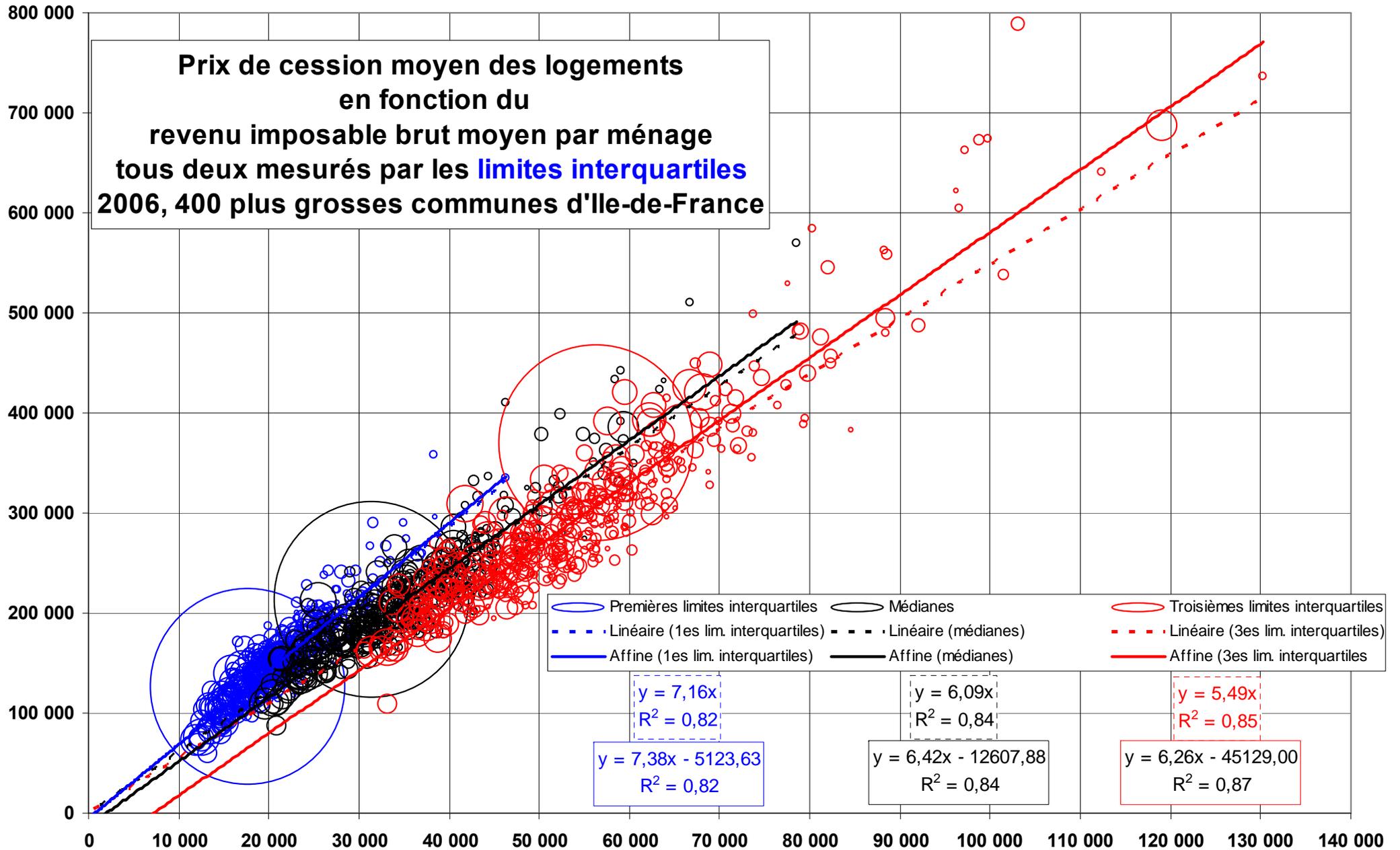
Idem, deuxièmes limites interquartiles (=médianes)



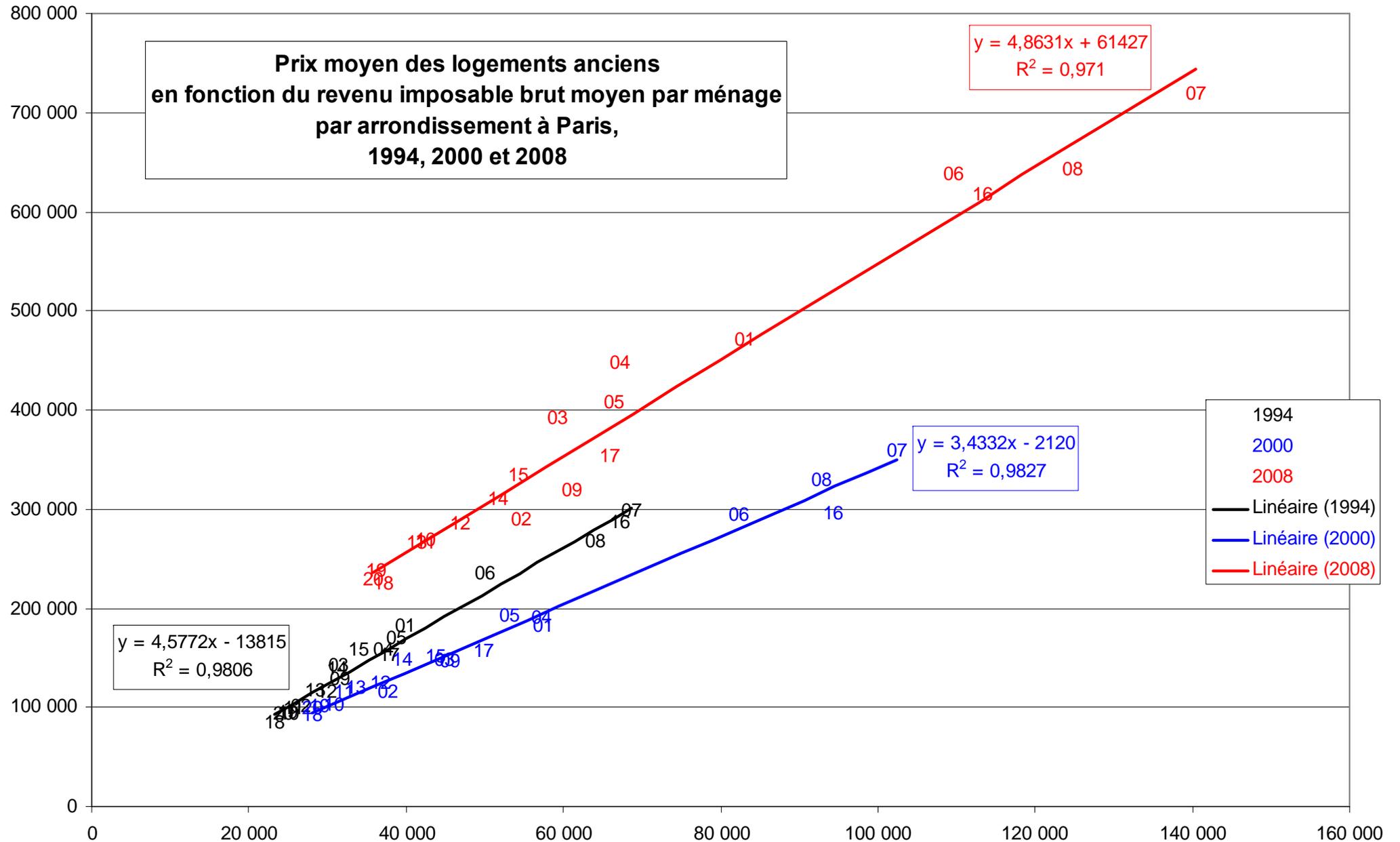
Idem, troisièmes limites interquartiles



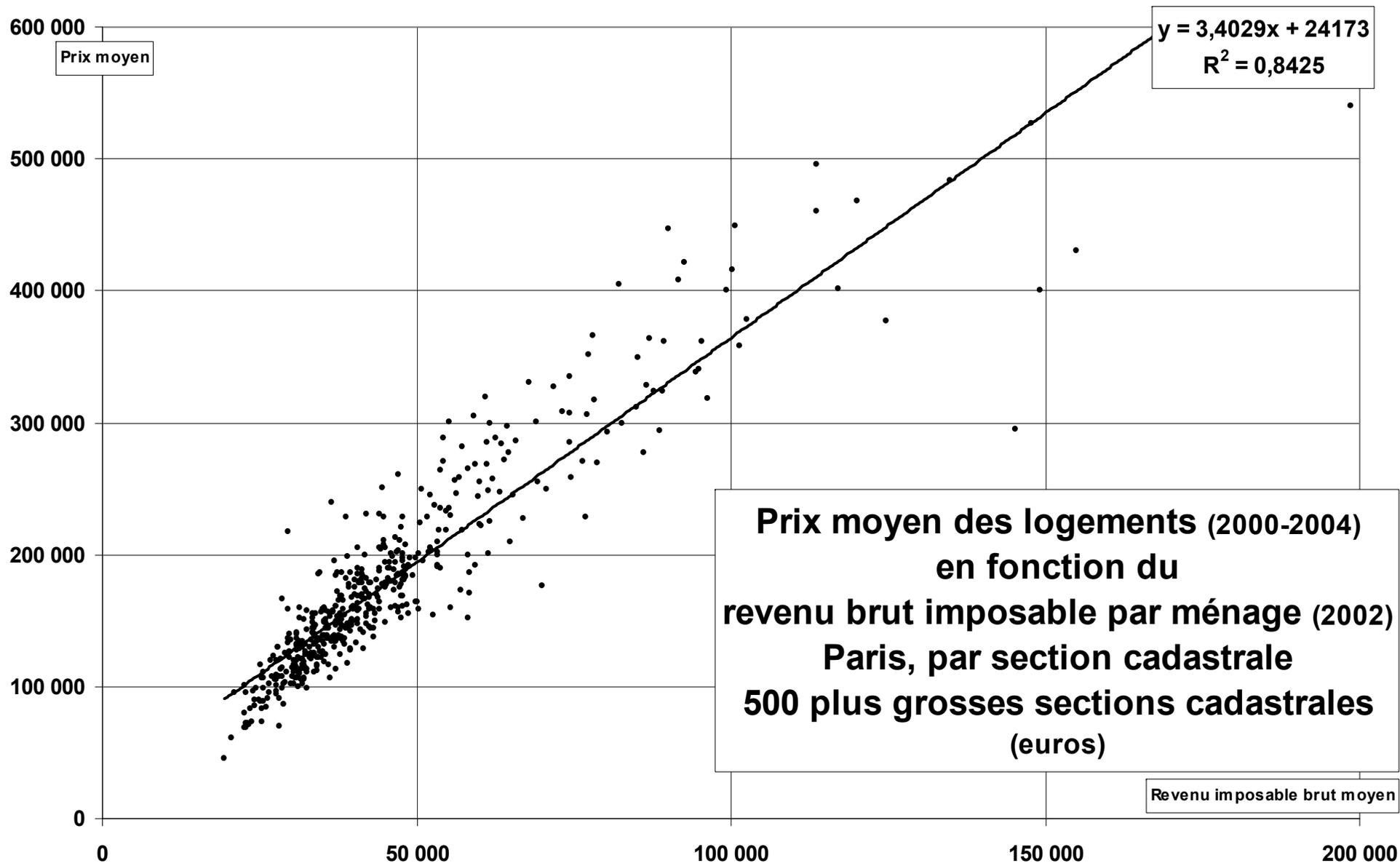
Idem, les trois limites interquartiles



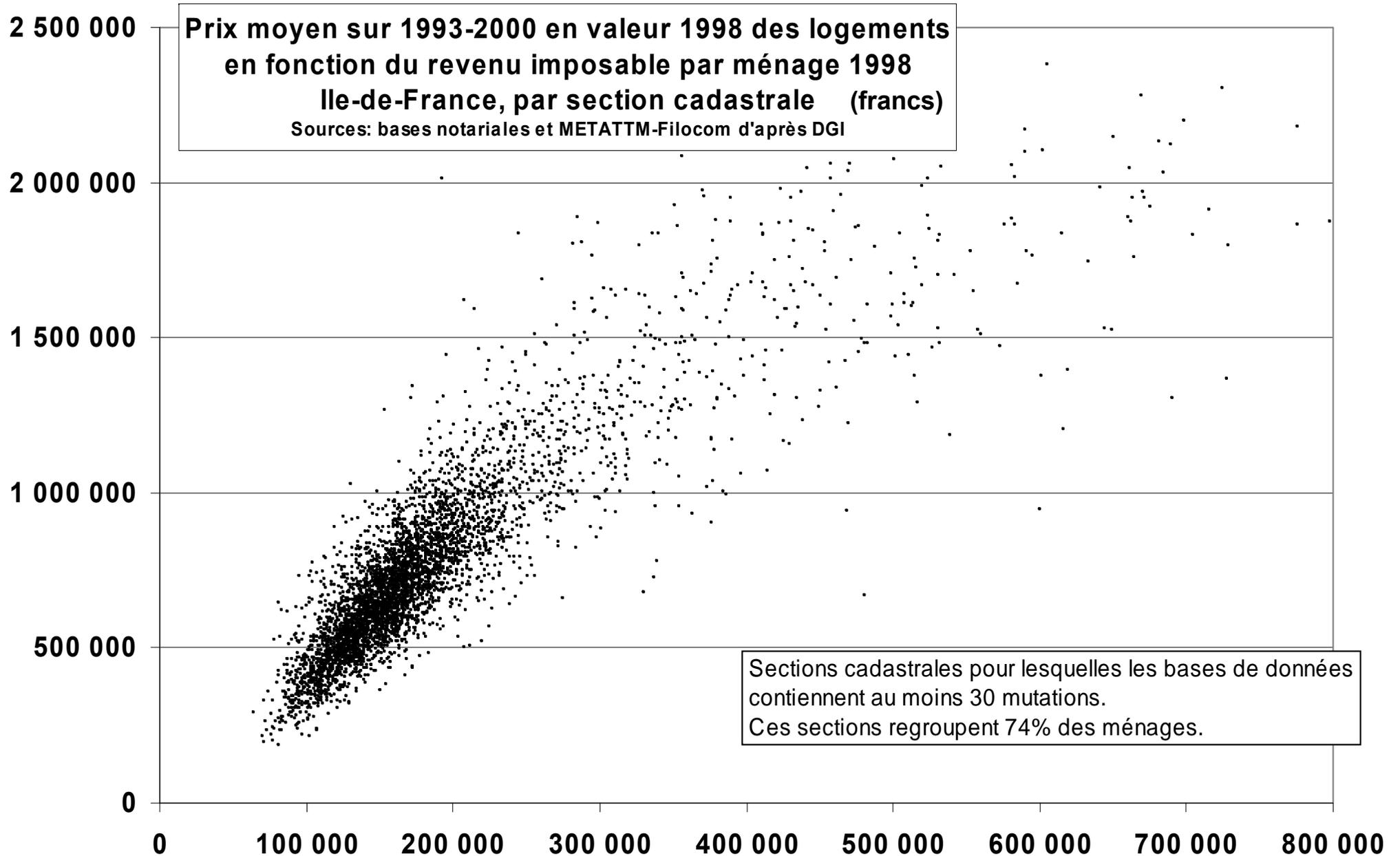
Par arrondissement à Paris



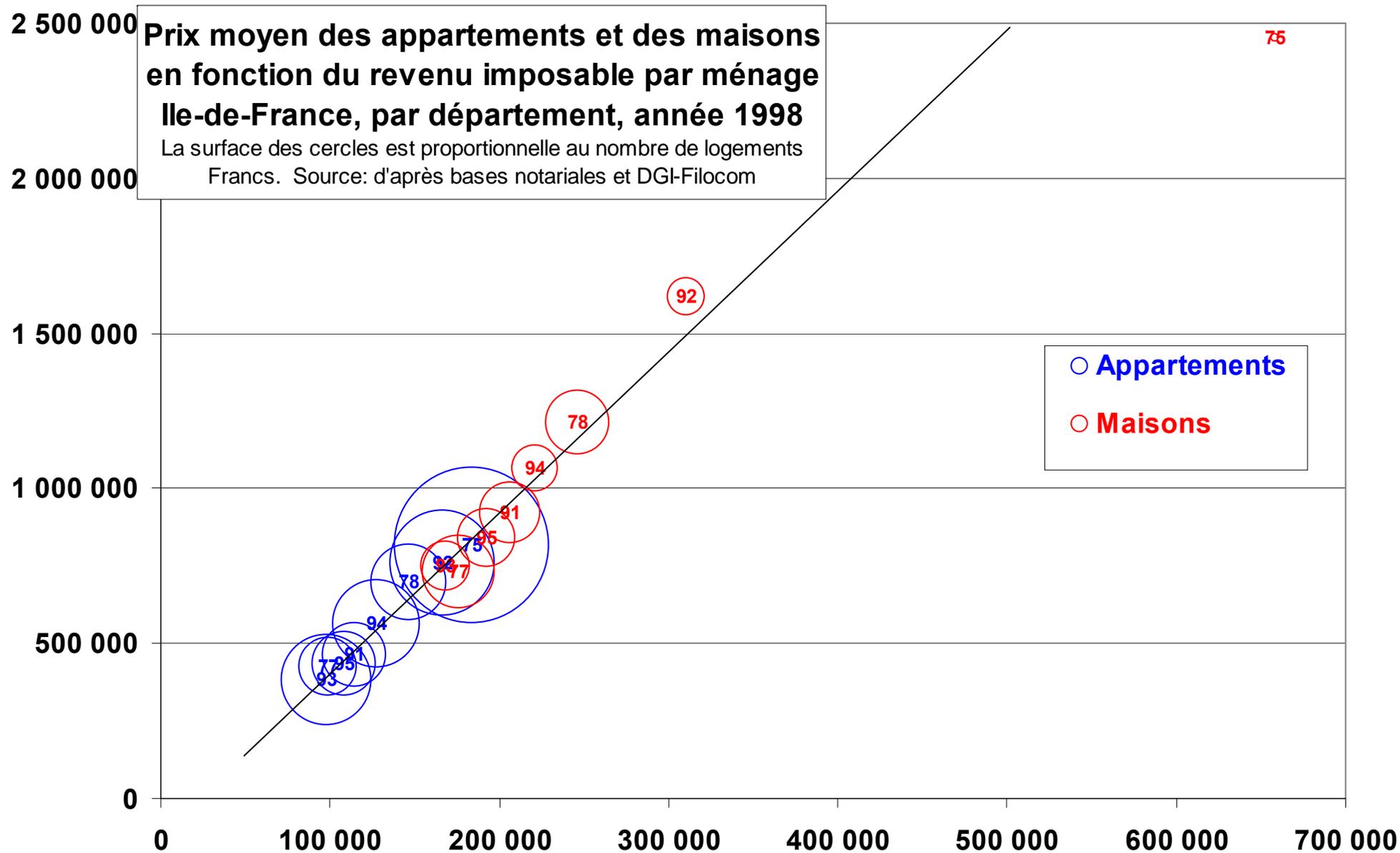
Par section cadastrale à Paris



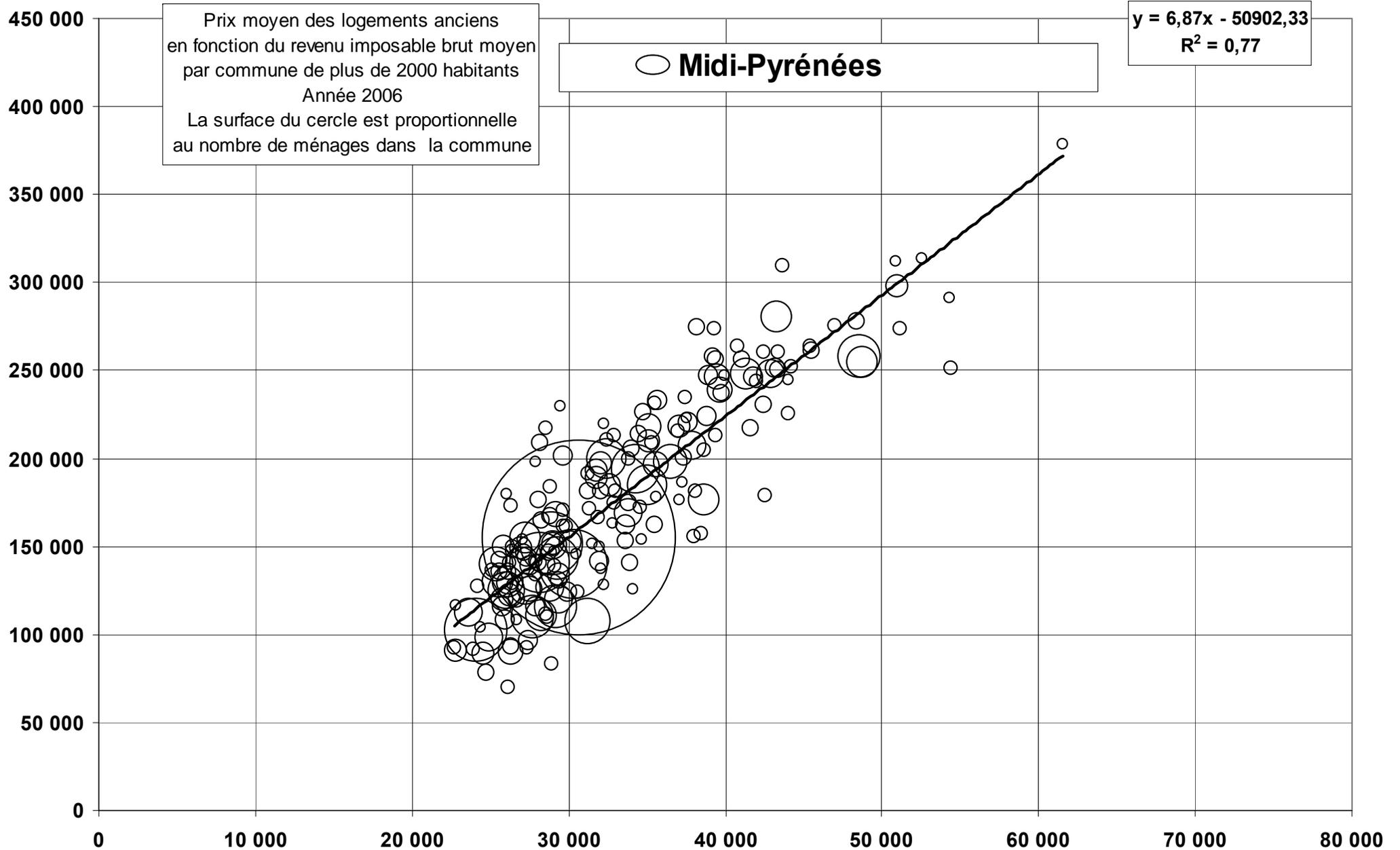
Par section cadastrale en Ile-de-France



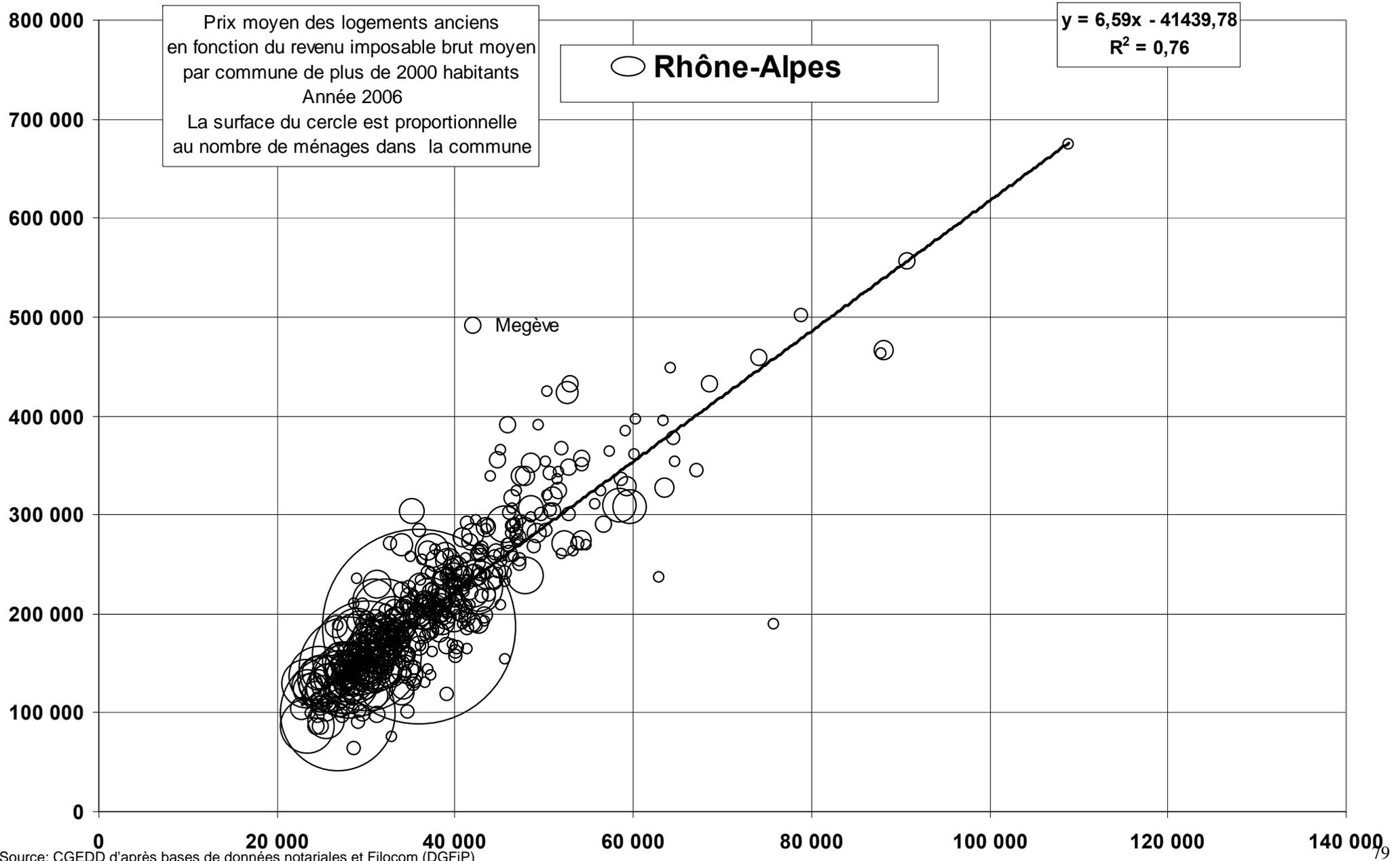
Par département et type de bien en Ile-de-France



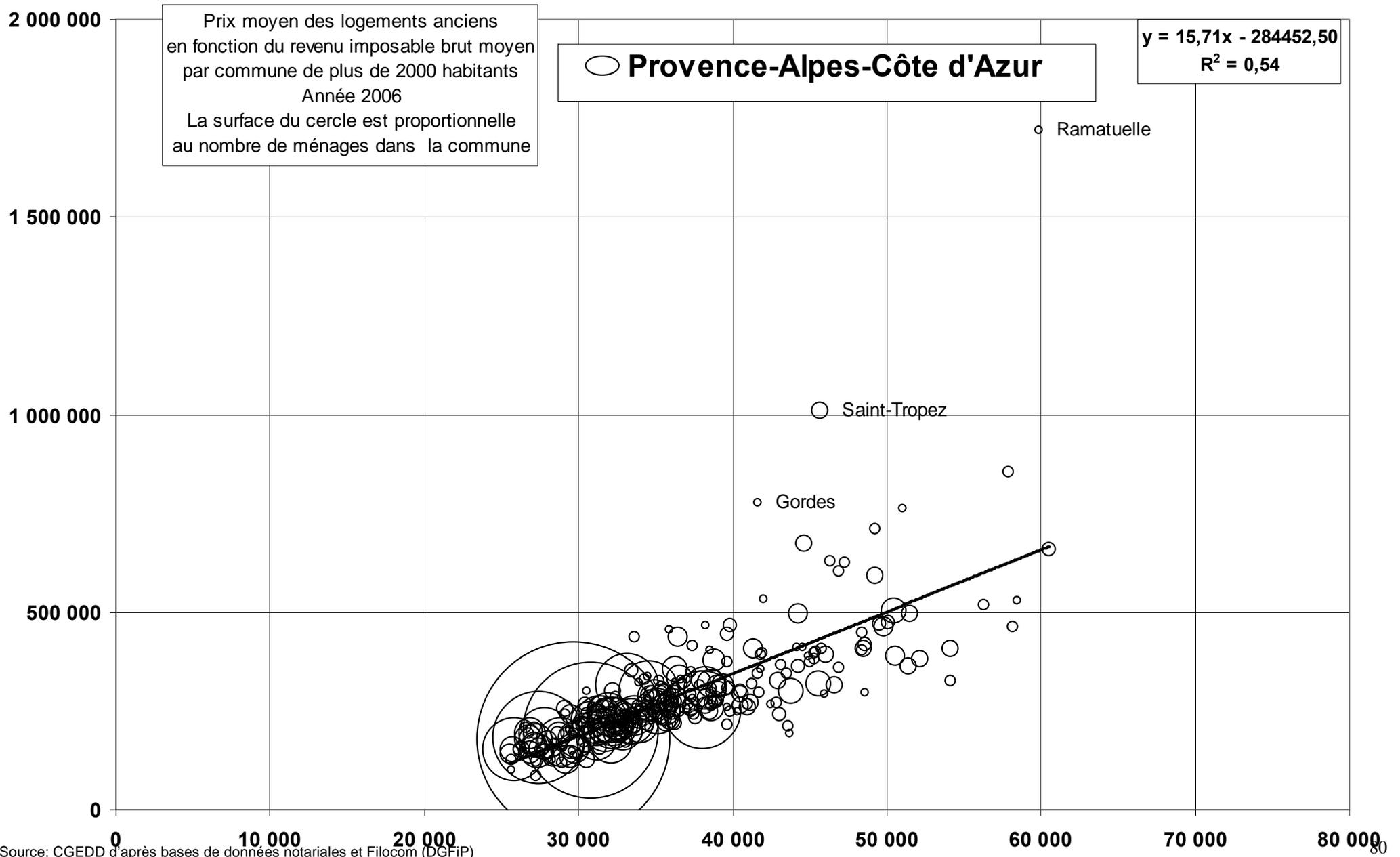
Par commune en Midi-Pyrénées



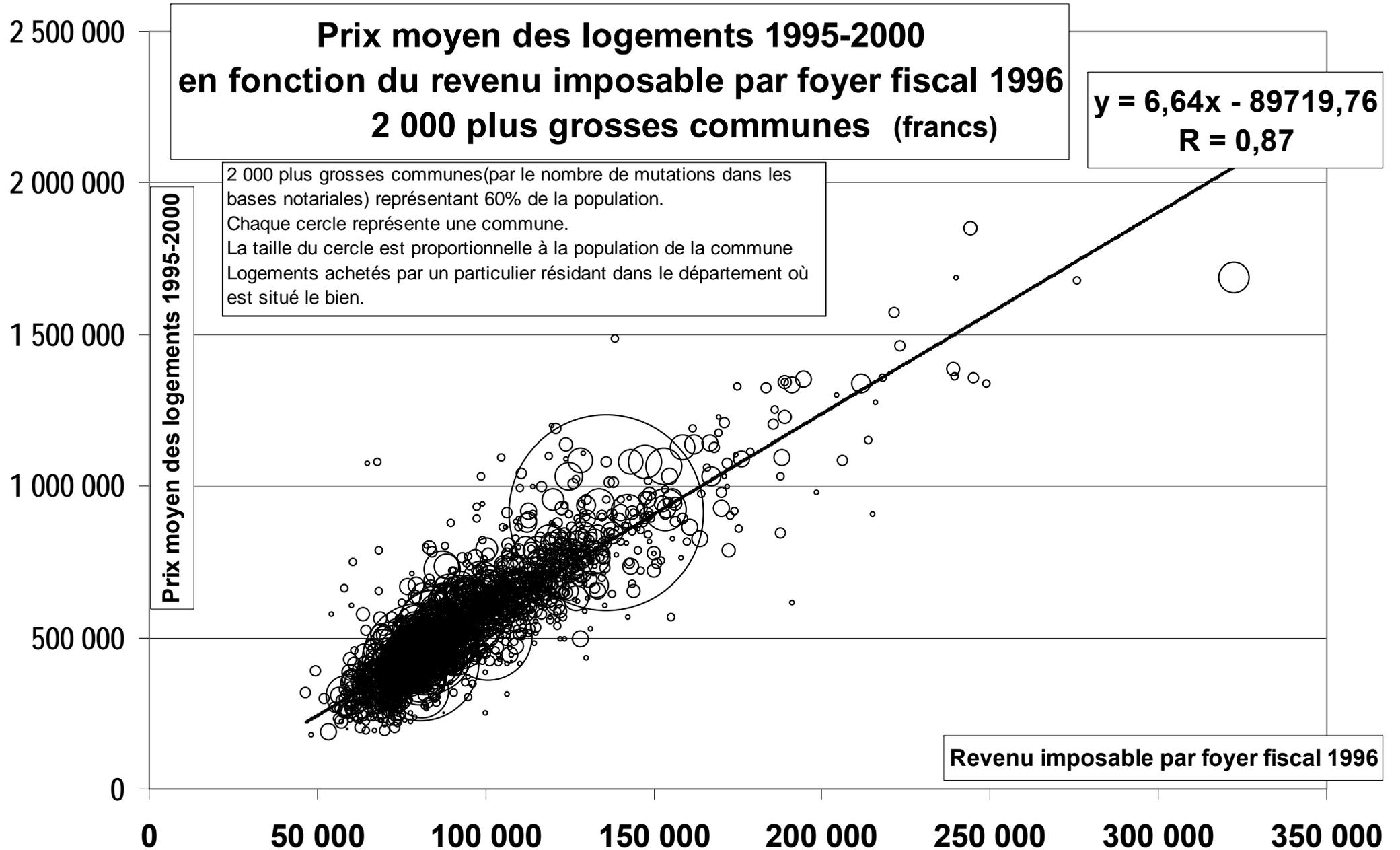
Par commune en Rhône-Alpes



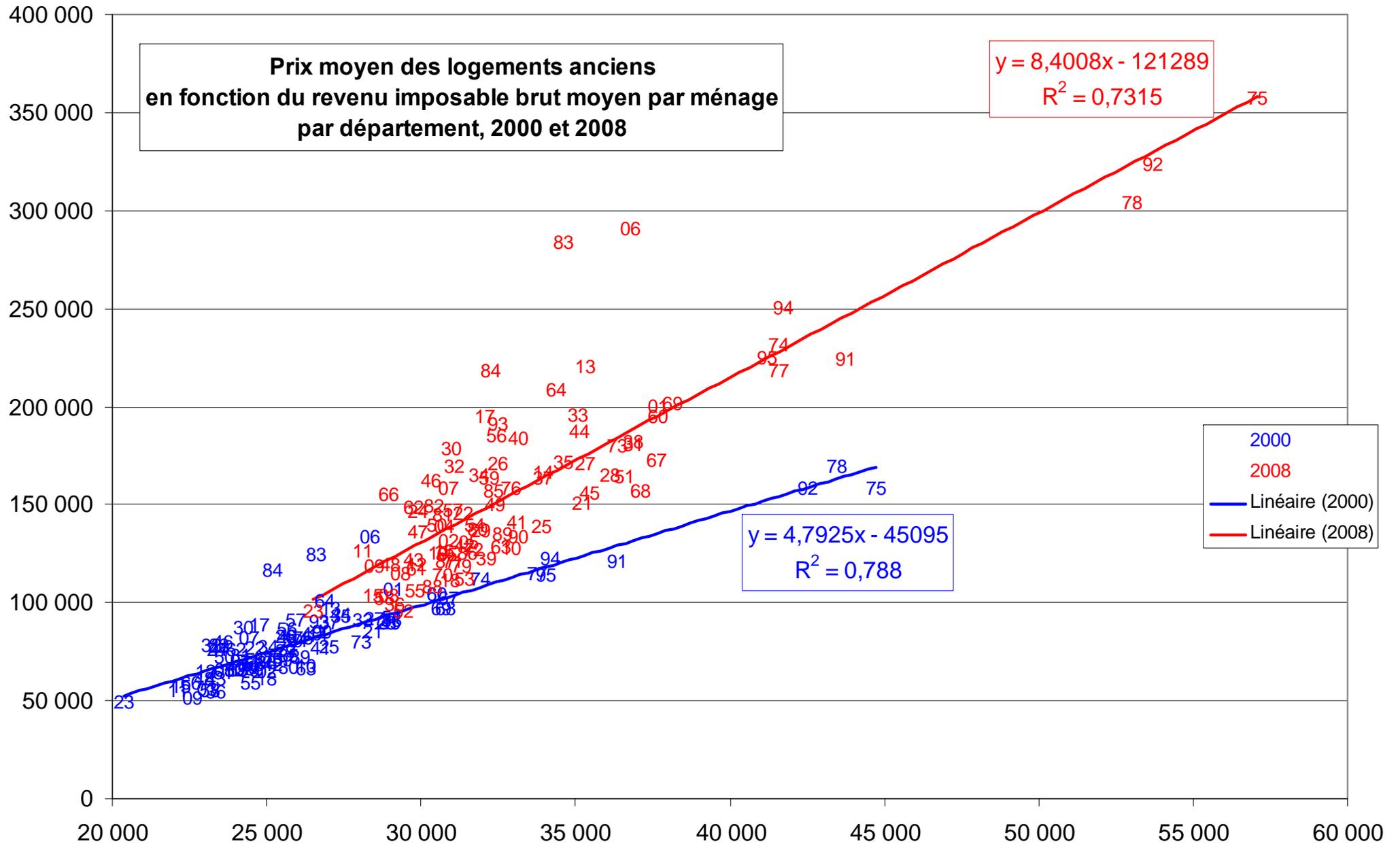
Par commune en PACA



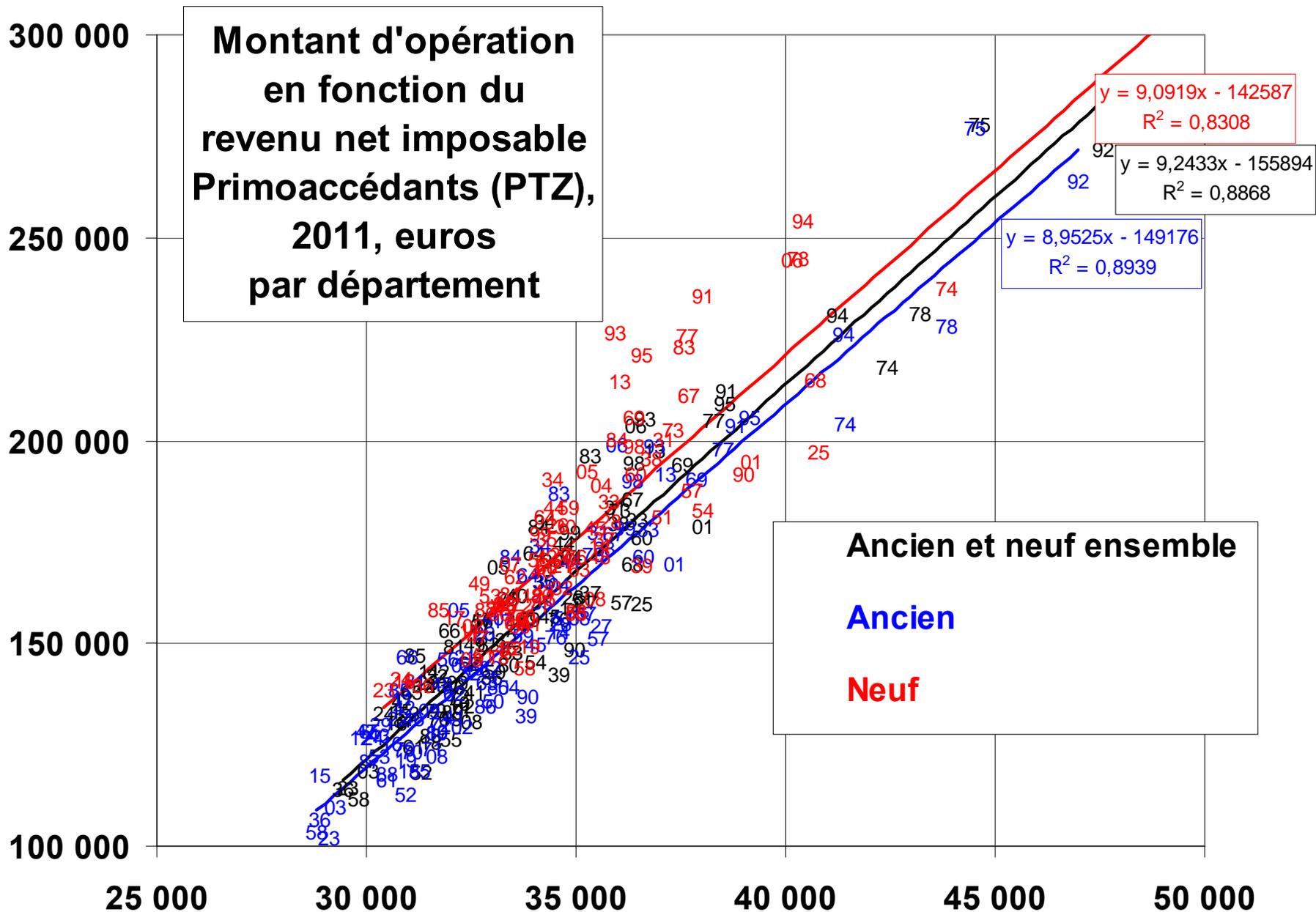
2 000 plus grosses communes



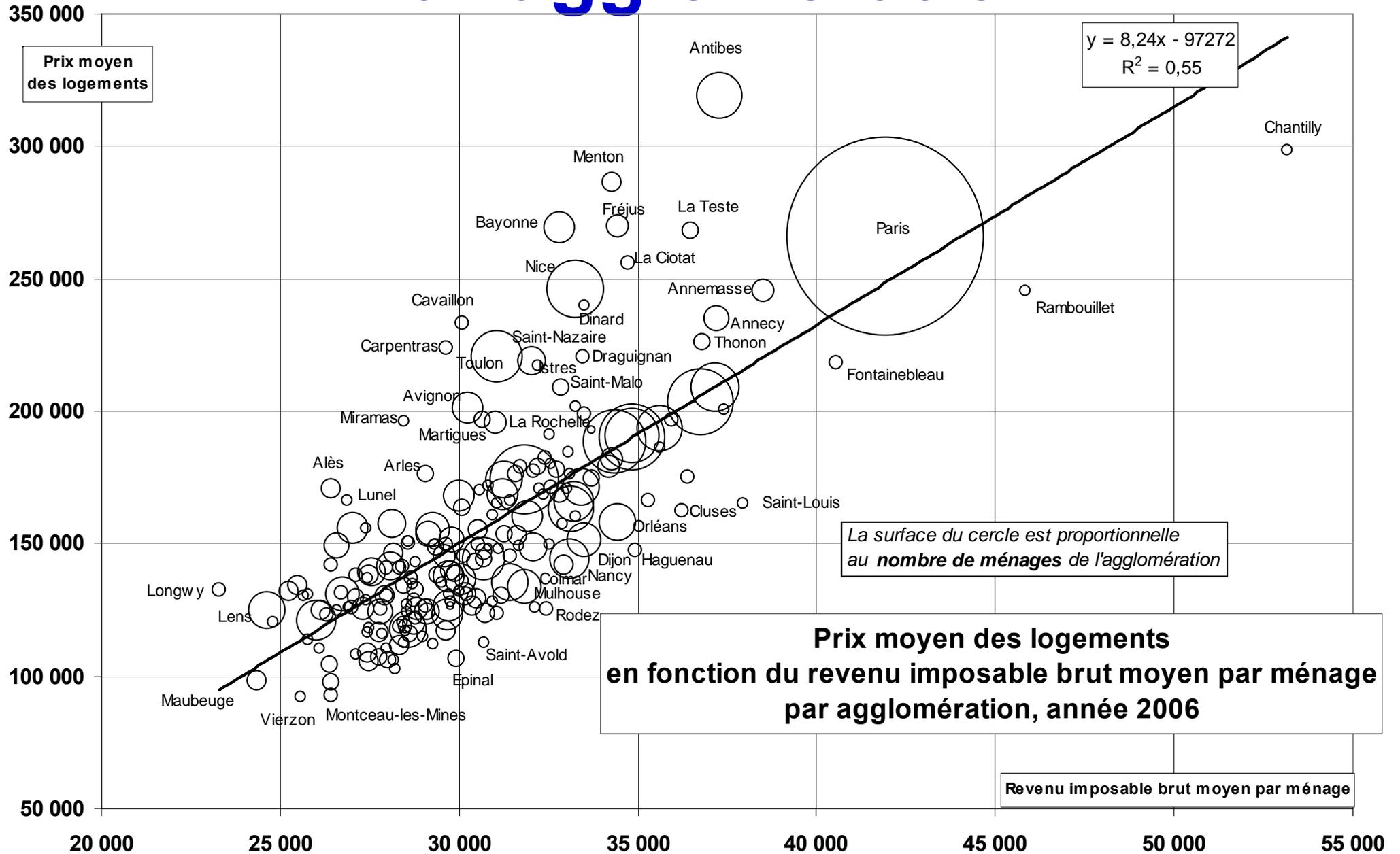
Par département



Primo-accédants, 2011



Par agglomération



Source: CGEDD d'après bases de données notariales et Filocom (DGFIP)

