


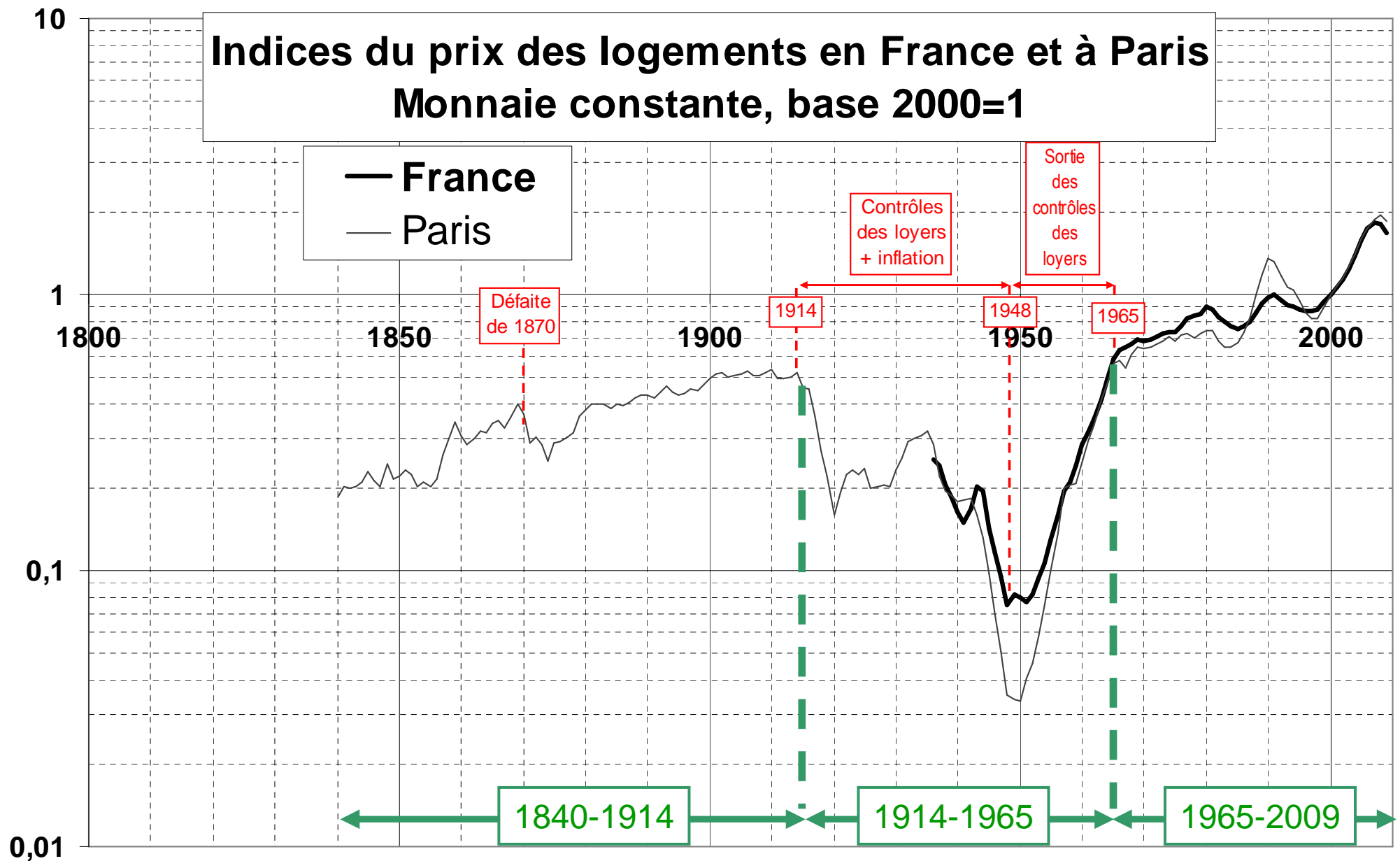
# **LE PRIX DES LOGEMENTS SUR LE LONG TERME**

J. Friggit (CGEDD) – 7/10/2010 – présentation devant le Club des développeurs immobiliers et fonciers  
Les points de vue exprimés n'engagent que le conférencier

# PLAN

- 1. Historique du prix des logements** 
- 2. Comparaison avec les autres actifs**
- 3. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2007?**
- 4. Prospective**

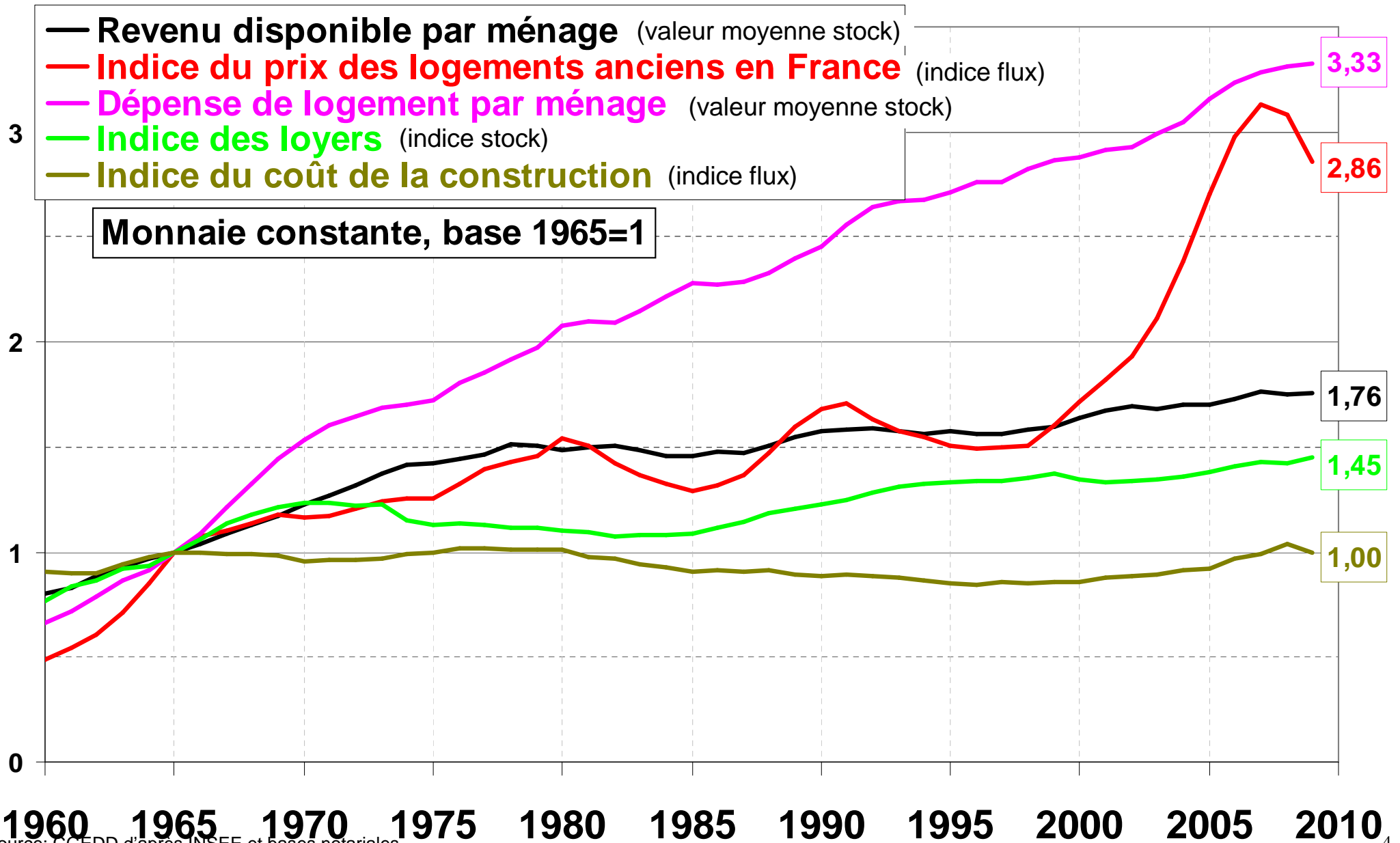
# 1840-2009: le “trou” de 1914-1965



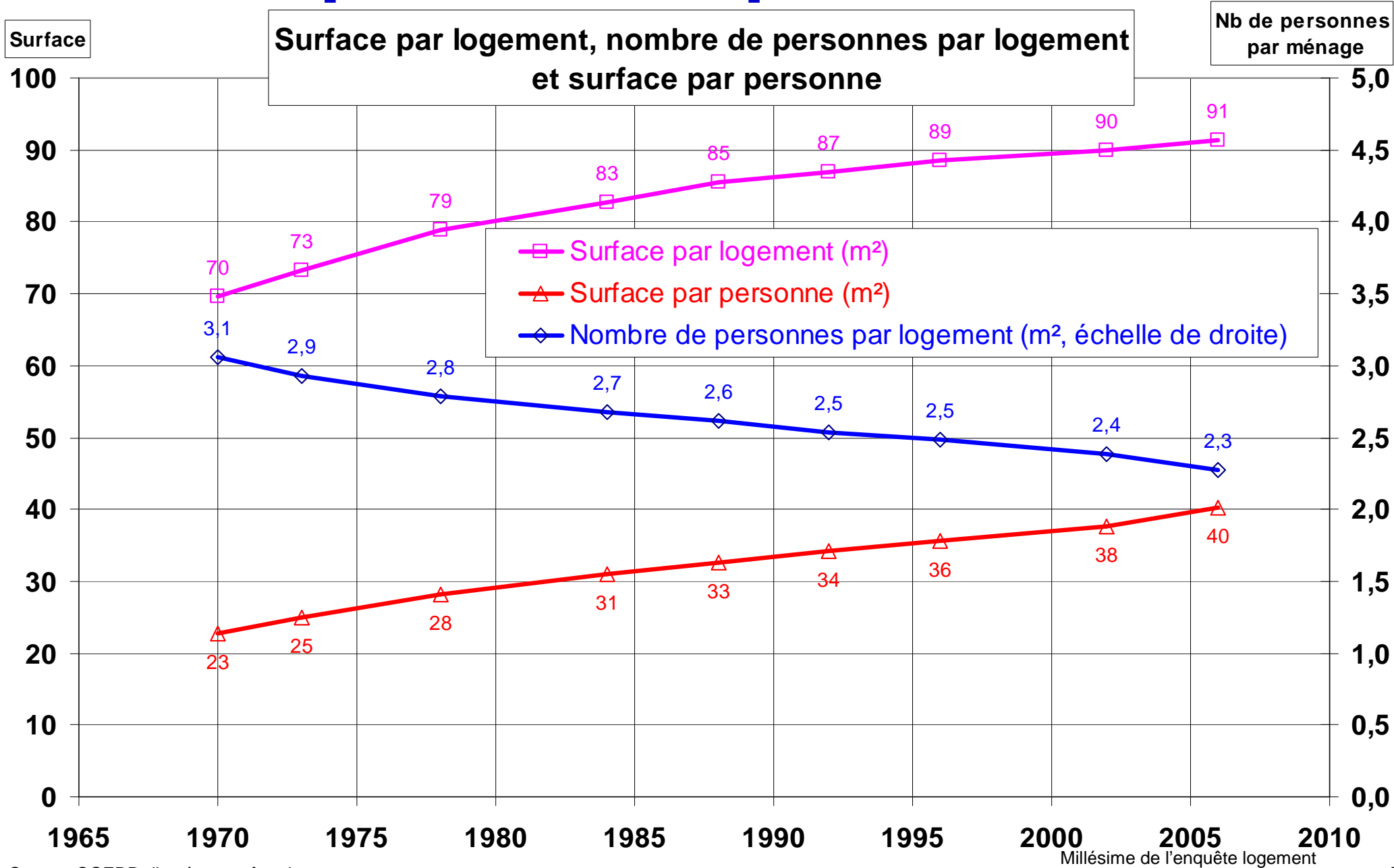
Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notaires-INSEE désaisonnalisés, Duon, Toutain et Villa (CEPII).

# DE QUOI PARLE-T-ON?

Attention aux effets qualité!