Le lien Prix X Revenu dans l'espace

- * Illustre la ségrégation socio-spatiale par le logement**
- * Fournit un ordre de grandeur du coût marginal de la mixité sociospatiale**
- * Se loger est un concours, pas un examen.** L' « épreuve » principale est le revenu (l'« épreuve » complémentaire est le risque, du point de vue du prêteur ou du bailleur)

Interprétation du lien prix X revenu

L'actif des ménages (1)

-100% des utilisateurs sont des ménages (dépense de logement = 1/5 de leur revenu)

•29 millions de ménages pour 34 millions de logements dont 1/10 résidences secondaires (solde = logts vacants)

-95% des acheteurs sont des ménages (le plus gros achat d'un ménage pendant son existence)

-8 logements sur 10 sont possédés par des ménages

•le solde =8/10 « logements sociaux » (HLM) + 2/10 logements détenus par d'autres personnes morales

-Les $\frac{3}{4}$ des ménages possèdent un logement au moins une fois au cours de leur existence, 63% des ménages possèdent au moins un logement, 59% des ménages possèdent leur résidence principale

-A 70 ans, 70% des ménages sont propriétaires de leur résidence principale

-2 millions de ménages possèdent 5 millions de logements locatifs, les personnes morales possèdent seulement 1 million de logements locatifs (hors secteur « social »)

L'actif des ménages (2)

-Sur 10 ménages:

-4 ne possèdent aucun logement

-4 possèdent 1 logement

-2 possèdent plus de 1 logement (en moyenne 2,8 logements dont leur résidence principale)

Par comparaison seuls 2 ménages sur 10 détiennent des actions (et seulement 5% des ménages en détiennent un montant significatif)

-Sur 10 ménages:

-4 sont locataires

-2 sont propriétaires et remboursent un emprunt souscrit pour acheter (« accédants à la propriété »)

-4 sont propriétaires et ne remboursent pas d'emprunt souscrit pour acheter (« propriétaires non accédants »)

-Sur 3 logements achetés

-1 est la première résidence principale de l'acheteur

-1 est une résidence principale de rang >1 (la deuxième, la troisième, etc. résidence principale de l'acheteur)

-1 est un investissement locatif ou une résidence secondaire (dont: 2/3 investissements locatifs et 1/3 résidences secondaires)

-Un ménage achète en moyenne 2,5 logements pendant son existence

Nombre de logements entrant dans le patrimoine d'un individu ou en sortant pendant sa vie

		Au cours de la vie d'un individu comme partie de ménages	Nombre de logements
Entrée dans le patrimoine ou sortie du patrimoine	à titre onéreux	Logements achetés ou construits	+2,5
		<i>(dont achetés anciens)</i>	<i>(1,8)</i>
		<i>(dont achetés neufs ou construits)</i>	<i>(0,7)</i>
		Logements vendus	-1,8
		Solde achetés ou construits moins vendus	+0,7
	à titre gratuit	Logements reçus en héritage	+0,4
		Logements reçus en donation	+0,2
		Logements donnés en donation	-0,2
		Solde reçus moins donnés	+0,4
	Ensemble	Logements détenus au décès	1,1

Finalité de l'achat

Logements anciens

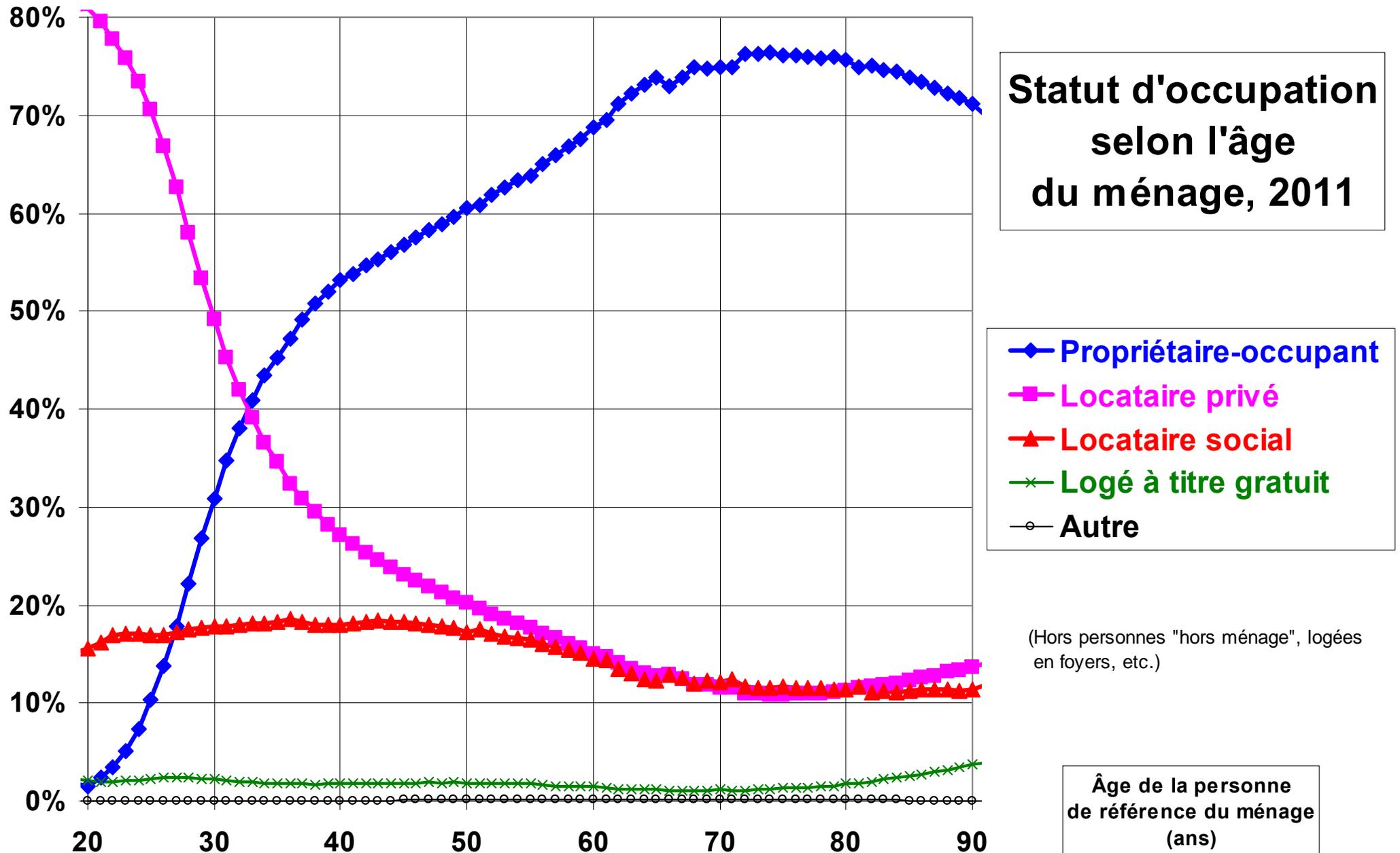
Finalité	Part de l'effectif	Commentaire	Type de comportement
Première résidence principale	1/3	Contrainte de mensualité maximale pour une qualité minimale	Mensualité maximale pour une qualité minimale 50% en effectif 60% en montant
Résidence principale de rang >1 (la deuxième, la troisième, etc.)	1/3	<ul style="list-style-type: none"> •Dont 3/4 revendent leur résidence principale précédente => relativement isolé des fluctuations des prix => participe peu à la formation des prix (hormis par amplification des fluctuations?) •Dont 1/4 ne revend pas la résidence précédente => forme d'investissement 	Neutre en moyenne
Investissement locatif	2/10	Arbitrage par rapport à d'autres placements	Arbitrage par rapport à d'autres placements (+ un peu RS)
Résidence secondaire (RS)	1/10	10% des RS (en effectif, et beaucoup plus en montant) ont pour propriétaire un non résident => dans le cas des RS les acheteurs non résidents peuvent avoir une place importante, or beaucoup de leurs prêts ne sont pas décomptés par la Banque de France (qui se limite aux prêts par des prêteurs résidents)+ Manque de bases de données=> ce sont les achats dont le financement est le moins bien connu	50% en effectif 40% en montant

Ne pas oublier la finalité de la vente

Finalité	Part de l'effectif	Type de comportement
Revente rapide après mutation à titre gratuit	1/7	Pressé de vendre => ne diffère pas la vente en cas de baisse des prix
Revente de la résidence principale précédente	1/4	Relativement isolé des fluctuations des prix => participe peu à la formation des prix
Le reste	6/10	Souvent prêt à attendre pour « mieux vendre »

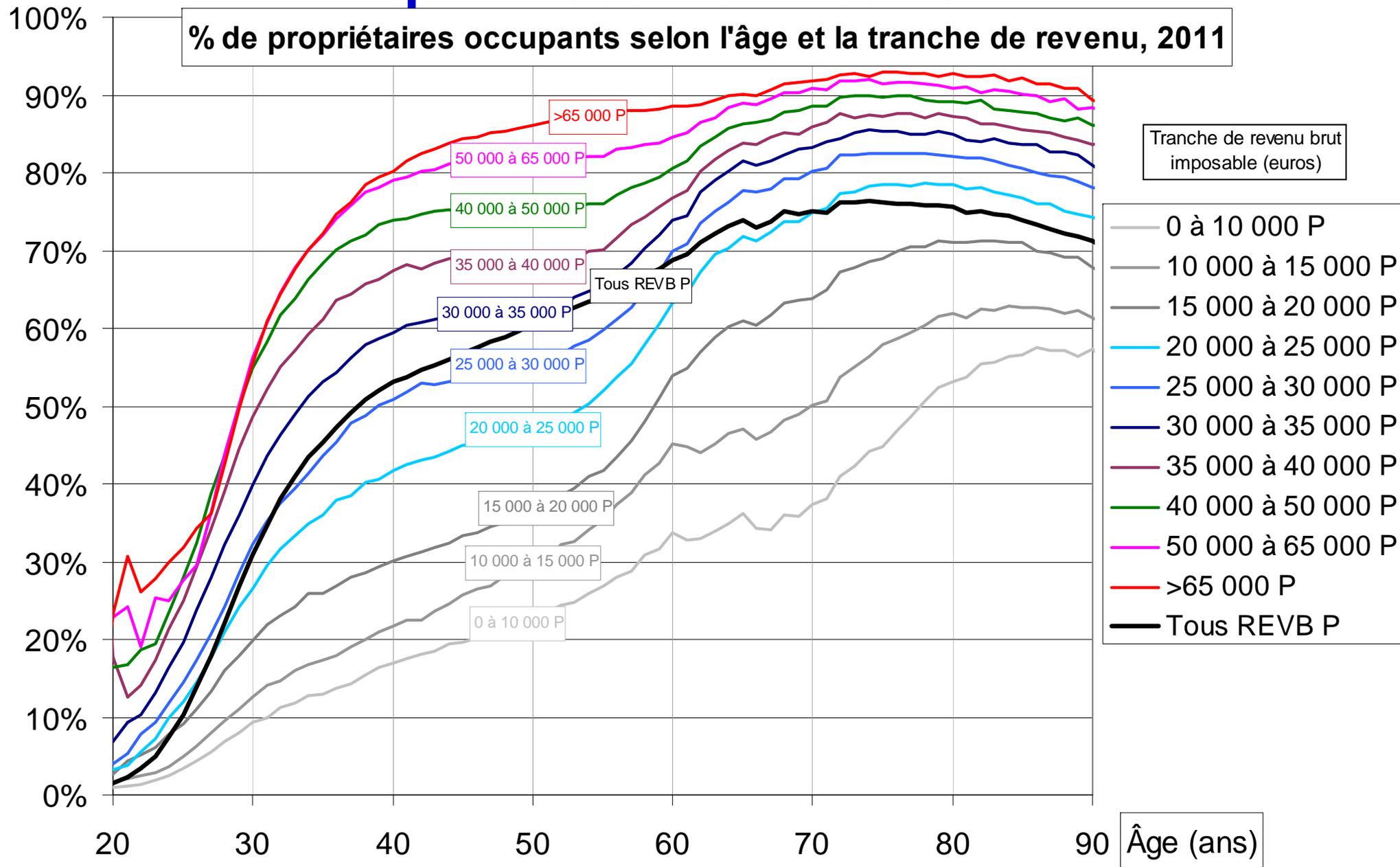
L'actif des ménages: logement et cycle de vie

Différenciation du statut d'occupation selon l'âge

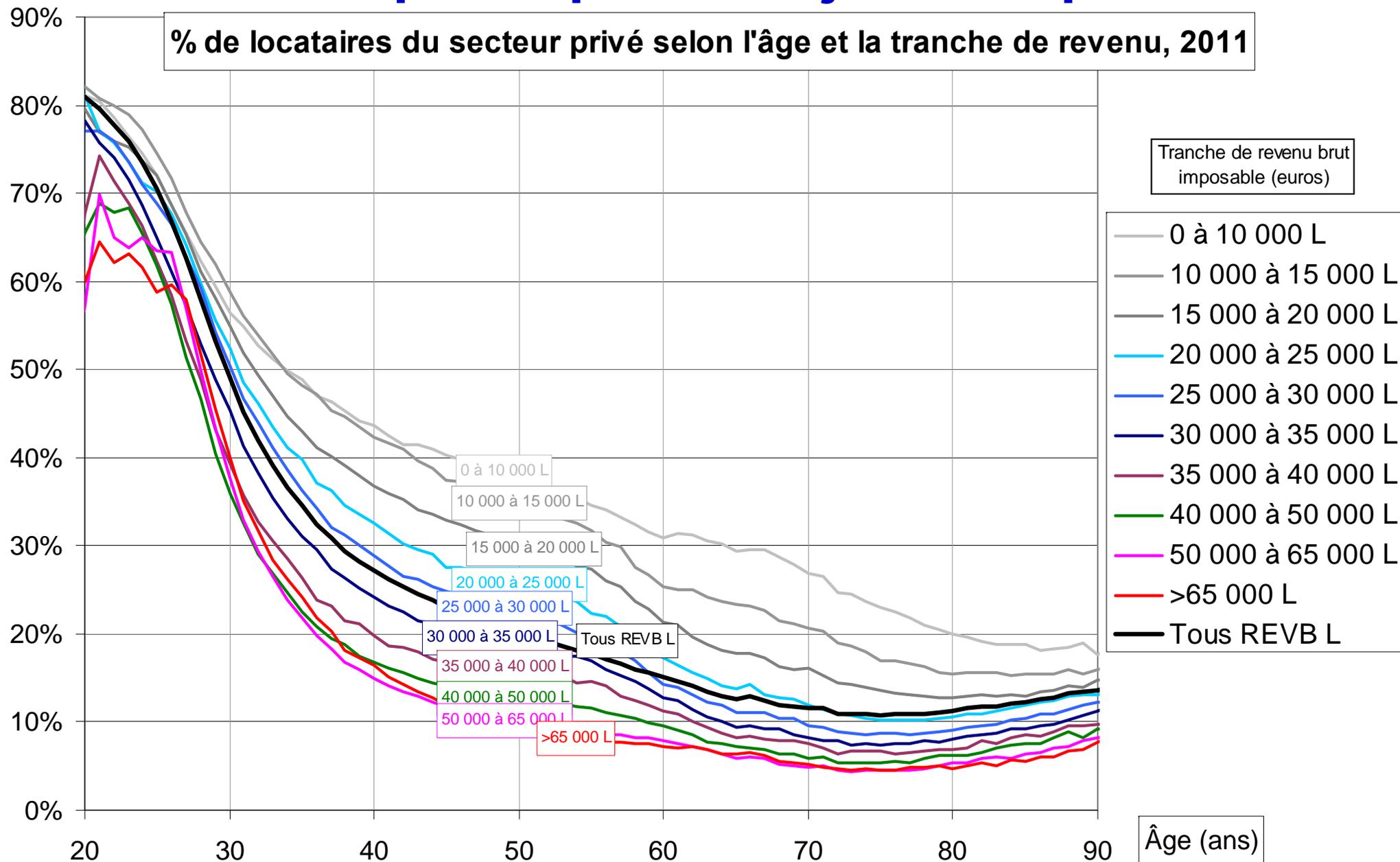


Source: CGEDD d'après Filocom

On a d'autant plus de chances d'être propriétaire qu'on est vieux et riche

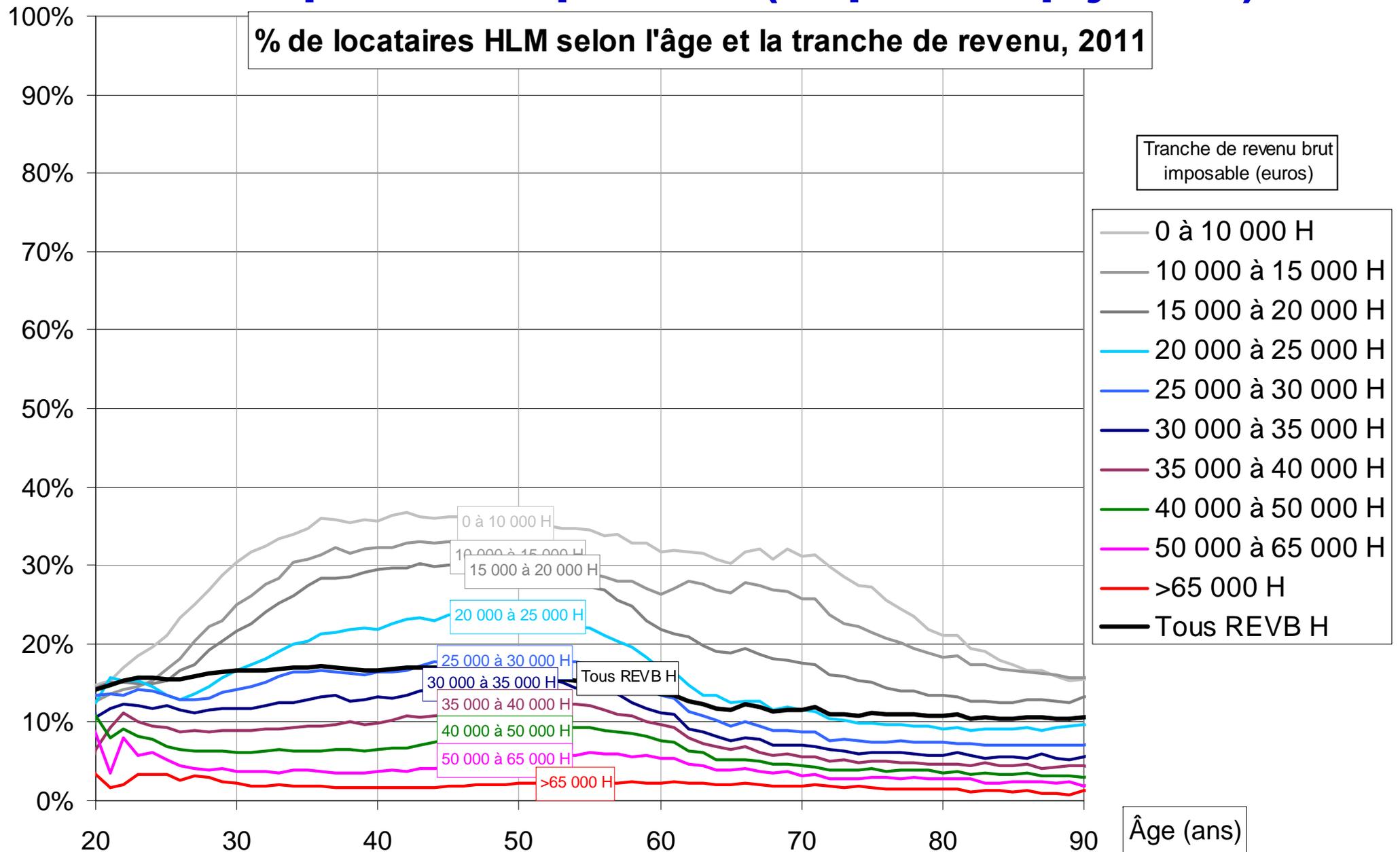


On a d'autant plus de chances d'être locataire du secteur privé qu'on est jeune et pauvre



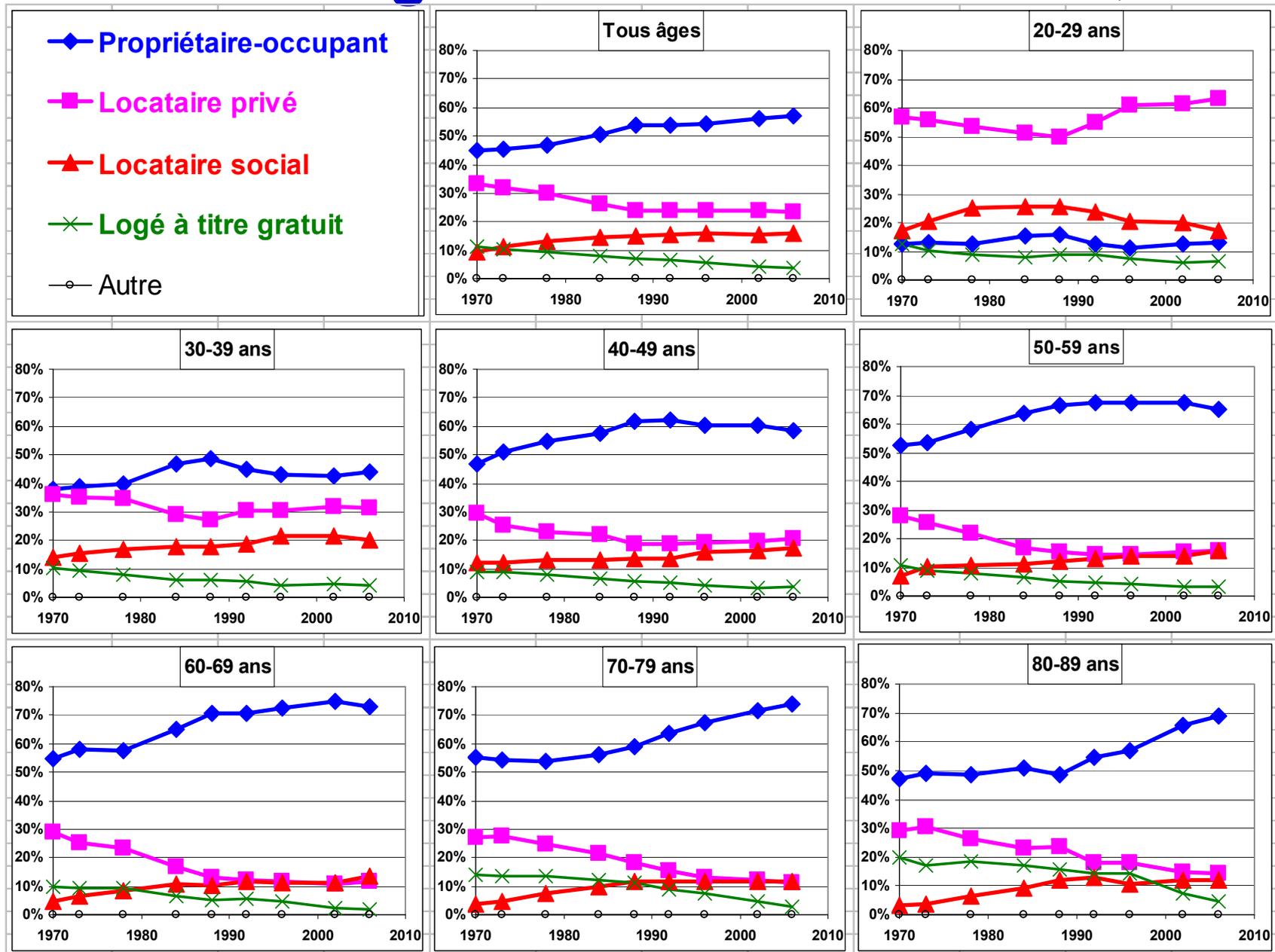
Source: CGEDD d'après Filocom

On a d'autant plus de chances d'être locataire HLM qu'on est pauvre (et pas trop jeune)

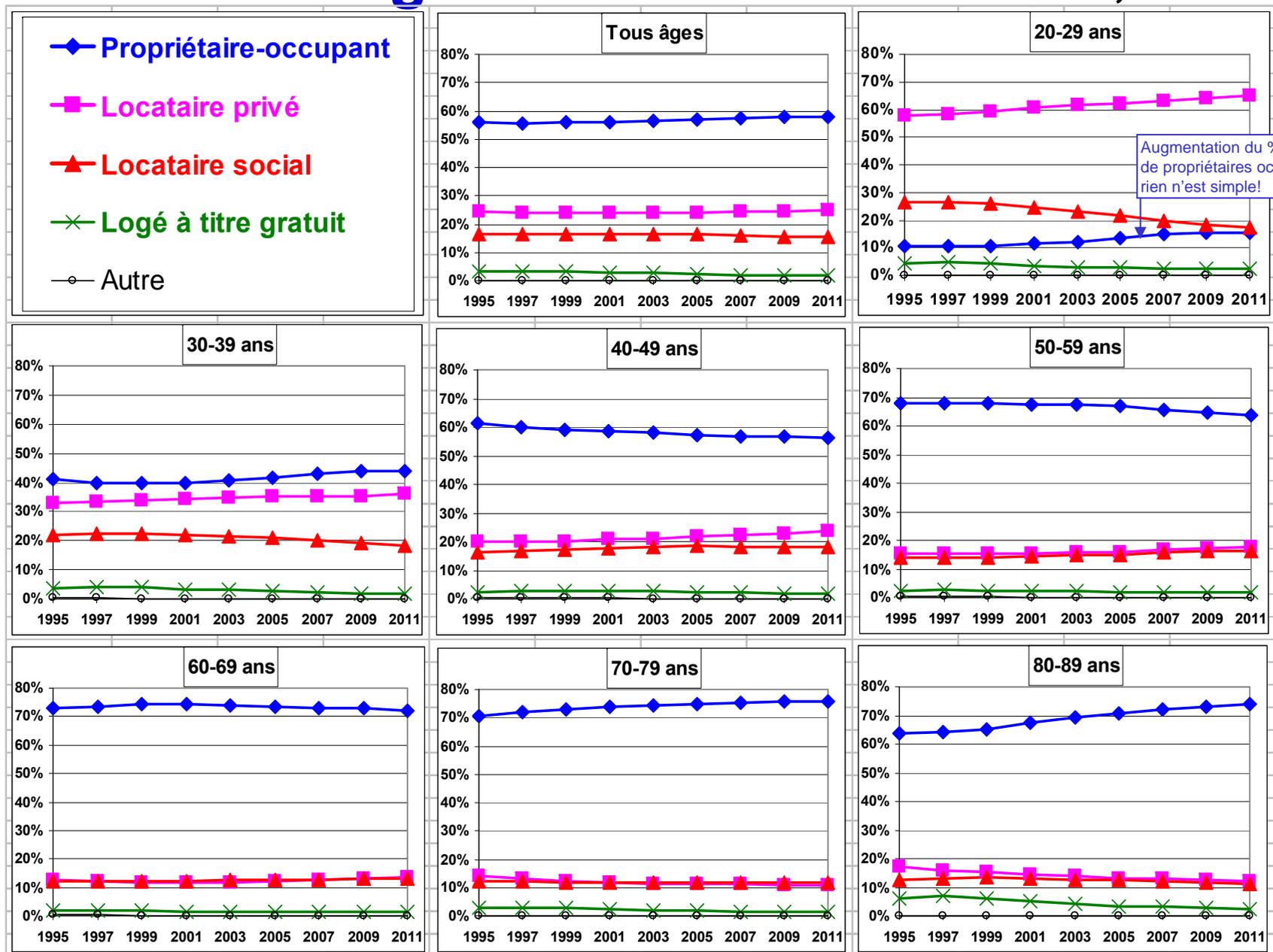


Source: CGEDD d'après Filocom

Différenciation du statut d'occupation par tranche d'âge selon l'année d'observation, 1970-2006

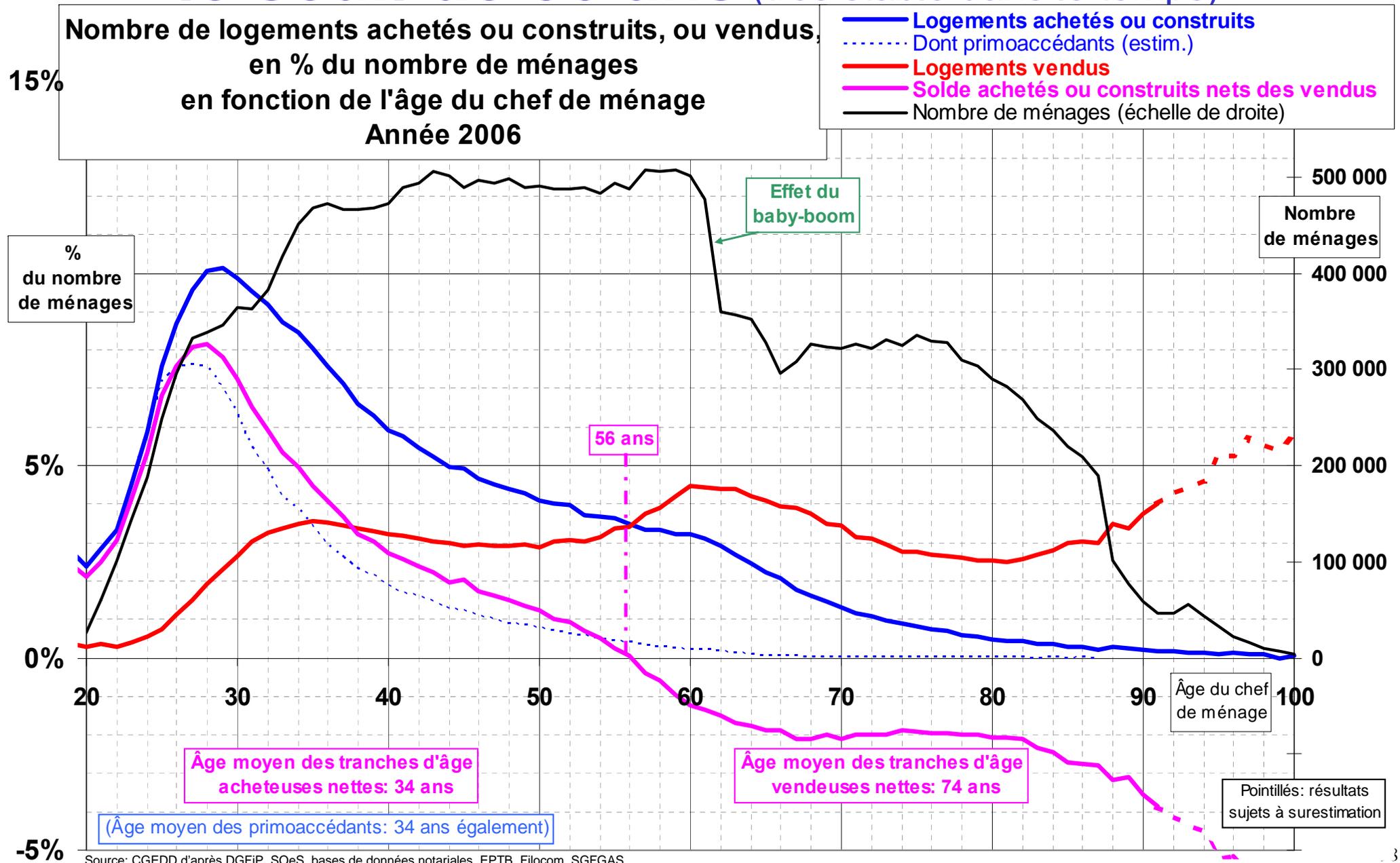


Différenciation du statut d'occupation par tranche d'âge selon l'année d'observation, 1995-2011



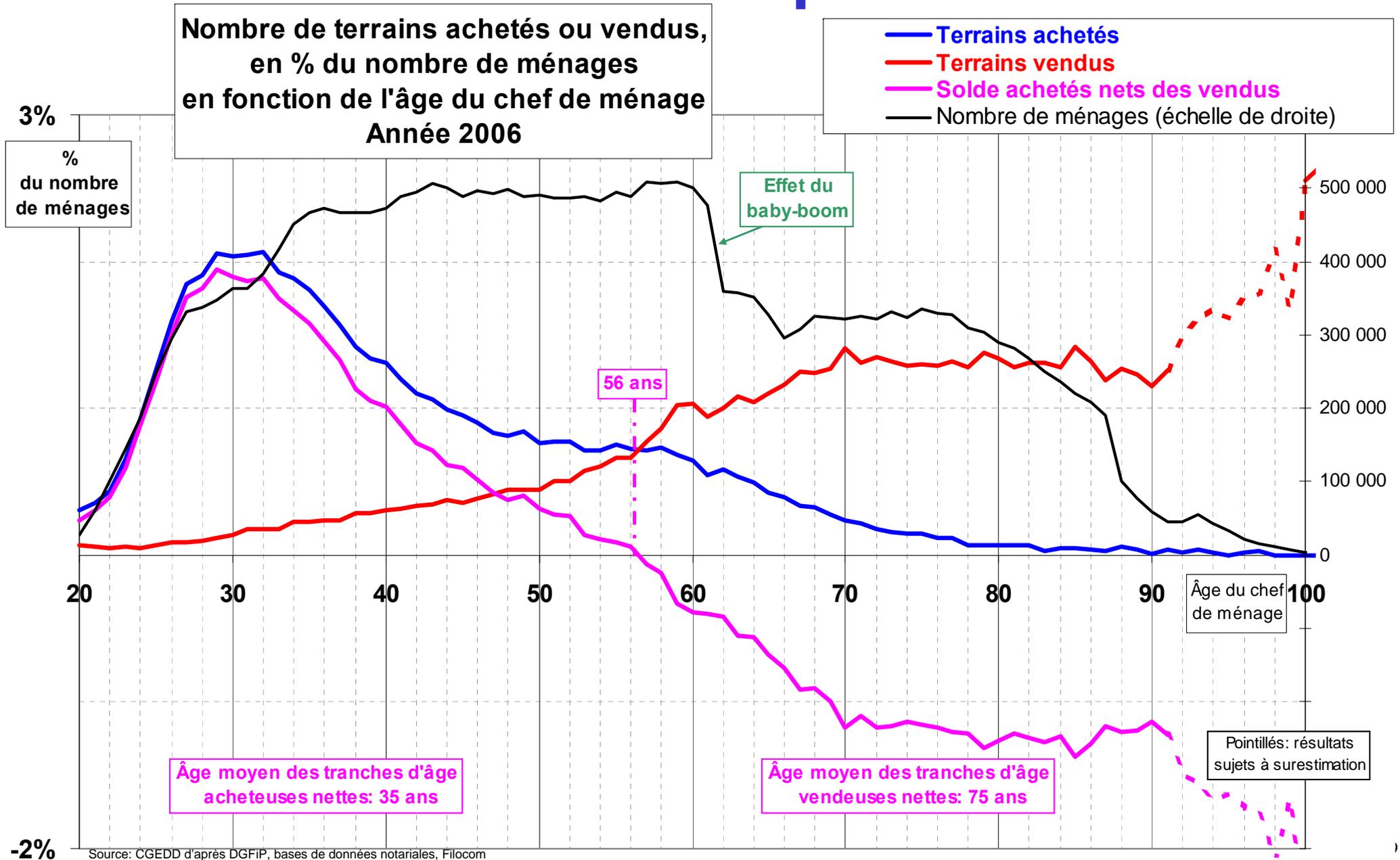
A quel âge achète-t-on / vend-on?

le seuil de 56 ans (très stable dans le temps)



A quel âge achète-t-on / vend-on?

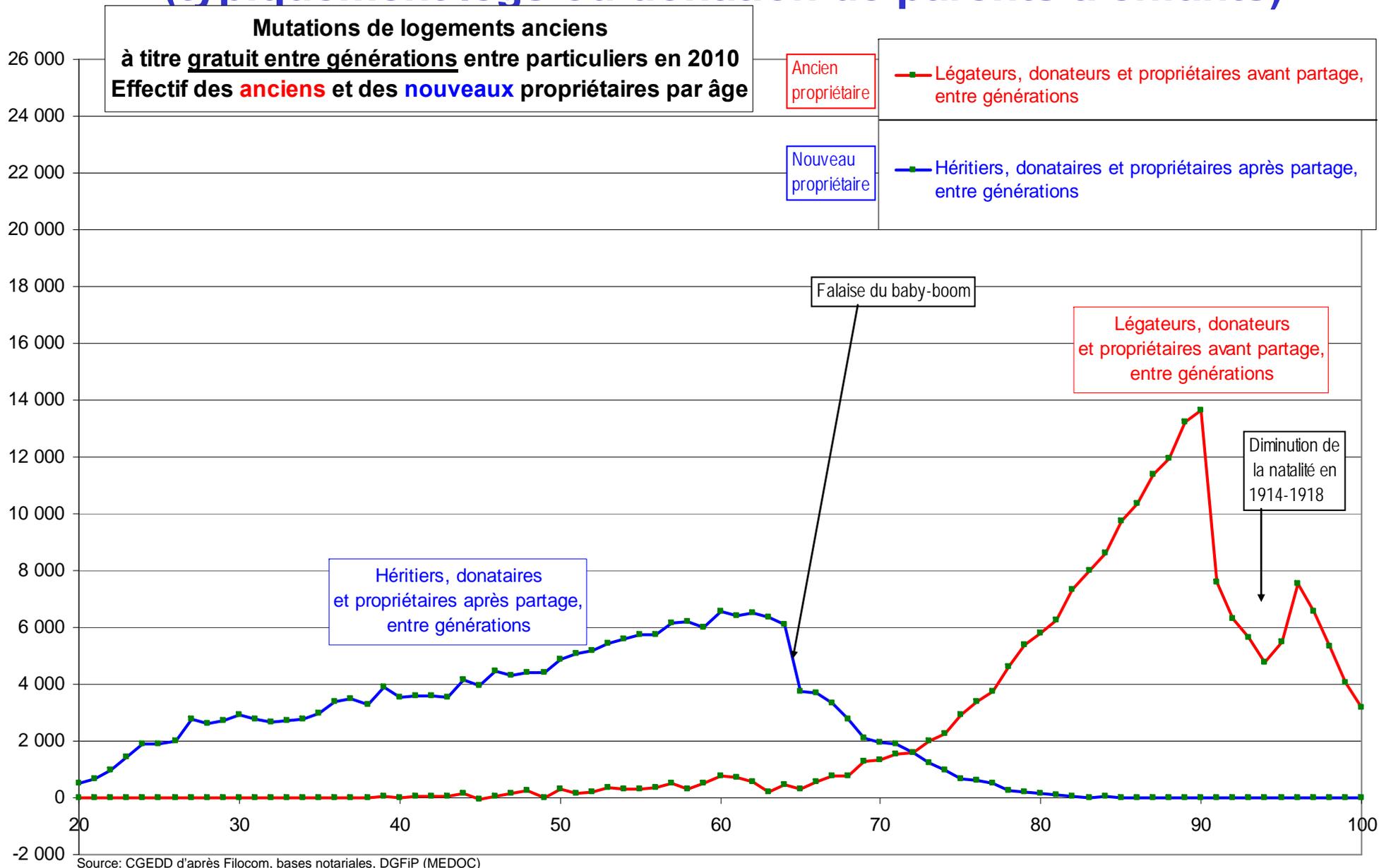
Même seuil de 56 ans pour les terrains



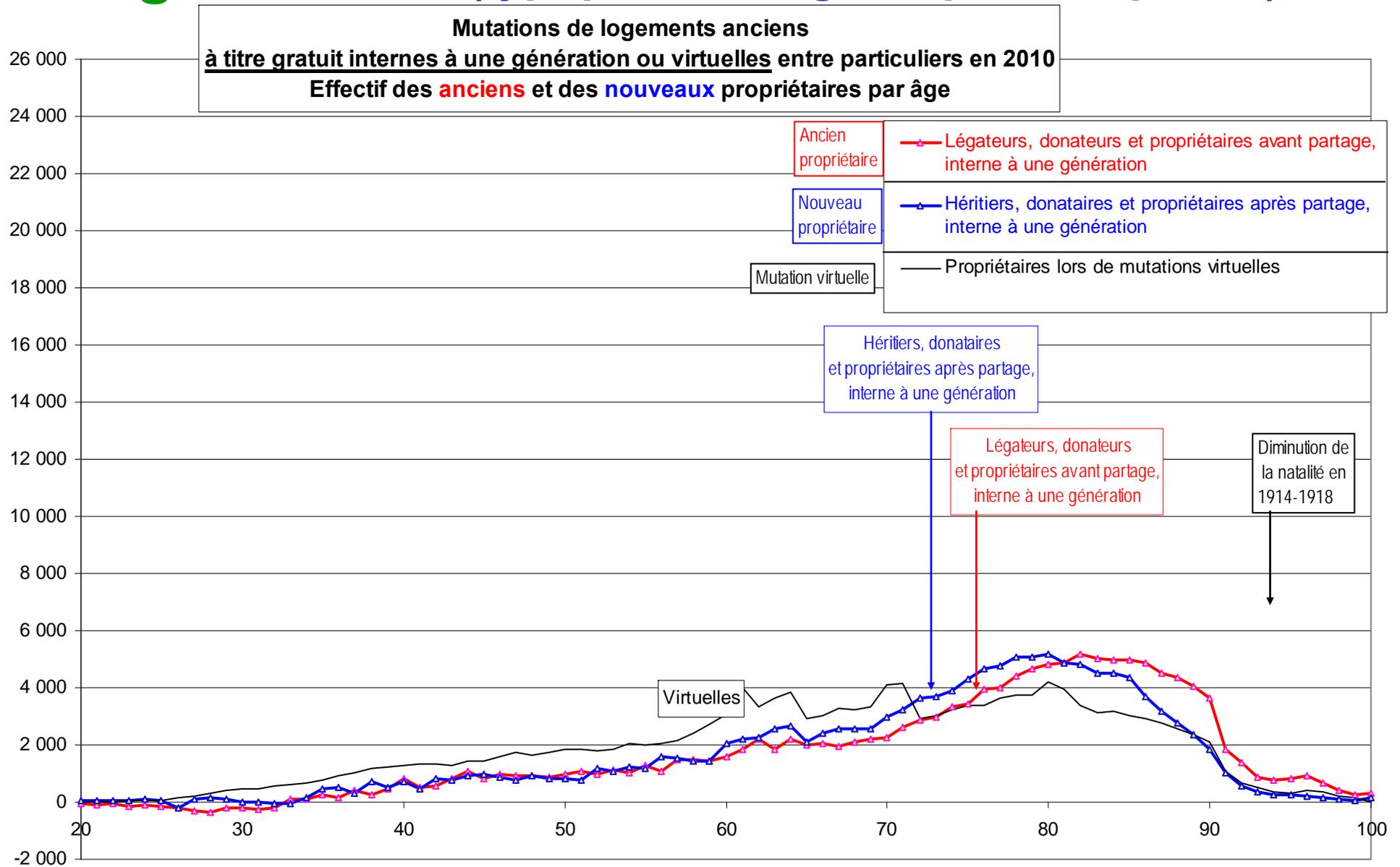
A quel âge le logement entre-t-il dans le patrimoine ou en sort-il?

Âge moyen du ménage lorsqu'un logement entre et sort du patrimoine				
Mutations de logements anciens en 2010	Âge (en années)		Différence d'âge	% du nombre de mutations à titre onéreux
	de l'ancien propriétaire	du nouveau propriétaire		
Mutation à titre onéreux (acheteur et vendeur)	56 ans	43 ans	13 ans	100%
<i>Dont de personne physique à personne physique</i>	<i>(55 ans)</i>	<i>(43 ans)</i>	<i>(13 ans)</i>	<i>(87%)</i>
<i>Dont autres</i>	<i>(59 ans)</i>	<i>(43 ans)</i>	<i>non sign.</i>	<i>(13%)</i>
Mutation à titre gratuit, entre générations (typiquement de parent à enfant, y compris de grand-parent à petit-enfant)	86 ans	50 ans	35 ans	26%
<i>(dont une génération d'écart, typiquement de parent à enfant)</i>	<i>(84 ans)</i>	<i>(55 ans)</i>	<i>(29 ans)</i>	<i>(19%)</i>
<i>(dont deux générations d'écart, typiquement de grand-parent à petit-enfant) (Effectif probablement surestimé)</i>	<i>(89 ans)</i>	<i>(36 ans)</i>	<i>(54 ans)</i>	<i>(7%)</i>
Mutation à titre gratuit, interne à une génération (typiquement d'époux à épouse)	75 ans	72 ans	3 ans	17%
Sous-total mutation à titre gratuit	81 ans	59 ans	23 ans	43%
Total hors mutations virtuelles	64 ans	48 ans	16 ans	143%

A quel âge acquiert-on un logement et s'en sépare-t-on, par mutation à titre gratuit entre générations (typiquement legs ou donation de parents à enfants)

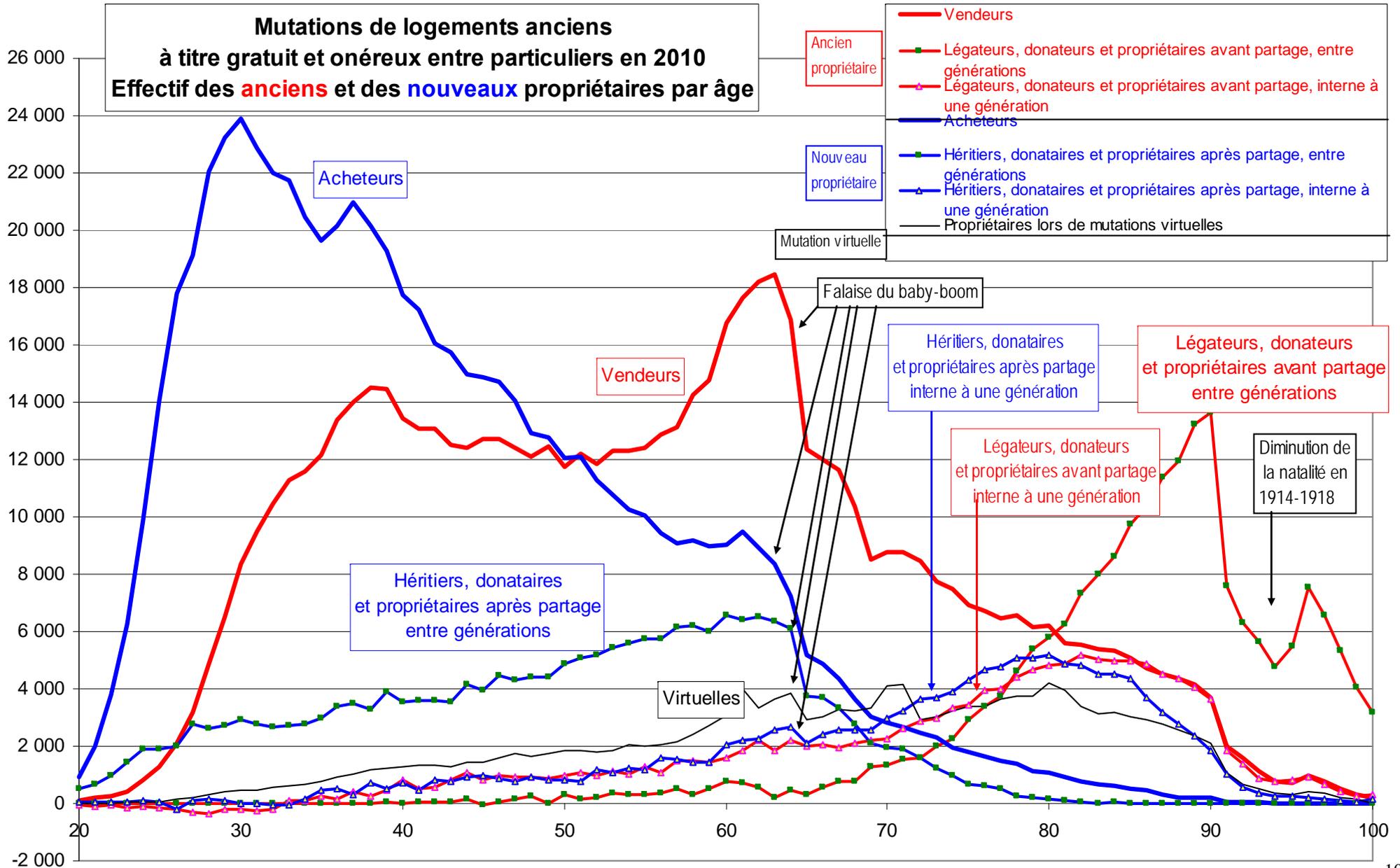


A quel âge acquiert-on un logement et s'en sépare-t-on, par mutation à titre gratuit interne à une génération (typiquement legs d'époux à épouse)

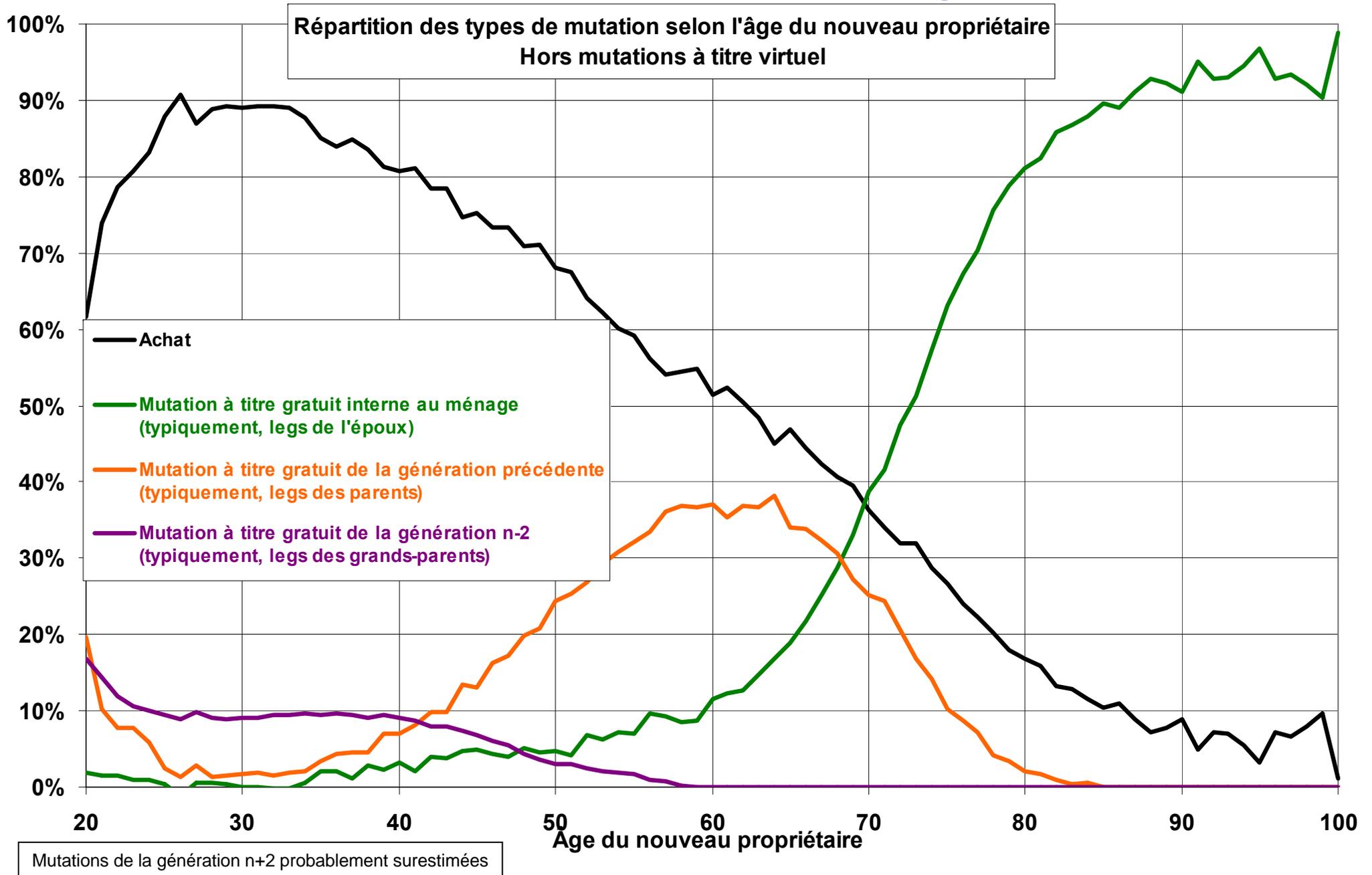


Source: CGEDD d'après Filocom, bases notariales, DGFIP (MEDOC)

A quel âge acquiert-on un logement et s'en sépare-t-on, tous types de mutation

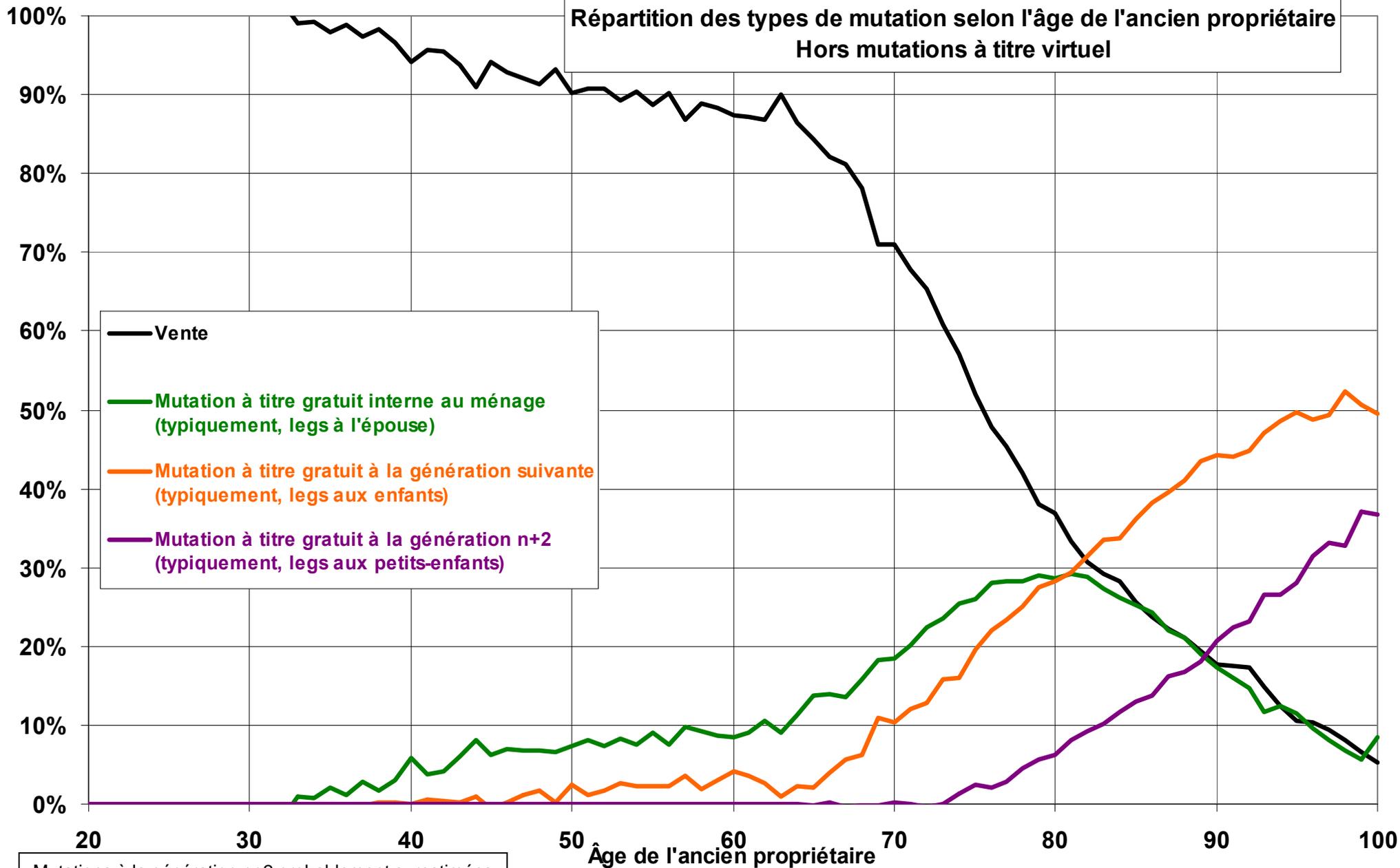


Comment acquiert-on un logement?



Comment se sépare-t-on d'un logement?

Répartition des types de mutation selon l'âge de l'ancien propriétaire
Hors mutations à titre virtuel



Mutations à la génération n+2 probablement surestimées

Age de l'acheteur selon le type de l'achat

Logements anciens ou neufs achetés de 2002 à 2006	Âge moyen	% du nombre total des achats
Ensemble	43 ans	100%
1. Résidence principale	40 ans	67%
Dont première résidence principale	35 ans	35%
<i>Dont avec emprunt (« primo-accédant »)</i>	34 ans	34%
<i>Dont sans emprunt</i>	49 ans	2%
Dont résidence principale de rang >1	47 ans	31%
<i>Dont avec emprunt (« secundo-accédant »)</i>	42 ans	22%
<i>Dont sans emprunt</i>	60 ans	9%
2. Investissement locatif ou résidence secondaire	48 ans	30%
3. Autres (logement à titre gratuit, etc.)		3%

2. Quelques propriétés du prix des logements

2.1. Prix des logements et revenu: l'actif des ménages

**2.2. Prix des logements et nombre des logements:
élasticité**



2.3. Le prix des logements comme série temporelle

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc (1)

L'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc semble de l'ordre de -1 ou -2, peut-être (?) un peu plus (-3?) en Ile-de-France

Cette propriété fondamentale a de nombreuses conséquences

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc (2)

- **Peu de travaux.** Travaux beaucoup plus nombreux sur un problème inverse: sensibilité de la construction à la variation du prix des logements
- **Complicé car**
 - nombreuses variables à prendre en compte
 - effets de retour
 - décalages temporels
 - manque de données
 - recul limité dans le temps => pb de robustesse
 - analyses dans l'espace pour compenser le manque de mémoire... mais manque de données locales

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc (3)

- Résultats fragiles (manque de données) notamment sous l'angle de la robustesses, rarement mentionnée
- Résultats dispersés (d'un facteur 8 pour les Etats-Unis!)
- Les estimations des économistes font des hypothèses d'arbitrage parfois contestables (notamment, les arbitrages ne sont pas instantanés)
- Les économistes peuvent se tromper: cf. (McQuinn, 2004) sur l'Irlande, (OCDE: Girouard, Kennedy & al., 2006) sur les Etats-Unis
- **Mais le nuage des résultats est centré autour d'un ordre de grandeur de -1 à -2**

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc (4)

Quelques références

Pays, période	Elasticité	Référence
Irlande, 1977-2004	-0,007 (ancien), -2,0 (neuf)	(OCDE, 2006)
Irlande, 1980-2002	-0,5	(McQuinn, 2004)
Pays-Bas, 1970-2002	-0,5	(OCDE, 2004)
Etats-Unis, 1979-2007	-1	(Duca, Muellbauer & Murphy, 2009)
Pays-Bas, 1980-2003	-1,4	(Verbruggen et al., 2006)
Norvège, 1990-2004	-1,7	(Jacobsen & Naug, 2005)
Royaume-Uni, 1969-1996	-1,9	(Meen, 2002)
Royaume-Uni, 1972-2003	-2	(Cameron, Muellbauer & Murphy, 2006)
Idem	Idem	(Barker, 2004)
Danemark, 1984-2005	-2,9	(Wagner, 2005)
Etats-Unis, 1981-2003	-3,2	(McCarthy & Peach, 2004)
Paris, 1986-2004	-3,6	(Bessone, Heitz & Boissinot, 2005)
Australie, 1975-2003	-3,6	(Abelson et al., 2005)
Espagne, 1989-2003	-6,9 à -8,1	(OCDE, 2005)
Etats-Unis, 1981-1998	-7,9	(Meen, 2002)

Source: CGEDD d'après tableau 3 de (OCDE: Girouard, Kennedy et al., 2006), ainsi que (Duca, Muellbauer & Murphy, 2009), (Cameron, Muellbauer & Murphy, 2006).

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc (5)

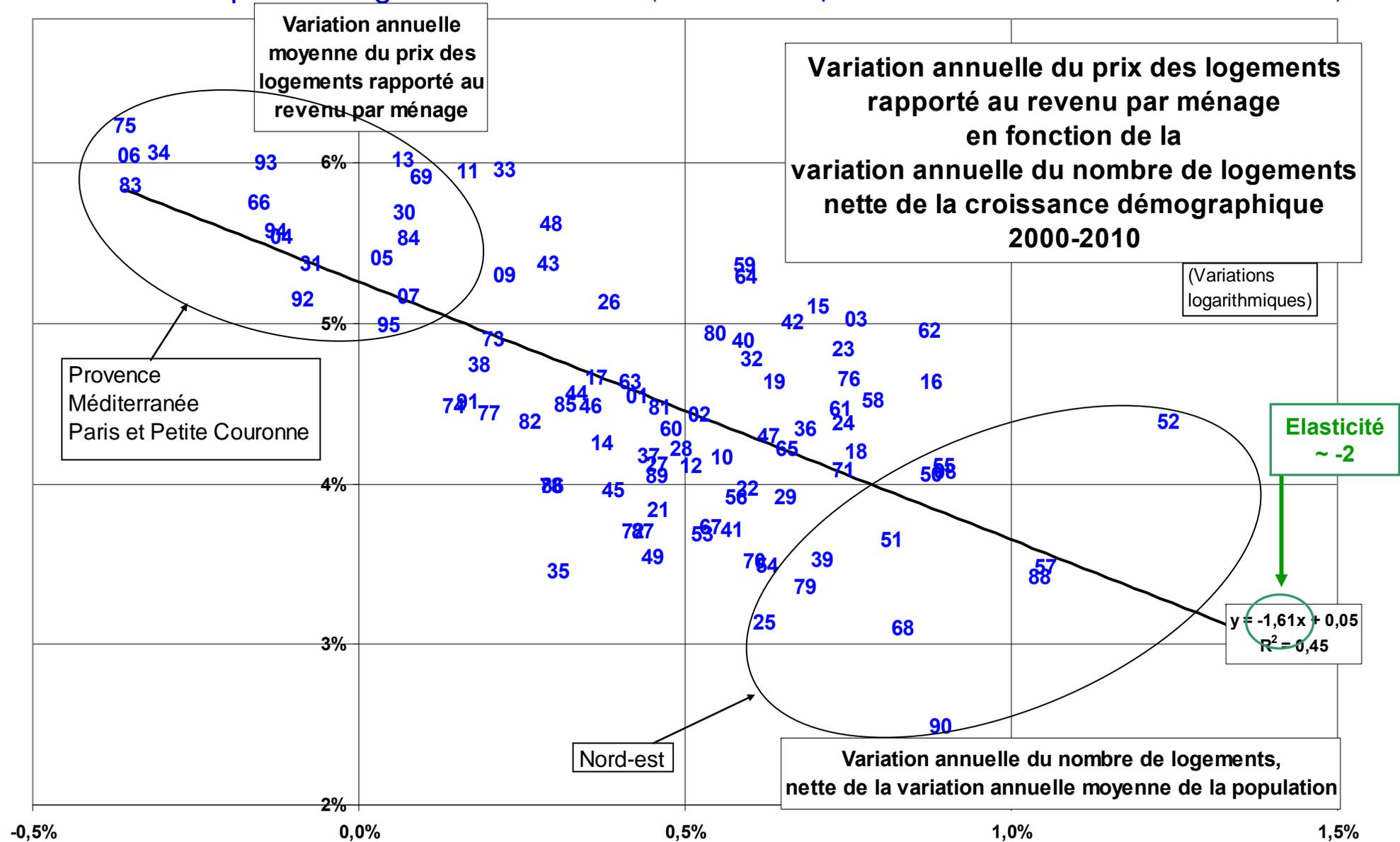
- Notre contribution
 - Comparaison de la France avec le cas clinique britannique sur 1970-2005: élasticité = moins quelques unités

Depuis 1967, le Royaume-Uni construit 1/3 logements de moins par an que la France pour une population et une croissance démographique voisines. Pourtant, le prix des logements rapporté au revenu par ménage n'y a pas beaucoup plus augmenté

- Comparaison des différents départements français (1994-2010) (régression multiple de la variation du prix des logements par rapport à celles du revenu, de la population, du nombre de logements, etc.)
 - confirme un ordre de grandeur de -1 ou -2 ,
 - peut-être (?) un peu plus (-3?) en Ile-de-France
 - Sensibilité des résultats à la sous-période considérée (problème de robustesse)
 - Cf. notes http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/elasticite-prix-immobilier-nombre_cle093f5d.pdf et http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/difference-variation-prix-immobilier-par-departement_cle76a2da.pdf

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc (6)

La différenciation par département de la construction nette de la croissance démographique « explique » la moitié de la différenciation de la variation du prix des logements rapporté au revenu par ménage sur 2000-2010 (mais beaucoup moins sur 1994-2010: résultat non robuste)



Source: CGEDD d'après indices Notaires-INSEE, Perval, INSEE, SOeS et Filocom

2. Quelques propriétés du prix des logements

2.1. Prix des logements et revenu: l'actif des ménages

**2.2. Prix des logements et nombre des logements:
élasticité**

2.3. Le prix des logements comme série temporelle



Quelques propriétés du prix des logements (1)

- **Brièveté des séries** => **limites des analyses**

(y compris problème de la faible robustesse des résultats, trop souvent négligé dans les publications)

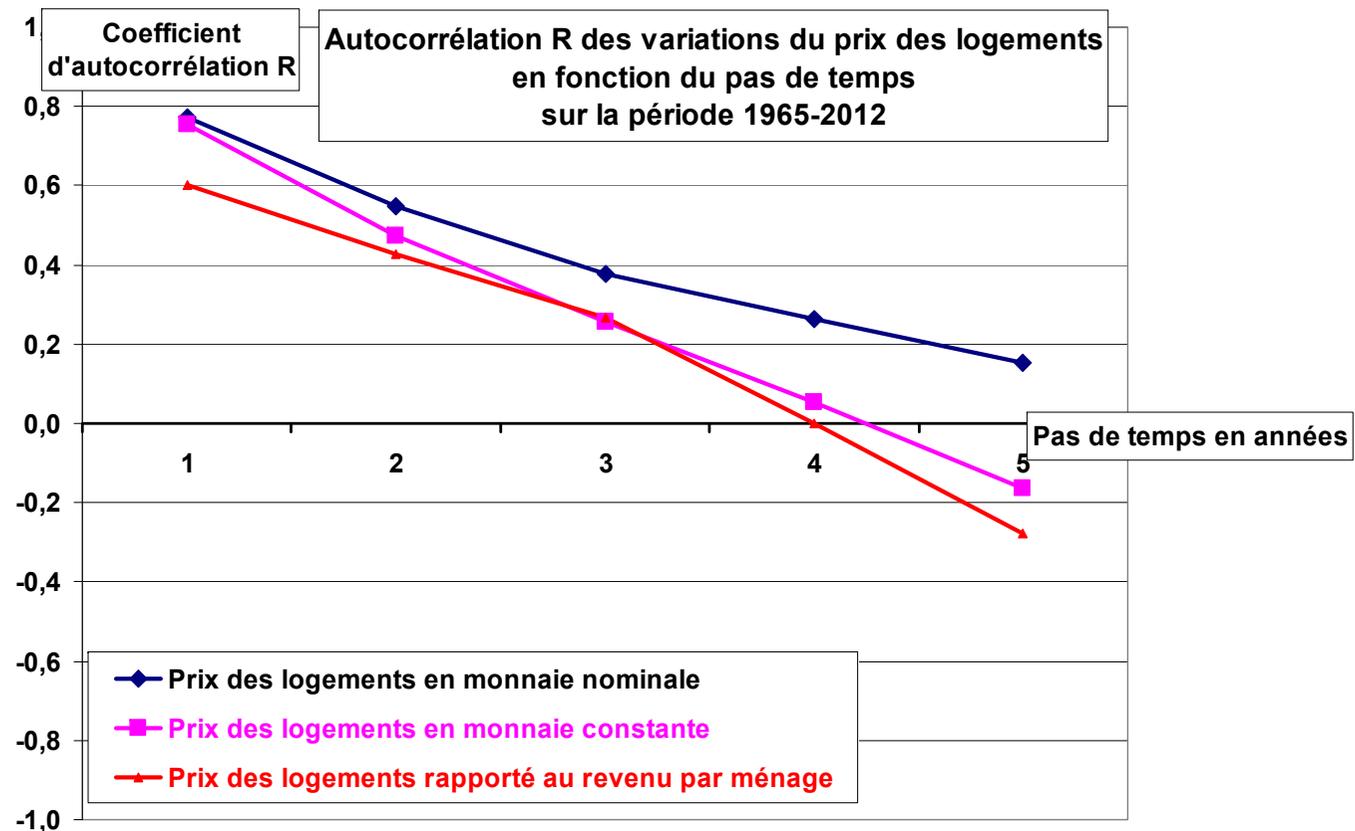
Le prix des logements comme série temporelle (2)

• **Cyclicité** forte (au sens de: autocorrélation à 1 an)

« La hausse nourrit la hausse, la baisse nourrit la baisse »

« Myopie » des décideurs (= fonder les anticipations en prolongeant le passé récent = « la mémoire courte »), phénomène autorenforçant

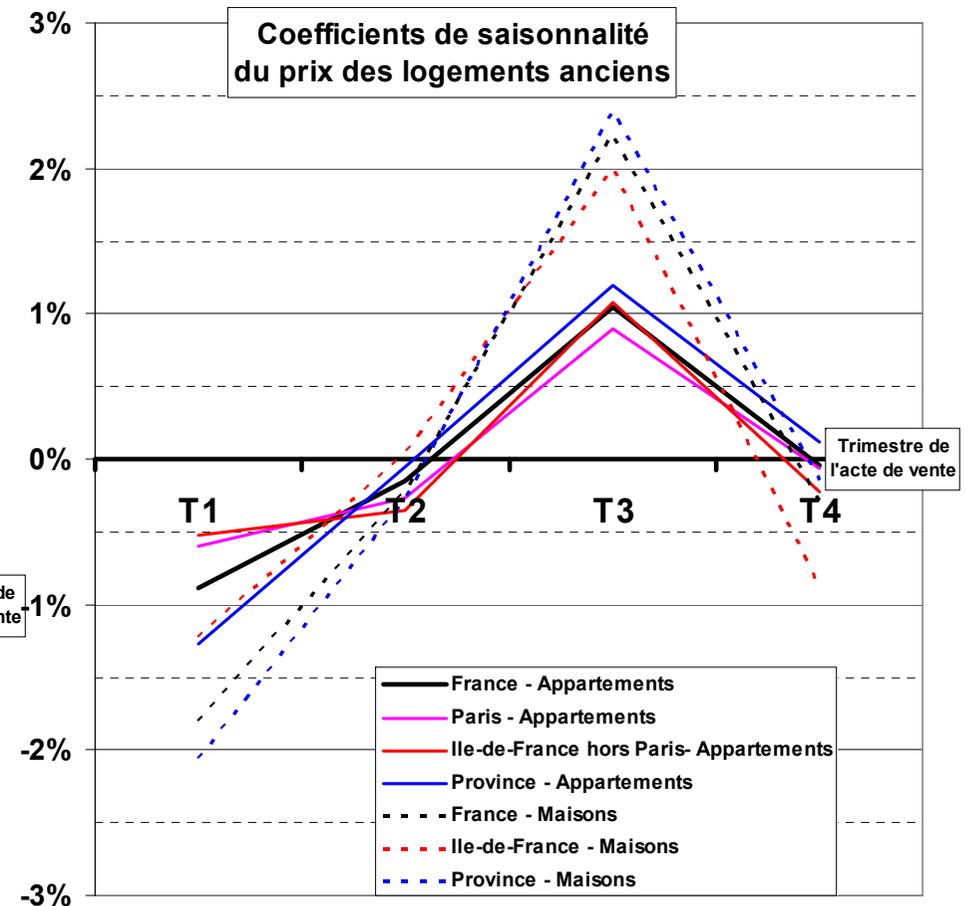
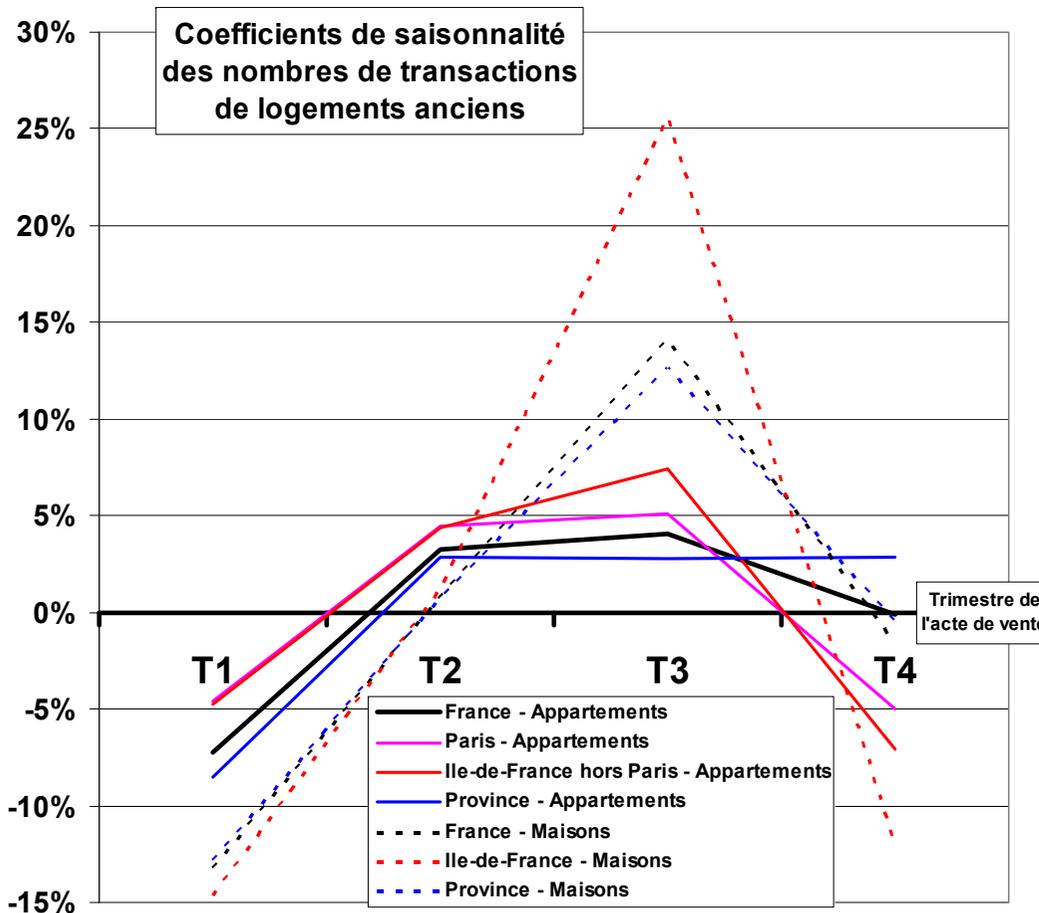
A contrario, pas d'autocorrélation à court-moyen terme pour les actions (~ marche au hasard)



Le prix des logements comme série temporelle (3)

• Pas de périodicité autre que la saisonnalité

La saisonnalité du nombre de transactions est beaucoup plus marquée que celle des prix de transaction. La saisonnalité du nombre de transactions découle de ce que certains ménages sont contraints par le calendrier scolaire. La saisonnalité des prix de transaction découle de ce qu'ils sont plus nombreux parmi les acheteurs que parmi les vendeurs (âges différents). La saisonnalité est plus marquée pour les maisons que pour les appartements



Le prix des logements comme série temporelle (4)

- **Faible corrélation 2 à 2 des variations du prix des logements avec celles des **taux d'intérêt** sur des pas de temps de 1 à 5 ans**
- **contre-intuitif** mais fonde le **pouvoir diversificateur** du placement en logement par rapport aux obligations (cf. plus loin)
- => Il faut tenir compte de nombreux autres phénomènes pour voir apparaître la sensibilité du prix des logements aux taux d'intérêt
- Lien par le retour vers la hiérarchie des couples rendement X risque tendanciels mais ce lien n'est pas instantané
- **Absence de corrélation 2 à 2 des variations du prix des logements avec celles du prix des **actions****
- => **Pouvoir diversificateur** du placement en logement par rapport aux placements financiers, cf. plus loin
- Les méthodes d'analyse de séries temporelles avec autorégression ne mettent pas en évidence de lien plus fort
- Les analyses multivariées (incluant les variations de l'offre et la demande, etc.) sont handicapées par la brièveté des séries (au plus 48 ans)

PLAN

1. Historique du prix des logements
2. Quelques propriétés du prix des logements
3. Comparaison avec les autres actifs 
4. Loyers et revenus depuis 1970
5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008?
6. Prospective
7. Conclusion

Le logement comme investissement

Le logement est un outil de production d'un service, le service logement, mais aussi un actif qui procure comme tout actif:

- un **rendement total** =
 - un **rendement en capital** (=croissance du prix de cession)
 - + un **rendement annuel**, le **rendement locatif** (=loyer net de charges / prix de cession)
- et, en contrepartie, un **risque**:
 - risque de prix (volatilités et autre mesures)
 - autres composantes du risque
- appréciés différemment par les différents acteurs

L'investisseur compare le **rendement** et sa contrepartie le **risque** de l'actif à ceux des **autres actifs**

3. Comparaison avec les autres actifs

3.1. Monnaie



3.2. Or

3.3. Placements de taux

3.4. Actions

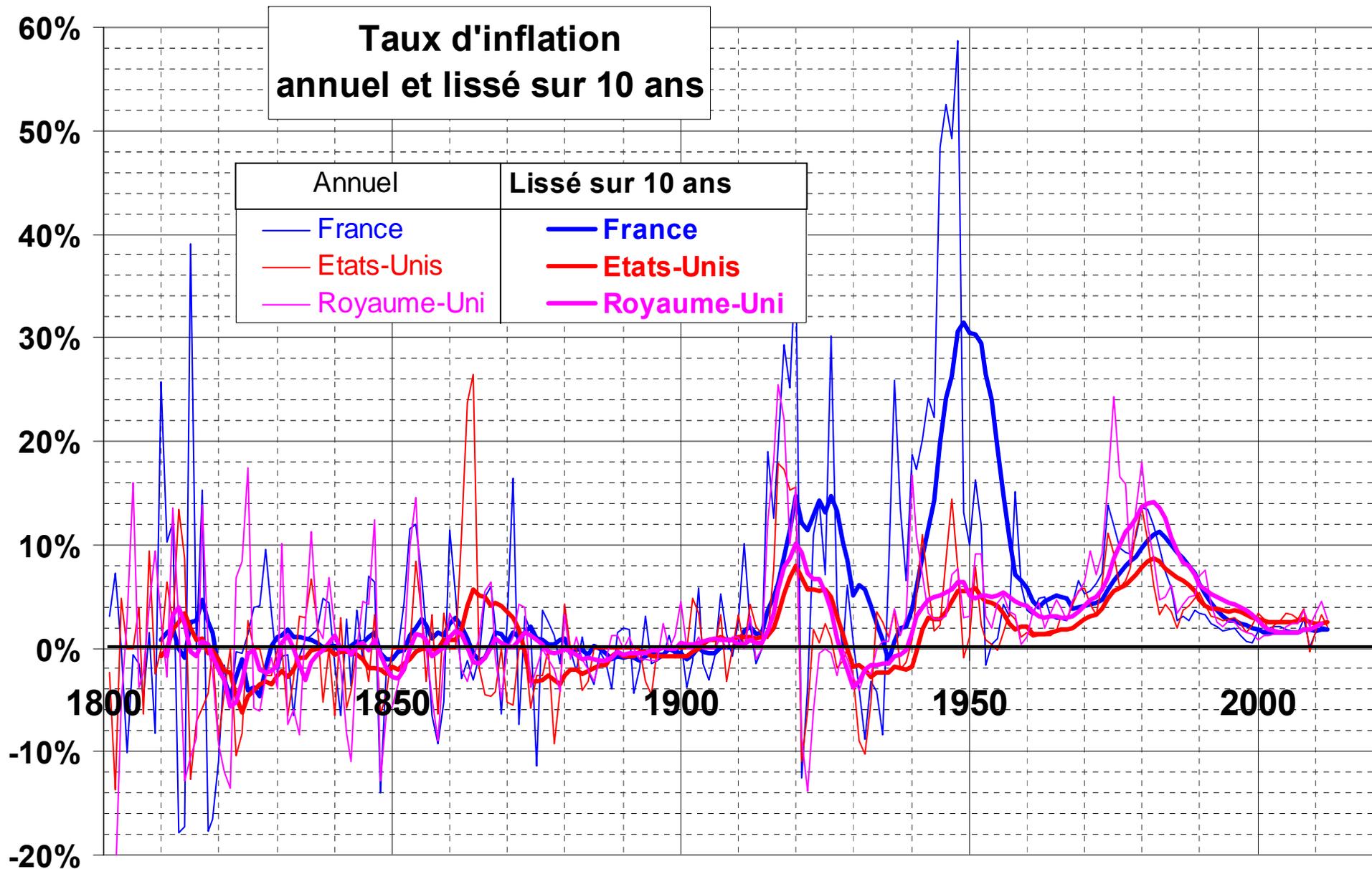
3.5. Logement

3.6. Pouvoir diversificateur

Monnaie

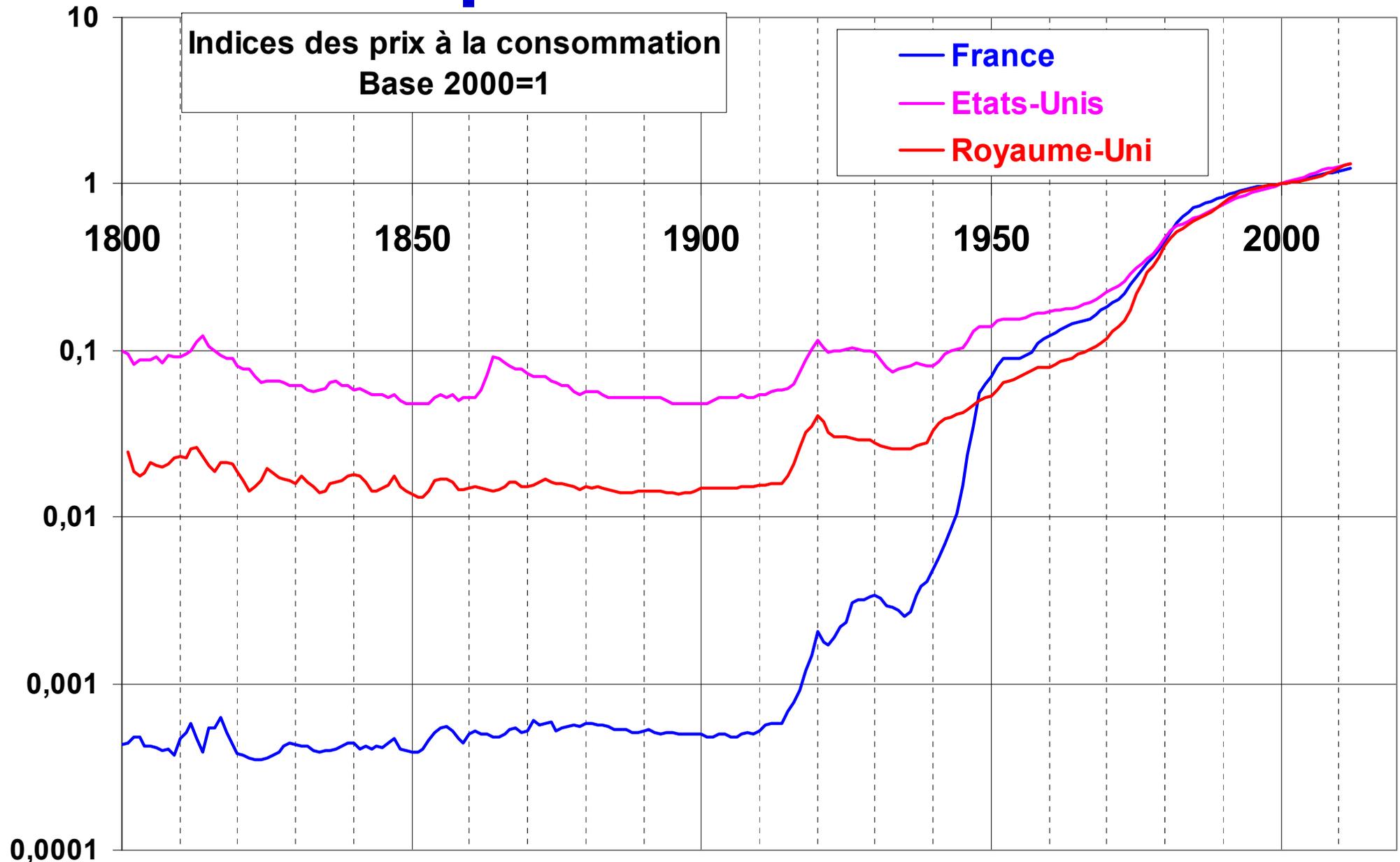
- **La monnaie est l'étalon auquel on compare les autres actifs pour en mesurer le « prix ».**
- **C'est donc un actif particulier**
- **Sa « valeur » peut être mesurée par:**
 - **la quantité de biens qu'elle permet d'acheter (indice des prix à la consommation)**
 - **la quantité d'autres monnaies qu'elle permet d'acheter (taux de change)**