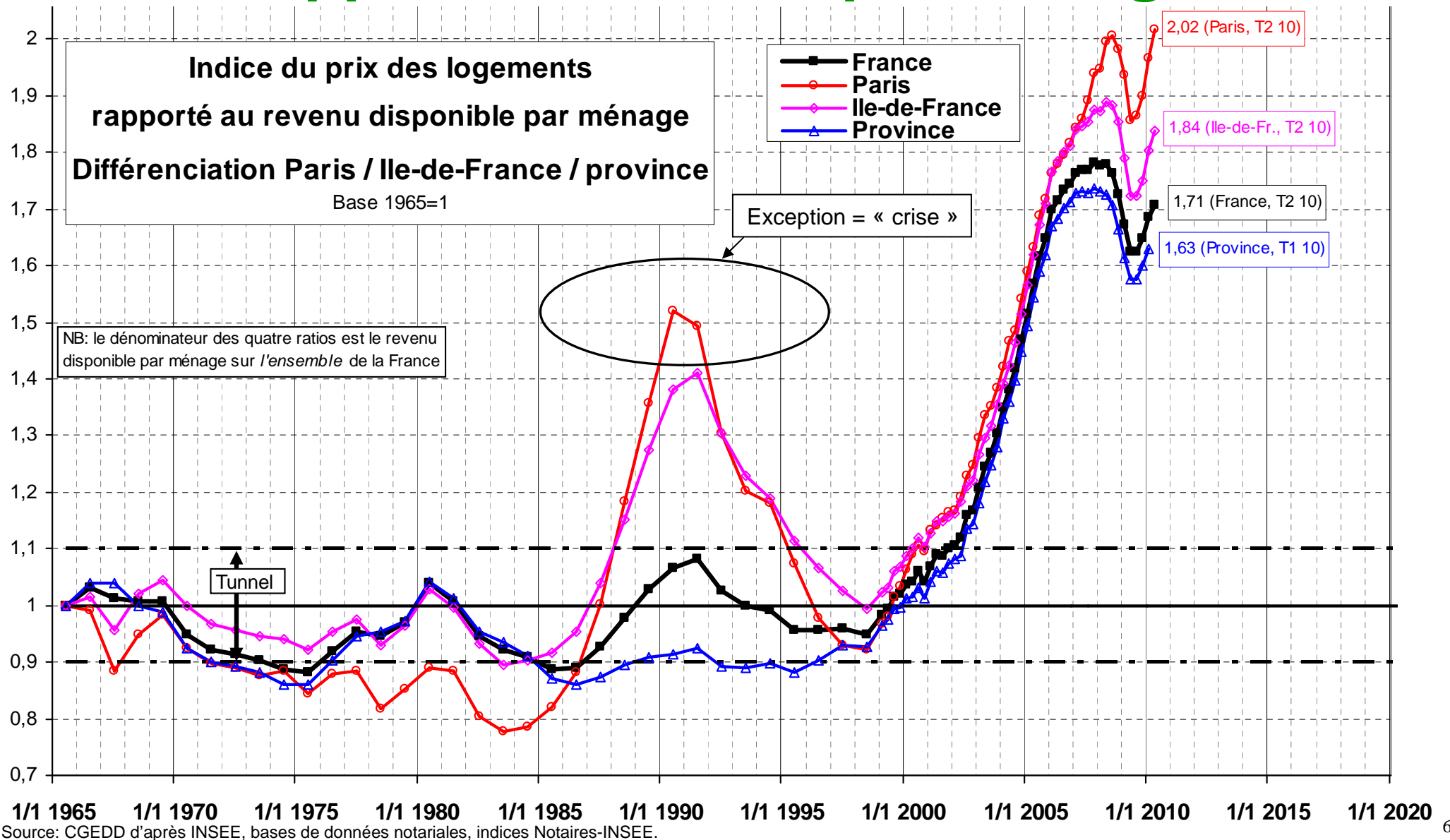


# Exemple d'effet qualité: surface

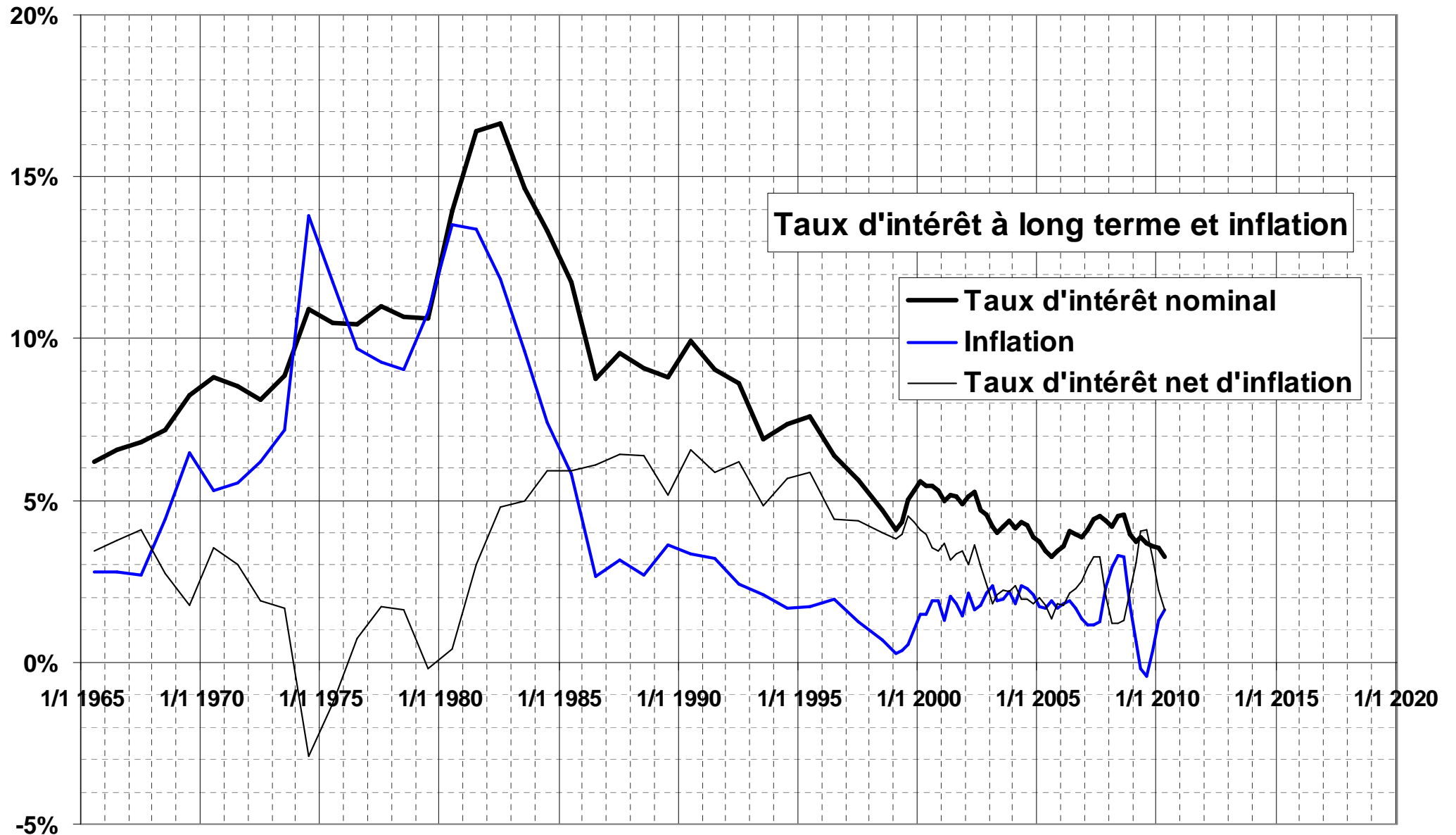


Source: CGEDD d'après enquêtes logement

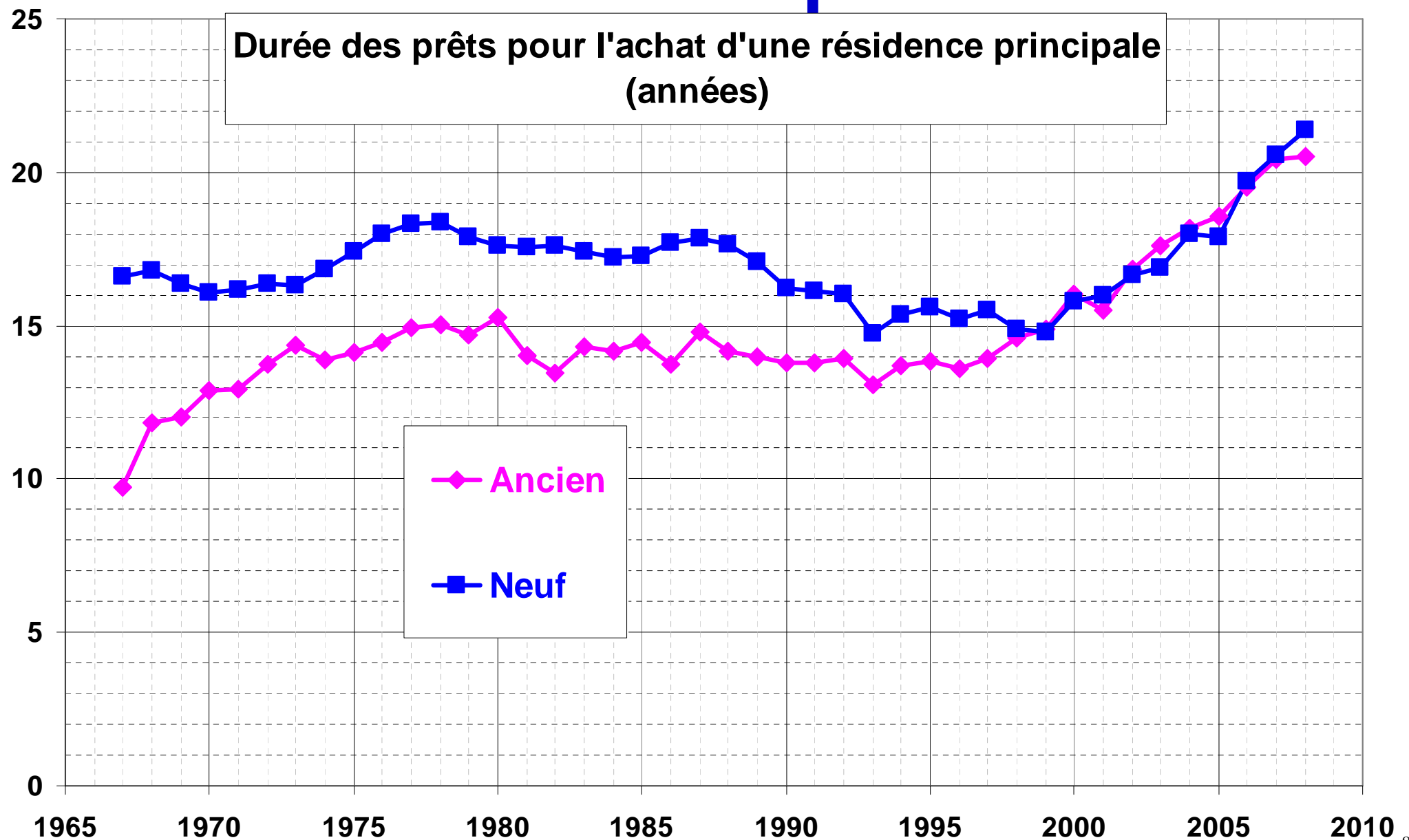
# Stabilité 1965-2000 puis envolée de l'indice du prix des logements anciens rapporté au revenu par ménage