Monnaie: inflation



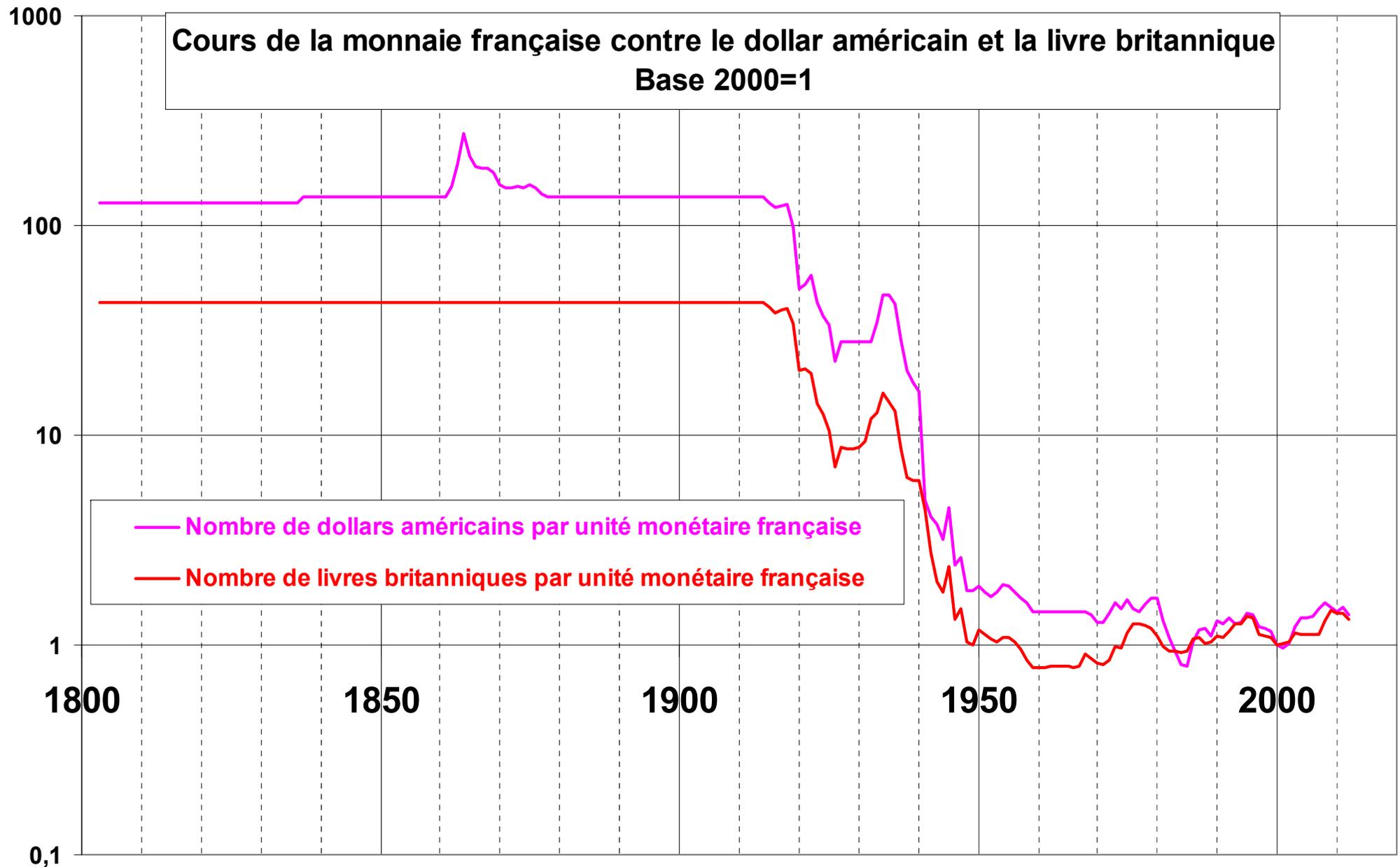
Source: CGEDD d'après (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, Stats-USA, US Bureau of Labor, UK office of National Statistics

Monnaie: prix à la consommation

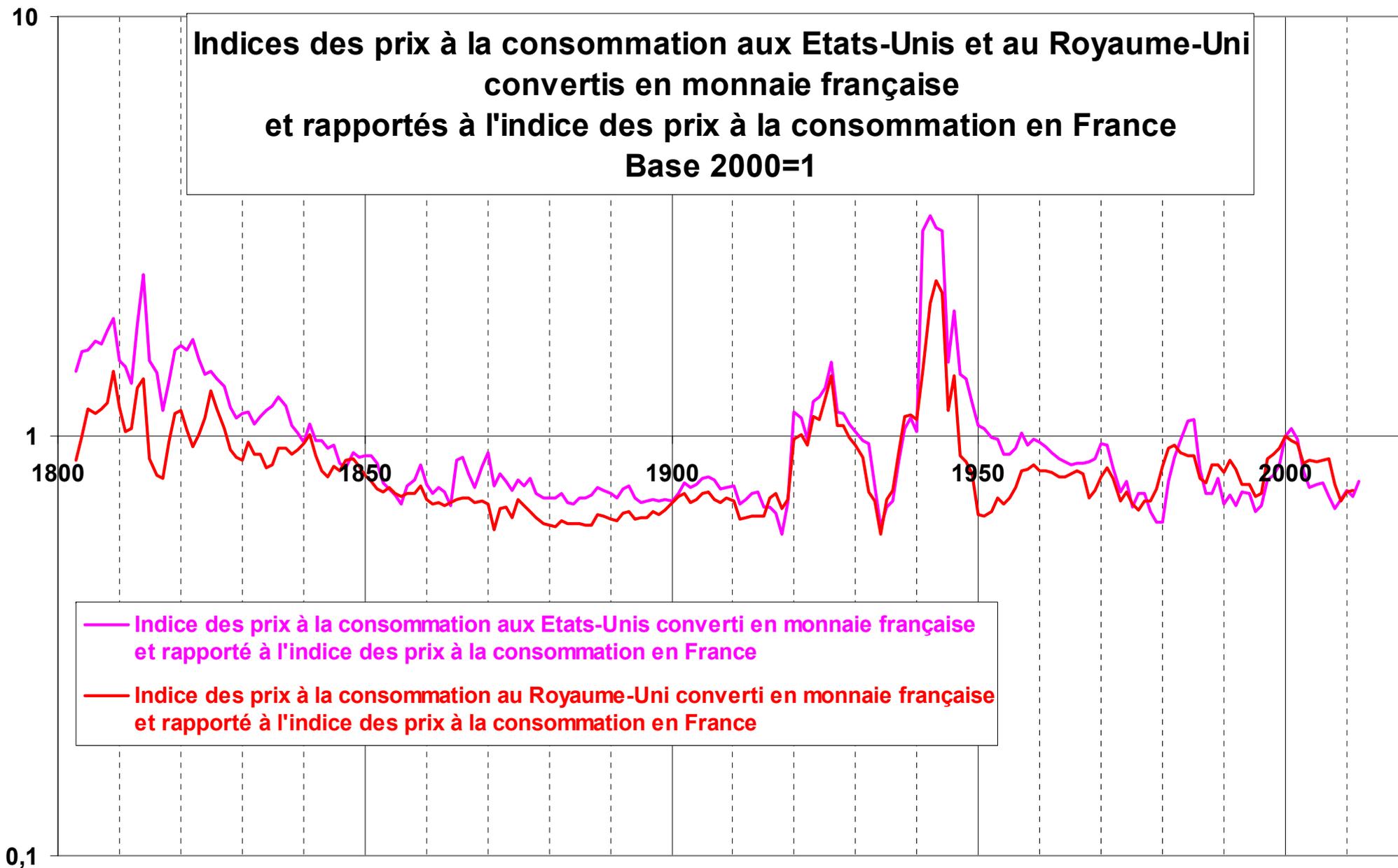


Source: CGEDD d'après (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, Stats-USA, US Bureau of Labor, UK office of National Statistics

Monnaie: taux de change (1)



Monnaie: taux de change (2)



3. Comparaison avec les autres actifs

3.1. Monnaie

3.2. Or



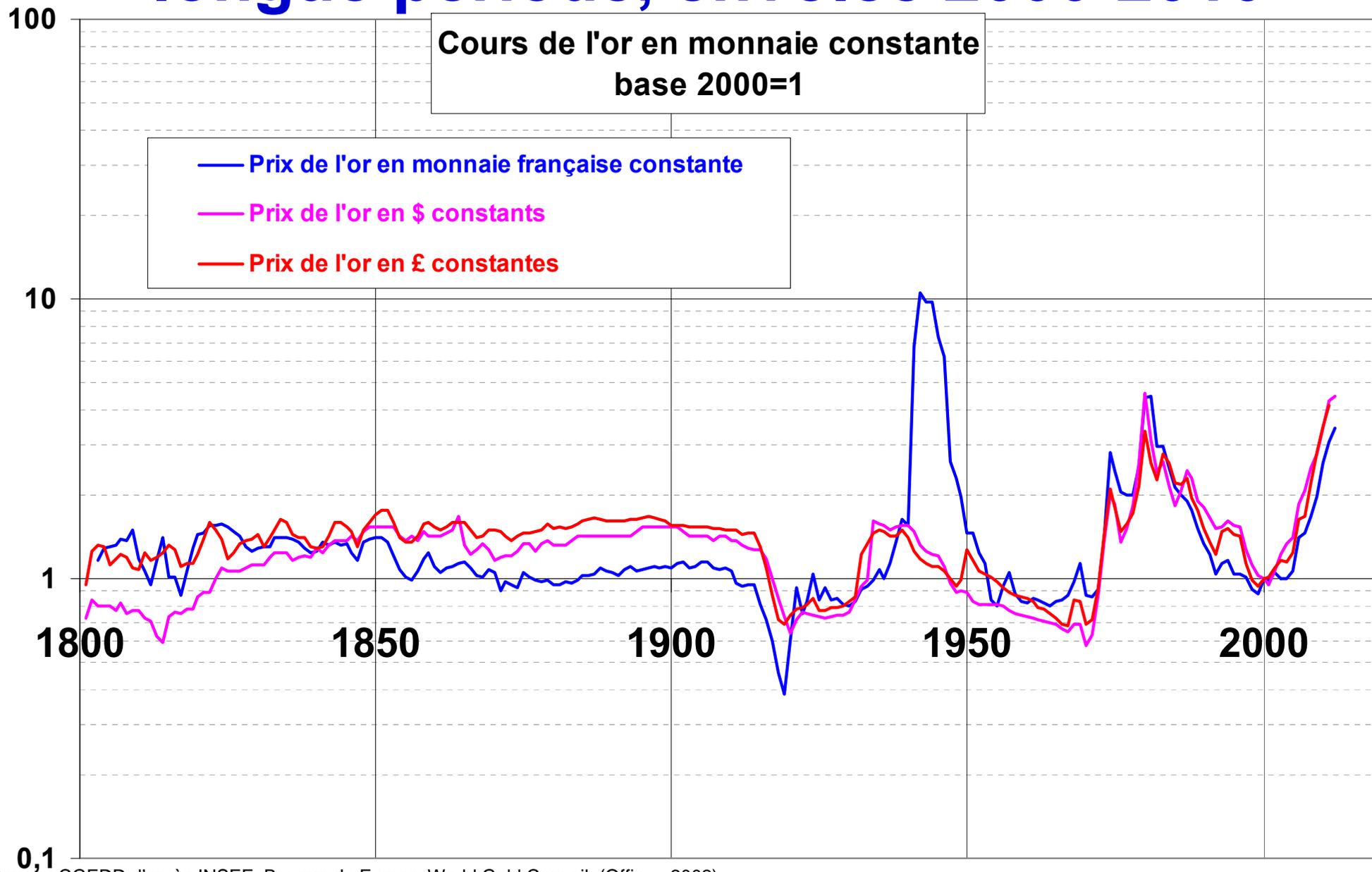
3.3. Placements de taux

3.4. Actions

3.5. Logement

3.6. Pouvoir diversificateur

Or: maintien du pouvoir d'achat sur longue période, envolée 2000-2010



SOURCE: CGEDD d'après INSEE, Banque de France, World Gold Council, (Officer, 2002).

3. Comparaison avec les autres actifs

3.1. Monnaie

3.2. Or



3.3. Placements de taux

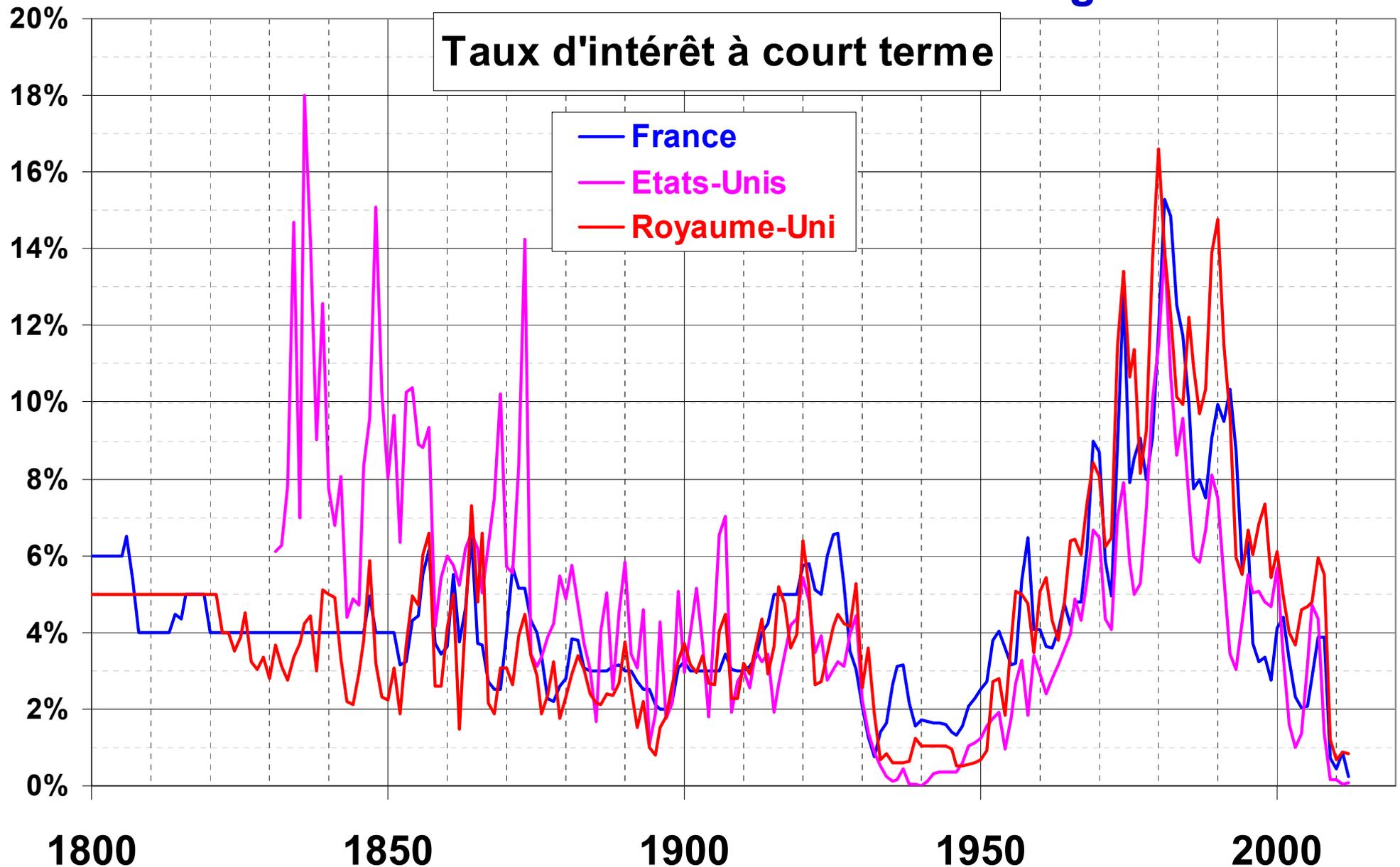
3.4. Actions

3.5. Logement

3.6. Pouvoir diversificateur

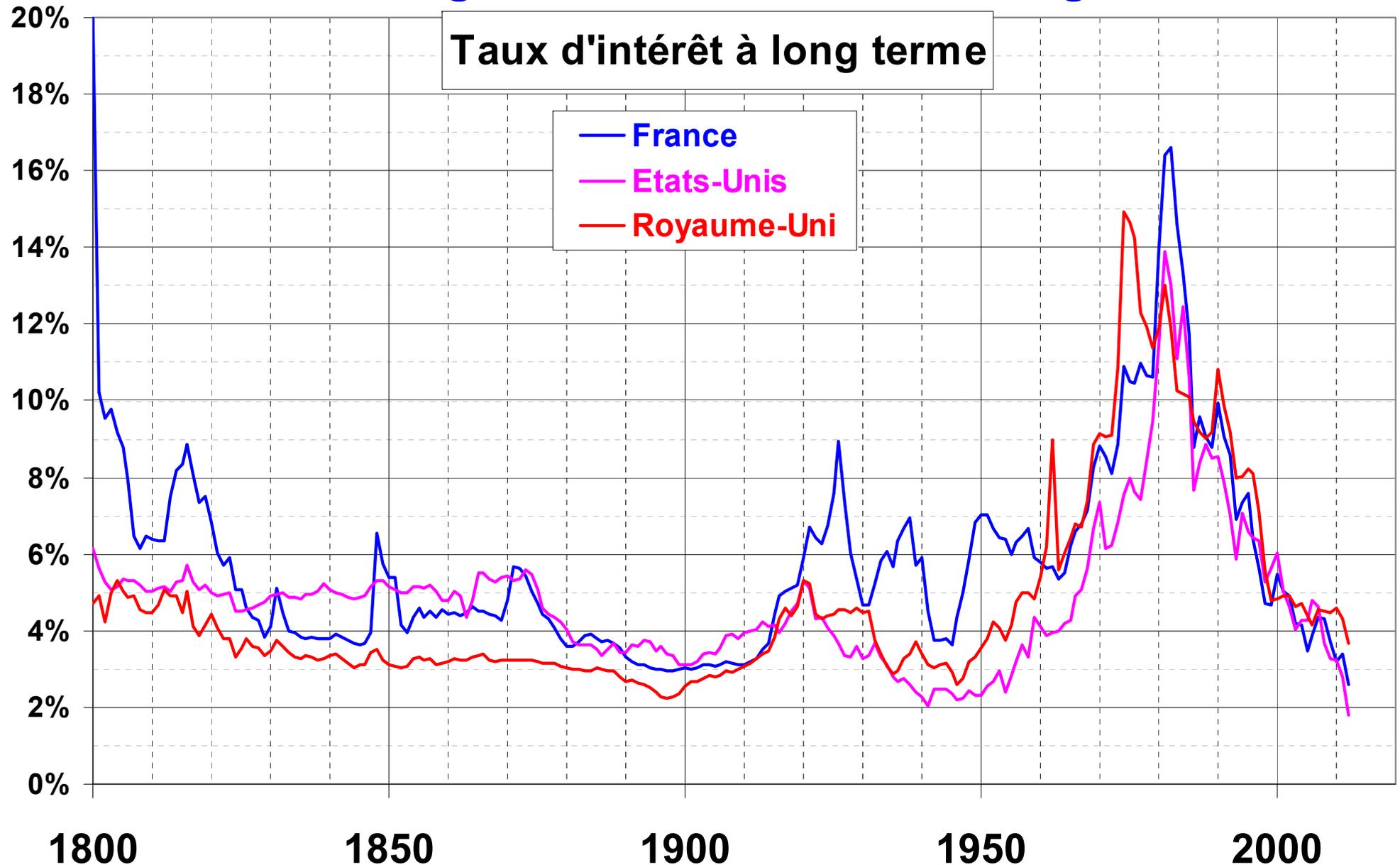
Placement à revenu fixe à court terme

Taux d'intérêt à court terme = inflation + 2% + larges fluctuations



Placement à revenu fixe à long terme

Taux d'intérêt à long terme = inflation + 3% + larges fluctuations



3. Comparaison avec les autres actifs

3.1. Monnaie

3.2. Or

3.3. Placements de taux

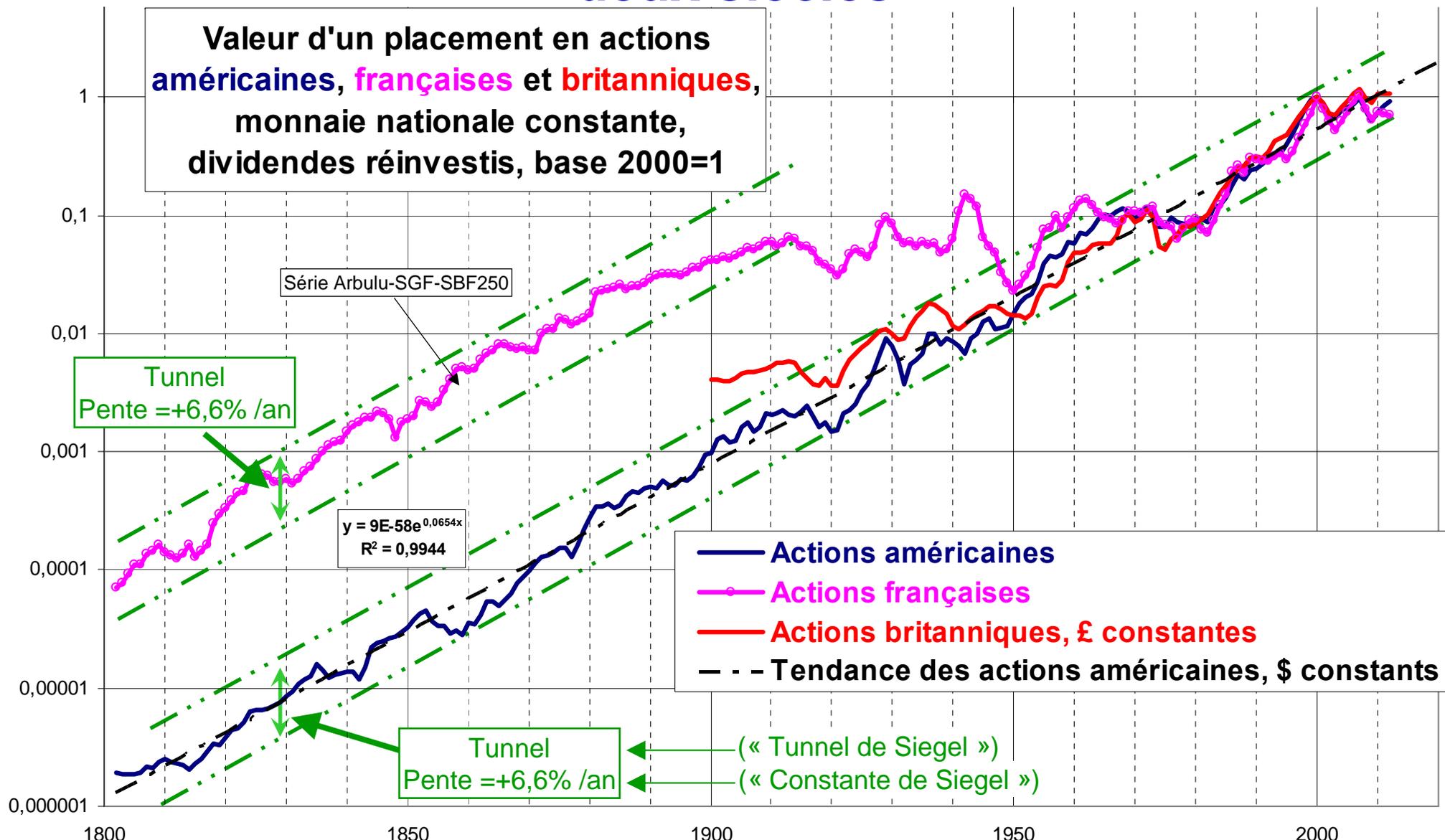
3.4. Actions



3.5. Logement

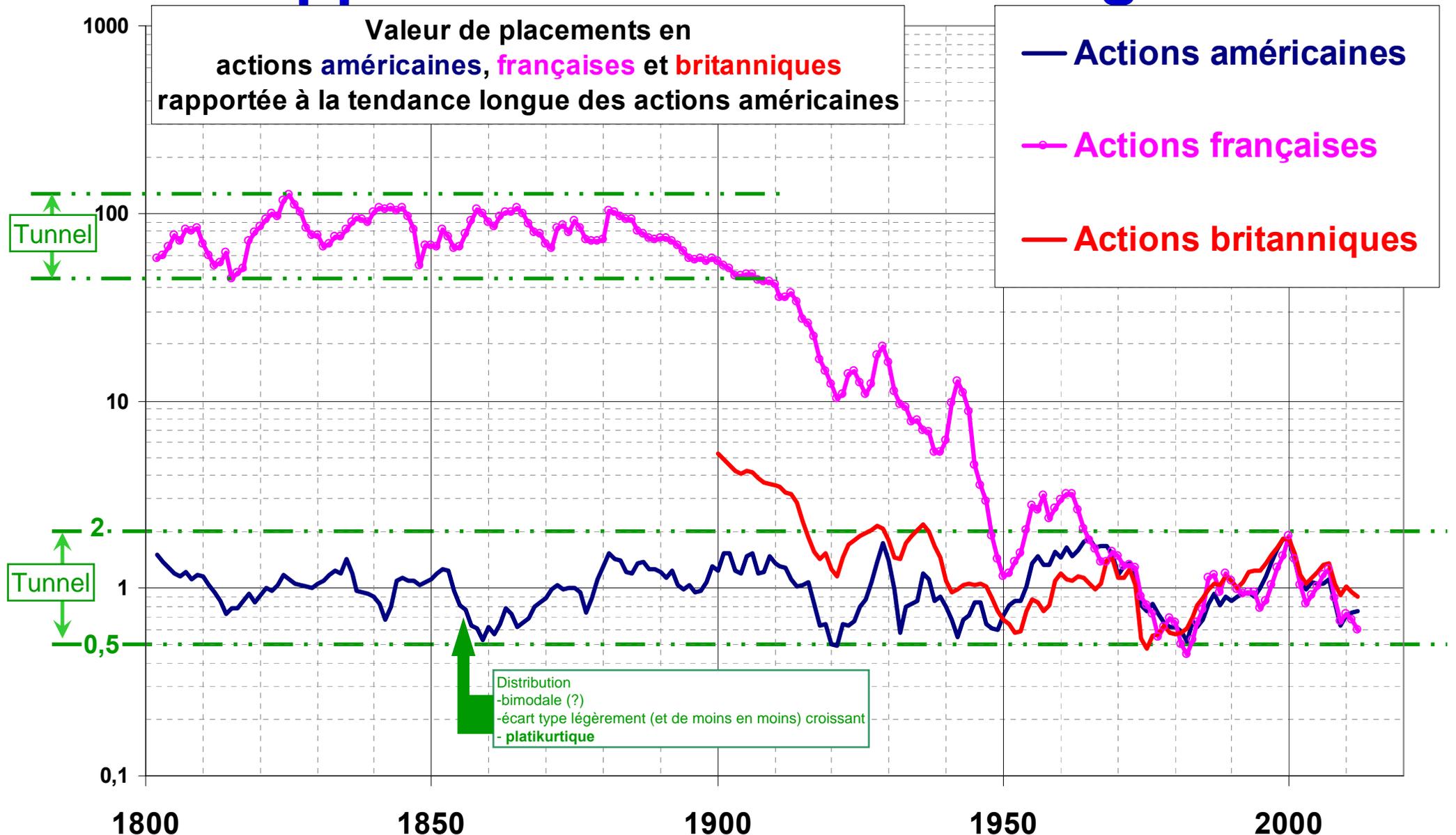
3.6. Pouvoir diversificateur

Actions: un placement en actions a rapporté 6,6% plus l'inflation (hors guerres catastrophiques) tendanciellement sur deux siècles



Source: CGEDD d'après (Arbulu 1998), SGF, Euronext, (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, (Schwert 1990), (Shiller 2000), S&P, STAT-USA, US Bureau of Labor, (Dimson, Marsh & Staunton, 2001), UK Office of National Statistics

Valeur d'un placement en actions rapportée à la tendance longue

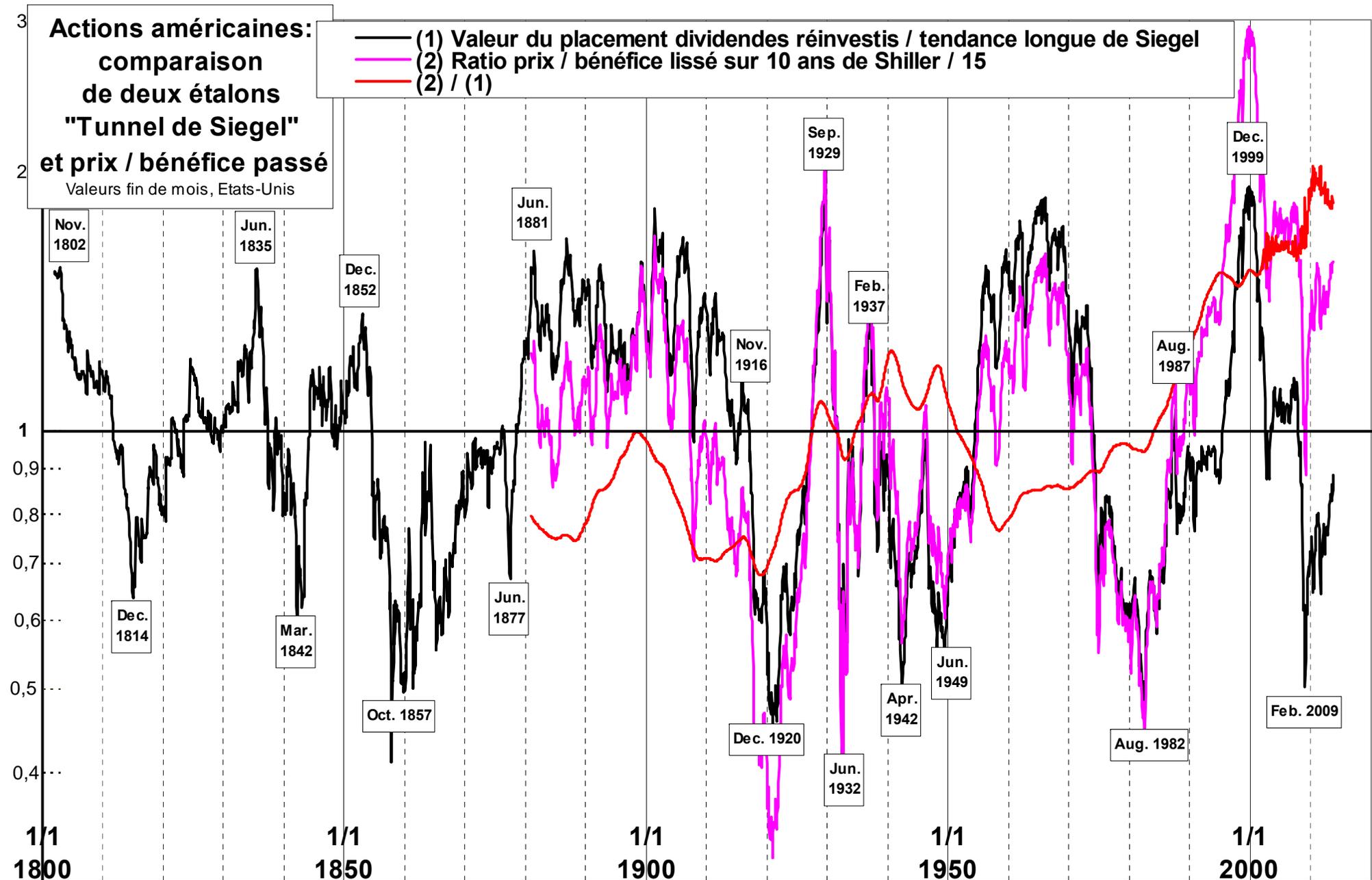


Source: CGEDD d'après (Arbulu 1998), SGF, Euronext, (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, (Schwert 1990), (Shiller 2000), S&P, STAT-USA, US Bureau of Labor, (Dimson, Marsh & Staunton, 2001), UK Office of National Statistics

Discussion, autres étalons pour les actions

- Discussion
 - Plusieurs options pour l'indice des prix à la consommation au XIXe siècle aux Etats-Unis , dividendes estimés avant 1871, etc. => débats sur la première décimale de la constante de Siegel: 6,2%? 6,3%? 6,6%?
 - Argument contre l'extrapolation dans le futur du « tunnel de Siegel »: la période 1800-2000 a constitué pour les Etats-Unis un « âge d'or » qui ne se reproduira pas.
 - Réponse: sans doute mais pendant le XIXème siècle, alors que la France croissait moins vite que beaucoup de pays, le rendement des actions était le même qu'aux Etats-Unis.
- Autres étalons pour les actions
 - Ratios prix / bénéfice [quel bénéfice: passé (sur quelle durée)? futur (sur quelle durée)?] (ex: PER lissé de Shiller)
 - Ratio prix / dividende [quels dividende? passé (sur quelle durée)? futur (sur quelle durée)?]
 - Si le ratio s'écarte de sa tendance longue, y retournera-t-il par le numérateur, par le dénominateur, ou par les deux?

Quel étalon: « tunnel de Siegel » ou ratio prix / bénéfice (PER) passé lissé sur 10 ans de Shiller? Les deux étalons divergent depuis 2000



Source: CGEDD d'après (Schwert 1990), (Shiller 2000), S&P, STAT-USA, US Bureau of Labor

Quelques remarques sur le prix des actifs non immobiliers

- **Sensibilité à la méthode de calcul de l'indice (actions)**
- **Impact des deux guerres mondiales au-delà de 1945**
- **Inflation et taux d'intérêt « anormalement » élevés pendant les années 1970-1990**
- **Régularités: « retour vers la moyenne »** (cf. image du « tunnel »)
- **Faible lien prix des actions X taux d'intérêt**
- **On retrouve des phénomènes analogues dans le cas du logement**

3. Comparaison avec les autres actifs

3.1. Monnaie

3.2. Or

3.3. Placements de taux

3.4. Actions

3.5. Logement



3.6. Pouvoir diversificateur

Placement en logement

- **L'évolution de la valeur du placement est obtenue en ajoutant au rendement en capital (variation du prix de cession: cf. § 1.) le rendement locatif, qui lui-même varie dans le temps**
- **Le rendement locatif brut typique est tendanciuellement de 6% mais est actuellement beaucoup plus faible**

Durabilité du rendement locatif brut

tendanciel de 6%

- En 1900-1910:
 - inflation +0,3%/an,
 - revenu par ménage +1,6%/an,
 - prix des immeubles à Paris +1,1%/an,
 - taux d'intérêt sur les emprunts de l'Etat 3,1%/an
- Le loyer brut des immeubles achetés par La Fourmi Immobilière (de 1899 à 1913) représentait 6 à 7% de leur prix (cité par F. Simmonet, « La Fourmi Immobilière »).
- « Le revenu brut moyen à Paris serait de 6,36% (de 5,13% dans le XVIe arrdt à 7,76% dans le XXe arrdt) », dont il faut déduire 33% de charges (P. Leroy-Beaulieu, « L'art de placer et gérer sa fortune », 1906).
- 6% rendement locatif brut ⇔ « un logement vaut 200 loyers mensuels »
- 6% = valeur typique, varie selon le type de logement
- Aujourd'hui le rendement locatif brut est très inférieur à cette valeur tendancielle

Rendement total tendanciel d'un placement en logement sur la base de 1965-2000 avant effet de levier

•(a) Rendement en capital:

Croissance du PIB

Croissance du revenu des ménages:

Moins croissance du nombre de ménages

Reste: croissance du revenu par ménage

Rendement en capital

idem: inflation + 1,3%

Un peu fort?

inflation + 2,3%

idem: inflation + 2,3%

-1,0%

inflation + 1,3%

•(b) Rendement locatif net:

Rendement locatif brut

6,0%

Moins charges 37% (y compris grosses réparations)

-2,2%

Moins amortissement sur 20 ans des frais d'achat (11%)

-0,5%

Reste: rendement locatif net

3,3%

•Rendement total = (a)+(b)

inflation + 4,6%

Aujourd'hui le rendement total est très inférieur à cette valeur tendancielle

Effet de levier

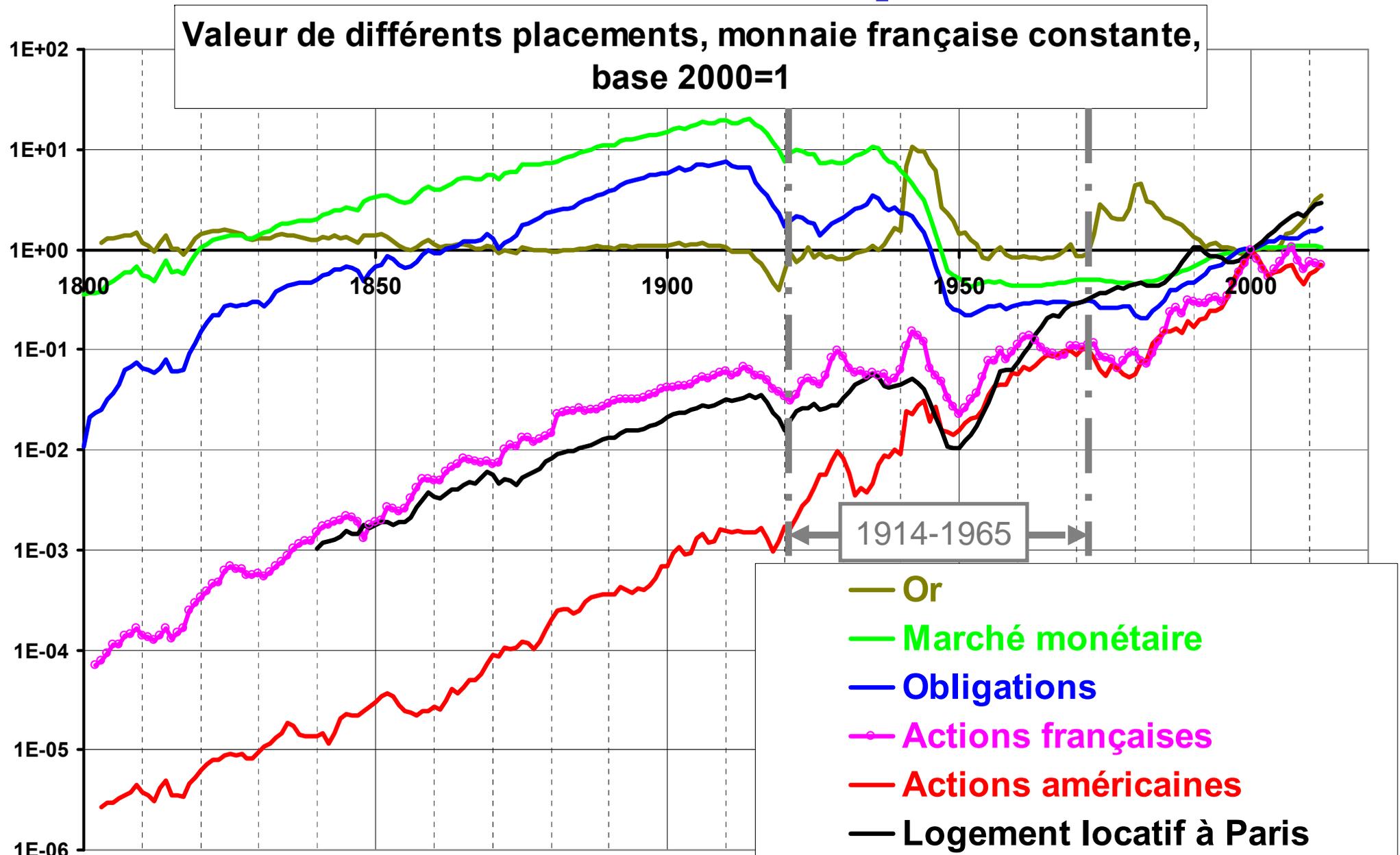
L'effet de levier (financement par emprunt d'une partie de l'achat)