# La baisse des taux d'intérêt a commencé bien avant 2000

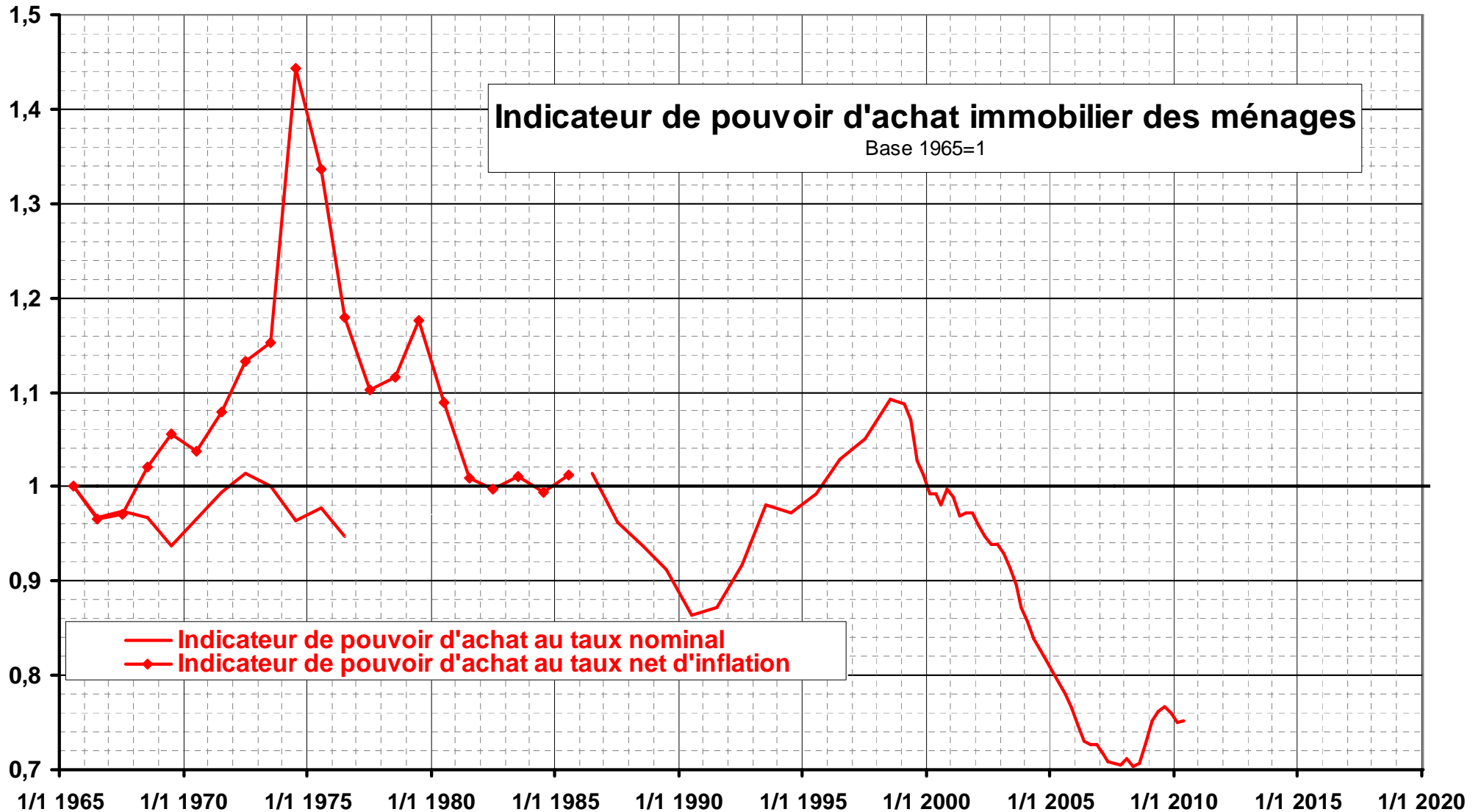


# 2000-2007: allongement de la durée des prêts



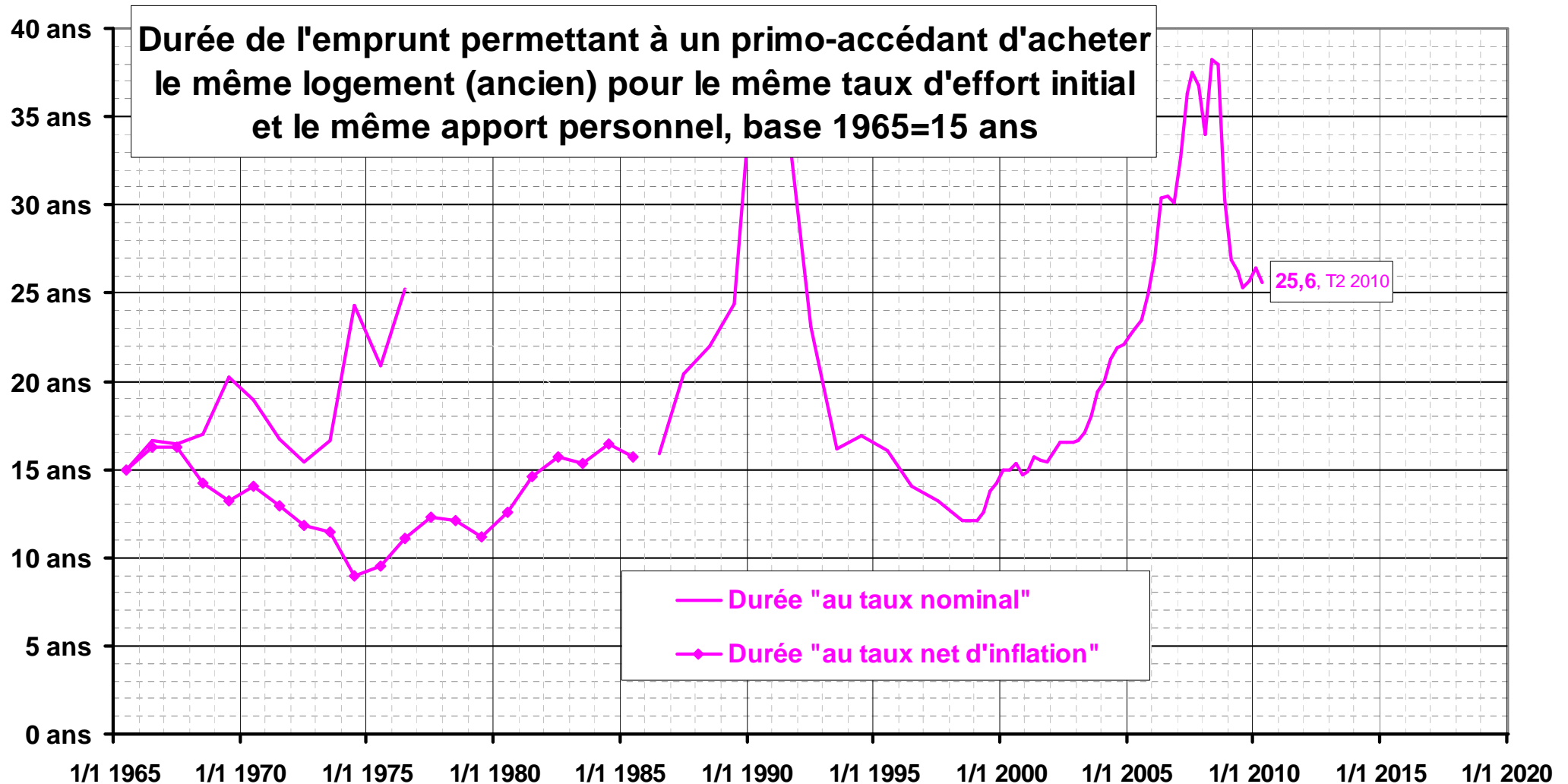
# 2000-2007: chute du pouvoir d'achat immobilier des ménages

## *au taux nominal et au taux net d'inflation*

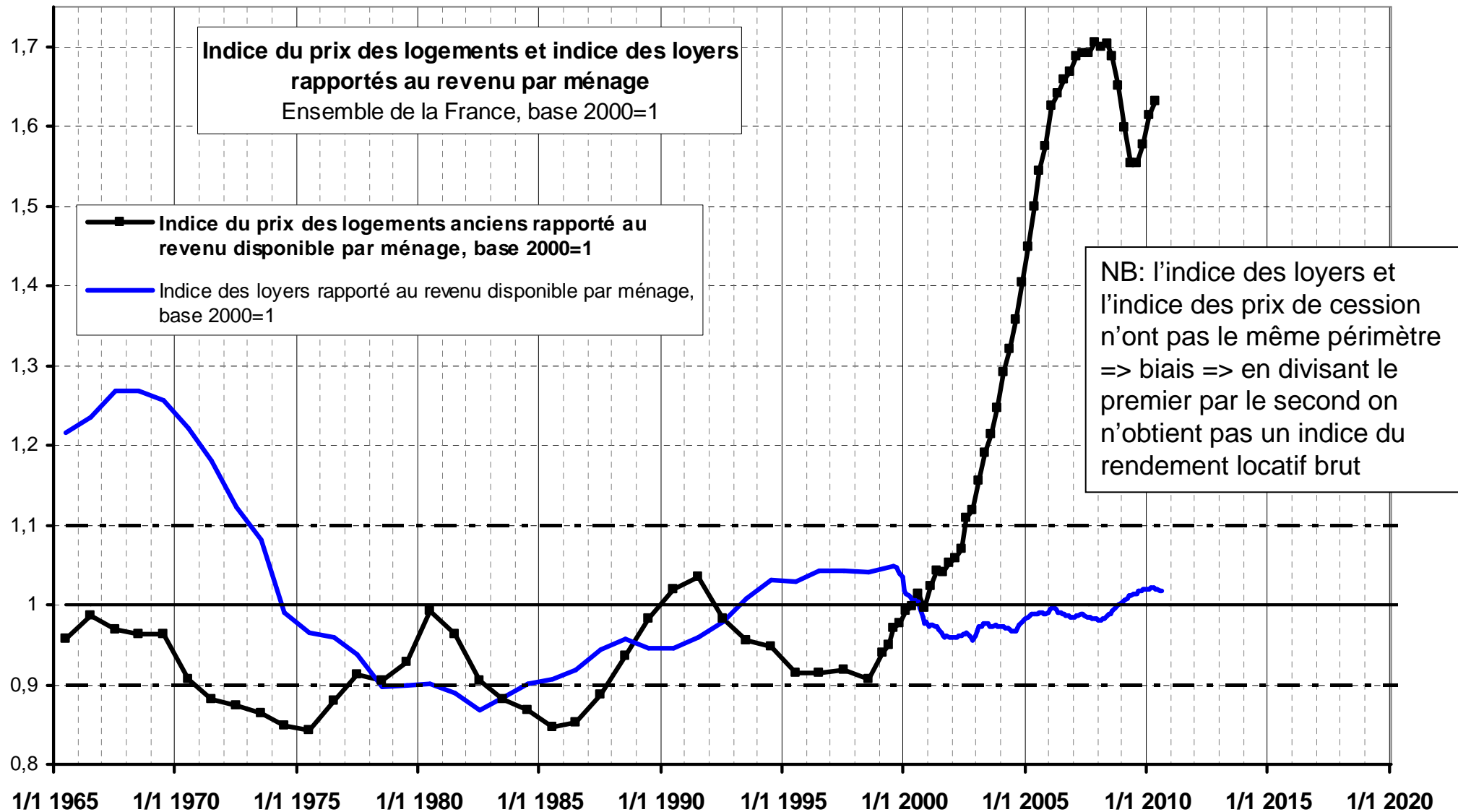


Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notaires-INSEE désaisonnalisés, Banque de France et Ixis.

# 2000-2007: allongement de la durée d'emprunt nécessaire toutes choses égales par ailleurs



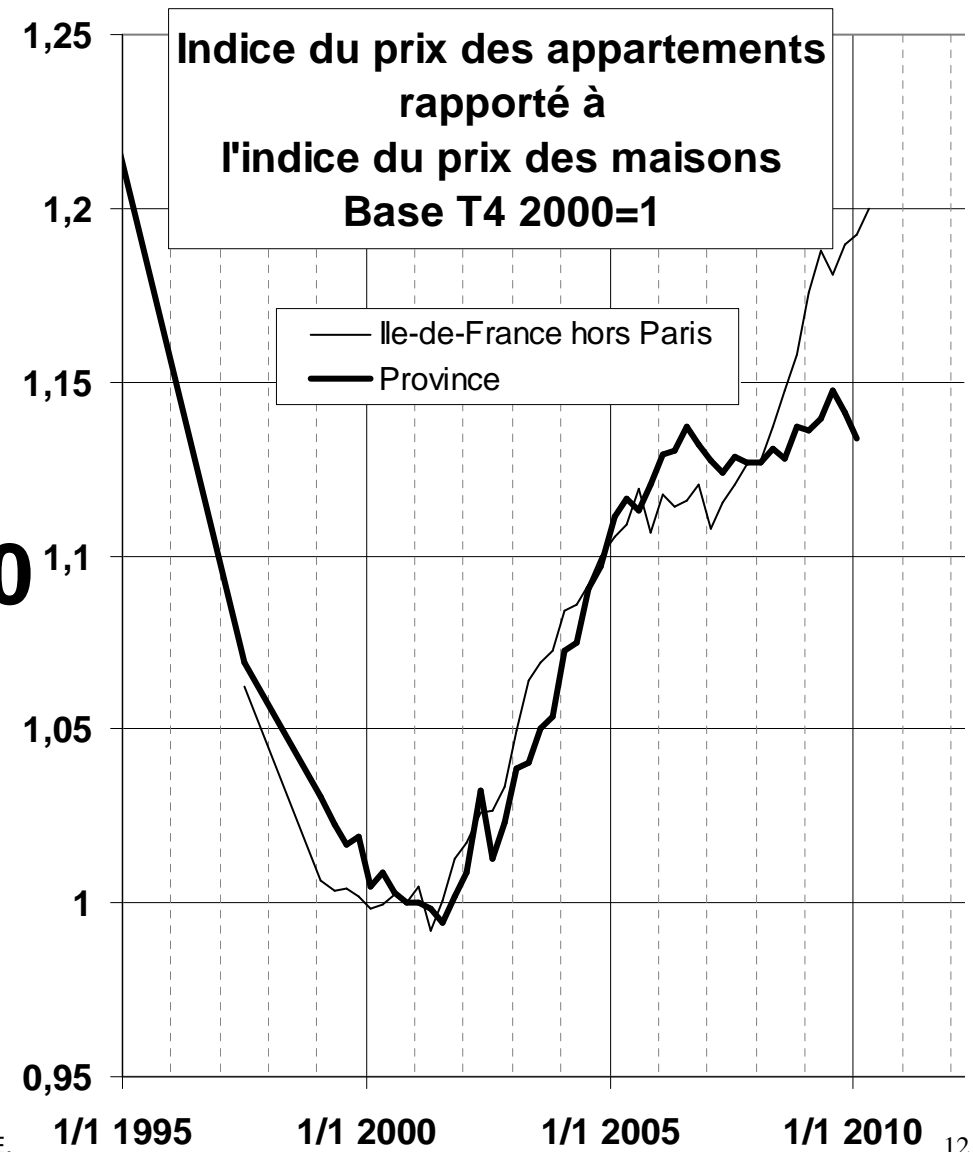
# 2000-2007: effondrement des rendements locatifs