- **augmente l'espérance de rendement** *à condition que le taux de l'emprunt soit inférieur à l'espérance de rendement sans emprunt*

- **mais augmente aussi le risque**

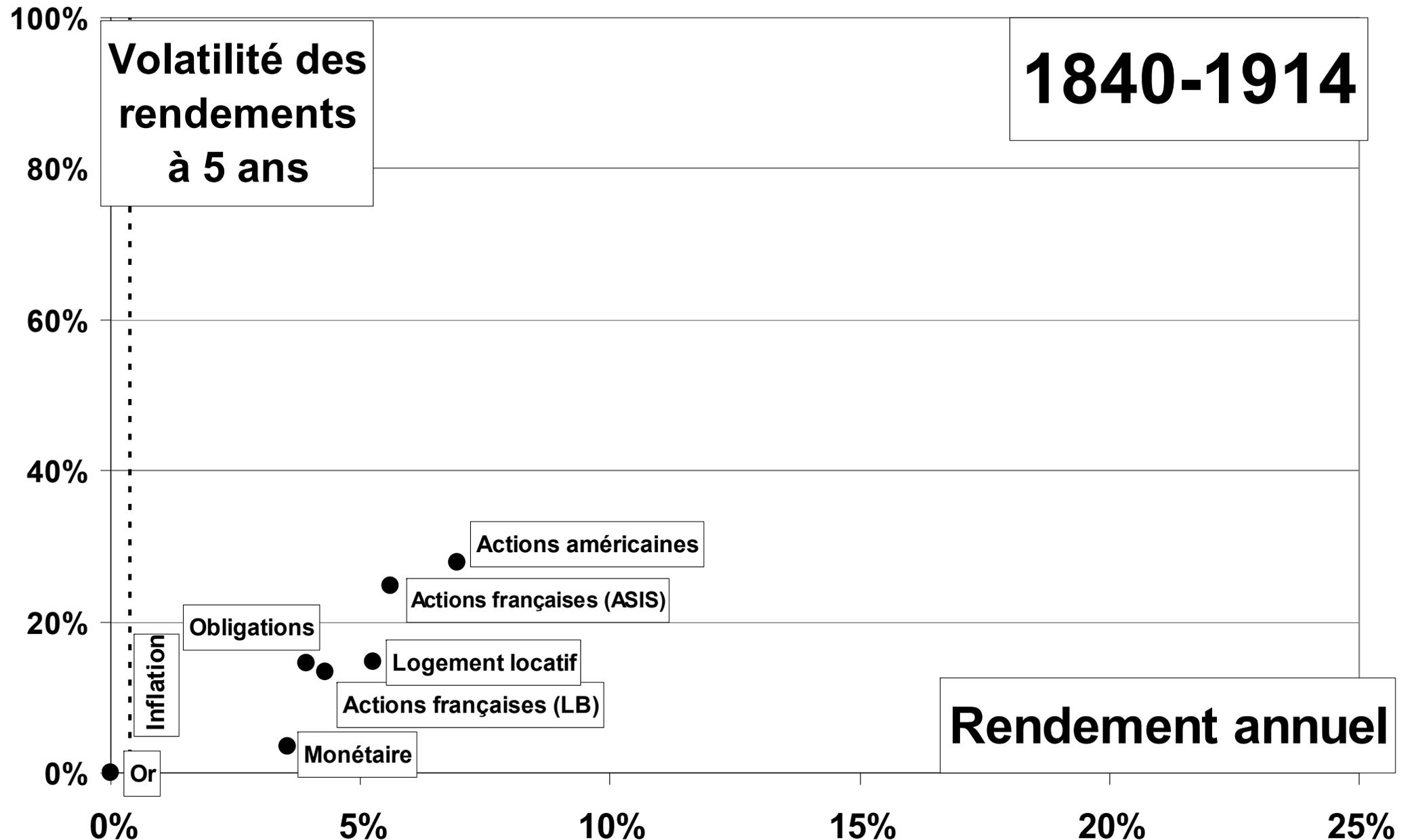
et en particulier crée un risque de valeur négative du placement nette de dette (si le prix du logement diminue plus rapidement que la dette)

Valeur de différents placements

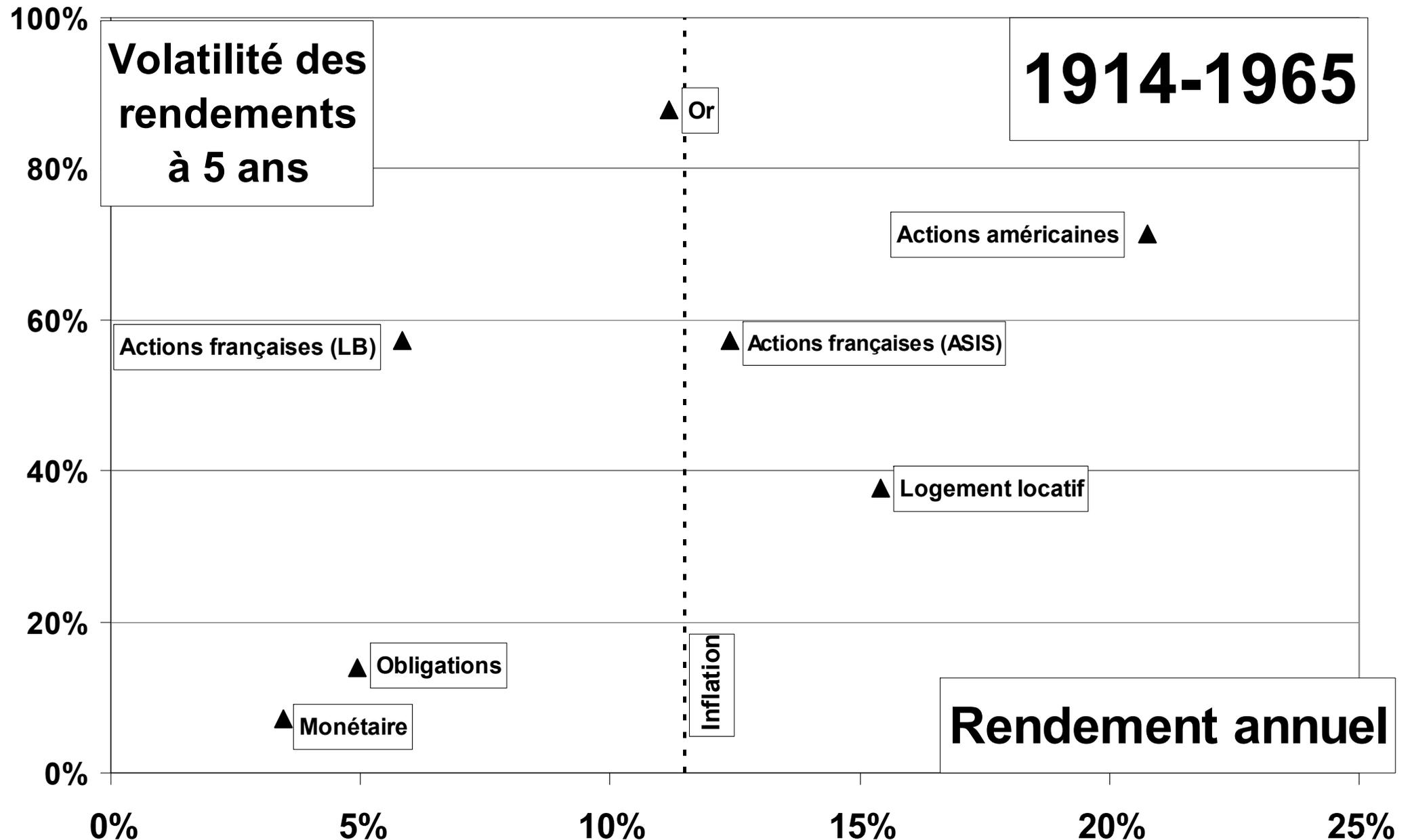


Source: Source: CGEDD d'après Arbulu, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Ixis, Banque de France, ECB, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE, Schwert, Shiller, S&P, World Gold Council, Officer.

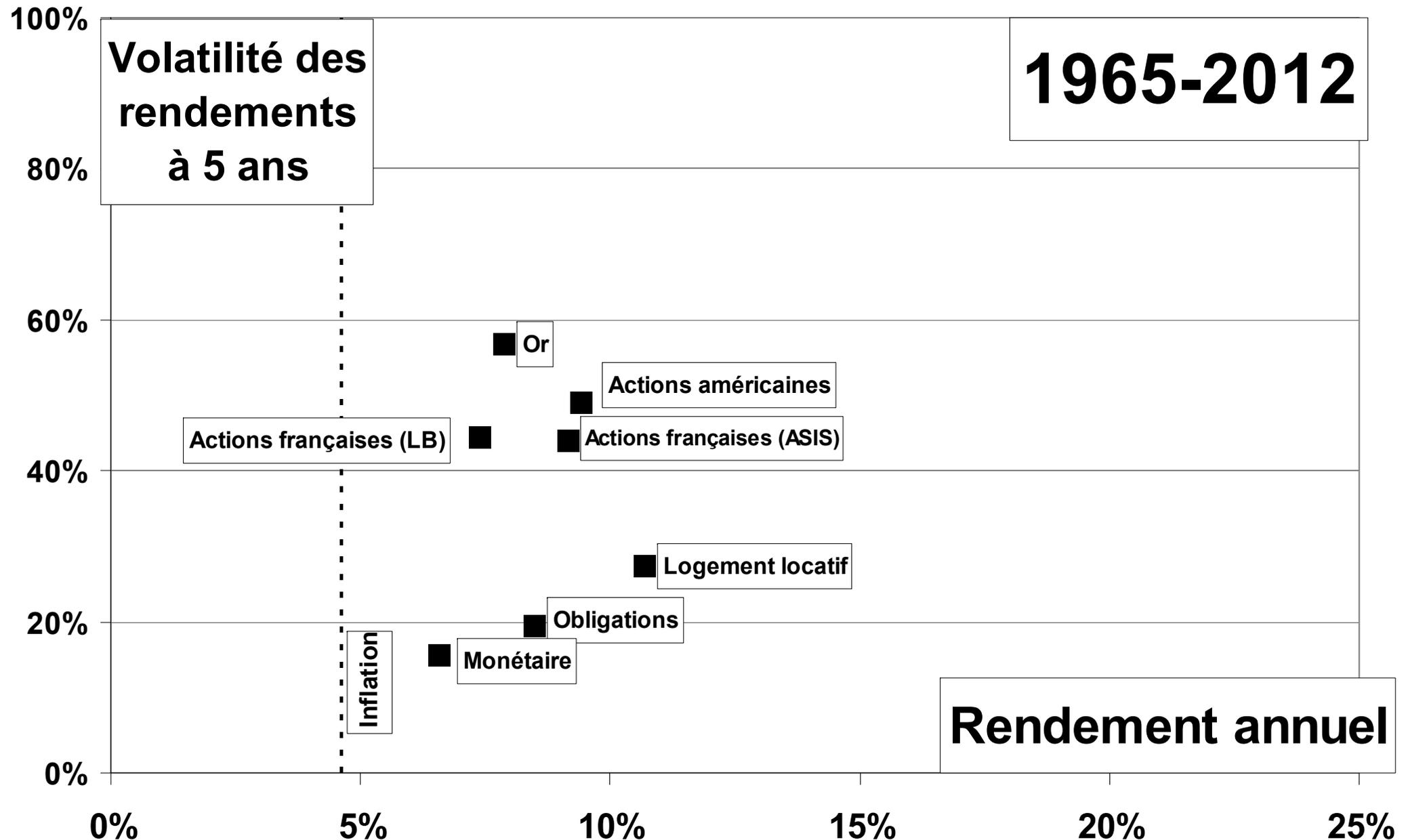
Rendement X volatilité: 1840-1914



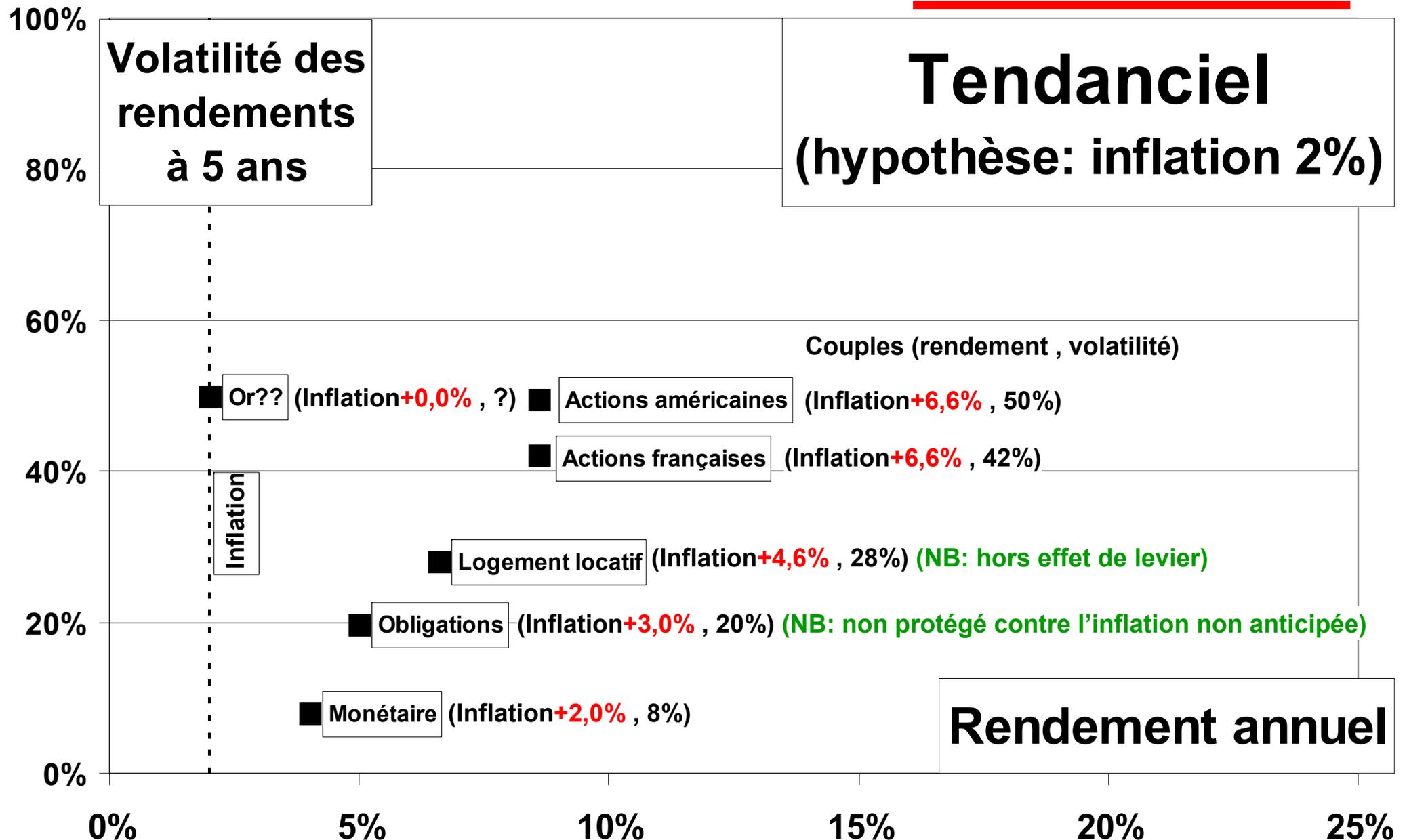
Rendement X volatilité: 1914-1965



Rendement X volatilité: 1965-2012



Rendement X volatilité tendanciels



3. Comparaison avec les autres actifs

3.1. Monnaie

3.2. Or

3.3. Placements de taux

3.4. Actions

3.5. Logement

3.6. Pouvoir diversificateur



Pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport aux placements financiers

- Faible corrélation 2 à 2 des variations du prix des logements avec celles des **taux d'intérêt** (donc du prix des **obligations**) et du prix des **actions**

⇒ **Pouvoir diversificateur** du placement en logement par rapport aux placements financiers

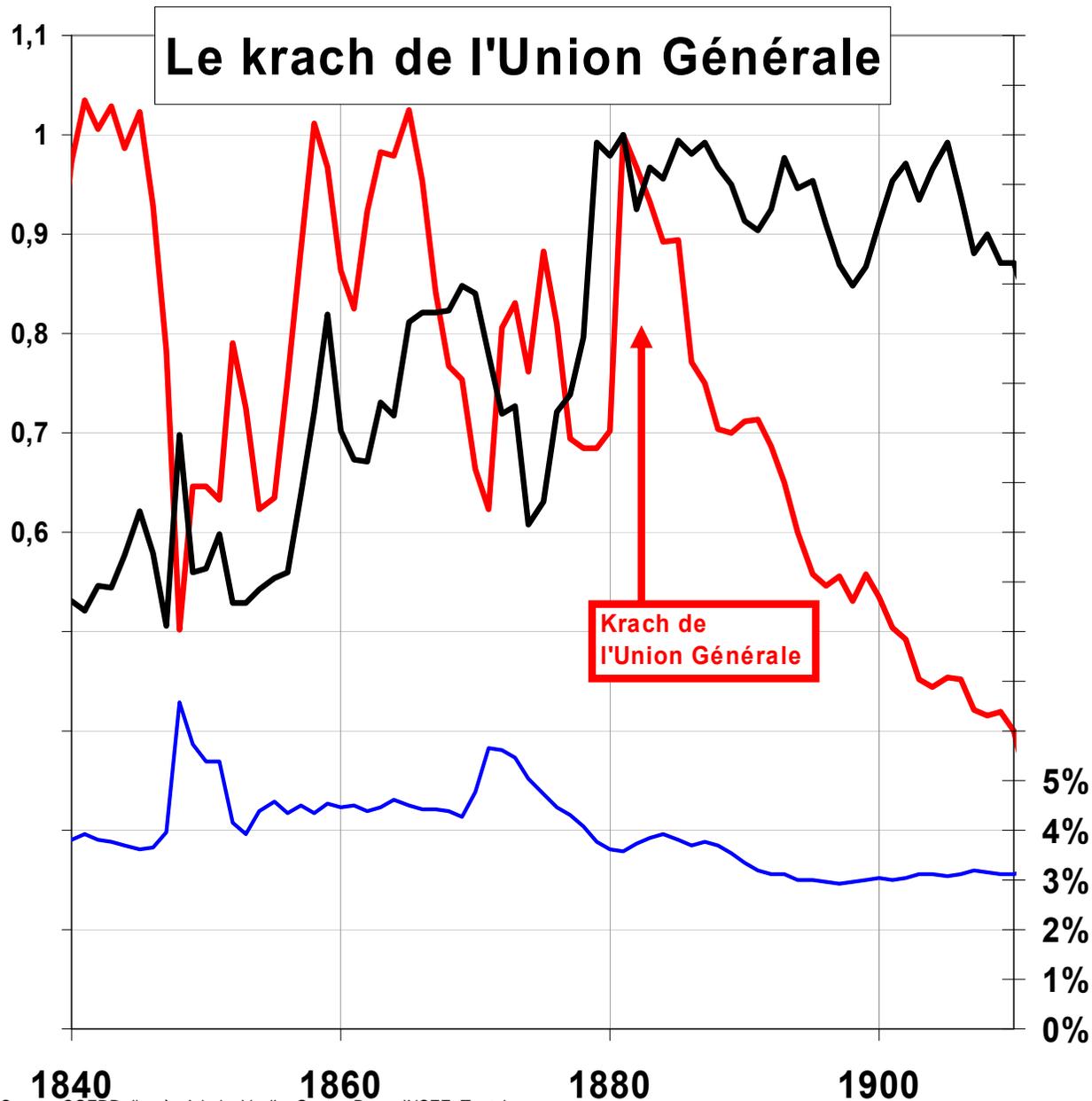
- Cf. plus haut

- Néanmoins les krachs boursiers ont été souvent (1929, 1987, 2000, 2008) mais pas toujours (1882) suivis d'une hausse du prix des logements (surtout locatifs). Fuite de certains investisseurs vers la sécurité supposée du placement en logement lorsqu'un krach leur remémore la volatilité du placement en actions?

Les « bosses » du prix des actions sont-elles suivies de « bosses » du prix des logements?

- **Peu d'expériences passées**
- **19e siècle peu significatif** (marchés d'actions moins développés, marché locatif pur à Paris). Krach de l'Union Générale
- **Expérience des années 1930** (mais crise économique grave: déflation et récession prolongées)
- **Expérience du marché d'actions baissier de 1962-1980**
- **Flash-krach boursier de 1987**
- **Krachs boursiers des « nouvelles technologies » (2000) et des « subprimes » (2008)**

Le krach de l'Union Générale n'a pas été suivi d'une bosse immobilière



— Valeur d'un placement en actions françaises rapportée à la tendance longue, base 1881=1

— Indice du prix des logements à Paris rapporté au revenu disponible par ménage, base 1881=1

— Taux d'intérêt à long terme (échelle de droite)

FRANCE

(immeubles de rapport et appartements)

La crise de 1929

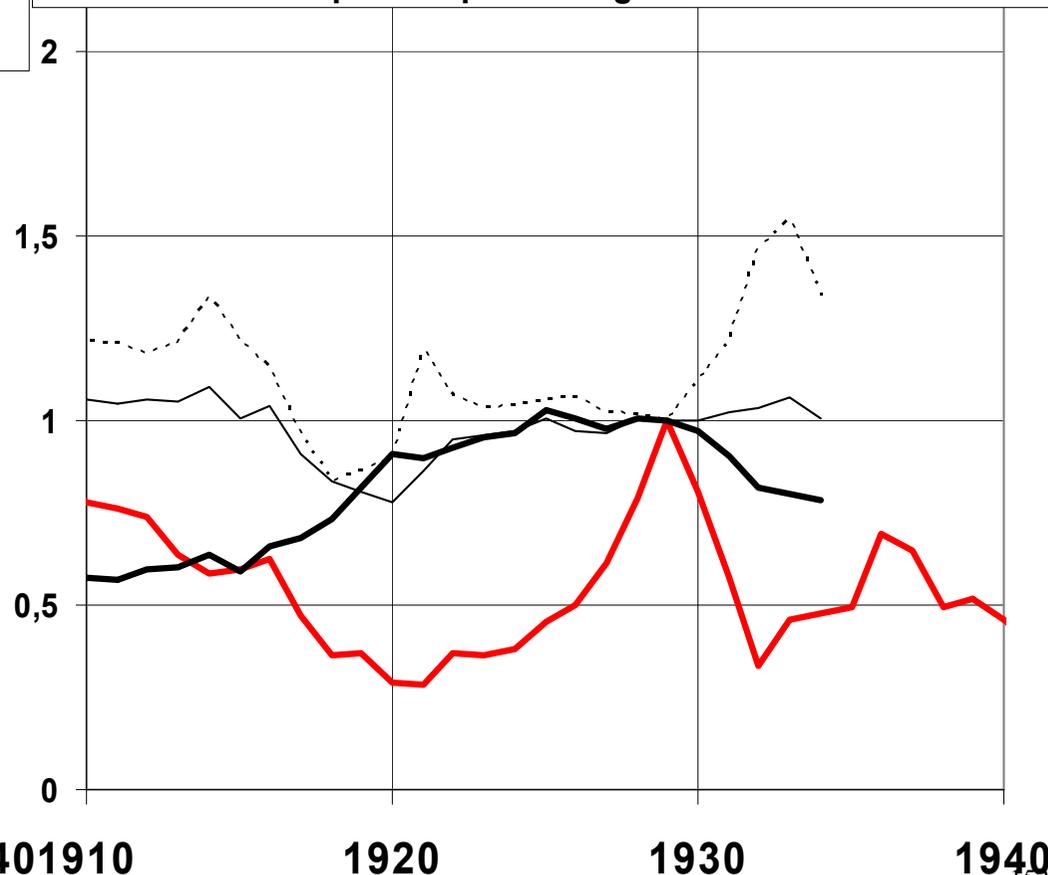
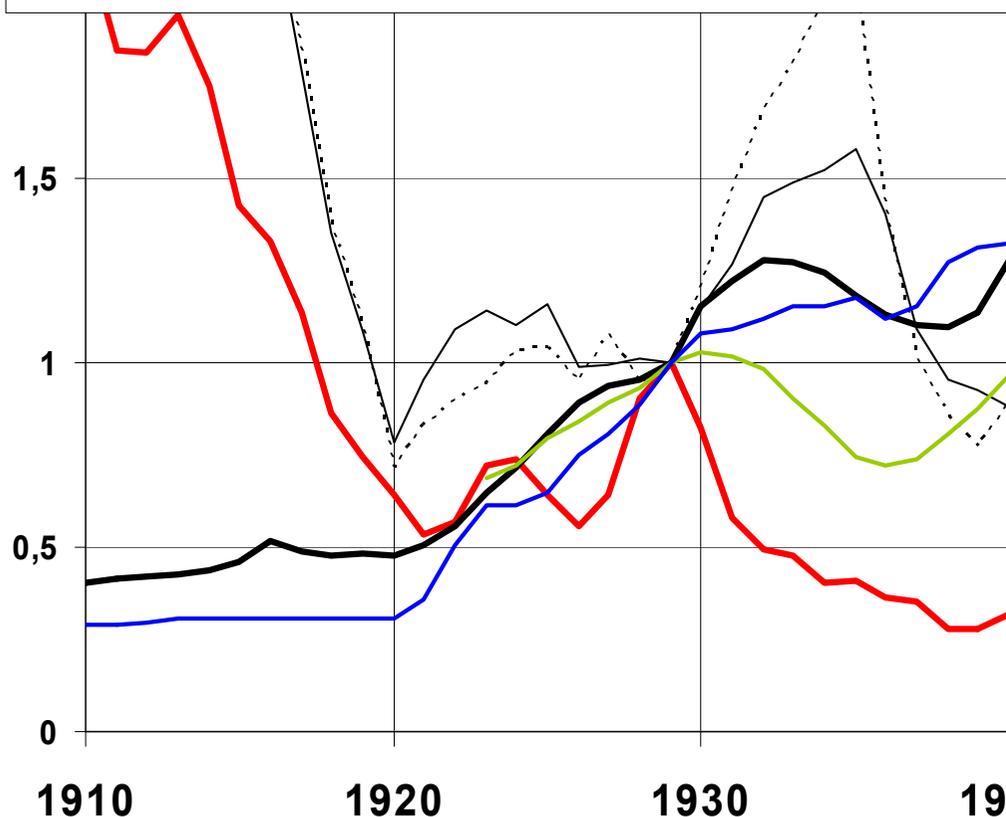
Valeurs en base 1929=1

ETATS-UNIS

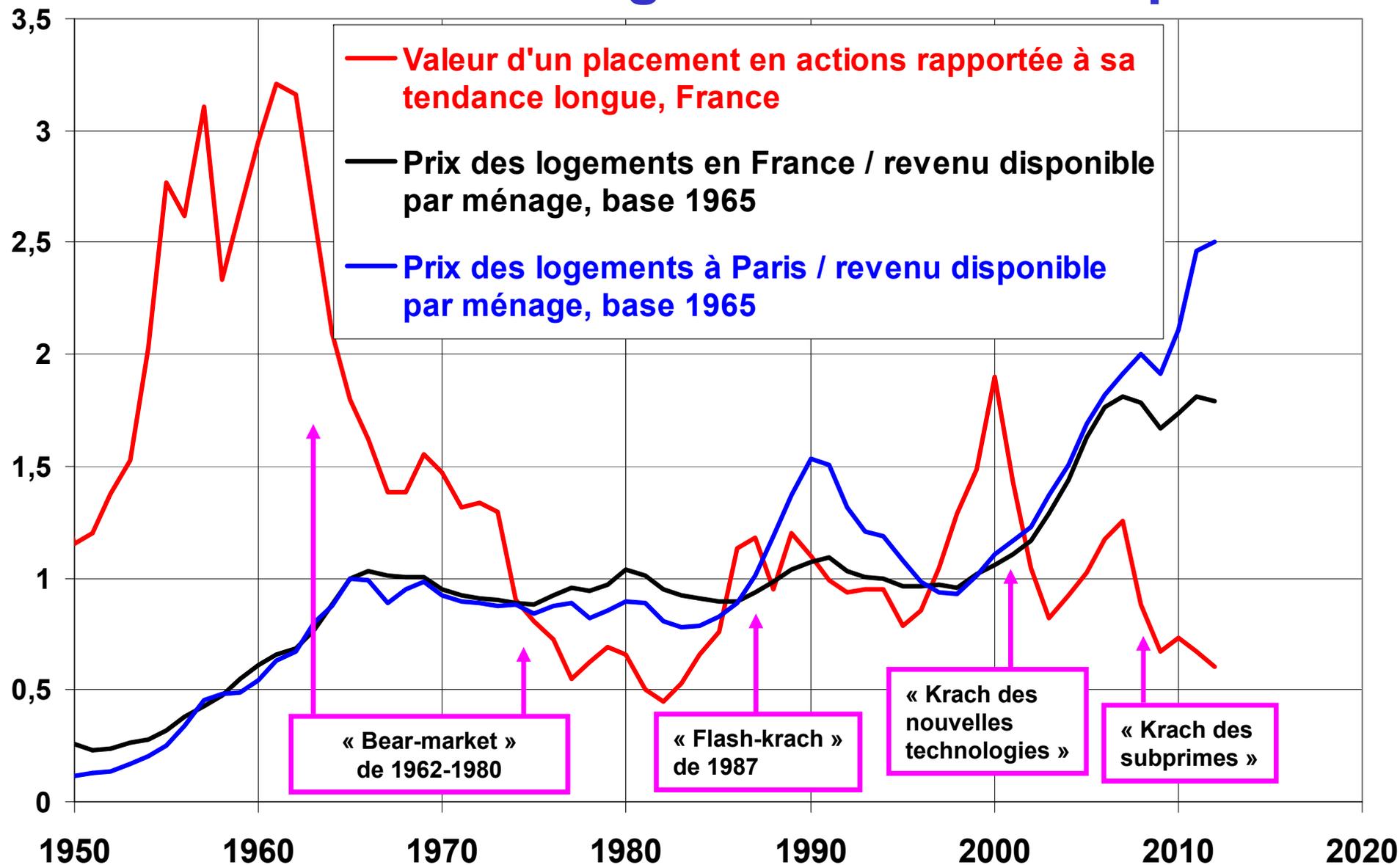
(maisons)

- Valeur d'un placement en actions rapportée à la tendance longue, France
- Prix des immeubles de rapport à Paris, F courants
- Prix des immeubles de rapport à Paris, F constants
- Prix des immeubles de rapport à Paris rapporté au revenu disponible par ménage
- Prix des appartements à Paris, F courants
- Loyers à Paris, F courants

- Valeur d'un placement en actions rapportée à la tendance longue, Etats-Unis
- Prix des maisons individuelles (22 villes), \$ courants
- Prix des maisons individuelles (22 villes), \$ constants
- Prix des maisons individuelles (22 villes) rapporté au revenu disponible par ménage



Prix des logements lors du « bear market » de 1962-1980, du « flash-krach » de 1987 et des krachs des « nouvelles technologies » et des « subprimes »



Autres aspects des placements

- **Effet de levier** (rapproche le couple rendement-volatilité tendanciel du placement en logement de celui du placement en actions)
- **Frais**
 - de gestion
 - de transaction
- **Fiscalité**
- **Risques autres que la volatilité du prix**
(appréciés différemment par les différents acteurs)

Actuellement

Par rapport à leur tendance longue respective,

- le prix des **actions est faible**⁽¹⁾
- le prix de **l'or, des obligations**⁽²⁾ et des **logements**⁽³⁾ est **élevé**

(1) même si une baisse est possible à court terme

(2) sauf inflation durablement très faible

(3) en France, pas en Allemagne et plus aux Etats-Unis

PLAN

1. Historique du prix des logements
2. Quelques propriétés du prix des logements
3. Comparaison avec les autres actifs
4. Loyers et revenus depuis 1970 
5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008?
6. Prospective
7. Conclusion

4. Loyers et revenus depuis 1970



4.1. Problèmes de mesure

4.2. Ratio loyer / revenu: une contradiction apparente

4.3. Revenu: pourquoi les locataires se paupérisent-ils par rapport à l'ensemble des ménages?

4.4. Loyer: pourquoi le loyer moyen augmente-t-il plus rapidement que l'indice INSEE des loyers?

Loyers et revenus

- Loyer = prix du service, par opposition au prix du bien
- Une difficulté particulière

La structure des ménages locataires a évolué par rapport à celle de l'ensemble des ménages. De même la structure du parc locatif a évolué par rapport à celle de l'ensemble de parc. Cela complique l'analyse.

De combien les loyers augmentent-ils?

4 mesures différentes, origine des écarts encore à préciser

- **Indices INSEE des loyers** (pèsent pour 6% dans l'indice des prix à la consommation)
- **Indices OLAP**. De T1 2001 à T1 2011, agglomération parisienne, secteur libre: indice INSEE: +32%, indice OLAP: + 45%, soit en 10 ans une divergence de 10% , ou encore 1% par an. L'« étalonnage » par l'INSEE (suite au rapport du CNIS) montre que les effets qualité n'expliquent pas nécessairement tout
- **Agrégats enquêtes logement**. De 1996 à 2006, sur le parc privé: indice INSEE: +23%, loyer moyen ENL: +32%, loyer moyen net d'effets qualité (y-c. effets localisation P. Briant): +28% soit 4% de plus que les 23%, soit en 10 ans une divergence de 4% ou encore 0,4% par an. Nb: les enquêtes logement sont utilisées pour mesurer l'amélioration ou la détérioration des conditions de logement des ménages (taux d'effort, etc.)
- **Indices Clameur**. Loyers du parc privé de 2000 à 2010: indice INSEE: +29%, Clameur: +34%, soit en 10 ans une divergence de 4% ou encore 0,4% par an. Peut s'expliquer par divers facteurs (Clameur=relocation, couverture géographique non exhaustive, problème de la prise en compte des effets qualité)

De combien les loyers augmentent-ils?

4 mesures différentes

- **Conséquence = grande confusion dans les discours et dans les esprits**

Exemple du « rapport sur le mal-logement » 2013 de la fondation Abbé Pierre

http://www.fondation-abbe-pierre.fr/_pdf/rml-18.pdf

Pour la période 2000-2010

- mentionne une augmentation des « loyers moyens du parc privé » de 47% (page 101)
 - puis mentionne une augmentation du loyer moyen des bénéficiaires des aides au logement de 32% (page 106), sans s'interroger sur les raisons pour lesquelles ce 32% est tellement inférieur au 47% ci-dessus
 - ne mentionne pas la hausse de l'indice INSEE des loyers (+29% France entière et 32% agglomération parisienne, sur le parc HLM comme sur le parc privé)
 - mais utilise (pour le comparer aux données OLAP) l'indice des prix à la consommation de l'INSEE (+19%) dont la composante « loyers » est précisément l'indice INSEE des loyers (page 101)
- **On peut espérer que:**
 - les suites de l'« étalonnage » de l'OLAP par l'INSEE (suite au rapport du CNIS)
 - et la création d'un observatoire national des loyers doté d'un conseil scientifique vont permettre de chiffrer la contribution des diverses causes possibles (effets qualité, autres) à la divergence des diverses mesures et de **rétablir de la cohérence** sur la mesure d'une variable fondamentale du marché du logement

Remarque

L'indice INSEE a augmenté presque autant:

- **dans le parc social et dans le parc libre**
- **dans les divers types urbains**

Variation des indices INSEE des loyers Ecart par rapport à l'indice général	1988-2000 (12 ans)	2000-2010 (10 ans)	1988-2010 (22 ans)
Indice général	0%	0%	0%
Agglo parisienne	2%	3%	5%
Unités urbaines de 100 000 à 2 000 000 habitants	-1%	0%	-1%
Unités urbaines de 20 000 à 100 000 habitants	1%	-3%	-2%
Unités urbaines de moins de 20 000 habitants	-3%	-3%	-6%
Indice général sectoriel	-2%	0%	-2%
HLM	0%	0%	0%
Libre	-2%	0%	-2%

4. Loyers et revenus depuis 1970

4.1. Problèmes de mesure



4.2. Ratio loyer / revenu: une contradiction apparente

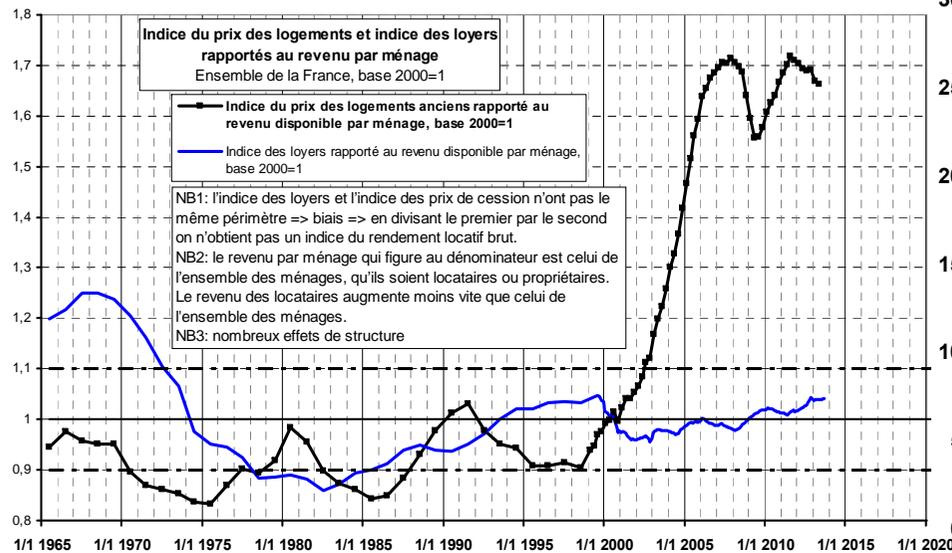
4.3. Revenu: pourquoi les locataires se paupérisent-ils
par rapport à l'ensemble des ménages?

4.4. Loyer: pourquoi le loyer moyen augmente-t-il plus
rapidement que l'indice INSEE des loyers?

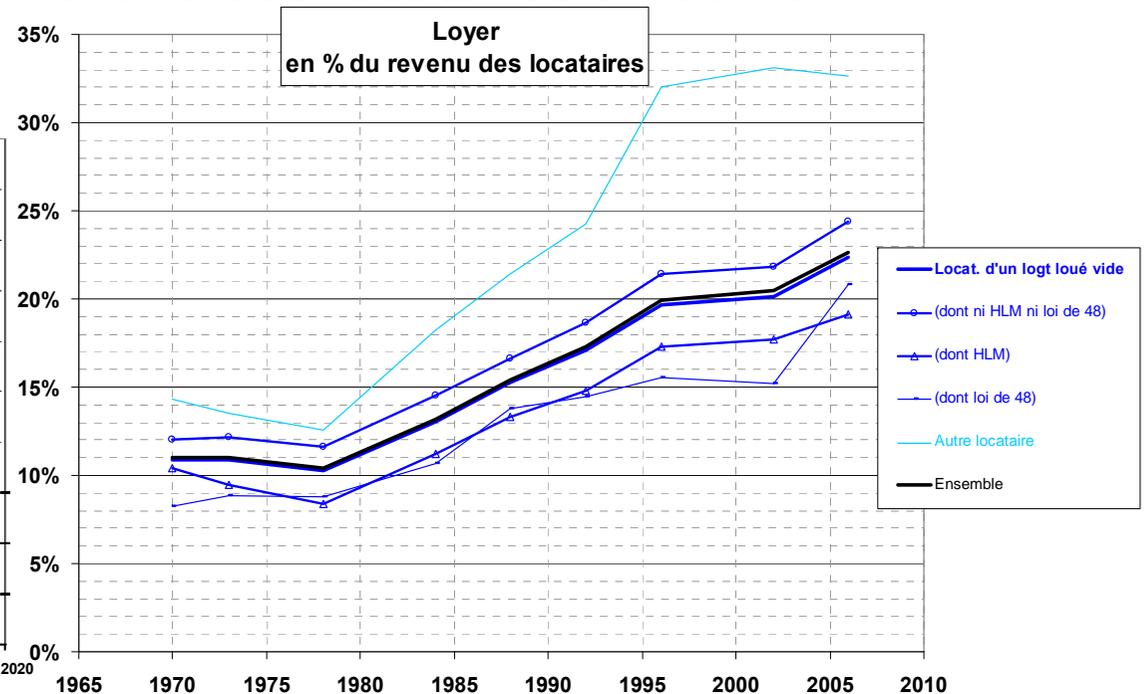
Comment réconcilier deux présentations apparemment contradictoires du ratio loyer / revenu?

Depuis les années 1970

L'indice INSEE des loyers est resté presque constant par rapport au revenu par ménage de l'ensemble des ménages (locataires et propriétaires)...