# 2000-2007: inversion de la différenciation appartements / maisons

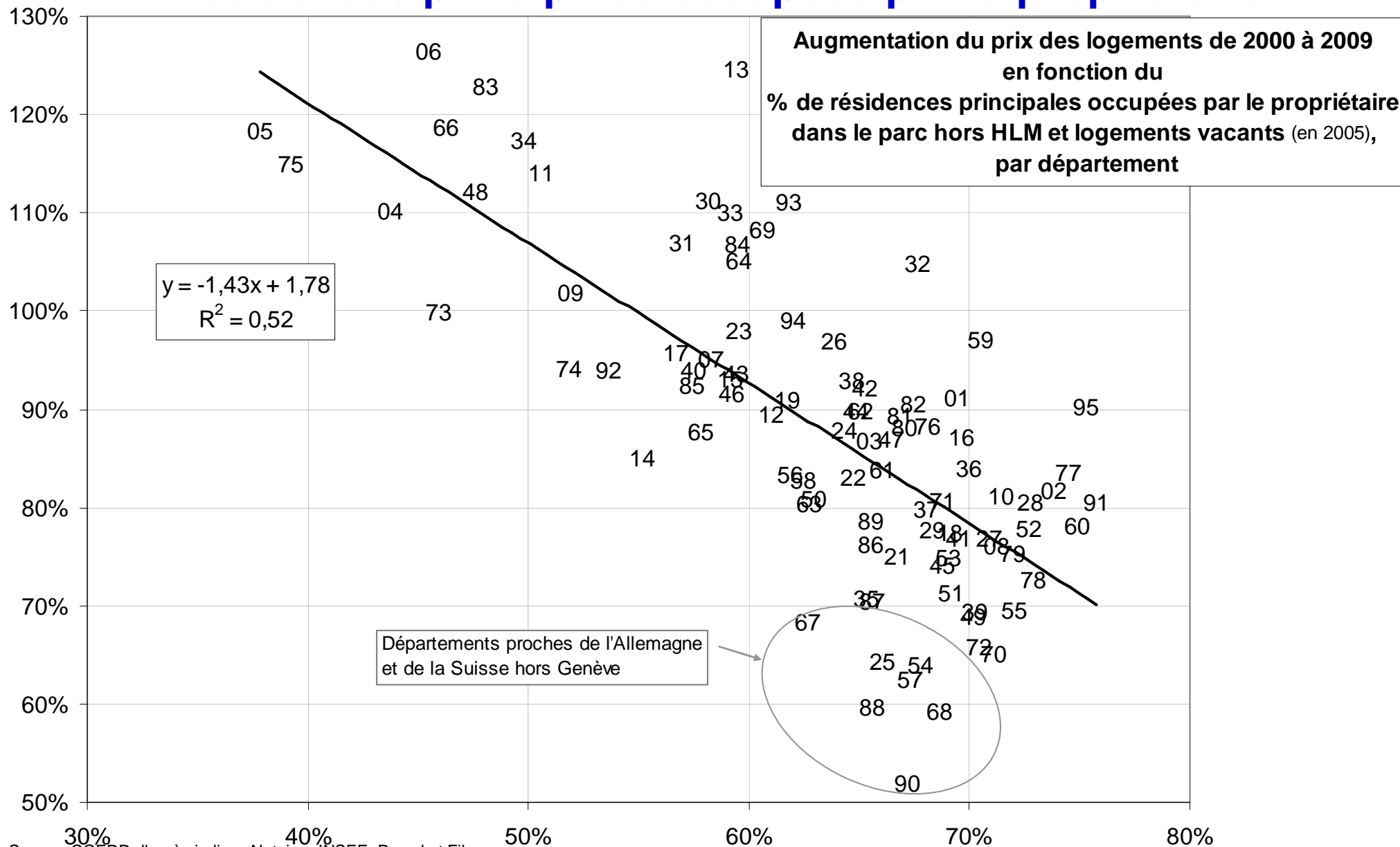
Par rapport aux maisons, les appartements se sont:

- **valorisés** de 1950 à 1965  
*(sortie des contrôles des loyers)*
- **dévalorisés** de 1965 à 2000  
*(et paupérisés)*
- **valorisés** depuis 2001  
*(tout en continuant de se paupériser)*



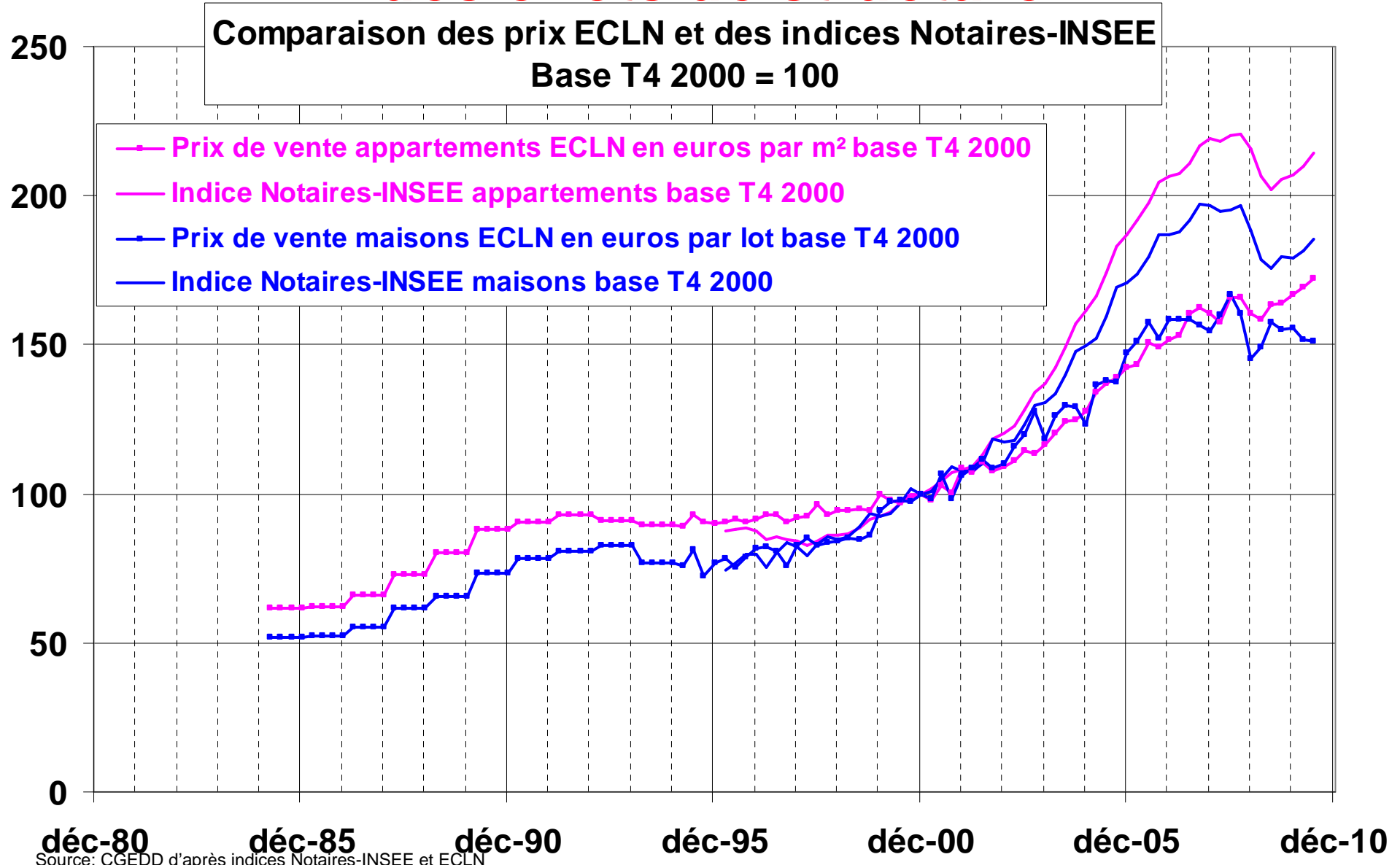
Source: CGEDD d'après indices Notaires-INSEE.

# 2000-2009: les prix ont davantage augmenté dans les départements où il y a le moins de résidences principales occupées par le propriétaire