...mais le poids du loyer dans le revenu des locataires a doublé



Source: CGEDD d'après INSEE, indices Notaires-INSEE et bases notariales

Source: CGEDD d'après enquêtes logement (ENL) de l'INSEE

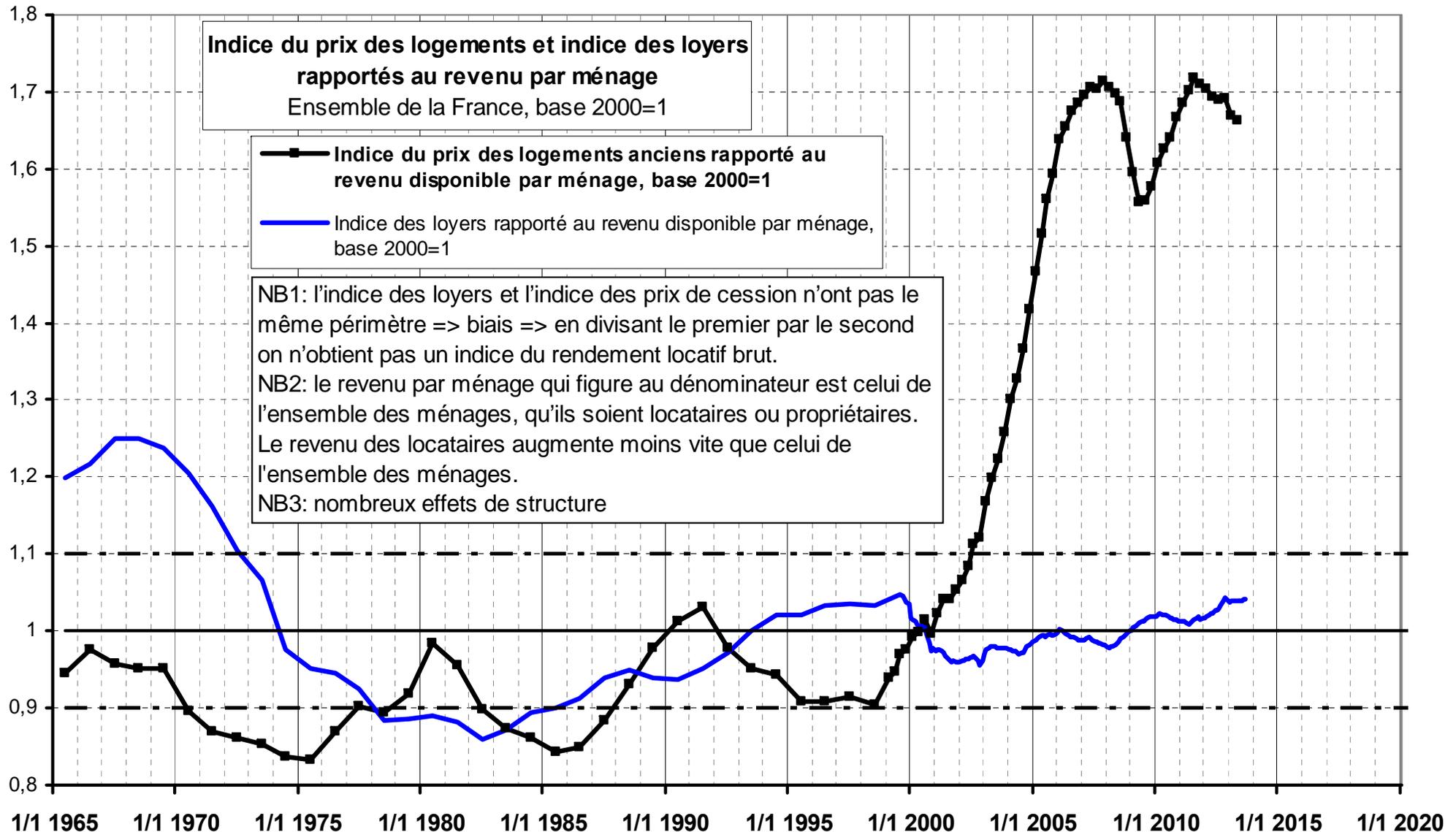
Numérateur	Indice des loyers INSEE	Loyer moyen ENL
Dénominateur	Revenu par ménage moyen de l'ensemble des ménages	Revenu par ménage moyen ENL des locataires

Toutes les données proviennent de l'INSEE

Point commun aux deux présentations

- **Avant d'examiner leurs différences, un point commun entre les deux présentations:**
 - l'évolution des **loyers** est assez **régulière** depuis les années 1970,
 - **contrairement** à celle des **prix de cession** qui présente une **rupture** en 2000

Depuis 1974 l'indice INSEE des loyers est stable par rapport au revenu par ménage de l'ensemble des ménages (locataires et propriétaires)...



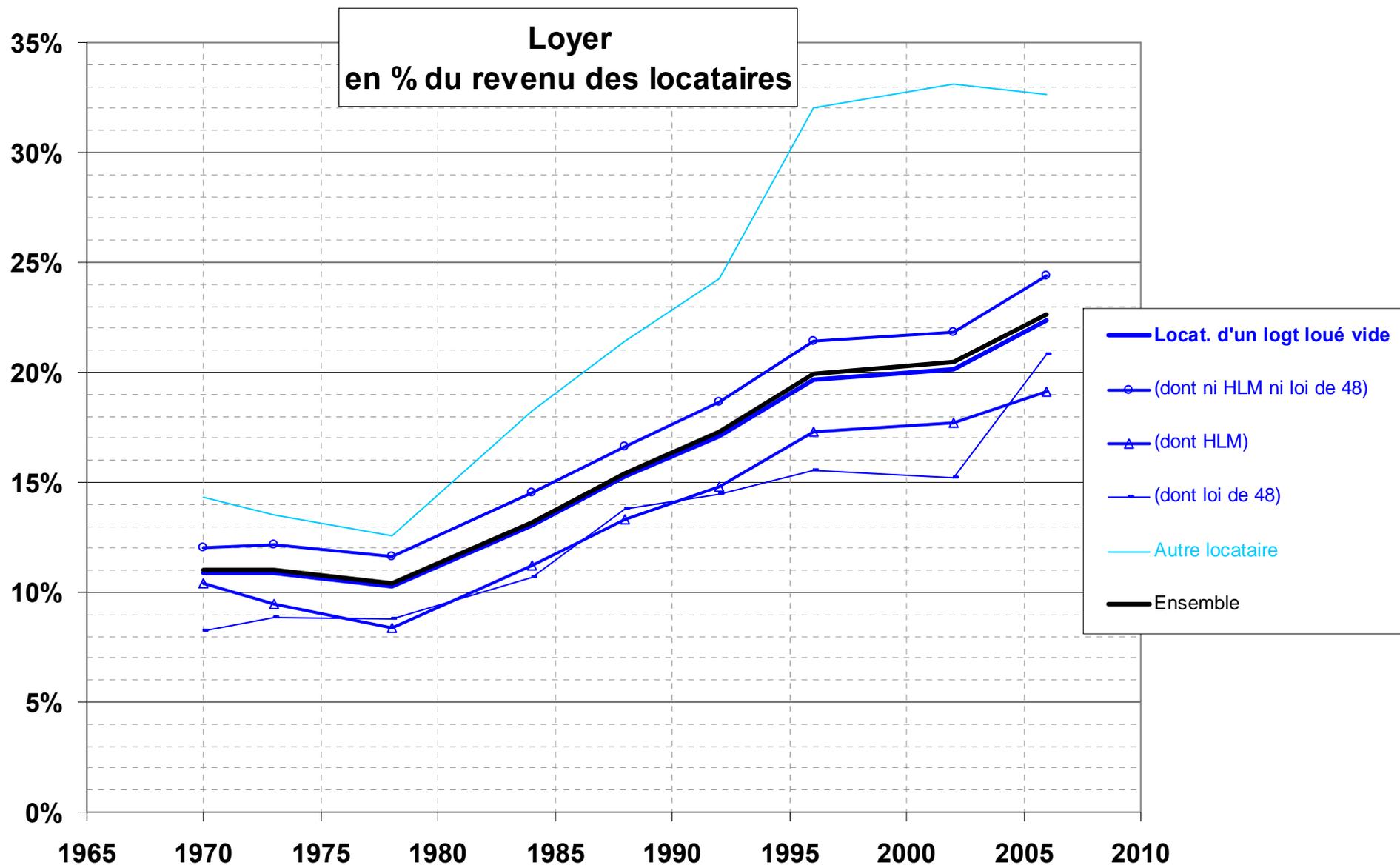
Depuis 1974 l'indice INSEE des loyers est stable par rapport au revenu par ménage de l'ensemble des ménages (locataires et propriétaires)...

- En première approximation, la stabilité de l'indice des loyers par rapport au revenu par ménage alors que l'indice des prix de cession augmente comme le revenu par ménage (sauf depuis 2000) permet de maintenir **constant le rendement locatif (=loyer/revenu)** (sauf depuis 2000)

Elle apparaît donc **historiquement normale**

- En deuxième approximation, il faudrait comparer l'indice des loyers à un indice du prix de cession des logements locatifs, dont on ne dispose pas (mais on sait que le prix des appartements a augmenté moins vite que celui des maisons de 1965 à 2000, puis plus vite depuis 2000)

...mais le poids du loyer dans le revenu des locataires (taux d'effort brut) a doublé depuis 1978



Pourquoi?

Comment passe-t-on

de la relative stabilité du ratio indice des loyers / revenu disponible par ménage
au doublement du ratio loyer moyen / revenu par locataire?

		1970- 2006 (36 ans)	1992- 2006 (14 ans)	
(1) Indice des loyers INSEE / revenu disponible par ménage INSEE	Multiplié par	0,82	1,02	Soit un écart de -12% en 14 ans
(2) Revenu moyen par locataire ENL / revenu moyen par ménage ENL	Multiplié par	0,75	0,88	⇒ Question Q1 (paupérisation du parc locatif)
(3) Loyer moyen ENL / indice des loyers INSEE	Multiplié par	1,97	1,08	⇒ Question Q2 (effets qualité + ?)
(4) Ajustement: Revenu disponible par ménage INSEE / revenu moyen par ménage ENL	Multiplié par	0,95	1,04	Soit un écart de +8% en 14 ans
(1)/(2)X(3)X(4): Loyer moyen ENL / revenu par locataire ENL	Multiplié par	2,06	1,31	

4. Loyers et revenus depuis 1970

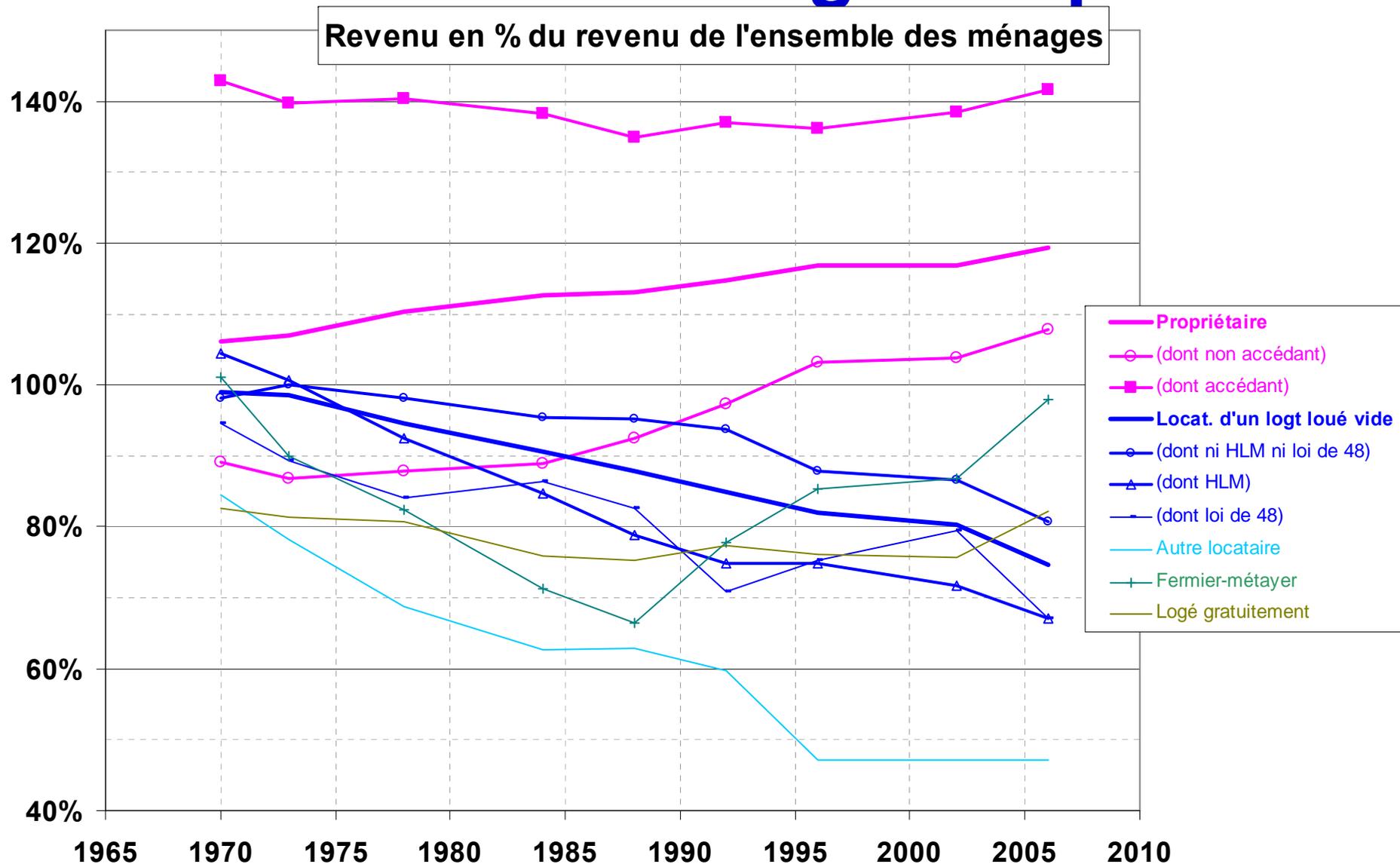
4.1. Problèmes de mesure

4.2. Ratio loyer / revenu: une contradiction apparente

4.3. Revenu: pourquoi les locataires se paupérisent-ils
par rapport à l'ensemble des ménages?

4.4. Loyer: pourquoi le loyer moyen augmente-t-il plus
rapidement que l'indice INSEE des loyers?

La paupérisation relative du parc locatif est une tendance longue depuis 1973



Source: CGEDD d'après enquêtes logement. Cf. http://portail.documentation.developpement-durable.gouv.fr/documents/cgedd/007987-01_rapport.pdf et http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/menage-logement-friggitt_cle03e36d.pdf

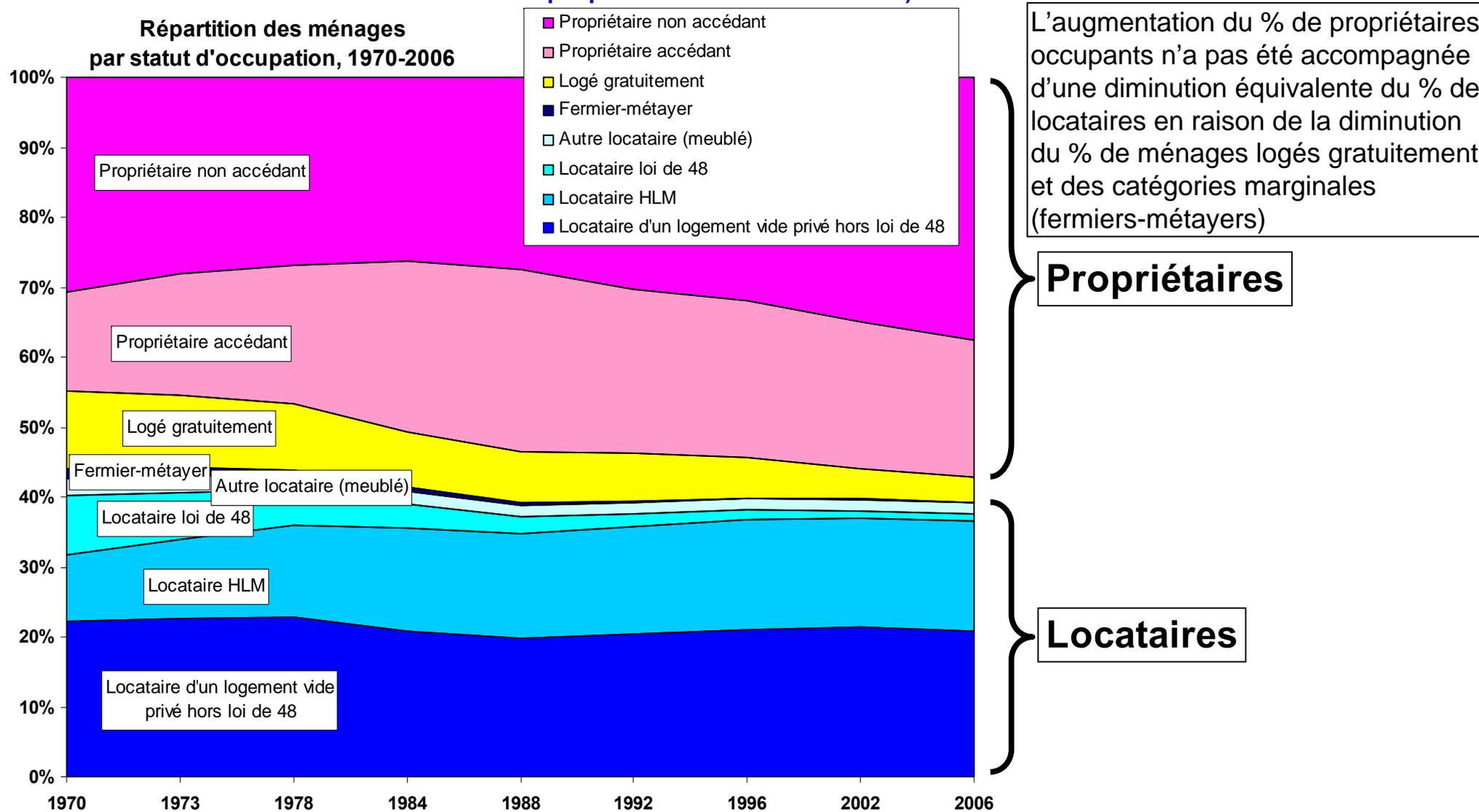
La paupérisation relative du parc locatif est confirmée sur 1994-2010 (Filocom)

Croissance du revenu imposable (monnaie courante)	1994-2010	2000-2010
Propriétaires-occupants	+52%	+26%
Locataires (privé)	+34%	+15%
Autres (surtout locataires HLM)	+31%	18%
Tous ménages	+48%	+24%
<i>(Pour mémoire: prix à la consommation)</i>	+28%	+18%

Différence 9 points

La paupérisation relative du parc locatif n'est due qu'en partie à l'augmentation de la proportion de propriétaires occupants

(Rem: de janvier 2009 à janvier 2011 le % de propriétaires occupants est resté constant, et pourtant le parc locatif a poursuivi sa paupérisation – source: Filocom)



Question Q1: Pourquoi les locataires se paupérisent-ils par rapport à la moyenne des ménages?

(En 2006) un ménage a une probabilité d'autant plus élevée d'être locataire qu'il est **pauvre** (au sens de faible revenu) et **jeune**

% de locataires par tranche d'âge et décile de revenu, 2006											
Tranche d'âge	Décile de revenu										Tous déciles
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
20 à 30 ans	73%	81%	85%	79%	72%	76%	64%	53%	55%	37%	73%
30 à 40 ans	76%	80%	82%	68%	58%	55%	43%	35%	27%	24%	50%
40 à 50 ans	67%	67%	68%	61%	54%	36%	31%	21%	20%	12%	36%
50 à 60 ans	63%	61%	56%	41%	36%	29%	25%	21%	15%	12%	31%
60 à 70 ans	44%	50%	35%	28%	21%	16%	16%	8%	8%	9%	24%
70 à 80 ans	39%	31%	26%	24%	19%	21%	10%	9%	5%	12%	23%
80 à 90 ans	33%	31%	25%	23%	31%	13%	20%	27%	14%	14%	26%
Tous âges	58%	51%	52%	47%	43%	37%	32%	24%	19%	14%	38%

>65%	
35% à 65%	
20% à 35%	
<20%	

Source: CGEDD d'après enquêtes logement.

Cf. http://portail.documentation.developpement-durable.gouv.fr/documents/cgedd/007987-01_rapport.pdf

Question Q1: pourquoi les locataires se paupérisent-ils par rapport à la moyenne des ménages?

D'où deux questions:

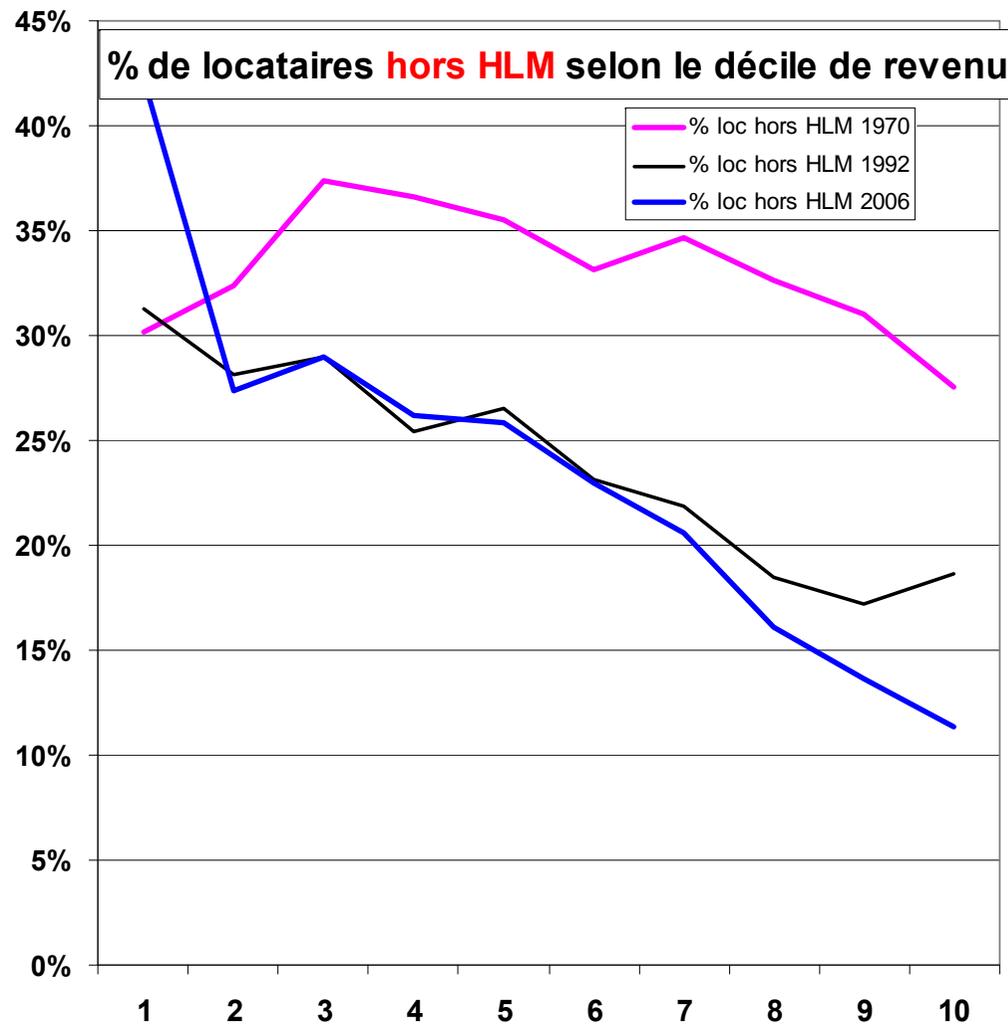
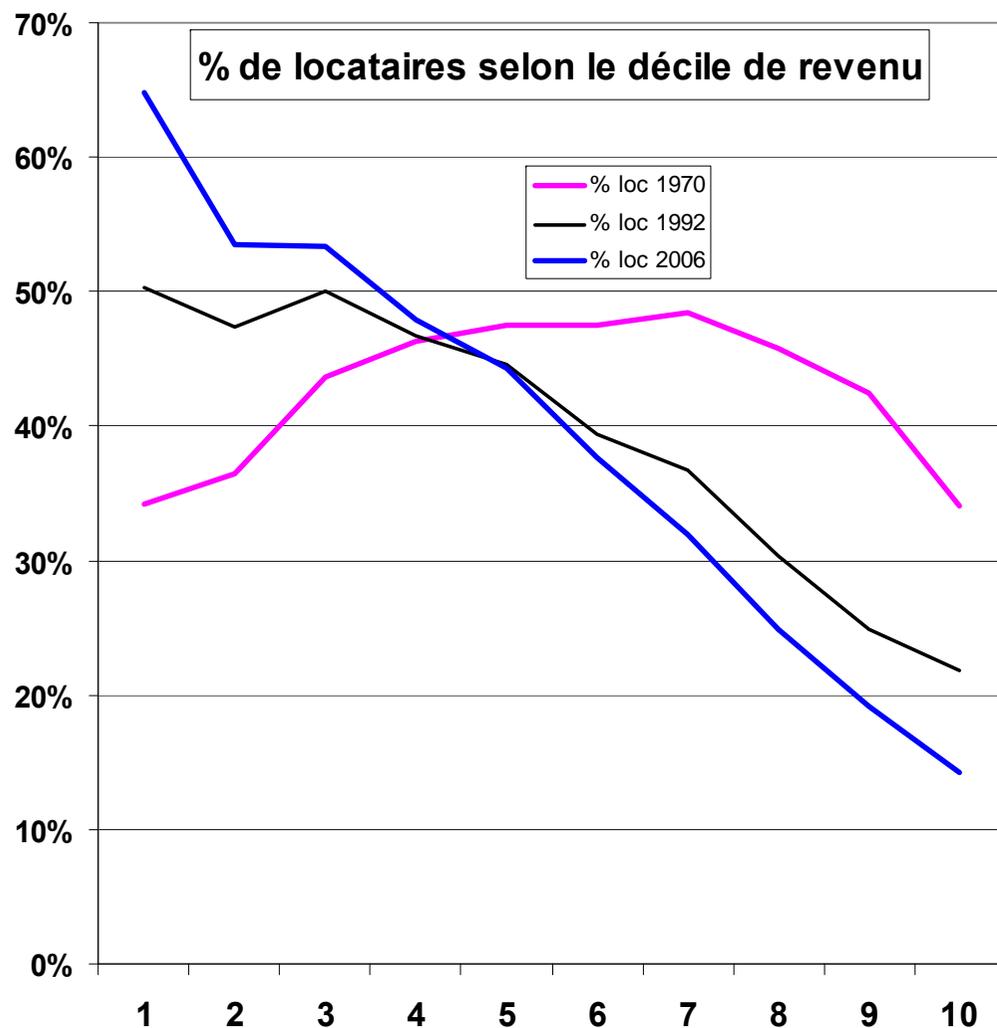
- les **pauvres** se paupérisent-ils par rapport à la moyenne des ménages?

(réponse à venir: non ou pas beaucoup, uniquement sur la période récente)

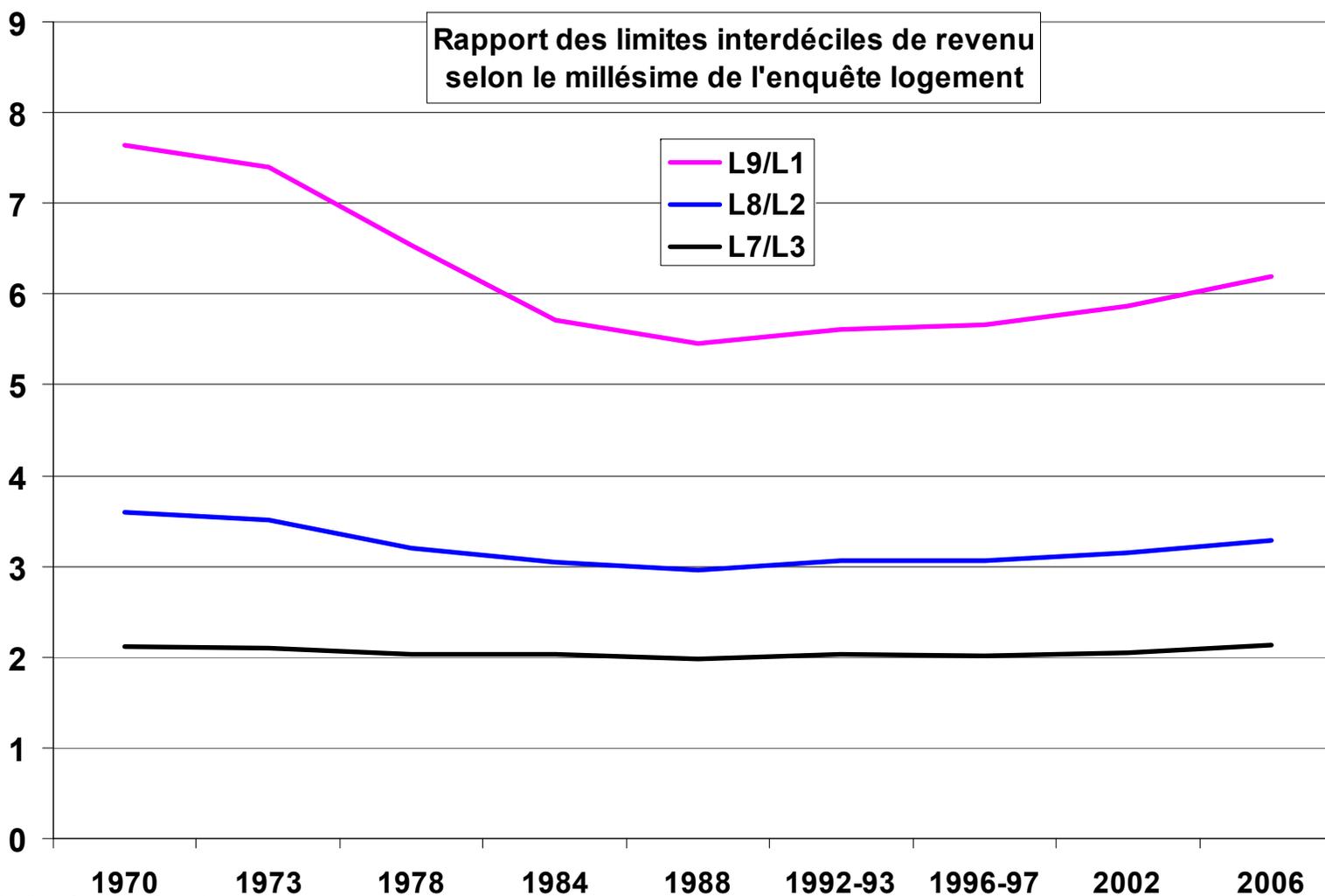
- les **jeunes** se paupérisent-ils par rapport à la moyenne des ménages?

(réponse à venir: OUI)

Les pauvres sont surreprésentés parmi les locataires en 1992 et en 2006 mais pas en 1970



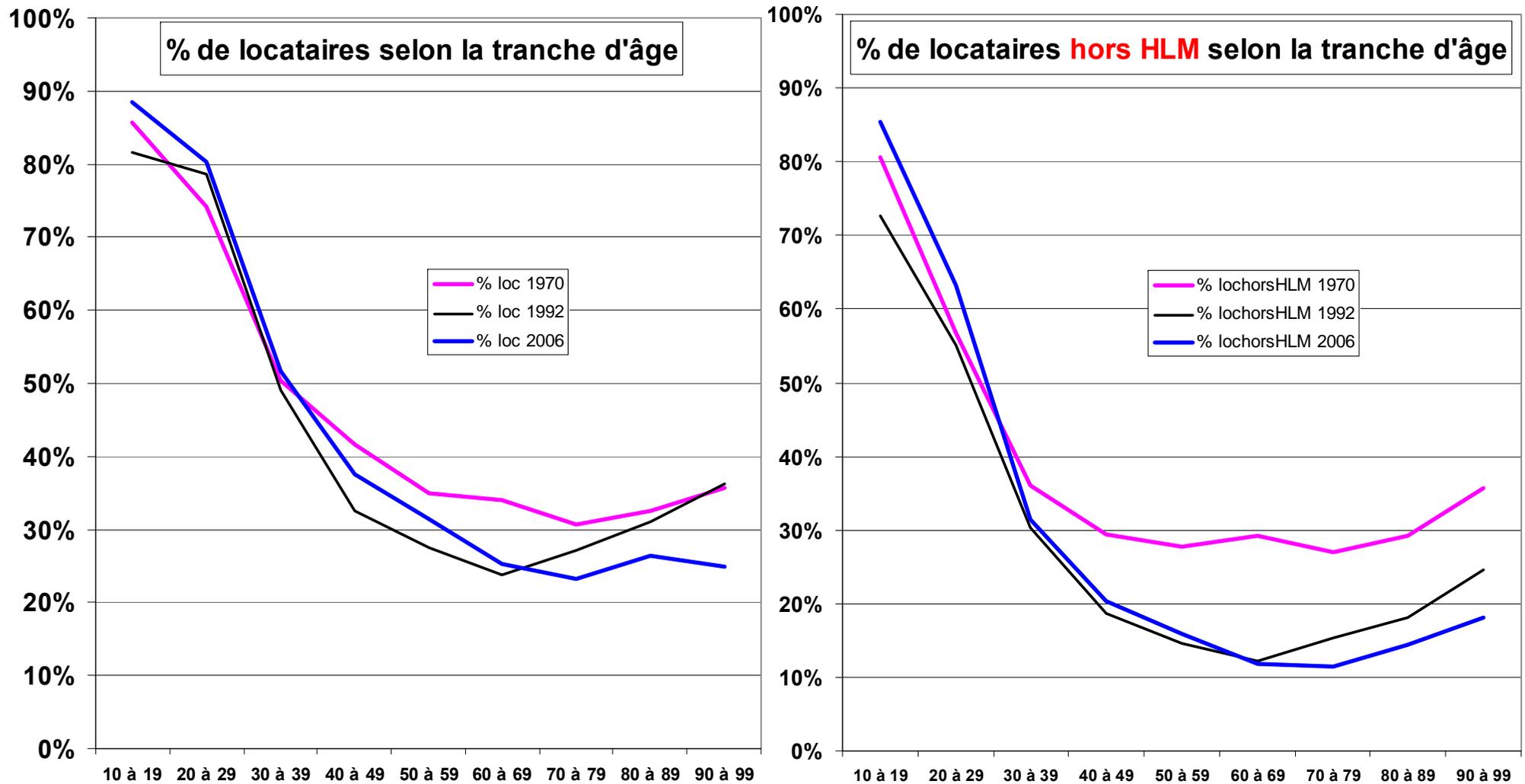
Rétrécissement de 1970 à 1988 puis élargissement modéré de 1988 à 2006 de l'éventail des revenus: => les pauvres ne se sont pas paupérisés par rapport à la moyenne de 1970 à 2006 (mais se sont un peu paupérisés de 1988 à 2006)



Les pauvres ne se sont pas paupérisés par rapport à la moyenne de 1970 à 2006 (mais se sont un peu paupérisés de 1992 à 2006)

Variation du revenu moyen du décile rapporté au revenu de l'ensemble des ménages			
Décile de revenu	De 1970 à 1992	De 1992 à 2006	De 1970 à 2006
1	+6 point	-6 point	+1 point
2	+6 point	-2 point	+4 points
3	+2 point	-2 point	+1 point
4	0 point	-2 point	-2 points
5	-2 point	-1 point	-2 points
6	-2 point	+2 point	-1 point
7	-3 point	+3 point	0 point
8	-5 point	+4 point	-1 point
9	-6 point	+5 point	-1 point
10	+3 point	-3 point	0 point
Tous déciles	0 point	0 point	0 point

Les jeunes sont surreprésentés parmi les locataires (déjà vrai en 1970)



Les jeunes se sont paupérisés par rapport à la moyenne car nivellement des revenus entre les jeunes et les vieux (sauf 20-29 ans)

Tranche d'âge	Revenu par ménage				Revenu par unité de consommation				Nombre d'unités de consommation			% du nombre de ménages		
	en % du revenu moyen de l'ensemble des ménages			Var. 1970-2006 en monnaie constante	en % du revenu moyen de l'ensemble des ménages			Var. 1970-2006 en monnaie constante	1970	2006	Var. 70-2006	1970	2006	Var. 70-2006
	1970	2006	Var. 70-2006		1970	2006	Var. 70-2006							
20 à 29 ans	102%	67%	-35%	-7%	117%	77%	-34%	17%	1,91	1,53	-20%	11%	10%	0 pts
30 à 39 ans	120%	107%	-11%	27%	104%	96%	-8%	63%	2,51	1,96	-22%	18%	18%	0 pts
40 à 49 ans	129%	123%	-5%	36%	105%	98%	-7%	66%	2,68	2,20	-18%	21%	18%	-2 pts
50 à 59 ans	112%	124%	10%	58%	108%	118%	9%	94%	2,27	1,85	-18%	16%	19%	3 pts
60 à 69 ans	75%	95%	28%	83%	89%	109%	22%	117%	1,83	1,54	-16%	19%	14%	-5 pts
70 à 79 ans	57%	76%	33%	91%	81%	97%	19%	112%	1,53	1,38	-10%	12%	12%	1 pts
80 à 89 ans	53%	68%	29%	85%	81%	95%	18%	110%	1,42	1,26	-12%	3%	7%	3 pts
Tous âges	100%	100%	0%	43%	100%	100%	0%	78%	2,18	1,76	-19%	100%	100%	0 pts

Echelle des UC = 1; 0,7; 0,5.

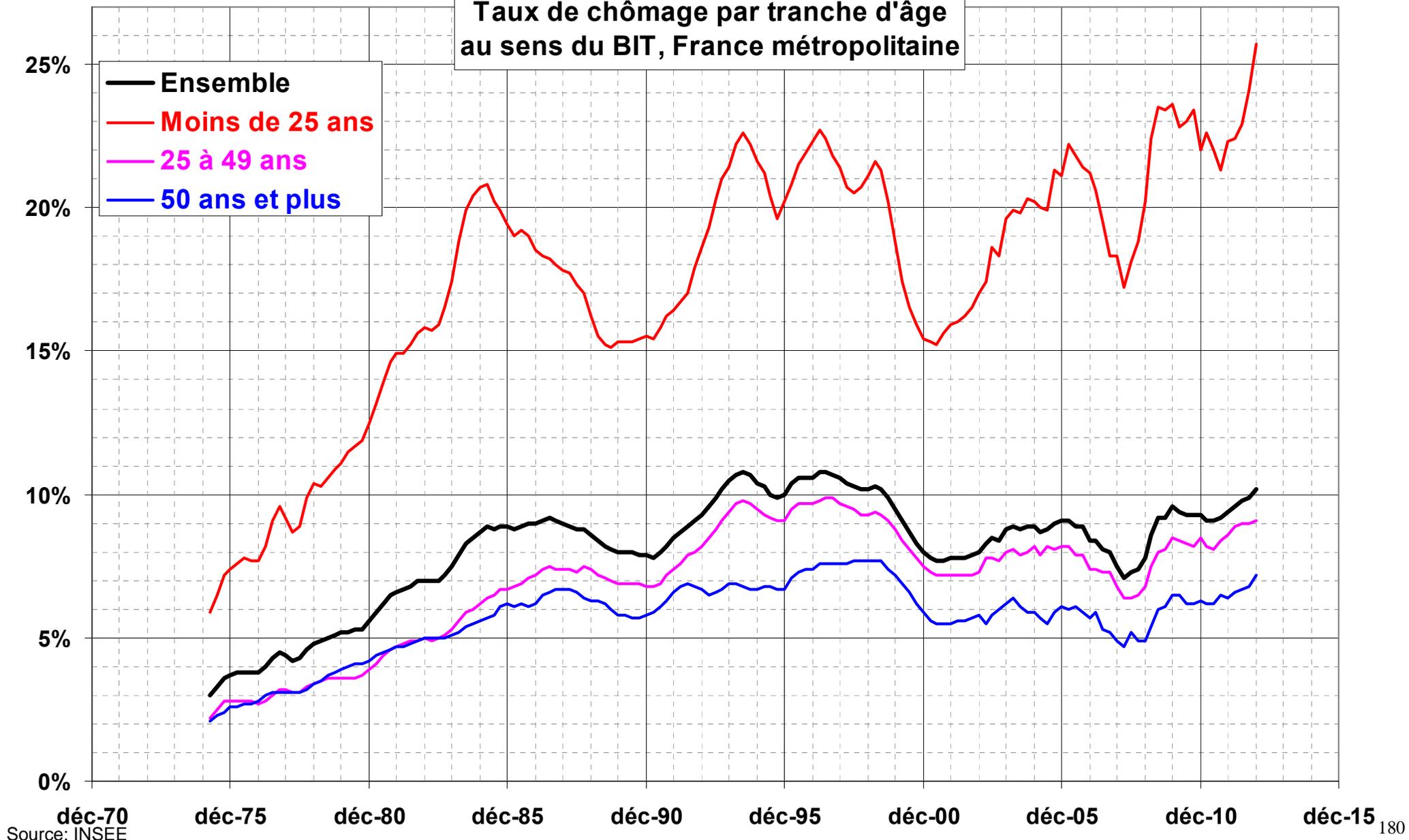
Source: CGEDD d'après enquêtes logement. http://portail.documentation.developpement-durable.gouv.fr/documents/cgedd/007987-01_rapport.pdf

Effets de l'augmentation des retraites, de la montée du chômage (plus forte pour les jeunes et qui ne touche pas les retraités), d'un départ plus fréquent du foyer parental avant emploi stable, de l'allongement des études, d'une mise en couple (permettant deux revenus) plus tardive, etc.

Illustration: selon la Conférence des Grandes Ecoles, de 2000 à 2013 la rémunération en sortie de Grande Ecole a diminué de 15% (11% pour les ingénieurs) en € constants (<http://www.cge.asso.fr/document/1273/enquete-insertionj-2013.pdf>)

La montée du chômage des jeunes, cause (parmi d'autres) de la paupérisation relative des ménages jeunes

Taux de chômage par tranche d'âge au sens du BIT, France métropolitaine



« Les pauvres ont rajeuni »...

Décile de revenu	Âge moyen du chef de ménage (ans)			
	En 1970	En 1992	En 2006	Varn 1970-2006
1er décile	66	43	39	-26
2e décile	58	46	44	-13
3e décile	47	43	45	-2
4e décile	42	41	43	1
5e décile	41	42	42	1
6e décile	40	39	40	0
7e décile	39	38	41	2
8e décile	40	37	41	1
9e décile	40	38	43	2
10e décile	41	42	44	3
Tous déciles	45	41	42	-3

Source: CGEDD d'après enquêtes logement

... ce qui par effet de structure a paupérisé les locataires (plus jeunes que la moyenne)

Augmentation de la proportion d'isolés , surtout dans le parc locatif

[l'augmentation de la proportion de ménages qui sont des familles monoparentales doit être relativisée, surtout dans le parc privé]

Effectif en % du total	Isolé	Ménage sans enfants	Famille monoparentale	Autre famille	Total	Nombre moyen d'unités de consommation	% vertical
1970							
Locataire	21%	26%	2%	51%	100%	2,2	43%
<i>Dont HLM</i>	9%	19%	3%	70%	100%	2,6	10%
<i>Dont autre vide hors loi de 48</i>	19%	26%	2%	53%	100%	2,3	22%
Logé gratuitement	30%	24%	1%	45%	100%	2,1	11%
Accédant à la propriété	4%	15%	3%	79%	100%	2,9	14%
Propriétaire non accédant	21%	37%	2%	40%	100%	2,2	31%
Ensemble	19%	27%	2%	51%	100%	2,3	100%
2006							
Locataire	43%	23%	6%	28%	100%	1,7	39%
<i>Dont HLM</i>	38%	20%	8%	34%	100%	1,8	16%
<i>Dont autre vide hors loi de 48</i>	44%	25%	5%	25%	100%	1,6	21%
Logé gratuitement	47%	24%	2%	27%	100%	1,6	4%
Accédant à la propriété	13%	21%	2%	64%	100%	2,3	19%
Propriétaire non accédant	33%	44%	1%	22%	100%	1,7	38%
Ensemble	34%	30%	3%	33%	100%	1,8	100%
Variation 1970-2006							
Locataire	22 points	-3 points	4 points	-23 points	0 points	-24%	-3 points
<i>Dont HLM</i>	29 points	2 points	5 points	-36 points	0 points	-31%	6 points
<i>Dont autre vide hors loi de 48</i>	26 points	-1 points	3 points	-28 points	0 points	-27%	-1 points
Logé gratuitement	17 points	1 points	1 points	-18 points	0 points	-22%	-7 points
Accédant à la propriété	10 points	6 points	-1 points	-15 points	0 points	-20%	5 points
Propriétaire non accédant	12 points	6 points	-1 points	-17 points	0 points	-21%	7 points
Ensemble	15 points	3 points	1 points	-19 points	0 points	-21%	0 points

Evolution de la double activité par statut: différence HLM / autre locataire

Effectif en % du total	Nombre d'actifs dans le ménage				Total	% vertical
	0	1	2	3 et plus		
1970						
Locataire	20%	44%	29%	7%	100%	43%
<i>Dont HLM</i>	12%	47%	33%	8%	100%	10%
<i>Dont autre vide hors loi de 48</i>	18%	44%	30%	8%	100%	22%
Logé gratuitement	34%	35%	24%	7%	100%	11%
Accédant à la propriété	5%	46%	39%	10%	100%	14%
Propriétaire non accédant	38%	29%	23%	10%	100%	31%
Ensemble	25%	38%	28%	9%	100%	100%
2006						
Locataire	26%	44%	27%	3%	100%	39%
<i>Dont HLM</i>	29%	43%	24%	4%	100%	16%
<i>Dont autre vide hors loi de 48</i>	23%	45%	30%	2%	100%	21%
Logé gratuitement	32%	38%	29%	1%	100%	4%
Accédant à la propriété	5%	28%	61%	6%	100%	19%
Propriétaire non accédant	56%	21%	19%	4%	100%	38%
Ensemble	33%	32%	31%	4%	100%	100%
Variation 1970-2006						
Locataire	7 points	0 points	-2 points	-4 points	0 points	-3 points
<i>Dont HLM</i>	17 points	-4 points	-9 points	-4 points	0 points	6 points
<i>Dont autre vide hors loi de 48</i>	5 points	1 points	-1 points	-5 points	0 points	-1 points
Logé gratuitement	-3 points	3 points	5 points	-6 points	0 points	-7 points
Accédant à la propriété	0 points	-18 points	23 points	-5 points	0 points	5 points
Propriétaire non accédant	17 points	-8 points	-3 points	-6 points	0 points	7 points
Ensemble	9 points	-6 points	2 points	-5 points	0 points	0 points

En d'autres termes,

- on est d'autant plus souvent locataire que l'on est pauvre et jeune

- c'est beaucoup moins une paupérisation des pauvres qu'une paupérisation (relative) des jeunes qui a causé la paupérisation des locataires

Jeunes et vieux

En termes de revenu et de logement, les personnes âgées sont les grandes gagnantes des 40 dernières années (par le revenu) et des 10 dernières années (par les prix de cession des logements)...