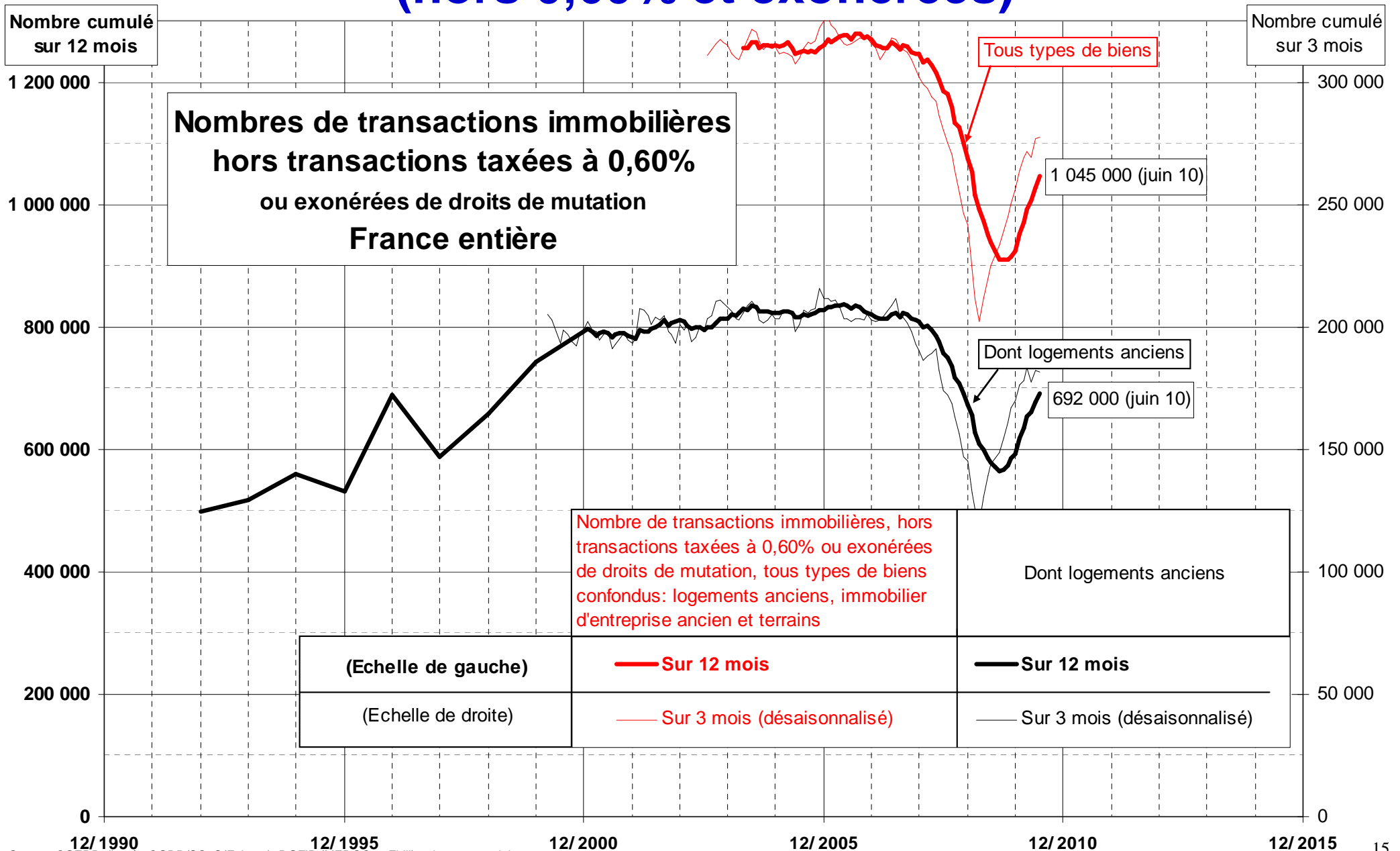


# 2000-2007: différenciation neuf / ancien

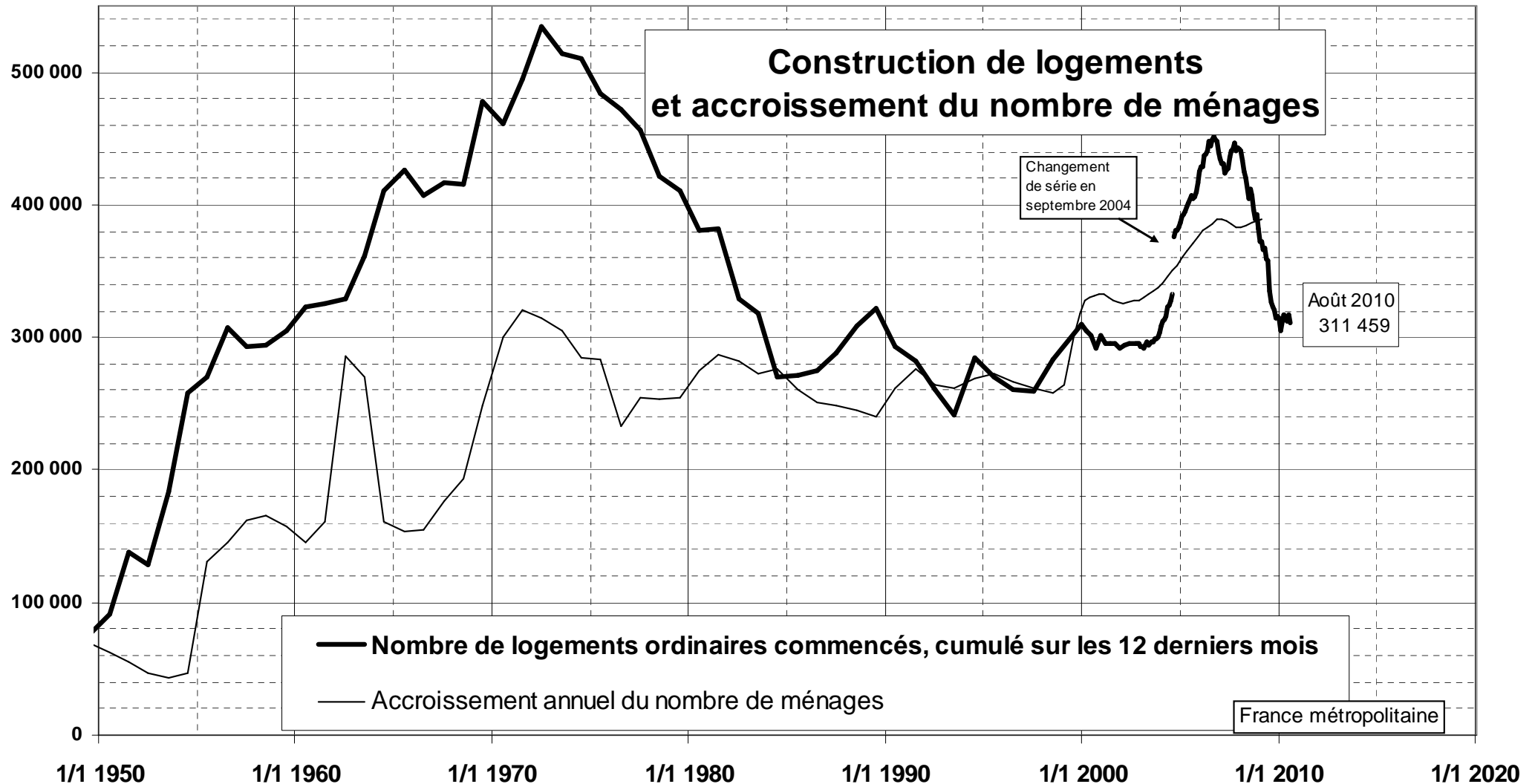
*Il est indispensable mais difficile de faire la part des effets de structure*



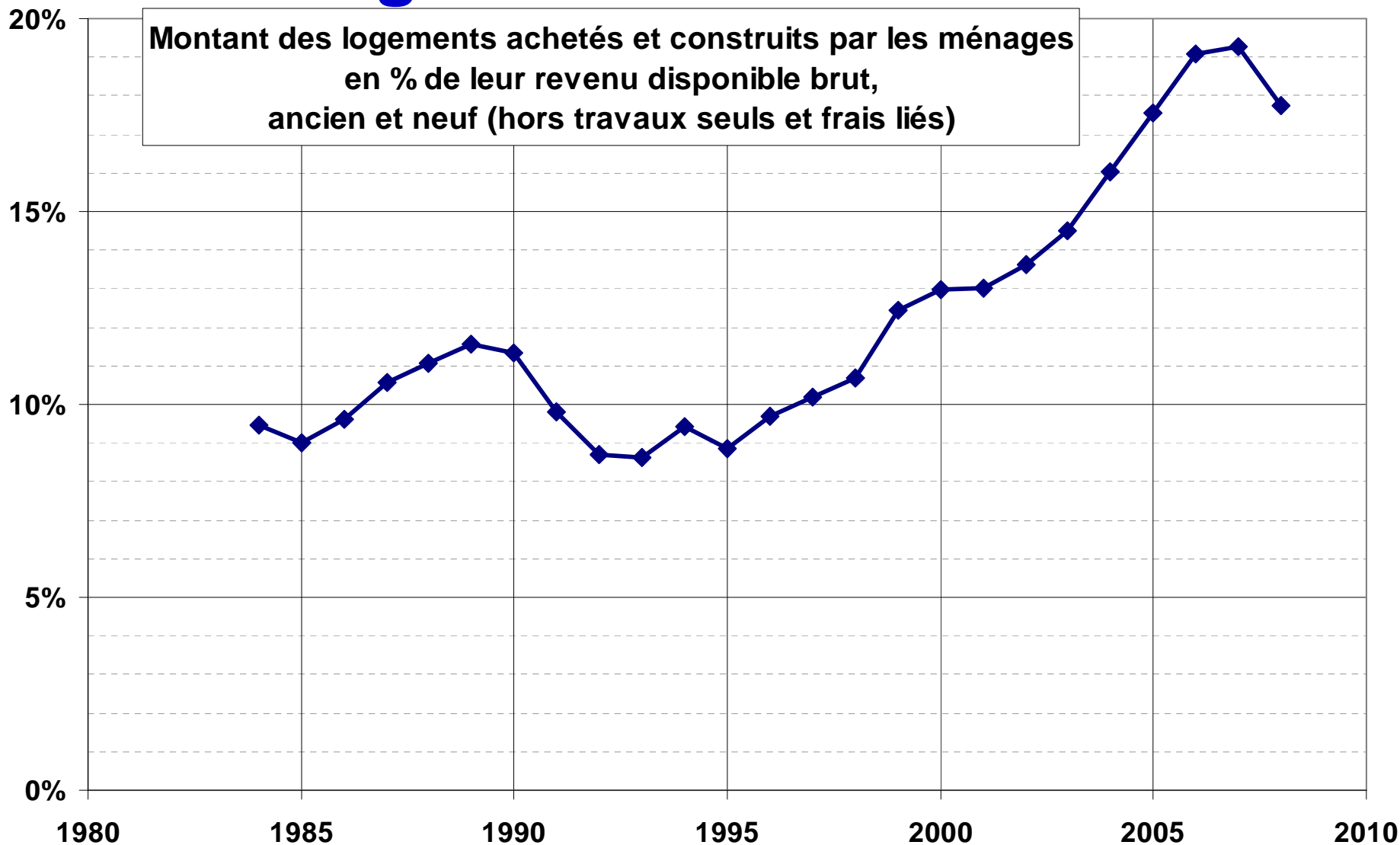
# 2000-2007: palier du nombre de transactions (hors 0,60% et exonérées)



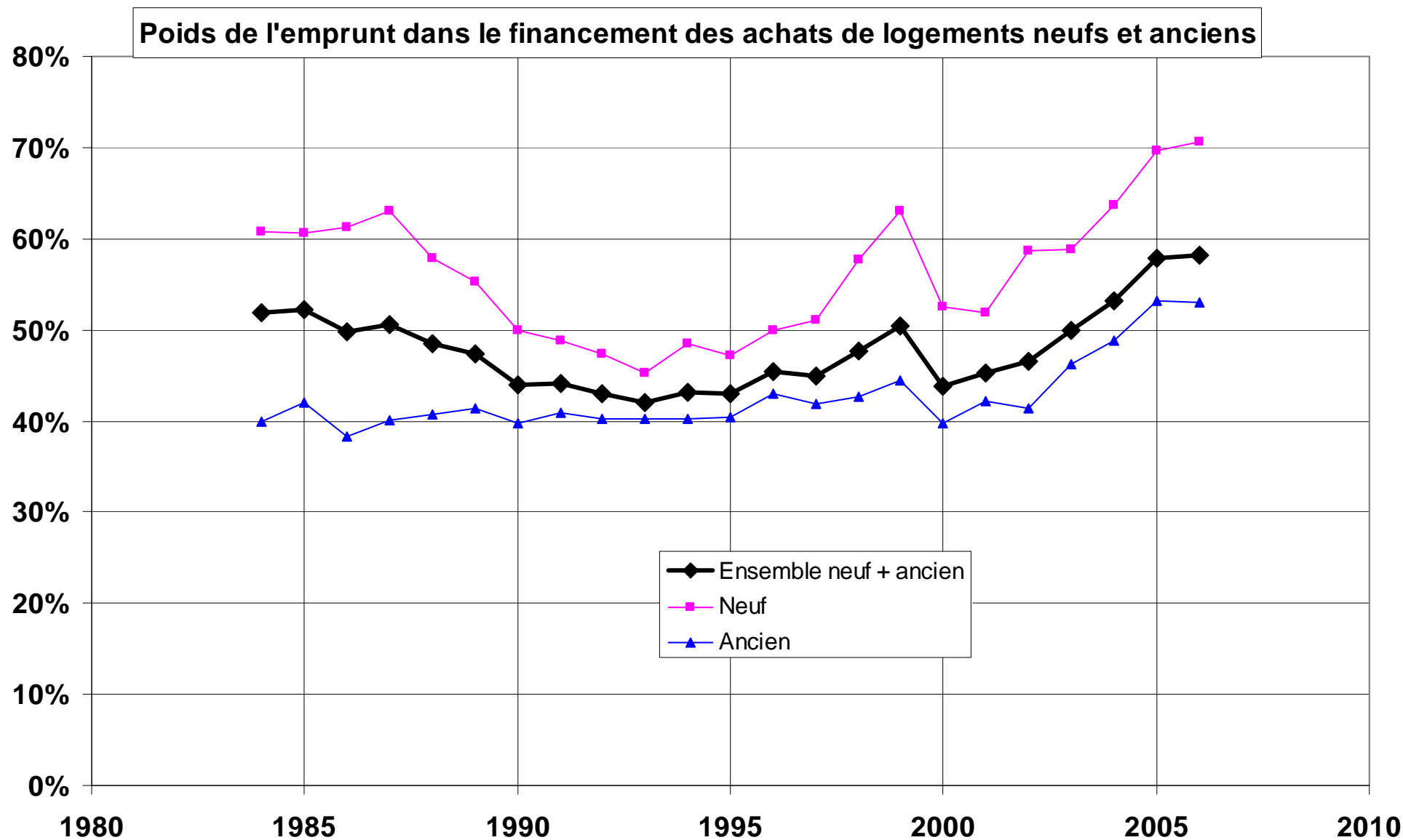
# 2000-2007: palier puis envolée du nombre de logements construits