- Leur revenu (par ménage et par UC) s'est rééquilibré par rapport à la moyenne
- Elles ne sont pas exposées à la concurrence des pays à bas salaires et au chômage
- Elles sont davantage propriétaires de leur résidence principale et donc immunisées contre les hausses des prix d'achat et des loyers
- Elles sont les gagnantes de l'envolée du prix des logements depuis 2000 car elles sont vendeuses nettes
- Elles vivent plus longtemps (et sont parties en retraite plus tôt)

... et les jeunes sont les grands perdants

- Les phénomènes ci-dessus ont joué à leur détriment
- Ils bénéficient de moins en moins de HLM depuis 20 ans (16% des 20-25 ans habitent en HLM en 2011 contre 25% en 1995: la garantie de maintien dans les lieux joue contre eux et les occupants actuels des HLM en sortent moins souvent pour accéder à la propriété)
- Primo-accédants, ils ont été les perdants de l'envolée du prix des logements
- Ils héritent de leurs parents de plus en plus tard (actuellement vers 55 ans)
- Ils vont supporter l'augmentation de la dette qui a financé l'envolée du prix des logements (dette des ménages) et une partie des retraites (dette publique)

Il n'est donc pas étonnant que les jeunes aient de plus en plus de mal à se loger

4. Loyers et revenus depuis 1970

4.1. Problèmes de mesure

4.2. Ratio loyer / revenu: une contradiction apparente

4.3. Revenu: pourquoi les locataires se paupérisent-ils
par rapport à l'ensemble des ménages?



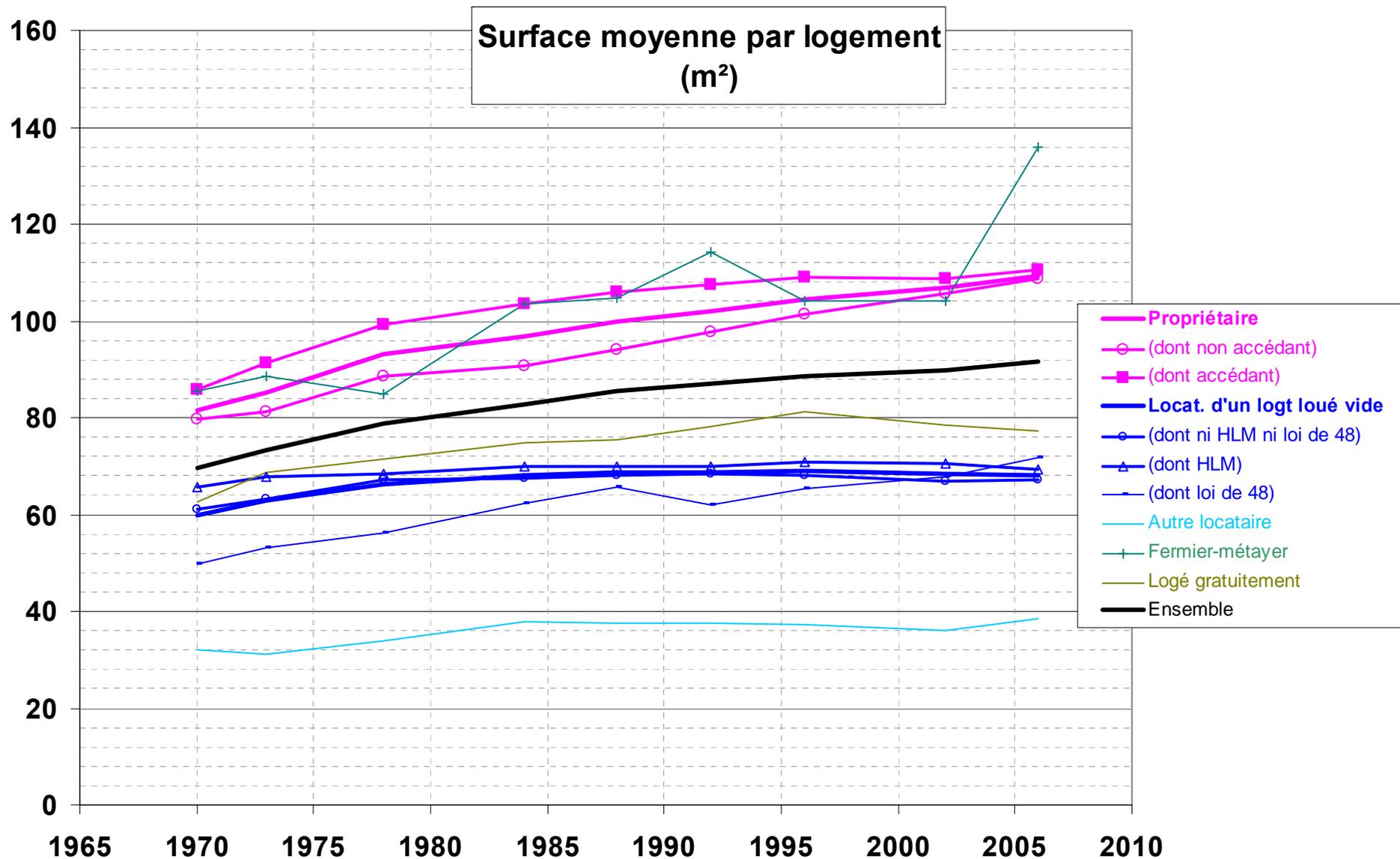
4.4. Loyer: pourquoi le loyer moyen augmente-t-il plus
rapidement que l'indice INSEE des loyers?

Question Q2

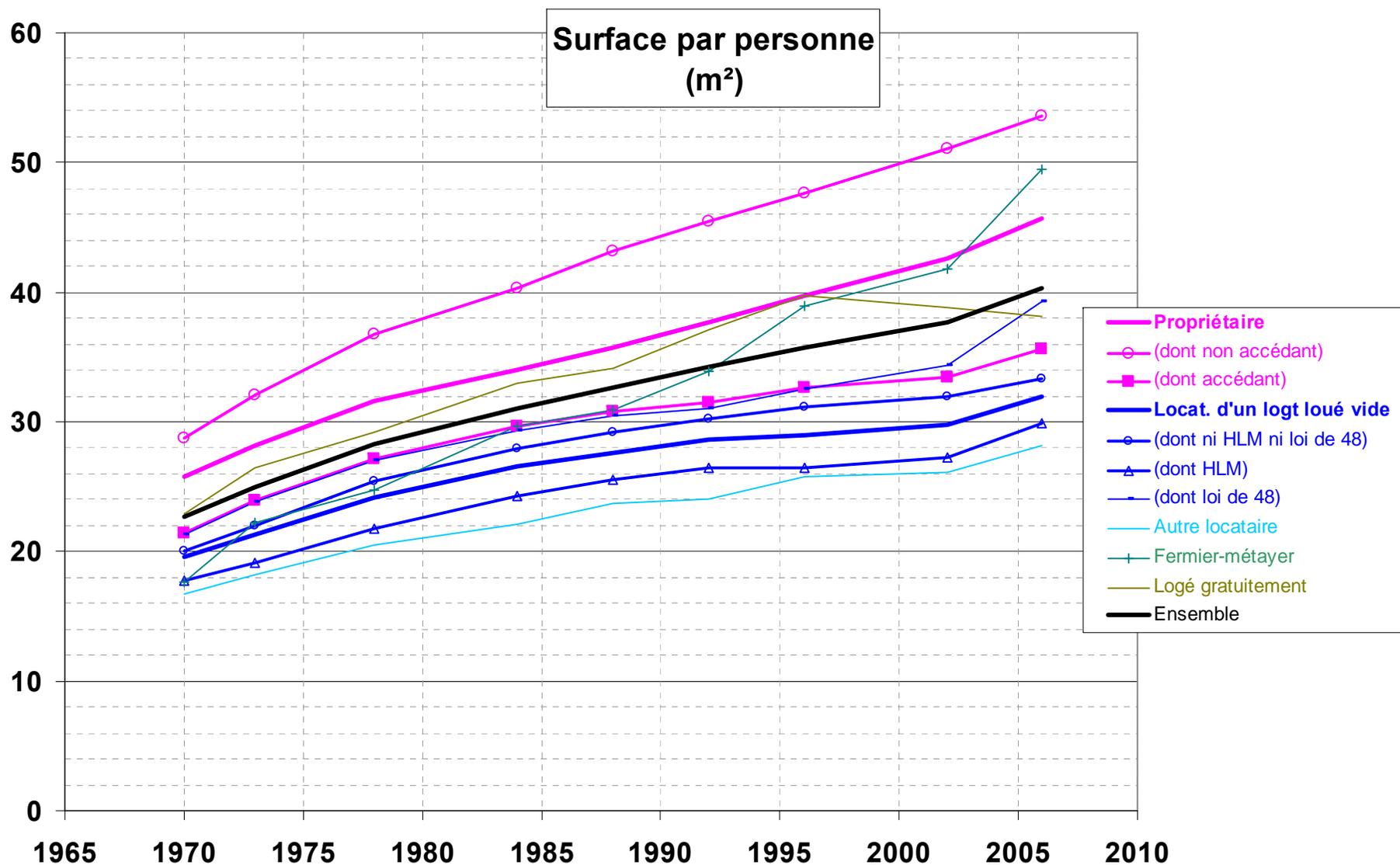
Pourquoi le loyer moyen des locataires augmente-t-il plus rapidement que l'indice des loyers INSEE, alors que leur revenu augmente moins que le revenu moyen? (1)

- Compétition entre deux effets: les effets qualité augmentent le loyer par rapport à l'indice, la paupérisation du parc locatif devrait le diminuer
- Augmentation de la qualité intrinsèque
 - la surface des logements locatifs est restée constante (mais le nombre de m² par personne a augmenté de 60% en 36 ans)

La surface des logements locatifs est restée constante...



...mais la surface par personne des logements locatifs a augmenté de 60% en 36 ans (alors que le poids du loyer dans le revenu doublait)



Question Q2

Pourquoi le loyer moyen des locataires augmente-t-il plus rapidement que l'indice des loyers INSEE, alors que leur revenu augmente moins que le revenu moyen? (2)

- Augmentation de la qualité intrinsèque
 - La surface des logements locatifs est restée constante (mais le nombre de m² par personne a augmenté de 60% en 36 ans)
 - Le confort s'est beaucoup amélioré, encore plus pour les locataires à faible revenu
- L'augmentation de la qualité intrinsèque est en partie subie et non choisie (surface / personne, une partie de la réglementation technique)
- Autres effets qualité: selon P. Briand (INSEE), l'effet localisation a diminué de 2% les loyers de 1996 à 2006 (les logements locatifs sont de moins en moins situés dans des zones chères, en particulier de moins en moins en Ile-de-France)
- Le loyer moyen augmente plus rapidement que l'indice INSEE, on en déduit que la détérioration de la localisation n'a pas suffi à compenser l'amélioration de la qualité intrinsèque
- Mais on a vu les divergences entre différentes mesures de l'évolution des loyers => Importance d'identifier la cause de ces divergences pour interpréter la croissance des loyers
- Etudier l'hypothèse (apparemment peu vérifiée) que dans leur arbitrage sous contrainte de revenu, les locataires, confrontés à des loyers de plus en plus élevés par rapport à leur revenu et pouvant peu réduire la qualité intrinsèque, arbitrent en défaveur de la localisation

Question Q2

Pourquoi le loyer moyen des locataires augmente-t-il plus rapidement que l'indice des loyers INSEE, alors que leur revenu augmente moins que le revenu moyen? (3)

• Effet des aides personnelles sur la croissance des loyers?

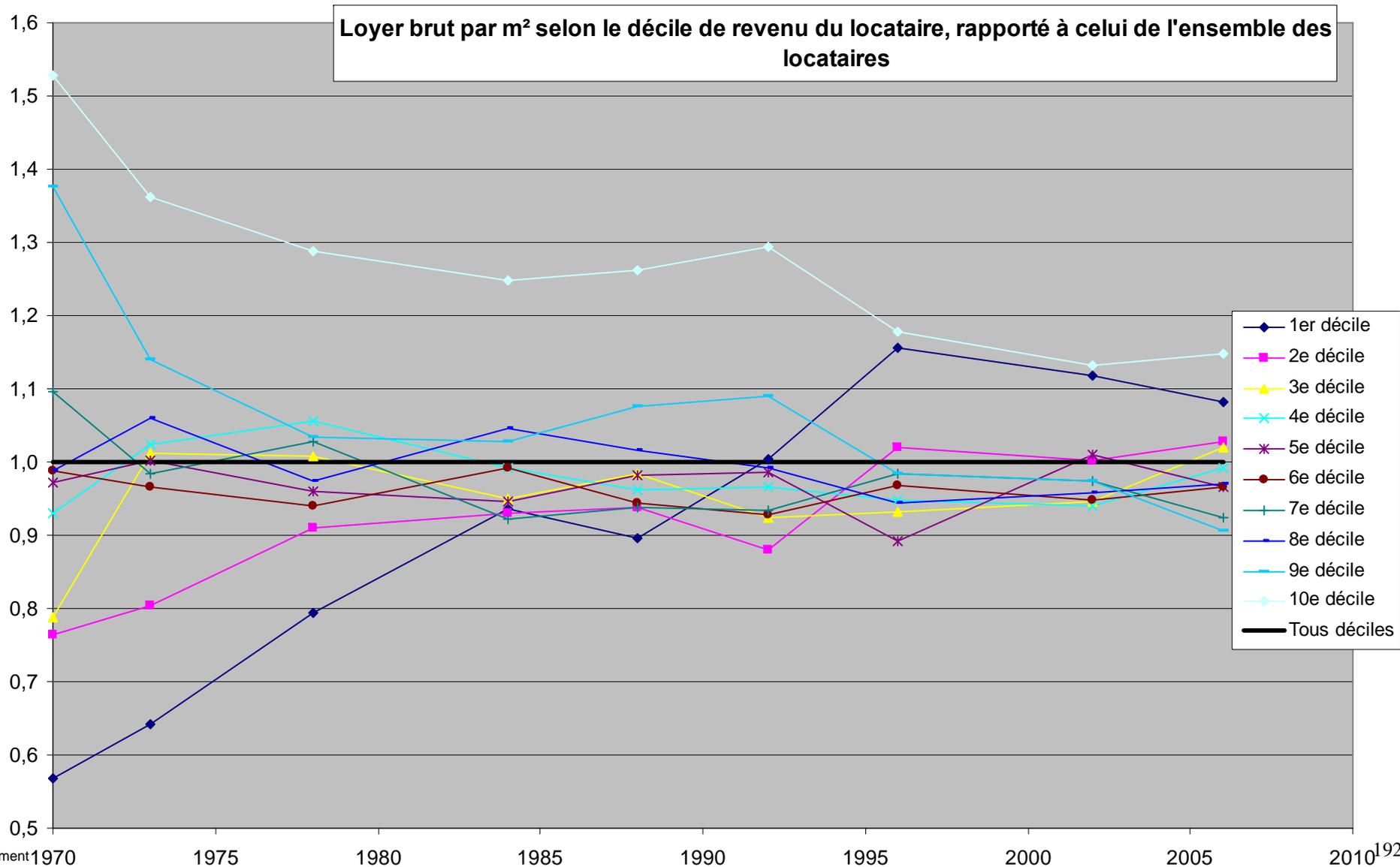
- Le montant des aides personnelles est presque constant depuis 1984 en % de la masse des loyers (des ménages bénéficiaires ou non d'une aide personnelle)

Montant des aides personnelles en % du montant des loyers (des ménages bénéficiaires ou non d'une aide personnelle) selon les enquêtes logement (source: CGEDD d'après ENL – légèrement sous-estimé)							
1973	1978	1984	1988	1992	1996	2002	2006
9%	12%	17%	16%	17%	19%	19%	19%

- Les aides personnelles au logement sont **destinées à être une prestation « affectée »** au logement, et **le sont dans les faits**: l'augmentation des aides personnelles a coïncidé avec une « suraugmentation » équivalente des loyers des locataires bénéficiaires (=ceux dont le revenu est le plus bas).
- Cette « suraugmentation » des loyers résulte, dans des proportions à déterminer:
 - d'une « suraugmentation » de la qualité
 - et d'un effet inflationniste (=augmentation du loyer *sans augmentation de la qualité*),
- Un effet inflationniste est avéré dans le cas particulier du « bouclage », mais **pour le reste l'effet inflationniste des aides personnelles au logement demeure à estimer et rien n'assure qu'il soit prononcé**
- L' « effet inflationniste » éventuel des aides personnelles, s'il est bien mesuré, influe sur la croissance de l'indice (net des effets qualité), pas sur celle de la qualité

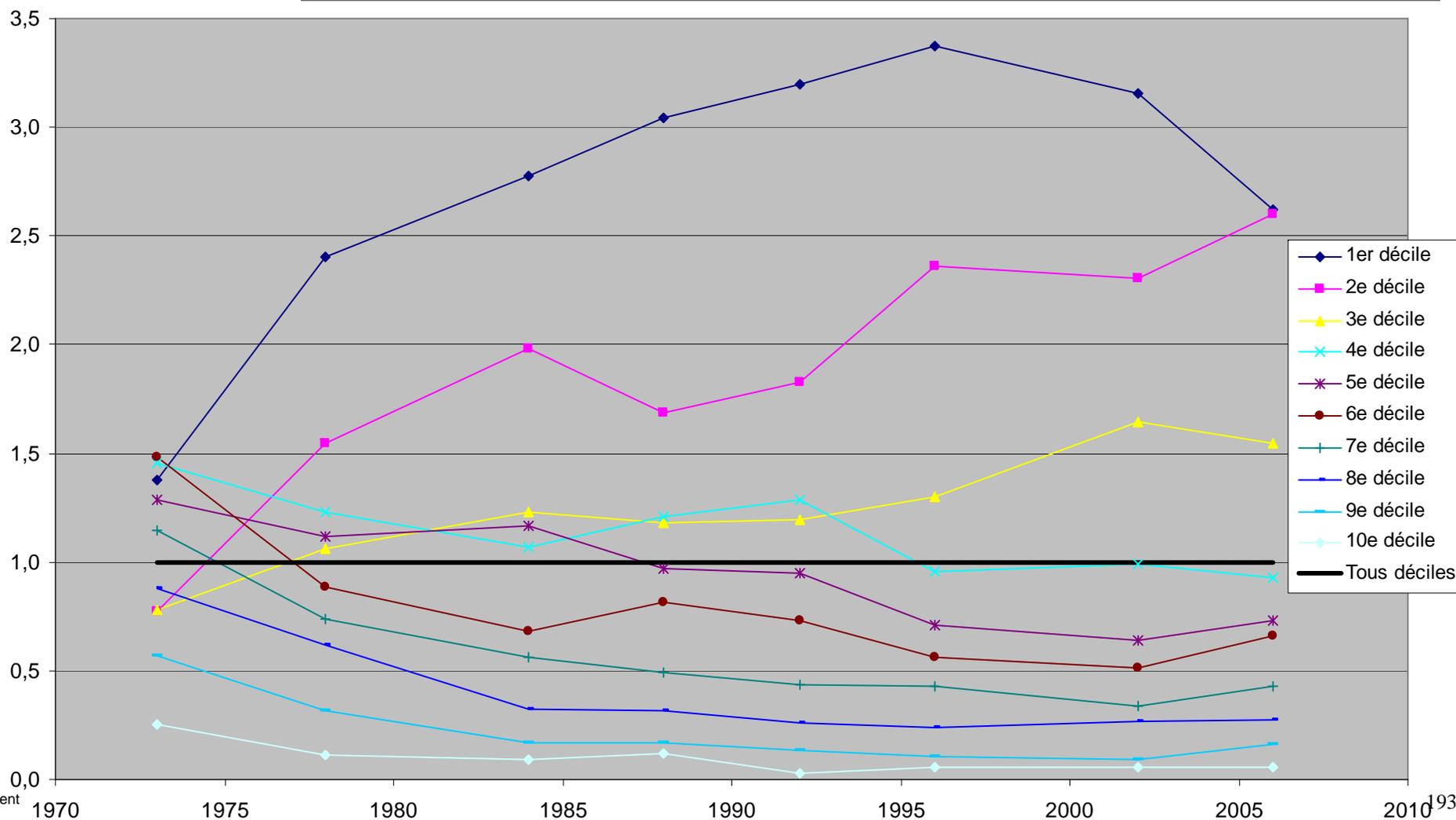
Différenciation de la hausse des loyers du parc privé selon le revenu (1)

Sur le parc privé, le loyer des locataires à bas revenu a davantage augmenté que celui de l'ensemble des locataires...

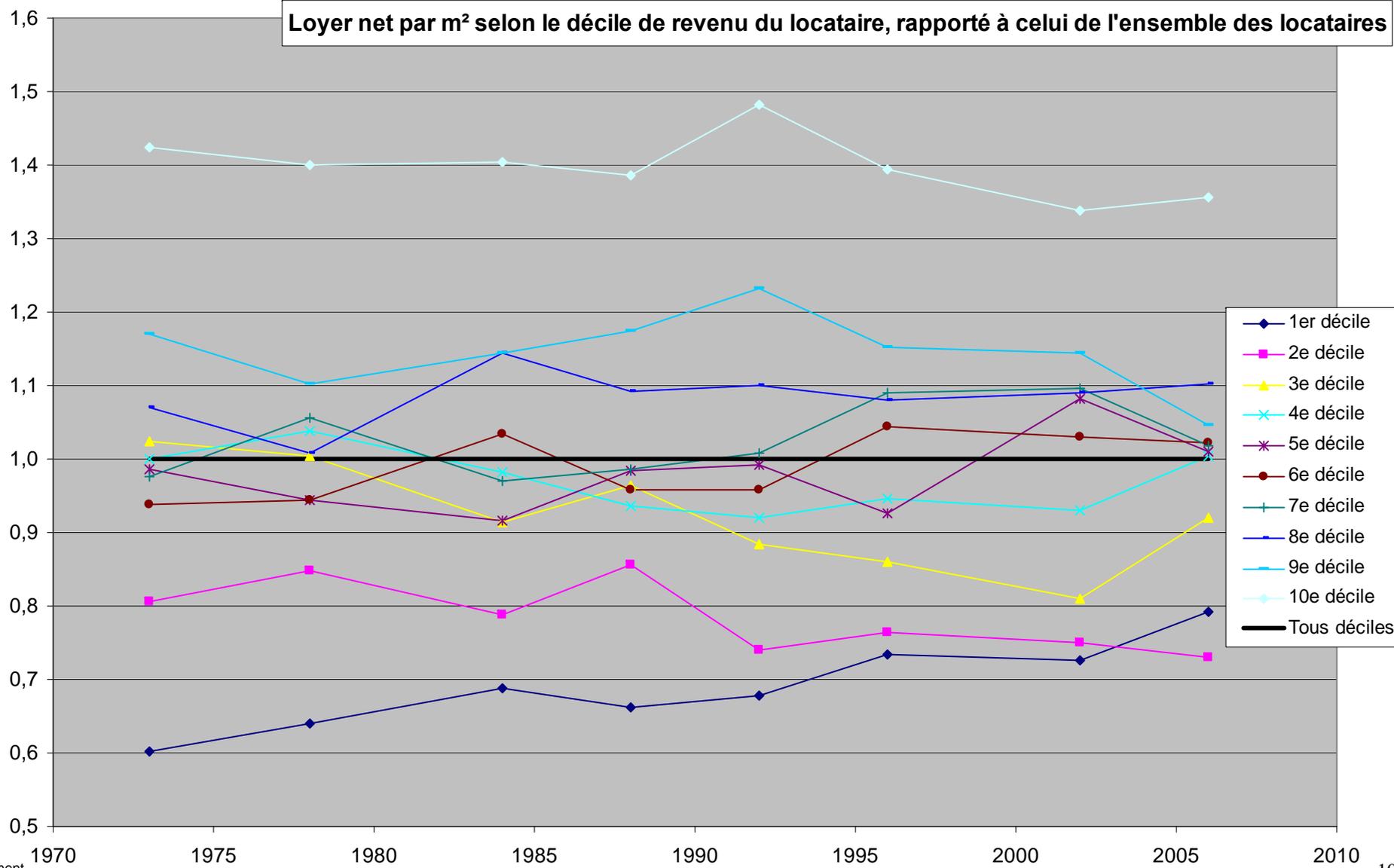


Différenciation de la hausse des loyers du parc privé selon le revenu (2) ... cette « suraugmentation » du loyer des ménages à bas revenu a coïncidé avec une « suraugmentation » équivalente de leur aide personnelle au logement...

Aide au logement par m² selon le décile de revenu du locataire, rapportée à celle de l'ensemble des locataires

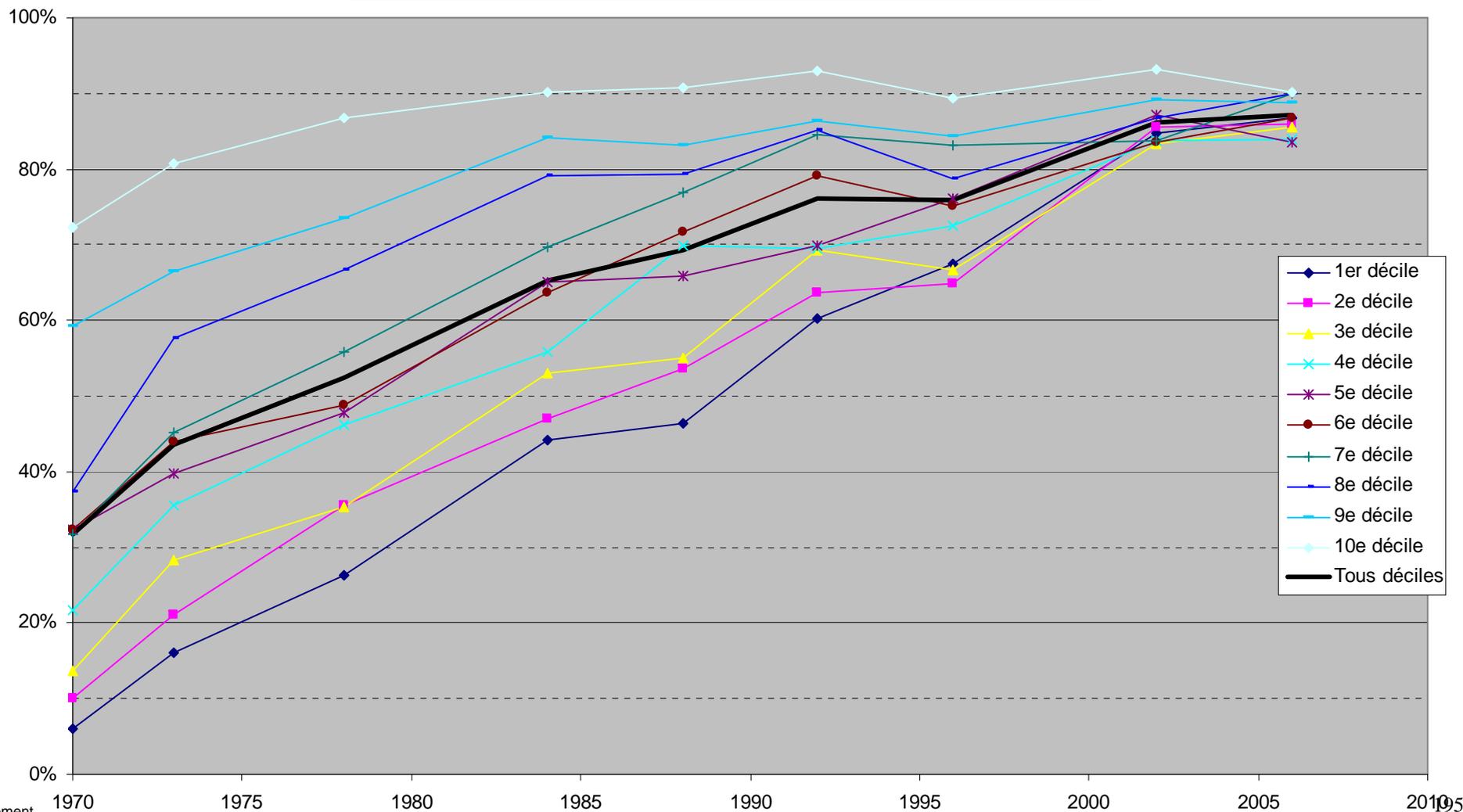


Différenciation de la hausse des loyers du parc privé selon le revenu (3) ... qui a ramené la croissance de leur loyer net d'aide personnelle au même niveau que celle de l'ensemble des locataires... (illustre que les aides personnelles au logement jouent bien le rôle de prestation « affectée » qui leur est assigné)



Différenciation de la hausse des loyers du parc privé selon le revenu (4) ... mais la « suraugmentation » du loyer des ménages à bas revenu a coïncidé également avec une « suraugmentation » du confort de leurs logements... Les locataires à bas revenu ont été les grands gagnants de l'augmentation du confort des logements: exemple du % de logements équipés du chauffage central ou électrique

% des logements avec chauffage central ou électrique
 Locataires du secteur privé, selon le décile de revenu du locataire



Source: CGEDD
 d'après enquêtes logement

Différenciation de la hausse des loyers du parc privé selon le revenu (5)

...qui a été financée par une fraction à déterminer de l'augmentation de leur aide personnelle au logement

- **La détermination de cette fraction est l'un des travaux à réaliser pour estimer l'effet inflationniste des aides personnelles au logement.**
- **Elle n'a à ce jour été effectuée que dans le cas très particulier du « bouclage »: cf. Laferrère et Leblanc puis Fack.**
- **De plus il faut tenir compte les composantes de la qualité autres que le confort, notamment la localisation**
- **Sur 2002-2006, les évolutions peuvent être différentes.**
- **Cf. note sur les aides personnelles sur**
http://portail.documentation.developpement-durable.gouv.fr/documents/cgedd/007987-01_rapport.pdf

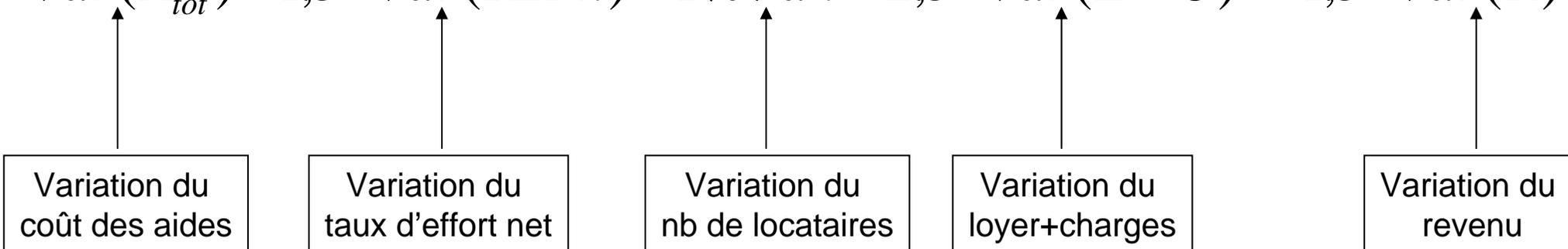
En sens inverse: effet des loyers et des revenus sur la croissance du coût des aides personnelles au logement

La divergence du loyer et du revenu des bénéficiaires (la croissance de leurs taux d'effort **bruts**) est la principale cause de la soi-disant « « dérive » » des aides personnelles au logement, i.e. la nécessité, pour que les taux d'effort **nets** restent constants, que la croissance du coût total des aides soit supérieure à celle du PIB:

Entre augmentation du coût des aides en % du PIB et augmentation du taux d'effort net il faut choisir

« Equation fondamentale » des aides personnelles au logement

$$Var(A_{tot}) + 1,5 * Var(TEFn) \approx 1\% / an + 2,5 * Var(L + C) - 1,5 * Var(R)$$



NB: la paupérisation des locataires bénéficiaires des aides personnelles est encore plus prononcée que celle de l'ensemble des locataires

=> La compréhension de l'évolution du ratio loyer / revenu des locataires est la principale clé de la prospective budgétaire pour les aides personnelles (~17 milliards € en 2011) et pour l'ensemble des transferts organisés par la collectivité en faveur du logement (~ 45 milliards € en 2011)

La paupérisation des locataires est au cœur de la problématique budgétaire de la politique du logement

- Les ménages qui ont le plus de difficultés de logement sont sauf exception ceux qui ne sont pas propriétaires, d'autant plus si leur revenu est faible
- => La politique du logement est une politique sociale ciblée sur les locataires (et ceux qui ont du mal à le devenir)
- Or, relativement à l'ensemble des ménages, cette cible ne diminue pas en effectif (% de locataires constant aux environs de 40% depuis 40 ans), et se paupérise
- **A objectif** (*qualité de logement relative à celle des autres ménages*) **constant, le coût d'une politique sociale ciblée sur une population dont l'effectif ne diminue pas et qui se paupérise ne peut qu'augmenter**
- A fortiori si on veut réduire les disparités de qualité de logement
- Exemple inverse: l'amélioration des revenus des personnes âgées tend plutôt à diminuer le coût du « minimum vieillesse (« allocation de solidarité aux personnes âgées »)

PLAN

1. Historique du prix des logements
2. Quelques propriétés du prix des logements
3. Comparaison avec les autres actifs
4. Loyers et revenus depuis 1970
5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008? 
6. Prospective
7. Conclusion

5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

5.1. Offre-demande de service logement?



5.2. Effet inflationniste des aides publiques

5.3. Autres explications hors environnement financier?

5.4. Environnement financier?

- Point de vue de l'investisseur
- Point de vue du ménage acquéreur de sa résidence principale

Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

• Offre-demande de service logement?

Non car:

- **Elasticité** prix / parc trop **faible** (-1 à -2)

- **Pas d'envolée des loyers**

- Effets qualitatifs?

 - Desserrement des ménages?

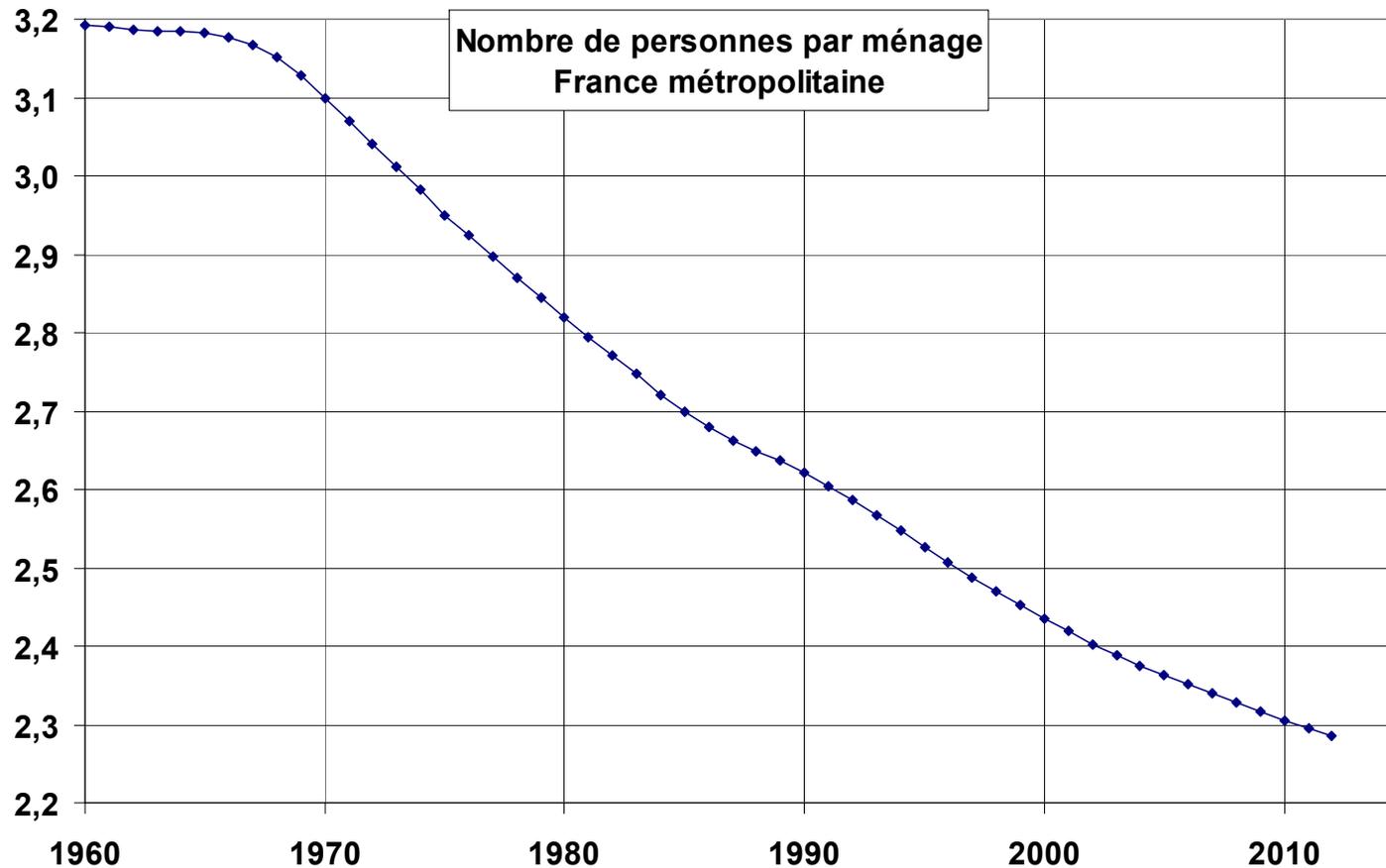
 - Vieillessement?

 - Etrangers?

non ou pas à l'échelle

Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008 ?

- **Desserrement des ménages: n'est pas nouveau et se poursuit au même rythme**



Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

•Viellissement: effet >0 ou plutôt <0 ?

Les ménages préparant leur retraite auraient pris conscience du risque de dévalorisation future des retraites et accepteraient des espérances de rendement plus faibles?

* Oui ils acceptent de bas rendements (arbitrage par rapport aux obligations, fuite hors des actions), mais est-ce durable?

(Par ailleurs cette explication démographique peut être

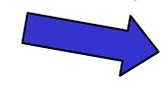
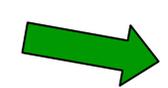
renversée: augmentation du % de ménages de plus de 56 ans, seuil au-delà duquel les ménages deviennent vendeurs nets)

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- Achats par les **étrangers? très insuffisant** sauf exceptions
- De plus, il faut distinguer parmi les étrangers les résidents et les non résidents

A Paris, « les étrangers sont responsables au plus d'une augmentation des prix de 2%: 1/50 de la hausse effective » (cf. [Aurélié Sotura](#))

Achats de logements anciens nets de ventes par les étrangers en % du nombre de ventes

	Moy 94-99	2000	2002	2004	2006	2008	2010	Évol.
Tous étrangers	2,3%	2,6%	3,2%	3,2%	2,4%	2,1%	1,0%	
Britanniques		0,5%	1,3%	1,7%	0,9%	0,4%	-0,3%	
Reste		2,1%	1,9%	1,4%	1,5%	1,7%	1,3%	
Dont MATT (surtout résidents)		0,6%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%	0,4%	
Dont Portugais (surtout résidents)		0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	
Dont Allemands		0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	
Dont autres		1,1%	1,0%	0,8%	0,9%	1,0%	0,8%	

5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

5.1. Offre-demande de service logement?

5.2. Effet inflationniste des aides publiques



5.3. Autres explications hors environnement financier?

5.4. Environnement financier?

- Point de vue de l'investisseur
- Point de vue du ménage acquéreur de sa résidence principale

Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

• Effet inflationniste des aides publiques?