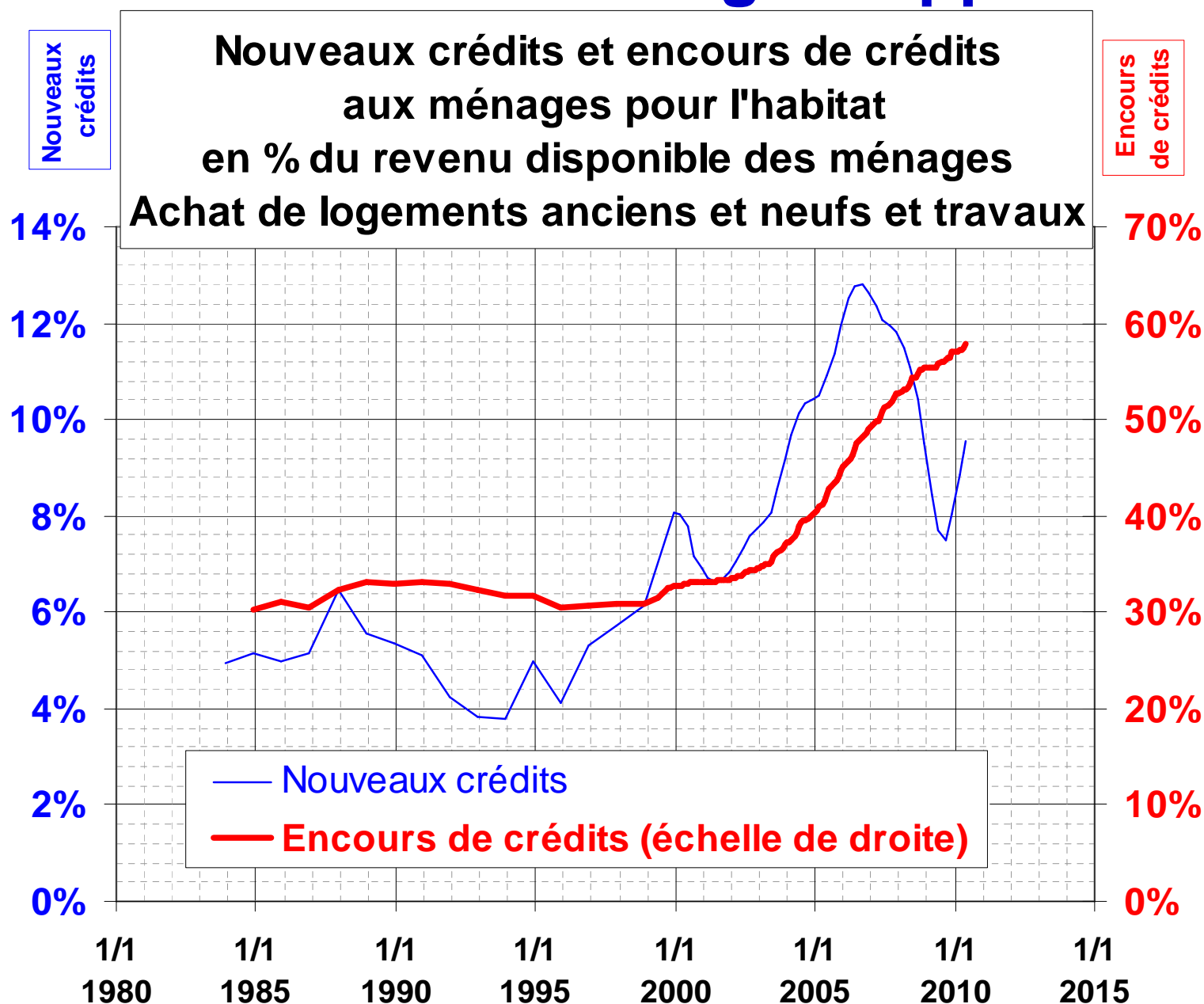
# 2000-2007: croissance du montant des logements achetés et construits par les ménages en % de leur revenu



# 2000-2007: croissance du poids de l'emprunt dans le plan de financement



# 2000-2010: quasi 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

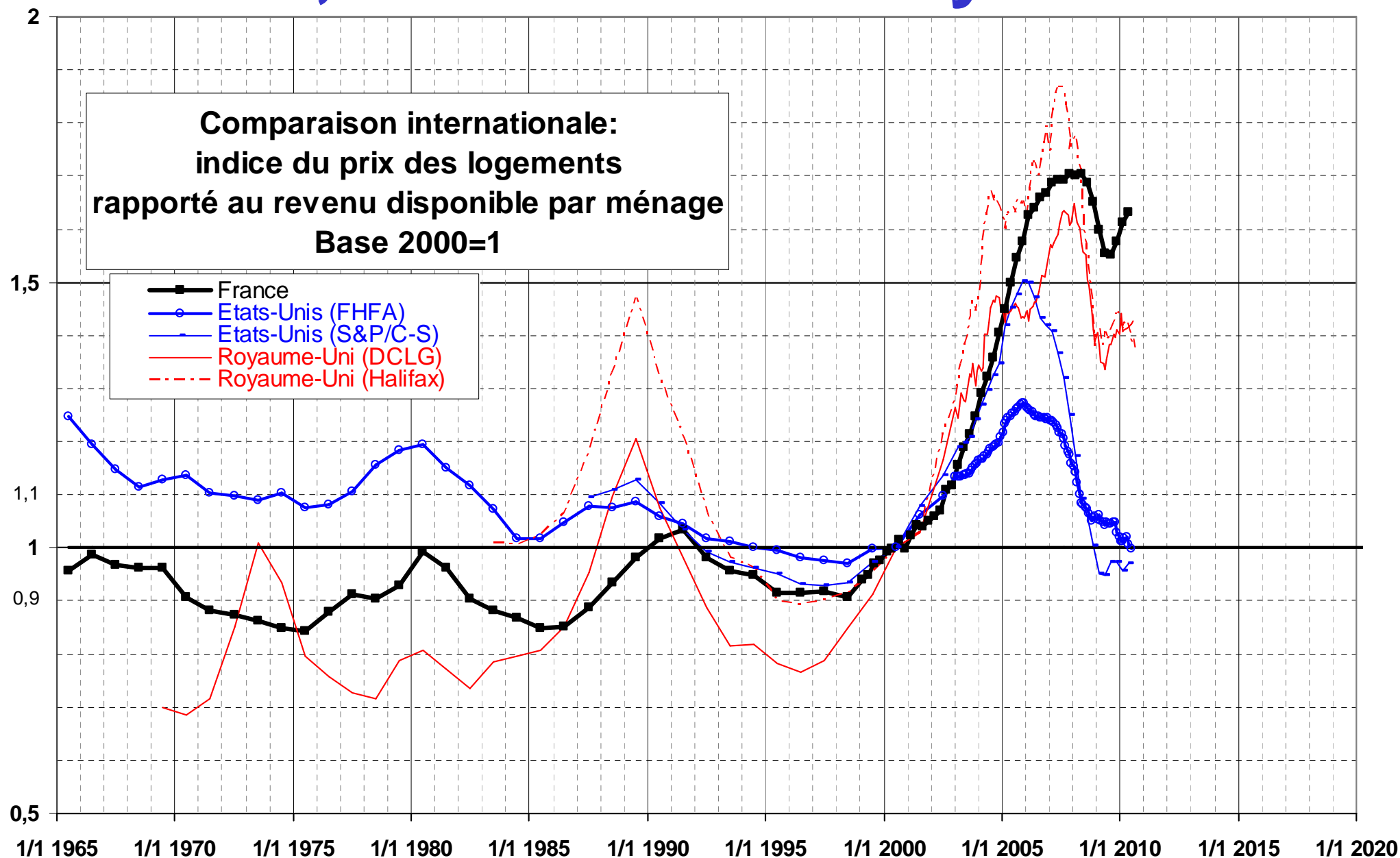
# 2000-2009: la « qualité de service » logement ne s'est pas améliorée plus rapidement que précédemment

- Pas d'augmentation supplémentaire de la **qualité** du stock de logements
- Pas d'augmentation supplémentaire notable du **% de propriétaires-occupants**
- 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 en 2009
  - et avec rebond modéré pour l'instant dans le neuf (alors que dans l'ancien les nombres de transactions ont fortement rebondi)

# Conséquences macroéconomiques de l'envolée des prix 2000-2008

- Envolée des CA indexés sur le prix des logts
- Création de richesse pour les propriétaires
- Transfert de richesse par rapport à 2000
  - des acheteurs nets vers les vendeurs nets
  - des <56 ans vers les >56 ans
  - des petits patrimoines vers les gros patrimoines
- **Injection de liquidités** dans l'économie hors logement par les vendeurs nets (>56 ans) mais augmentation de la charge de remboursement = **prélèvement futur de liquidités** sur les acheteurs - **l'endettement pour un investissement non productif est un « fusil à un coup »**
- **Croissance de la dette immobilière des ménages**

# France, Etats-Unis et Royaume-Uni



Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notariales-INSEE désaisonnalisés, Freddie Mac, FHFA, R.Shiller, US Bureau of Economic Analysis, Census Bureau, UK DCLG, UK National Statistics, Halifax

# Propriétés du prix des logements (1)

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

- **Cyclicité forte** (autocorrélation à 1 an)

« **myopie** » des décideurs [= **fonder les anticipations en prolongeant le passé récent** = « **la mémoire courte** » = **pas de vision à long terme du passé et de l'avenir**]

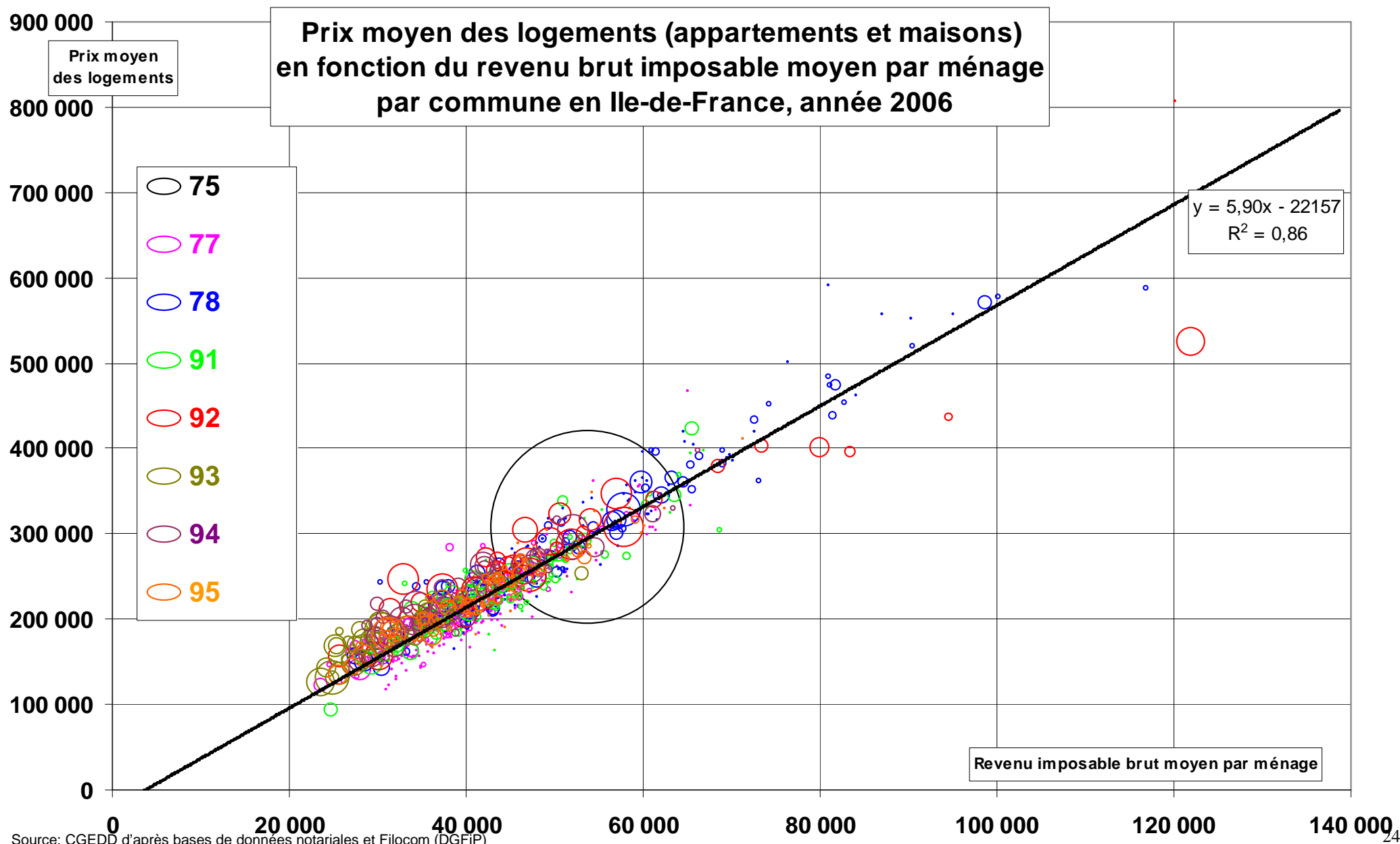
« La hausse nourrit la hausse, la baisse nourrit la baisse »

Phénomène autorenforçant

**Pas de périodicité**

- **Lien avec le **revenu** dans le temps (empirique) et dans l'espace**

# Lien prix X revenu dans l'espace: exemple des communes en Ile-de-France



# Propriétés du prix des logements (2)


## Elasticité du prix par rapport à la taille du parc:

- Une **question centrale** et pourtant **peu explorée**: si le nombre de logements augmente de 1%, de combien diminue le prix des logements « toutes choses égales par ailleurs »?
- Faible corrélation 2 à 2
- Difficultés théoriques: corriger des autres facteurs, masse de données réduite, effets de retour
- Régression multiple (INSEE, 2005) (hypothèses très fragiles):  $e = -9$
- Cité par Barker Review au Royaume-Uni:  $e \sim -2$
- **Equipes Oxford / Federal Reserve:  $e = \underline{-1 \text{ à } -2}$  pour les USA et le Royaume-Uni**
- Le cas clinique britannique comparé à la France: compatible avec ces ordres de grandeur
- Le cas allemand n'invalide pas ces résultats
- Analyses par département 1994-2010:  $e = -1 \text{ à } -2$  (travail en cours)

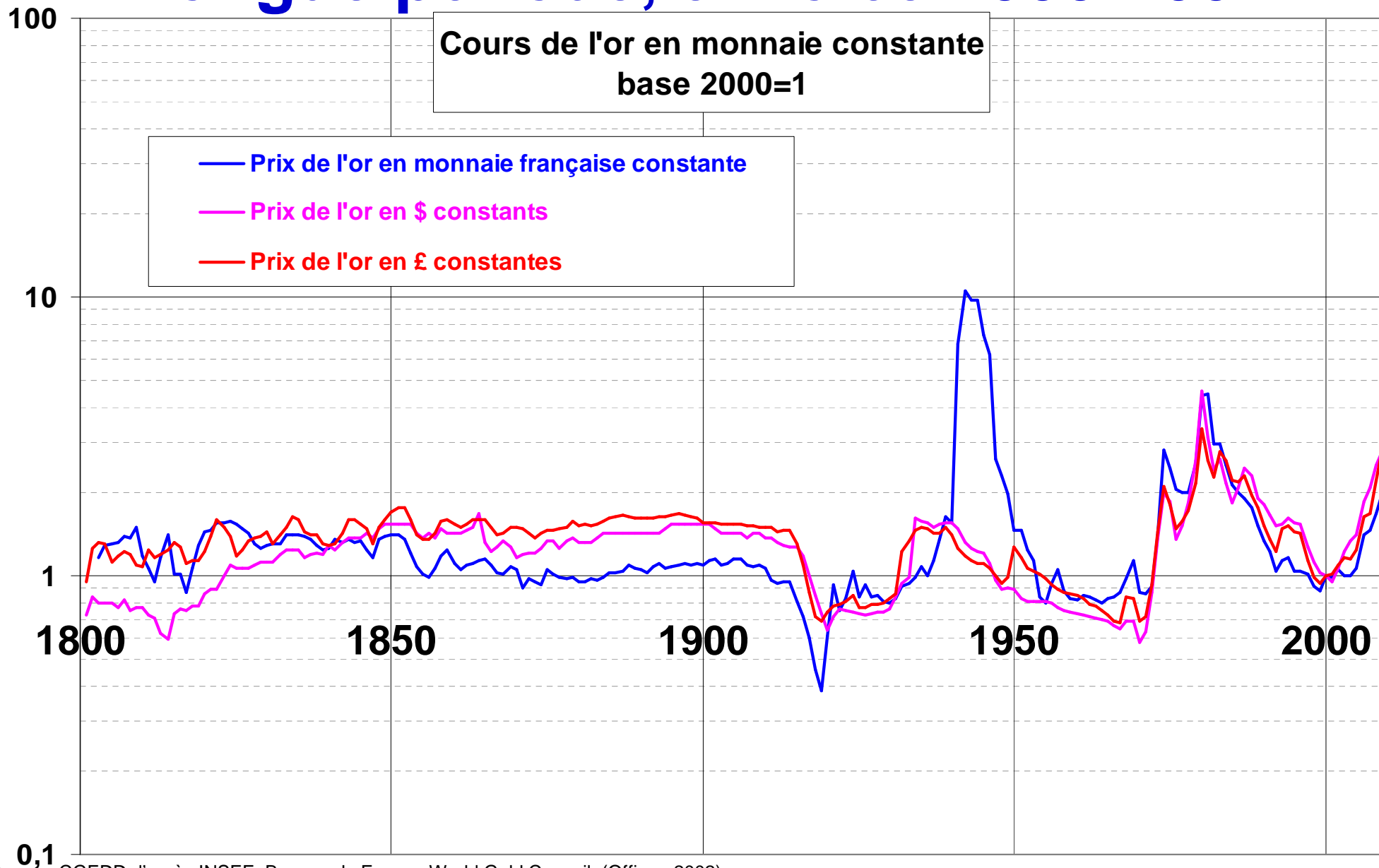
# Propriétés du prix des logements (3)

- Faible corrélation 2 à 2 avec les taux d'intérêt: **contre-intuitif** mais fonde le **pouvoir diversificateur** du placement en logement par rapport aux obligations
- **Absence de corrélation 2 à 2** avec le placement en **actions**  
=> **Pouvoir diversificateur**

# PLAN

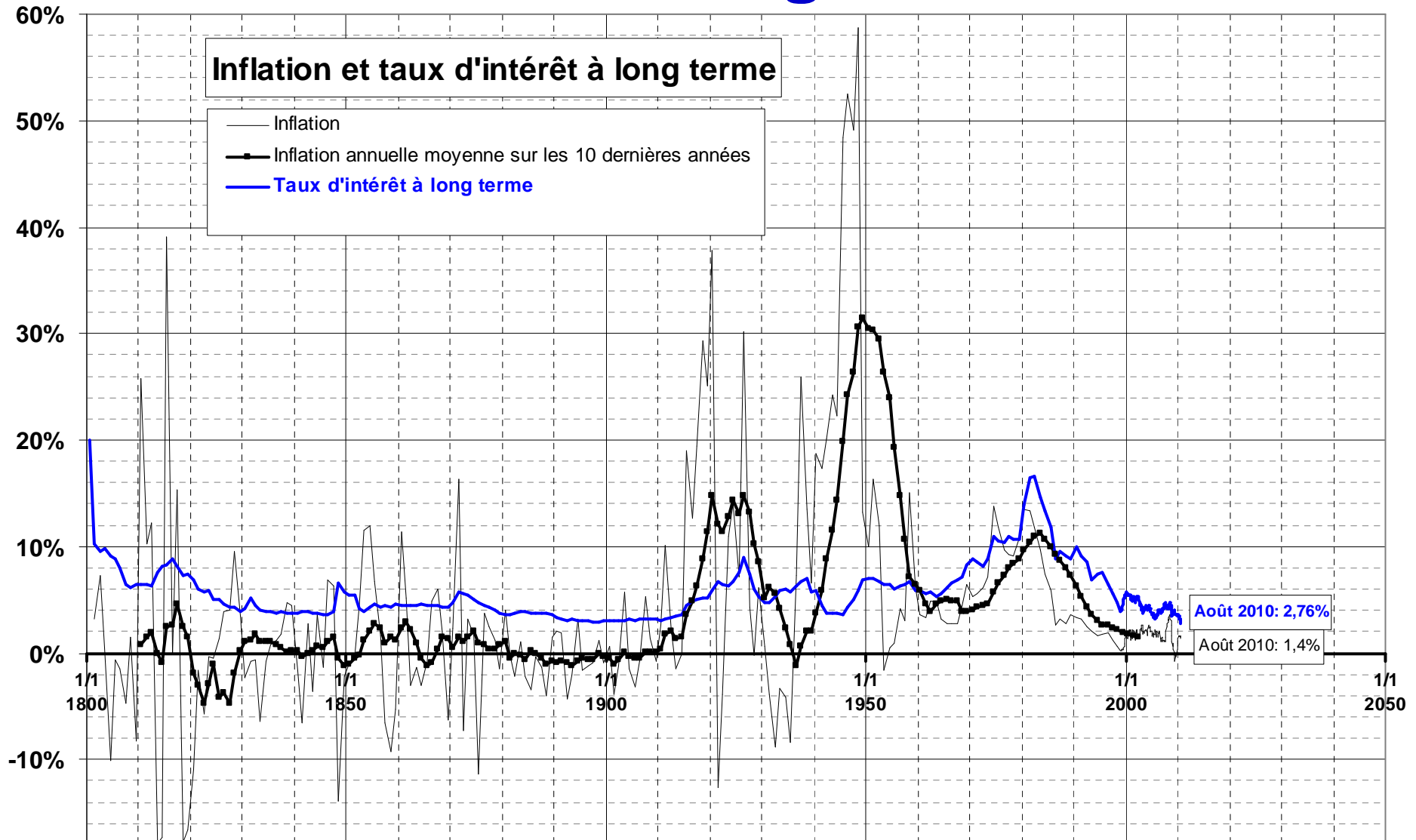
1. Historique du prix des logements
2. **Comparaison avec les autres actifs** 
3. Comment expliquer l'envolée du prix des logements de 2000-2007?
4. Prospective

# Or: maintien du pouvoir d'achat sur longue période, envolée 2000-2007



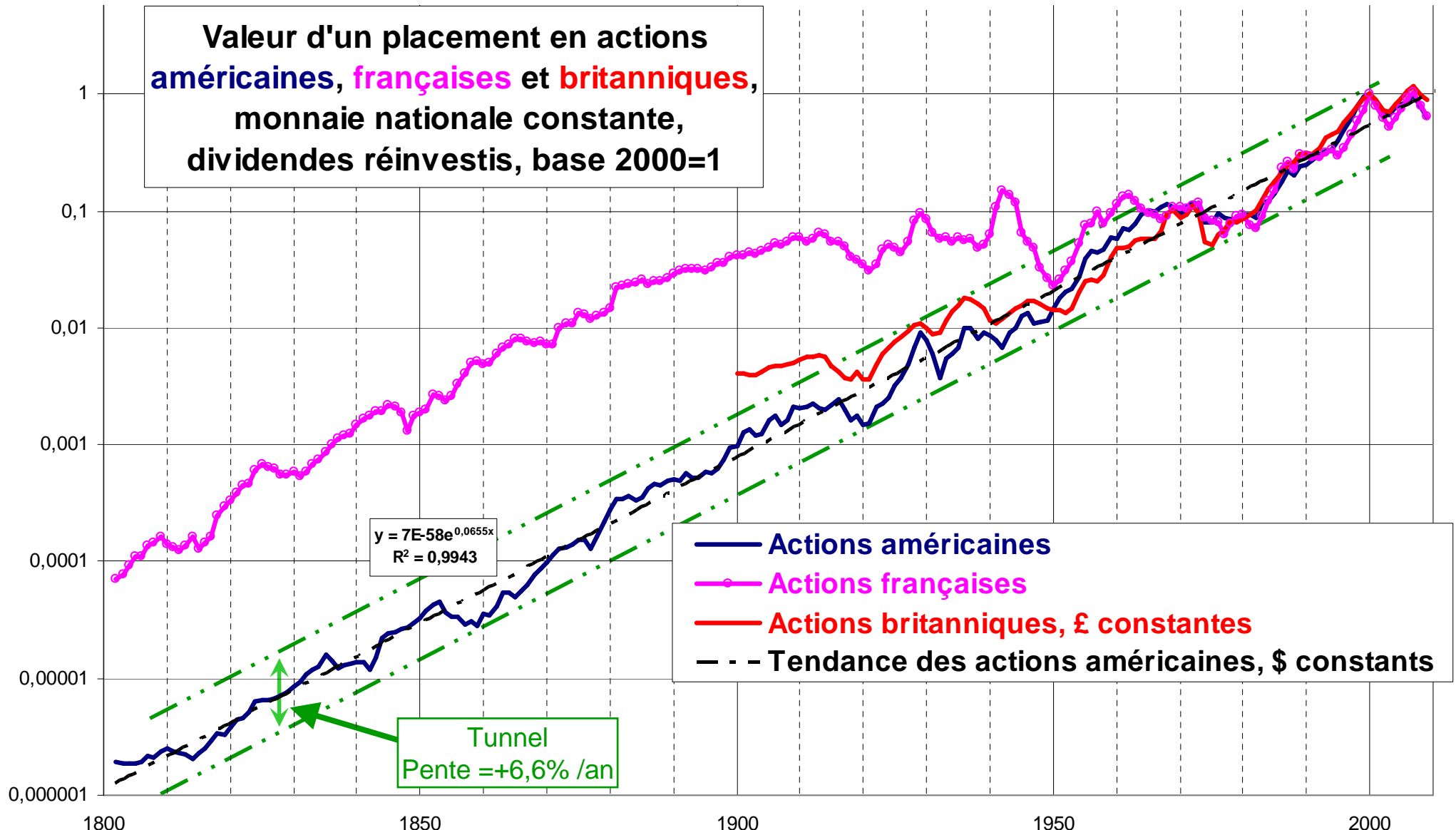
Source: CGEDD d'après INSEE, Banque de France, World Gold Council, (Officer, 2002).