Pas à l'échelle des 70% à expliquer

- Dépense de logement des ménages = 15% du PIB
- Montant des logements achetés ou construits par les ménages = 250 Mds € = 13% du PIB en 2007 (au plus haut)
- Montant d'inflation immobilière engendrée en 2007 par la hausse de 70% du prix des logements par rapport au revenu: ~100 milliards €

A comparer à

- Transferts organisés par la collectivité en faveur du logement = 1,7% du PIB en 1984, en 2000 et en 2007 et 2,2% du PIB en 2011 (45 milliards d'euros) soit +0,0% du PIB de 2000 à 2007 (période d'envolée du prix des logements!) et +0,5% du PIB de 2007 à 2011 (période de stabilité du prix des logements) = environ 10 fois moins que l'inflation immobilière
- Ex du prêt à taux zéro: de l'ordre de 2,5 Mds € au plus

5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

5.1. Offre-demande de service logement?

5.2. Effet inflationniste des aides publiques



5.3. Autres explications hors environnement financier?

5.4. Environnement financier?

- Point de vue de l'investisseur
- Point de vue du ménage acquéreur de sa résidence principale

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Autres explications** hors environnt financier ? (1)
 - **L'achat-revente a amplifié la hausse des prix?**
 - a) Par nature, les acheteurs / revendeurs de résidences principales sont à peu près immunisés contre les variations des prix en moyenne. Effet amplificateur des fluctuations (à la hausse *et à la baisse*) éventuellement **mais...**
 - b) le poids de la revente dans les plans de financement (des achats de résidences principales destinées à être occupées par le propriétaire) est resté constant (à 21%) de l'enquête logement 2002 à l'enquête logement 2006
 - c) Le nombre de transactions de logements anciens est resté constant à 800 000/an de 2000 à 2007 => la « vitesse de rotation » du parc n'a pas augmenté, au contraire
 - d) Les départements où le prix a le plus augmenté sont ceux dont le parc contient le moins de résidences principales occupées par le propriétaire
 - **Les mutations à titre gratuit financent (et vont financer) la hausse des prix?**

Peu et pas plus qu'avant en %

 - On hérite de ses parents vers 55 ans
 - Le poids des dons dans les plans de financement (des achats de résidences principales destinées à être occupées par le propriétaire) est resté faible et constant, à 3%, de l'enquête logement 2002 à l'enquête logement 2006
 - Effet décalé dans le temps et réversible

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

● **Autres explications** hors environnt financier ? (2)

- L'envolée des prix depuis 2000 résulterait de la « cherté » et de la « rareté » du foncier? **Non**

Cherté

- Le prix de marché d'un terrain est déterminé par le prix des logements existants dans son voisinage. C'est donc la hausse du prix des logements qui a entraîné celle du prix des terrains.
- Le prix *moyen* des terrains destinés à la construction des maisons individuelles n'a pas plus augmenté que celui des logements anciens alors que l'indice du coût de la construction a augmenté beaucoup moins vite.

« Rareté »

- L'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc n'étant que d'environ -1 ou -2, une augmentation du nombre de terrains destinés à la construction (par modification de la réglementation ou par mise en vente) diminue peu le prix des logements.
- Lorsqu'à partir de 2004 le nombre de logements construits est passé de 300 000 à plus de 400 000, trouver les terrains n'a pas été un problème.

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Autres explications** hors environnt financier ? (3)
 - **L'envolée du prix des logements depuis 2000 résulterait d'une augmentation des coûts de construction? Non**
 - Même raisonnement que pour le prix des terrains
 - Mais en période de stabilité des prix de vente des logements, une augmentation des coûts de construction peut diminuer temporairement le nombre de logements construits, les vendeurs de terrains mettant un certain temps à revoir à la baisse le prix auquel ils sont disposés à vendre
 - **L'envolée des prix ne ferait que prolonger l'augmentation du poids de la dépense de logement dans le budget des ménages observée depuis 1965? Non** car l'augmentation de la dépense de logement de 1965 à 2000 a eu lieu en absence de hausse du rapport indice de prix / revenu: elle résulte d'une amélioration de la qualité des logements, sans équivalent sur 2000-2007.

5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

5.1. Offre-demande de service logement?

5.2. Effet inflationniste des aides publiques

5.3. Autres explications hors environnement financier?

5.4. Environnement financier?



- Point de vue de l'investisseur
- Point de vue du ménage acquéreur de sa résidence principale

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- L'environnement financier influe **doublement** sur le prix des logements:
 - L'emprunt finance une grande partie des achats
 - Les placements financiers sont concurrents du placement en logement

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Environnement financier?**

Plan de financement approximatif d'un achat

Poste	Part	Commentaire
Revente d'un logement	20%	Effet neutre ou au plus déstabilisant (augmente l'autocorrélation à 1 an?) Surtout revente de la résidence principale précédente pour acheter la résidence principale
Réalisation d'une épargne financière	20%	Surtout épargne réglementée, peu d'actions ou d'obligations
Emprunt	60%	« Seulement » un peu plus de la moitié Part croissante sur les 20 dernières années. Davantage (85%) pour l'achat de la première résidence principale

Finalité de l'achat

Logements anciens

Finalité	Part de l'effectif	Commentaire	Type de comportement
Première résidence principale	1/3	Contrainte de mensualité maximale pour une qualité minimale	Mensualité maximale pour une qualité minimale 50% en effectif 60% en montant
Résidence principale de rang >1 (la deuxième, la troisième, etc.)	1/3	<ul style="list-style-type: none"> •Dont 3/4 revendent leur résidence principale précédente => relativement isolé des fluctuations des prix => participe peu à la formation des prix (hormis par amplification des fluctuations?) •Dont 1/4 ne revend pas la résidence précédente => forme d'investissement 	Neutre en moyenne
Investissement locatif	2/10	Arbitrage par rapport à d'autres placements	Arbitrage par rapport à d'autres placements (+ un peu RS)
Résidence secondaire (RS)	1/10	10% des RS (en effectif, et beaucoup plus en montant) ont pour propriétaire un non résident => dans le cas des RS les acheteurs non résidents peuvent avoir une place importante, or beaucoup de leurs prêts ne sont pas décomptés par la Banque de France (qui se limite aux prêts par des prêteurs résidents)+ Manque de bases de données=> ce sont les achats dont le financement est le moins bien connu	50% en effectif 40% en montant

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

=>On va distinguer:

- **investissement locatif**

mécanisme principal = **arbitrage** par rapport à d'autres placements

50% du nombre et 40% du montant des achats hors achat-revente de résidence principale (*)

- **et achat de résidence principale** (surtout la première)

mécanisme principal = que peut-on acheter pour une mensualité donnée?

50% du nombre et 60% du montant des achats hors achat-revente de résidence principale (*)

(*) en assimilant les achats de résidences secondaires à des investissements, cf. fin du § 2.1.

5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

5.1. Offre-demande de service logement?

5.2. Effet inflationniste des aides publiques

5.3. Autres explications hors environnement financier?

5.4. Environnement financier?

- Point de vue de l'investisseur

- Point de vue du ménage acquéreur de sa résidence principale



Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

• Environnement financier?

Le logement comme **investissement** : arbitrage par rapport aux autres actifs (risque X espérance de rendement)

• L'investisseur « rationnel » valorise le logement comme une rente perpétuelle indexée sur les loyers ($R_{\text{net initial}} \sim r - i + k - a$ où r = taux d'intérêt, i = inflation anticipée, k = prime de risque, a = taux de croissance anticipé du loyer net de charges et d'inflation)

• **Mi-2013** les taux d'intérêt (OAT) sont très faibles (par rapport à leur niveau tendanciel) => peut justifier le prix des logements malgré la faiblesse du rendement locatif...: le placement en logement est compétitif par rapport aux **obligations** hors effet de levier (mais financer de la rente perpétuelle par un emprunt à 25 ans à taux plus élevé améliore-t-il le couple rendement X risque?)

• ...mais le prix des **actions** est faible (par rapport à leur niveau tendanciel) et leur espérance de rendement élevée à long terme

• Certes de nombreux ménages n'arbitrent pas de toute façon entre logements et actions
• mais seule la « **myopie** » (après le krach boursier de 2000) peut expliquer que les autres ne se soient pas reportés sur les actions.

• « **Myopie** » = fonder les anticipations en prolongeant le passé récent = « la mémoire courte »

• Parallèle avec 1930-1935

=> L'explication par l'arbitrage par rapport aux autres actifs n'est **acceptable que si on suppose une «myopie» des décideurs**

5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000 à 2008?

5.1. Offre-demande de service logement?

5.2. Effet inflationniste des aides publiques

5.3. Autres explications hors environnement financier?

5.4. Environnement financier?

- Point de vue de l'investisseur

- Point de vue du ménage acquéreur de sa résidence principale



Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Environnement financier?**

Le logement comme **résidence principale (=cas majoritaire)** : que peut-on acheter pour une mensualité donnée? (Objectif = obtenir au moins le même service logement que locataire et payer des mensualités le moins longtemps possible) (si on ne peut pas se payer le même service logement on reste locataire => barrière plus forte que pour l'investisseur locatif, qui lui peut adapter la qualité du logement à sa capacité d'achat) (une fois l'achat effectué, moindre sensibilité au risque de prix que l'investisseur locatif)

B1 Allongement de la durée des prêts

- À **court terme: relativiser** (hausse de 12% à 15% du montant de l'achat toutes choses égales par ailleurs),
- À **long terme: augmentation du nombre d'annuités (sur quel budget les ménages endettés prélèveront-ils pour les payer?)**

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Environnement financier?**

B. Le logement comme résidence principale

B2 Baisse des taux d'intérêt

- **Le capital empruntable sur 15 ou 20 ans est moins sensible que le prix de la rente perpétuelle à une variation de taux**
- **Surtout si on tient compte de l'apport personnel hors revente**
- **=> baisse des taux de 1 % => augmentation du capital emprunté de 8% et augmentation du montant de l'achat de 6% toutes choses égales par ailleurs**

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Environnement financier?**

B. Le logement comme résidence principale = Que peut-on acheter pour une mensualité donnée?

B2 Baisse des taux d'intérêt (suite)

- Quels taux? (nominaux ou nets d'inflation)? Quelle référence?
- Si on utilise les taux nominaux et la durée *observée* des prêts (par opposition à une durée standard de 15 ans),
 - le « pouvoir d'achat » apparaît constant sur 1965-2000
 - la référence est le taux d'intérêt nominal sur 1965-2000 = 9,2% (9,9% en 1990)
 - le taux d'intérêt actuel est inférieur de 6% à cette référence
 - => le changement des conditions de financement semble avoir compensé la hausse des prix...
- ...MAIS
 - Dans la période de forte inflation 1969-1985 on ne peut pas utiliser les taux nominaux => on utilise les taux nets d'inflation faute de mieux
 - 1990 apparaît comme une anomalie (surtout en Ile-de-France, beaucoup moins en province)
 - la référence est le taux d'intérêt net d'inflation moyen sur 1965-2000 = 3,6% (3,8% en 2000)
 - le taux d'intérêt actuel est inférieur de 2% seulement à cette référence
 - => la baisse des taux par rapport à la référence n'a pas compensé la hausse du prix des logements, même si on utilise la durée *observée* des prêts
 - D'autant plus, sur longue période, que le prix moyen a augmenté plus vite que l'indice de prix

Quand l'inflation « finançait » le logement: 1975-1985

L'inflation (et l'anticipation – sincère ou feinte - de sa poursuite):
 -réduisait rapidement les mensualités en proportion du revenu les premières années de vie des prêts,
 - réduisait le capital restant dû en monnaie constante après quelques années, augmentant ainsi la capacité d'achat d'un deuxième logement le cas échéant,
 - et autorisait même des prêts à mensualité progressive

		Référence	Inflation et taux majorés de 5%	
			Prêt à mensualités constantes	Prêt progressif
Hypothèses	capital emprunté	12 642	12 642	12 642
	durée	15	15	15
	intérêt	5%	10%	10%
	progressivité	0%	0%	5%
	Inflation	2%	7%	7%
Mensualité en monnaie constante				
Année	1	100	136	100
	2	98	127	98
	3	96	119	97
	4	94	111	95
	5	92	104	93
	10	84	74	85
	15	76	53	77
Variation par rapport à la référence				
Capacité d'emprunt	sur la base de mensualité de 1ère année	0%	-26%	0%
	sur la base de mensualité de 3ème année	0%	-19%	0%
Capacité d'achat	sur la base de mensualité de 1ère année	0%	-21%	0%
	sur la base de mensualité de 3ème année	0%	-15%	0%

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

- **Environnement financier?**

B. Le logement comme résidence principale = Que peut-on acheter pour une mensualité donnée?

B3 Autres conditions de financement

- taux d'apport personnel exigé? le taux *constaté* a diminué de 2000 à 2007, manifestation de l'augmentation d'endettement permise par l'allongement de la durée des prêts et la baisse des taux d'intérêt, mais effet freiné par la barrière du taux d'effort (davantage pour les résidences principales que pour les investissements locatifs)
- appréhension par les prêteurs du risque de perte d'emploi et des perspectives d'évolution du revenu?
- conditions des prêts relais? (fonction des anticipations de hausse des prix)
- plus ou moins grande propension des établissements financiers à prêter?
- **ont fluctué depuis 1965**
- **peuvent avoir contribué mais seulement dans une mesure modérée**

B4 En conclusion: pour l'acheteur de résidence principale, la baisse des taux (nets d'inflation) par rapport à la référence 1965-2000 (3,6%) ou au niveau tendanciel de 3% n'a compensé qu'en partie la hausse des prix, même si on tient compte de l'allongement de la durée des prêts

Comment expliquer l'envolée de 2000-2008?

En résumé:

- **Contexte** de conditions de financement **favorables** à une certaine augmentation des prix,
- **+ « Myopie » des décideurs** (surtout des investisseurs)

Ces facteurs jouent davantage pour l'investissement que pour l'achat à finalité d'occupation => expliquerait

- l'inversion du différentiel de croissance des prix appartements / maisons
- et la croissance des prix plus forte dans les départements à faible proportion de résidences principales occupées par le propriétaire

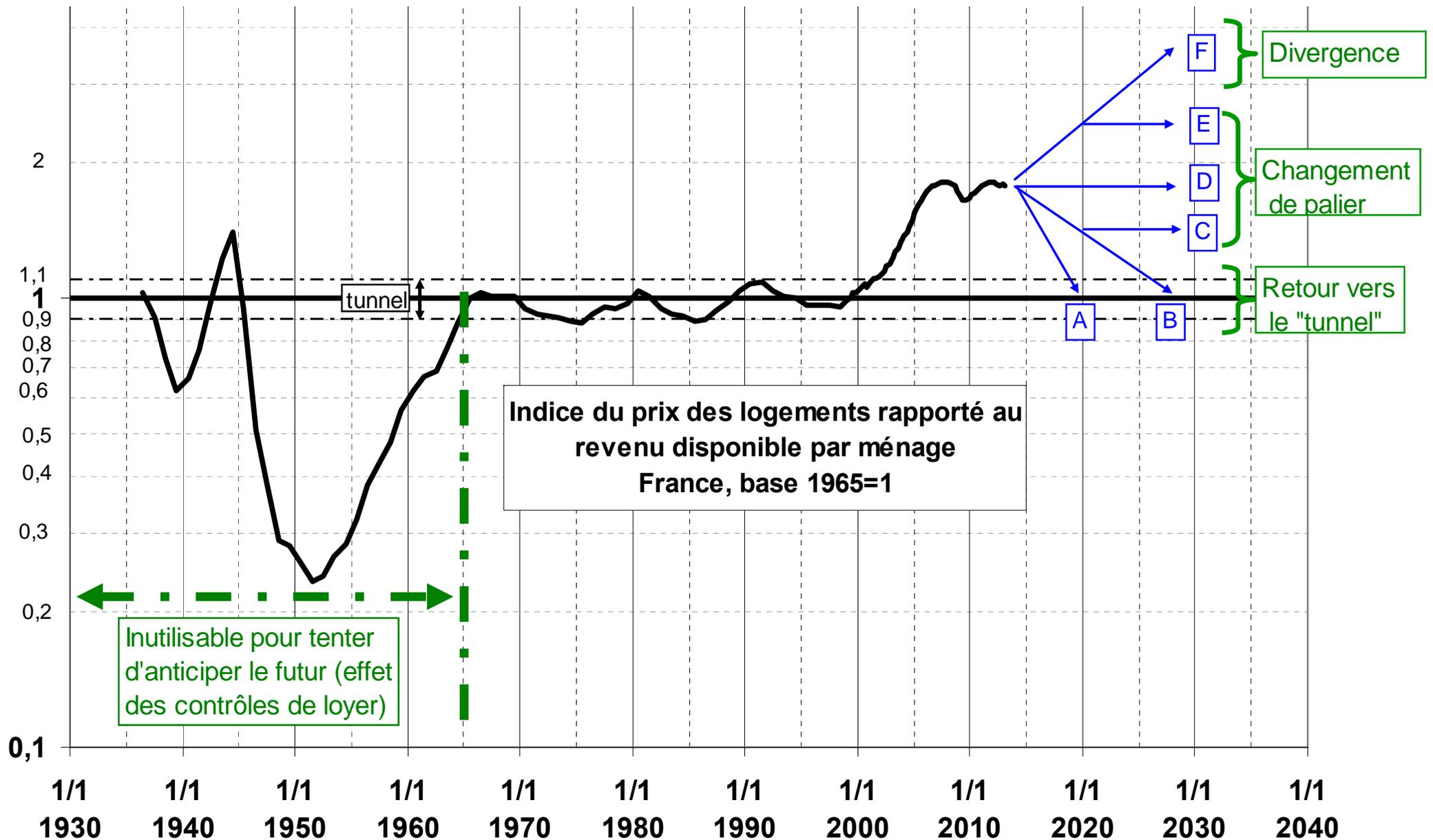
Les mêmes facteurs semblent être la cause du rebond du prix des logements en 2009-2010:

- Baisse supplémentaire des **taux d'intérêt** nets d'inflation (**pas durable**)
- « **Myopie** » des décideurs, a fortiori après le **2ème krach boursier** (2008 après 2000) (**réversible**)
- Différenciation par département 2008-2010: la hausse est plus forte dans les grosses agglomérations
- Différenciation 2008-2010 Royaume-Uni – France - Etats-Unis:
 - peu d'investisseurs locatifs + « subprimes » et saisies aux Etats-Unis
 - baisse des taux d'intérêt (variables!) plus forte au Royaume-Uni,

PLAN

1. Historique du prix des logements
2. Quelques propriétés du prix des logements
3. Comparaison avec les autres actifs
4. Loyers et revenus depuis 1970
5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008?
6. **Prospective** 
7. Conclusion

Prospective sur les prix



Source : d'après bases notariales, indices Notaires-INSEE et INSEE

Le scénario F (divergence) paraît peu vraisemblable

- Au bout d'un certain temps, les loyers des ménages seraient disproportionnés par rapport au revenu des ménages (les rendements locatifs ne peuvent pas baisser éternellement)
- Idem au bout d'un certain temps le budget logement des ménages serait disproportionné par rapport à leur revenu
- De 1965 à 2000 l'indice a augmenté comme le revenu par ménage (sous réserve léger correctif = 0,1 à 0,3% par an)
- Une croissance tendancielle plus rapide serait contraire aux régularités séculaires
- La croissance du poids de la dépense de logement dans le budget des ménages de 1965 à 2000 a découlé en totalité d'une augmentation de la qualité, et non d'une augmentation de l'indice de prix des logements
- => on écarte le scénario F
- => Le prix des logements reprendra probablement une progression dans un « tunnel » parallèle au revenu par ménage

Le « tunnel historique » peut-il changer de palier?

(= scénarios C, D et E)

L'envolée des prix de 2000-2008 signale-t-elle un « changement de palier » pérenne résultant de phénomènes irréversibles?

- **Les causes de l'envolée auront-elles un effet pérenne?**
 - Rejet de l'explication par « offre et demande de service logement »
 - Rejet des explications par « aides publiques »
 - Rejet des explications autres hors environnement financier (+ réversibilité)
 - Environnement financier et « myopie » des investisseurs
- **Phénomène nouveau: niveau de la dette publique**

Environnement financier:

A. Le logement comme investissement

- Les taux d'intérêt nets d'inflation reviendront vers leur niveau tendanciel de 3%
- Stabilité de la hiérarchie des couples rendement–risque des divers placements
- « Palier » => le rendement en capital du placement en logement sera à son niveau tendanciel

=> le rendement locatif doit revenir vers son niveau tendanciel (net ~ 3,5%)

Or on ne voit pas pourquoi l'indice des loyers augmenterait plus rapidement que le revenu par ménage (de l'ensemble des ménages):

- Ils n'en ont montré aucun signe jusqu'à présent
- Faible élasticité / offre-demande
- Les ménages locataires n'auraient pas la capacité de payer beaucoup plus

=> Le prix des logements devrait revenir vers son niveau tendanciel passé par rapport au revenu par ménage

- De plus la « myopie » (dont l'effet est par nature temporaire et réversible) des investisseurs par rapport aux actions prendra fin et inversera son effet
- => « **Retour vers le tunnel** »

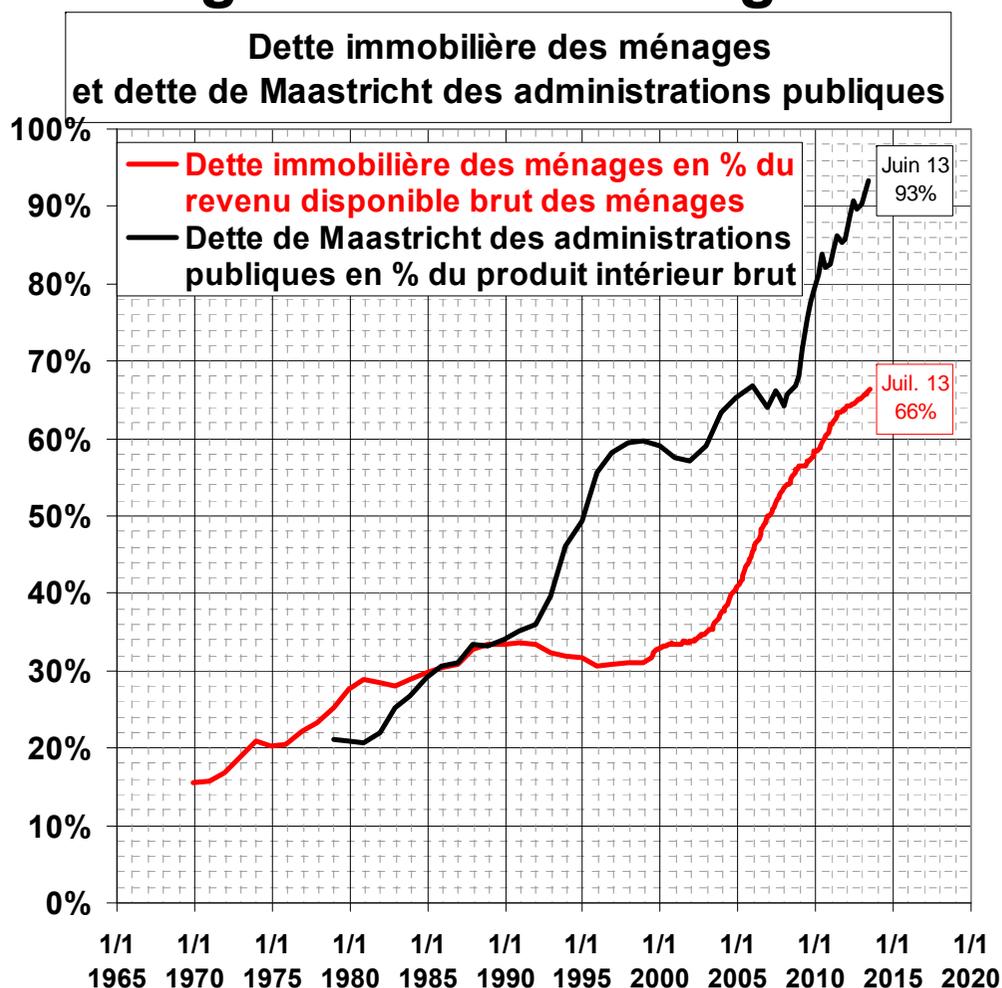
Environnement financier:

B. Le logement comme résidence principale

- **Taux d'intérêt (nets d'inflation):** ils reviendront vers leur valeur de long terme (3%) à laquelle en moyenne sur 1965-2000 ils n'ont pas été très supérieurs (3,6%)
 - **Durée des prêts:**
 - à court terme, **relativiser**,
 - à long terme,
 - **effet contraire des annuités supplémentaires** sur le montant des achats suivants
 - le partage du solde entre effet prix (inflation immobilière) et effet qualité (expurgé des indices) vient réduire encore l'impact de l'allongement sur l'indice de prix (cf. allongement de 1965-75)
 - Aux Etats-Unis, l'allongement de la durée des prêts ne s'est pas accompagné d'un « changement » de palier (au contraire)
 - **Autres:** pas de raison de ne pas prolonger le passé + réversibilité dans certains cas (revente de résidence principale, prêts relais)
- => Pas de cause de changement significatif de palier à long terme.**

Désendettement de la collectivité

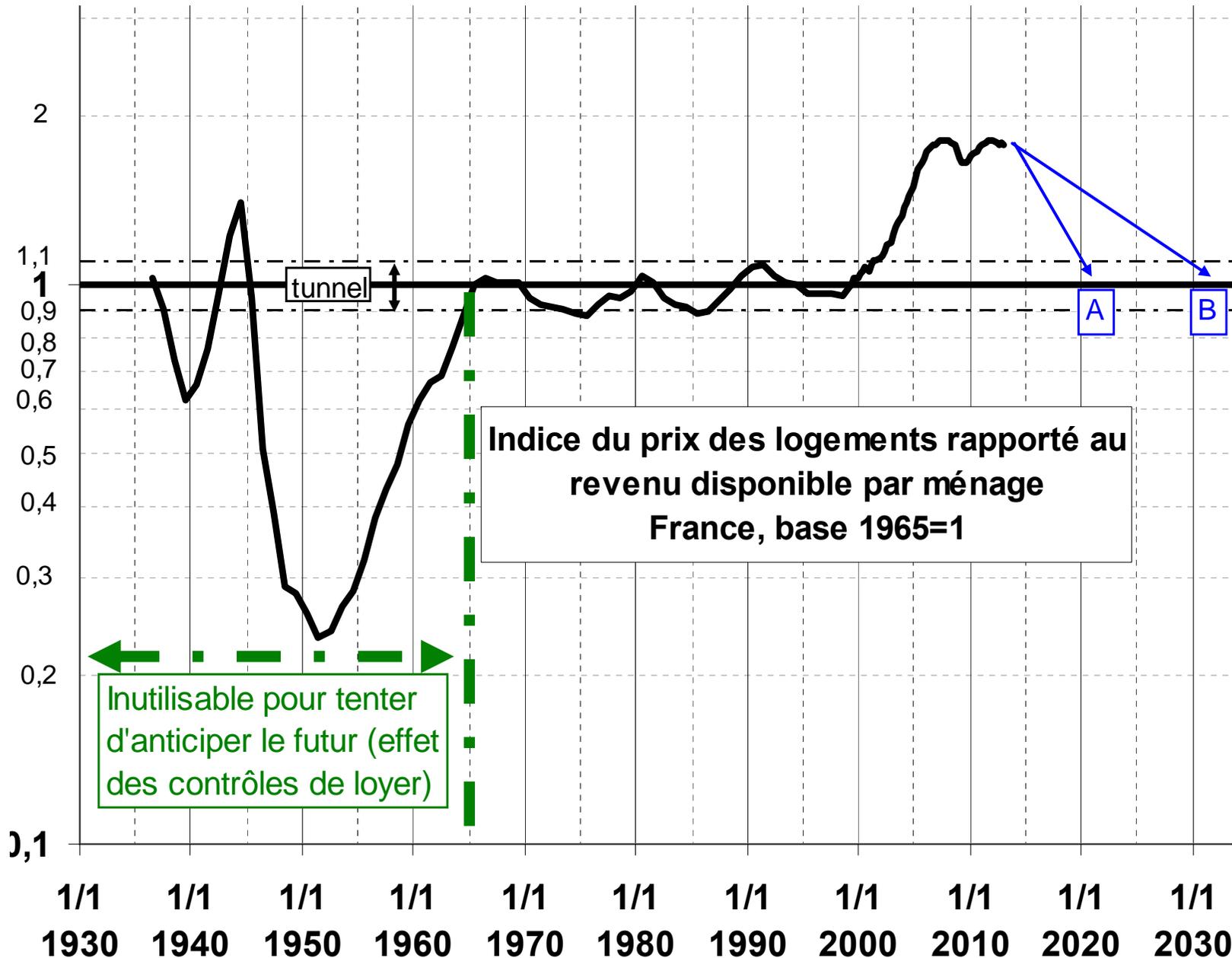
- Le niveau atteint par la **dette publique** (désormais autoalimentée sauf réaction) constitue une **rupture** par rapport à 1965-2000
- Le désendettement de la collectivité ne peut que peser sur la dépense de logement des ménages



En conclusion sur le changement de palier

- Rejet des explications par « offre-demande »
 - Rejet des explications par aides publiques et diverses
 - Pour **l'investisseur**: stabilité de la hiérarchie rendement-risque des différents placements (retour vers les rendements locatifs antérieurs à 2000) et fin de la « myopie » par rapport aux actions
 - Pour **l'acheteur de résidence principale**: retour des taux nets d'inflation à la normale de 3%, effet de l'allongement des prêts à relativiser + effets à rebours (et réversibilité de certaines autres conditions de financement)
 - Contribution au désendettement de la collectivité
- ⇒ **si un changement de palier a lieu il devrait être très limité: on écarte les scénarios C, D et E**
- ⇒ **restent les scénarios A et B: « retour vers le « tunnel »**

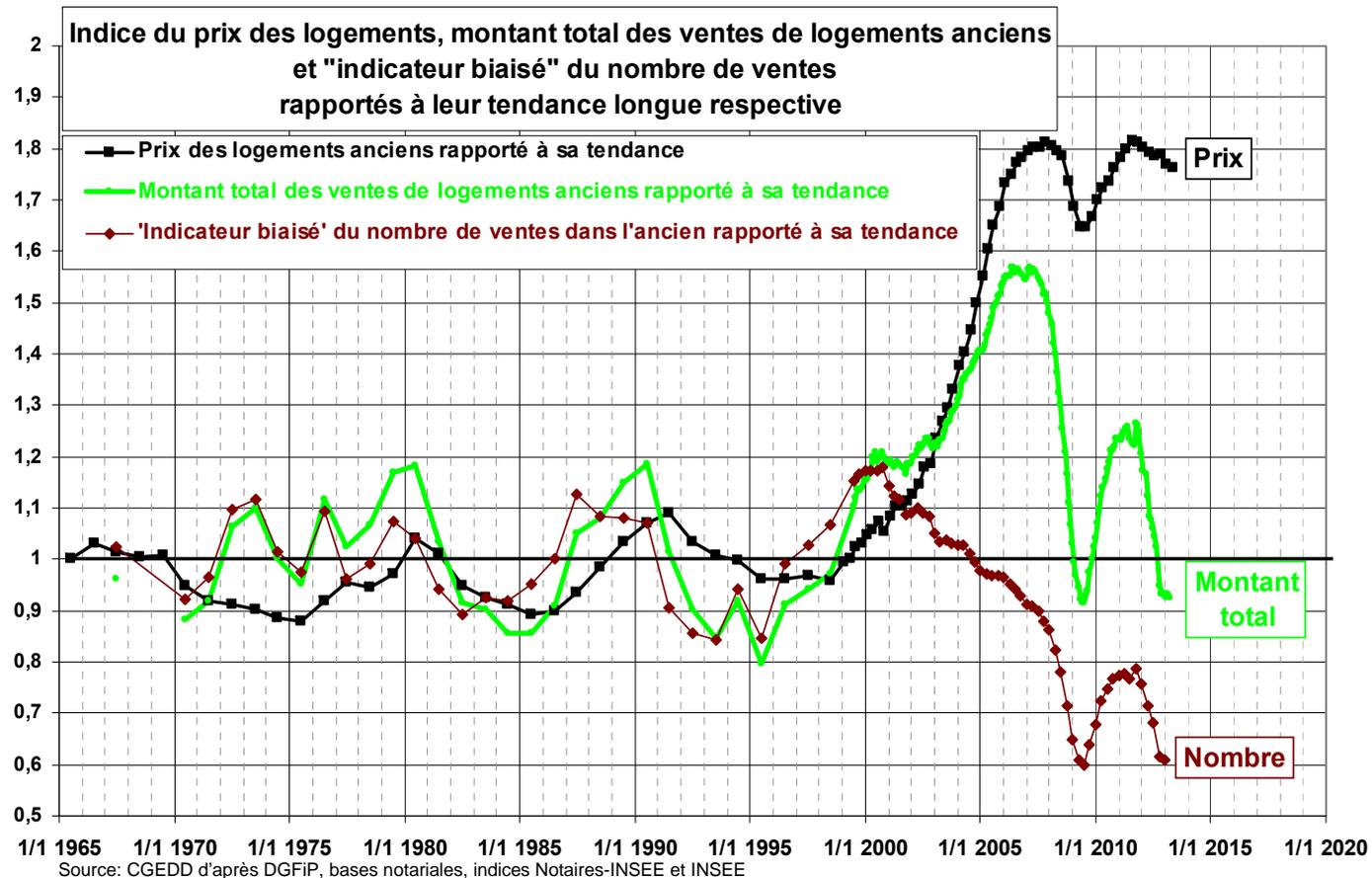
A quelle vitesse rejoindra-t-on le tunnel?



A quelle vitesse rejoindra-t-on le tunnel?

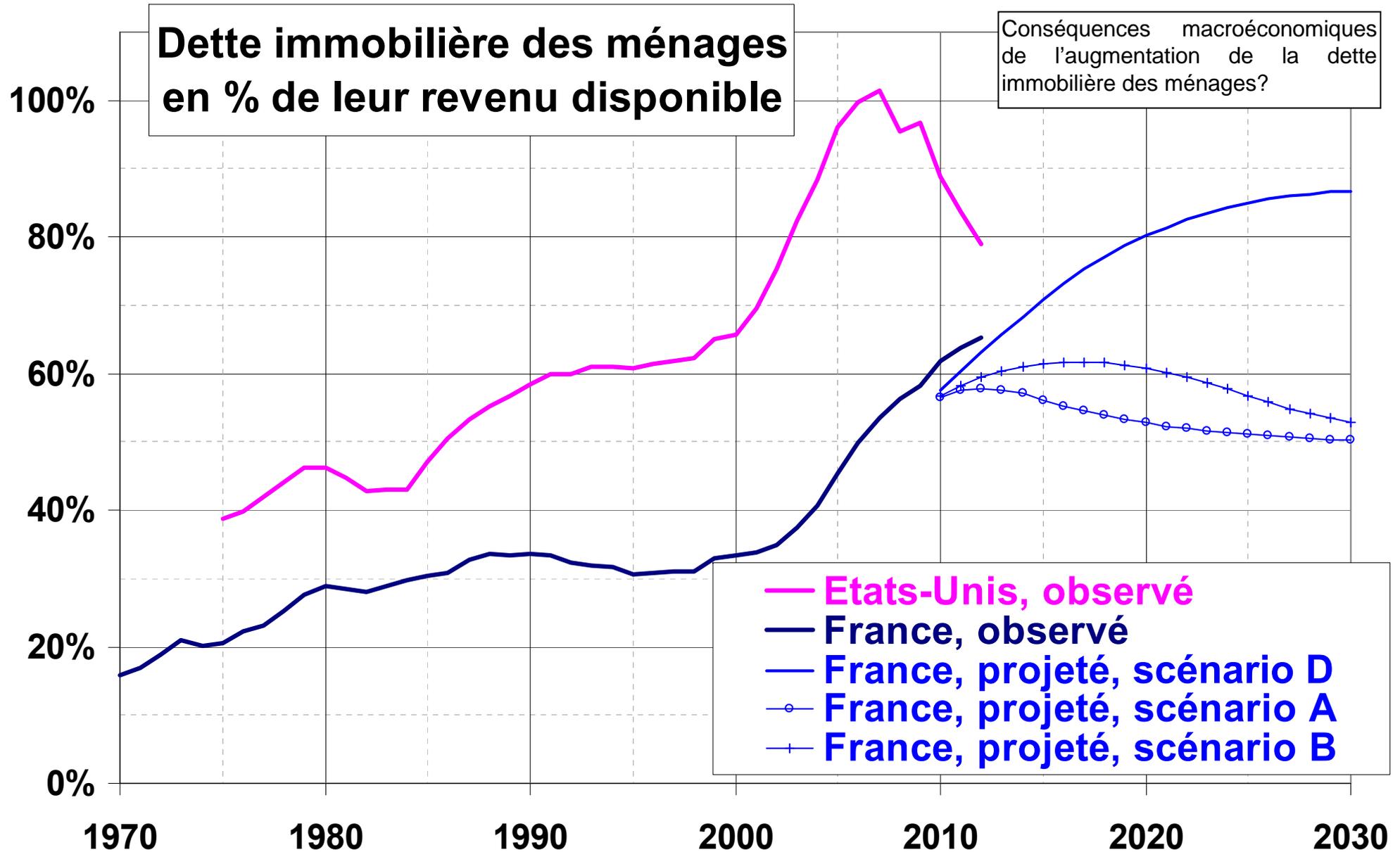
- **Sur la base des années 1965-2000, le scénario A (rapide) est plus probable que le scénario B (lent) qui ne peut cependant être exclu**
- **L'indice du prix des logements est au même niveau en monnaie courante au T2 2013 qu'au T1 2008=> rétrospectivement, on constate que de 2008 à 2013 le scénario B (lent) a prévalu (en moyenne sur l'ensemble de la France, avec des différences locales, ex: Paris)**
- ***Le maintien de taux d'intérêt exceptionnellement bas sur la dette publique réduit la probabilité du scénario A (rapide) le temps que la « myopie » des décideurs inverse son effet, surtout pour les logements locatifs***
- **Des scénarios locaux peuvent différer** selon la croissance du prix des logements de 2000 à 2008 et selon les variations passées et anticipées des revenus, du chômage, de la population, du nombre de logements, du % de logements locatifs, de résidences secondaires, etc.

Prospective sur les nombres de transactions de logements anciens



Le nombre annuel de transactions de logements anciens devrait remonter au-delà des 800 000 des années 2000, la seule incertitude étant le cheminement (poursuite ou non de la rechute actuelle avant la remontée).

Prospective sur la dette immobilière des ménages: projection à 2030



Prospective sur les loyers et les revenus des locataires (parc privé)

- Une meilleure compréhension du différentiel de croissance entre loyer moyen et indice (à qualité en principe constante) des loyers est nécessaire pour une prospective sur les loyers
- Sous cette réserve, on voit mal pourquoi la stabilité de l'indice des loyers par rapport au revenu par ménage de l'ensemble des ménages observée depuis 40 ans ne perdurerait pas (cohérente avec un indice de prix des logements croissant comme le revenu par ménage)
- L'augmentation du poids du loyer dans le budget des locataires ne peut perdurer indéfiniment
- La paupérisation des locataires va-t-elle se poursuivre?
 - La paupérisation relative des ménages jeunes observée depuis les années 1970 va-t-elle se poursuivre?
 - L'élargissement de l'éventail des revenus observé depuis les années 1990 va-t-il se poursuivre?
- L'augmentation de la qualité des logements va-t-elle se poursuivre?

PLAN

1. Historique du prix des logements
2. Quelques propriétés du prix des logements
3. Comparaison avec les autres actifs
4. Loyers et revenus depuis 1970
5. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2008?
6. Prospective
7. Conclusion 

En conclusion, 5 questions, 5 idées fausses et 5 points clés sur le prix des logements

5 questions

1. **De combien les loyers augmentent-ils? (!!!) (cause exacte de la divergence des mesures?)**
2. **Comment a évolué la « décote » entre logement ancien et logement neuf? (le nouvel indice du neuf ne répond que partiellement à cette question)**
3. **Pourquoi la dépense de logement des ménages en % de leur revenu au sens de la comptabilité nationale est-elle si proche en France, au Royaume-Uni et en Allemagne alors que les loyers sont semble-t-il si différents dans ces trois pays?**
4. **Pourquoi, alors que les loyers comme les prix sont très liés dans l'espace au revenu des occupants (ségrégation spatiale), et alors que les locataires se sont paupérisés par rapport à l'ensemble des ménages, leur loyer moyen (même net d'aide personnelle) a-t-il augmenté plus rapidement que l'indice des loyers?**
5. **Pourquoi la collectivité, alors qu'elle dépense 45 milliards d'euros pour le logement, ne sait-elle pas dépenser quelques dizaines de millions d'euros pour la transparence du marché du logement? (rôle de la transparence dans l'efficience des marchés, + comment peut-on gérer ce qu'on ne sait pas mesurer?)**

En conclusion, 5 questions, 5 idées fausses et 5 points clés sur le prix des logements

5 idées fausses

1. L'envolée du prix des logements n'est pas due à une « insuffisance de construction » par rapport à la « demande »; une augmentation de la construction ne diminuerait pas sensiblement le prix de marché des logements (origine: élasticité du prix des logements par rapport à leur nombre ~ -1 ou -2).
2. L'envolée du prix des logements n'est pas due à une « insuffisance de foncier »; augmenter les ventes de foncier dans les zones chères n'y diminuerait pas sensiblement le prix de marché des logements (origine: idem).
3. L'envolée du prix des logements n'est pas due de manière significative à un effet inflationniste des aides au logement, à la pierre comme à la personne (origine: ordres de grandeur); l'effet inflationniste des aides personnelles au logement demeure à estimer dans le cas général.
4. L'envolée du prix des logements n'est pas due aux achats par les étrangers, sauf exceptions très localisées (origine: ordres de grandeur).
5. L'envolée du prix des logements n'a été compensée qu'en partie par la baisse des taux d'intérêt pour les accédants à la propriété (cf. § 1.2.). Par ailleurs les variations du prix des logements et celles des taux d'intérêt ne sont pas bien corrélées historiquement (cf. § 2.3.).

En conclusion, 5 questions, 5 idées fausses et 5 points clés sur le prix des logements

5 points clés

1. Lien dans l'espace entre prix des logements et revenu des occupants.
2. La paupérisation des locataires explique une grande partie de la hausse de leur taux d'effort (brut et net) et de l'augmentation du coût de la politique du logement à objectif de taux d'effort net donné. Elle résulte d'une paupérisation continue depuis les années 1970 des ménages jeunes, grands perdants des 40 dernières années par le revenu et des 10 dernières années par les prix de cession des logements.
3. Rupture (envolée) en 2000-2002 pour le prix des logements mais continuité depuis les années 1970 pour les loyers: évolutions de nature différente.
4. L'envolée du prix des logements a été causée pour l'essentiel par l'environnement financier, la myopie des investisseurs, la complaisance de la politique économique à l'égard de l'endettement des ménages et le manque de transparence qui a favorisé les discours sur des facteurs structurels (ex: « pénurie de logements ») qui soi-disant empêcheraient une baisse des prix.
5. Prospective pour le prix des logements: retour vers le « tunnel »; un scénario rapide est plus probable qu'un scénario lent qui ne peut cependant être écarté (et qui a prévalu depuis 2008).

Références

Sur <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html>

- Notes générales plus ou moins longues
- Articles sur des aspects particuliers
- Valeurs numériques et sources des séries longues
- Actualisations mensuelles
- Présentations (dont celle-ci)
- Possibilité d'abonnement aux publipostages qui annoncent les actualisations
- Twitter: @PrixImmoCgedd