# Placement à revenu fixe: taux d'intérêt à long terme = inflation + 3% + larges fluctuations



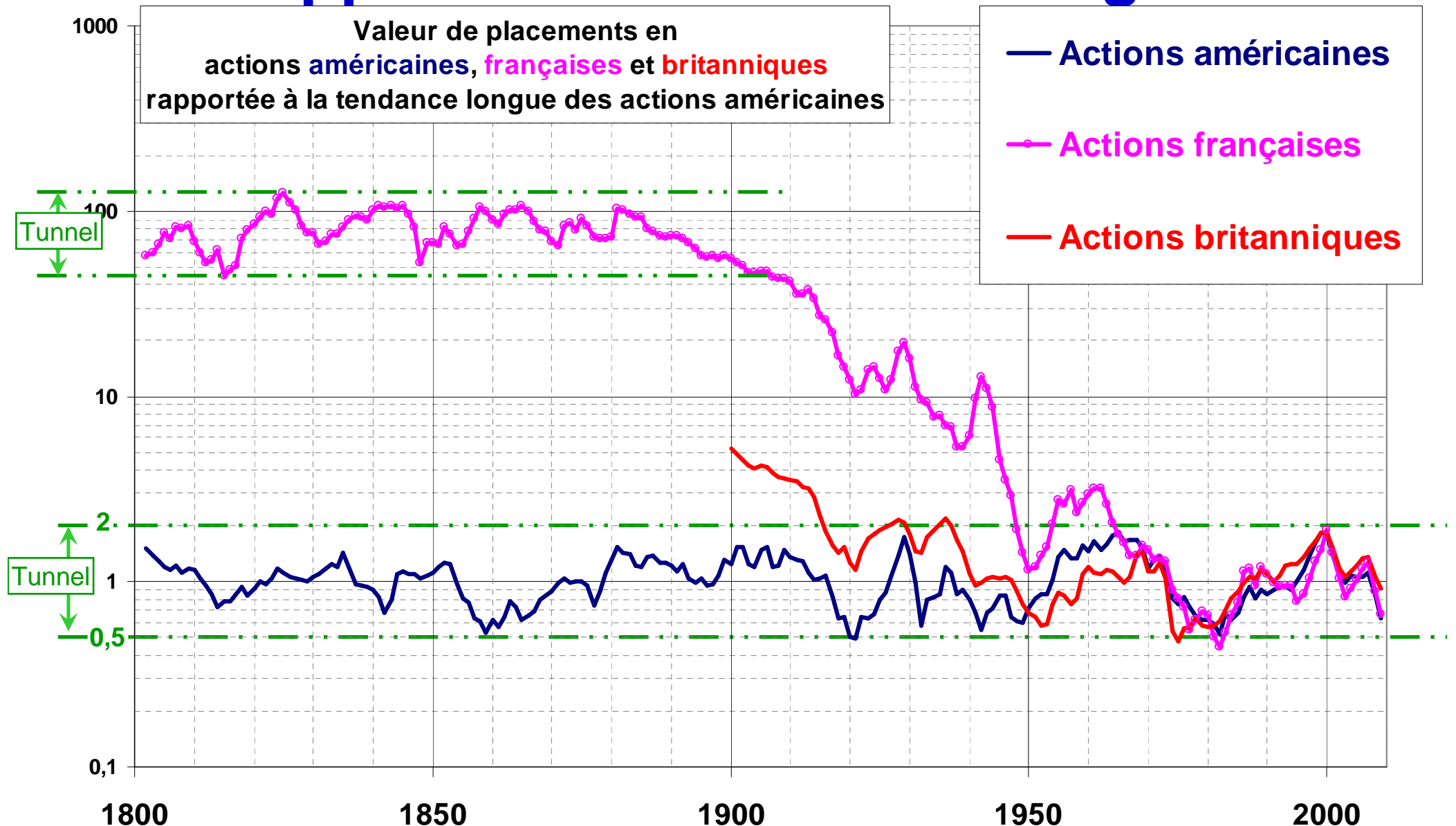
Source: CGEDD d'après Vaslin, Loutchitch, Ixis, Chabert, Lévy-Leboyer et INSEE.

# Un placement en actions a rapporté 6,6% plus l'inflation (hors guerres catastrophiques) tendanciuellement sur deux siècles



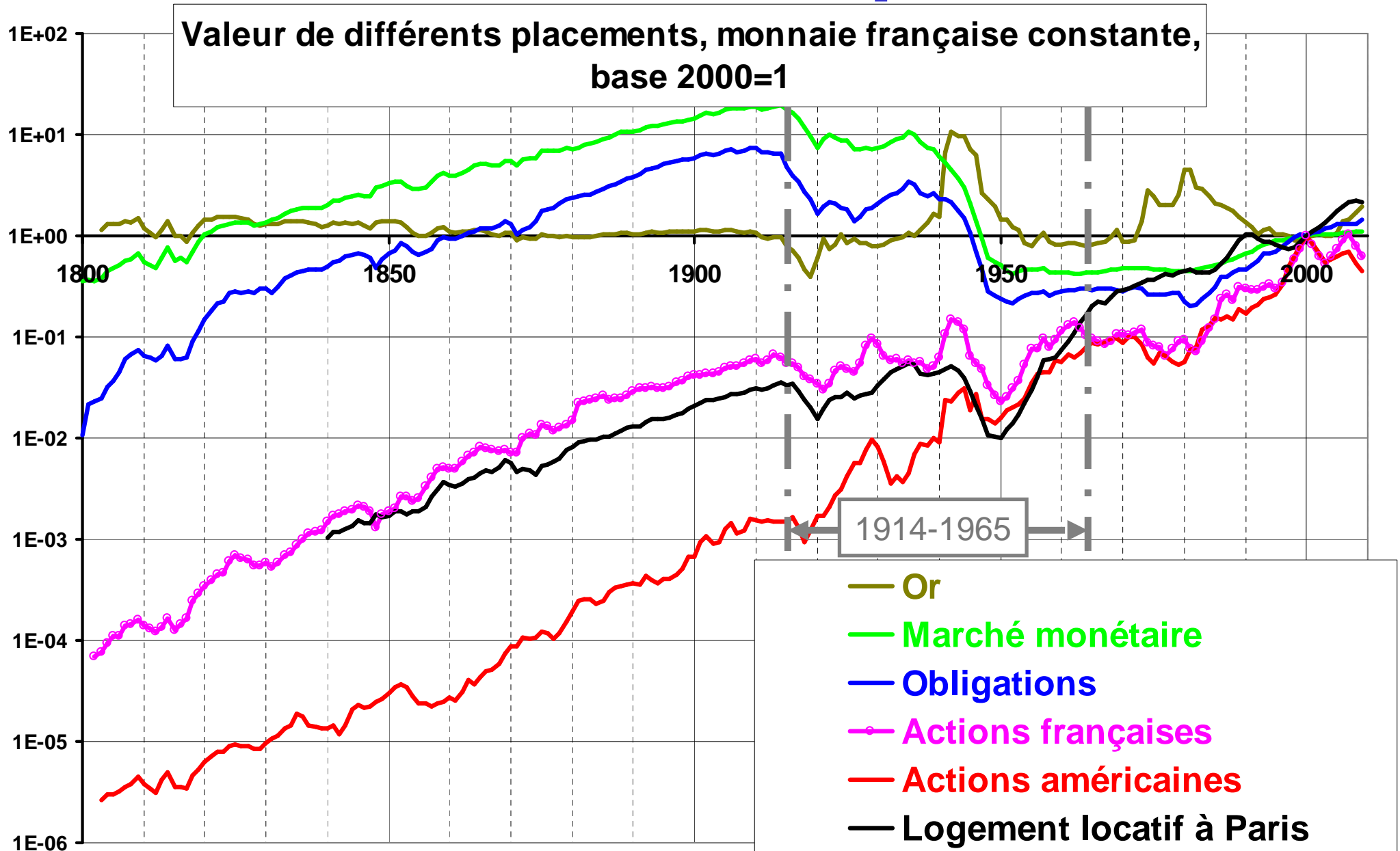
1800 1850 1900 1950 2000  
Source: CGEDD d'après (Arbulu 1998), SGF, Euronext, (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, (Schwert 1990), (Shiller 2000), S&P, STAT-USA, US Bureau of Labor, (Dimson, Marsh & Staunton, 2001), UK Office of National Statistics

# 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

# 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 total tendanciel d'un placement en logement sur la base de 1965-2000

## • (a) Rendement en capital:

Croissance du PIB	inflation + 2,5%
Croissance du revenu des ménages:	<i>idem</i> : inflation + 2,5%
-croissance du nombre de ménages	<u>-1,2%</u>
Reste: croissance du revenu par ménage	inflation + 1,3%
<b>Rendement en capital</b>	<b><i>idem</i>: inflation + 1,3%</b>

## •(b) Rendement locatif net:

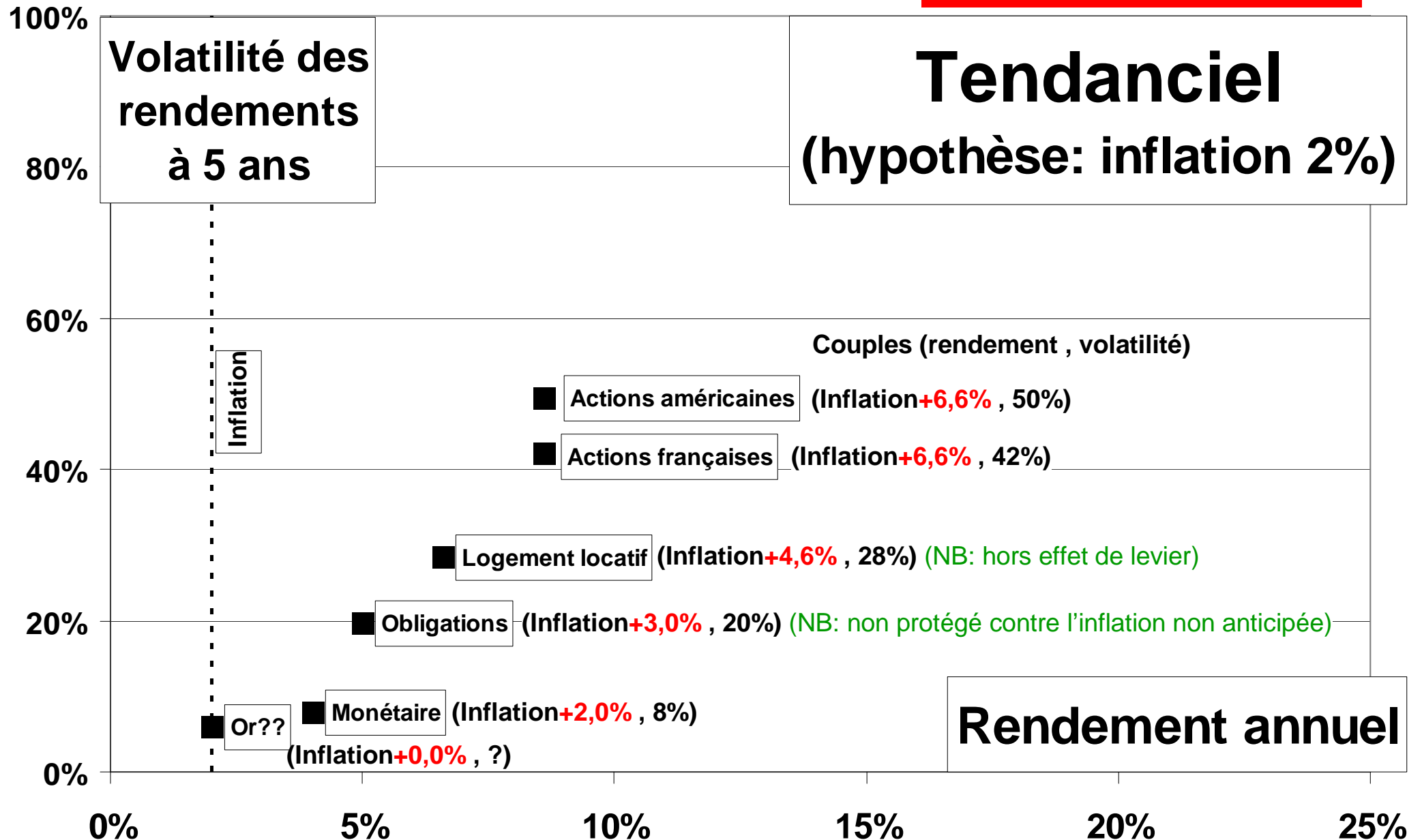
Rendement locatif brut	6,0%
- charges 37% (y compris grosses réparations)	-2,2%
- amortissement sur 20 ans des frais d'achat (11%)	<u>-0,5%</u>
<b>Reste: rendement locatif net</b>	<b>3,3%</b>

•Rendement total = (a)+(b)                      inflation + 4,6%

# 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 »**

# Rendement X volatilité tendanciels



# Autres aspects des placements

- **Effet de levier**
- **Frais**
  - **de gestion**
  - **de transaction**
- **Fiscalité**
- **Risques autres que la volatilité du prix**  
(appréciés différemment par les différents acteurs)
- **Pouvoir diversificateur**

# Actuellement

Par rapport à leur tendance longue respective,

-le prix des **actions** est **faible**

- le prix de **l'or**, des **obligations(\*)** et des **logements** est **élevé**

(\*) sauf inflation durablement très faible

# PLAN

1. Historique du prix des logements
2. Comparaison avec les autres actifs
3. Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?
4. Prospective



# **Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?**

- **Offre-demande de service logement?**
- **Conditions de financement?**
- **Arbitrage par rapport aux autres actifs?**
- **Autres explications?**

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

- Offre-demande de service logement?

**Non** car:

- **Elasticité** prix / parc trop **faible** (-1 à -2)
- **Pas d'envolée des loyers**
- Effets qualitatifs?
  - Le desserrement des ménages n'est pas nouveau et se poursuit
  - Vieillessement?
  - Etrangers?

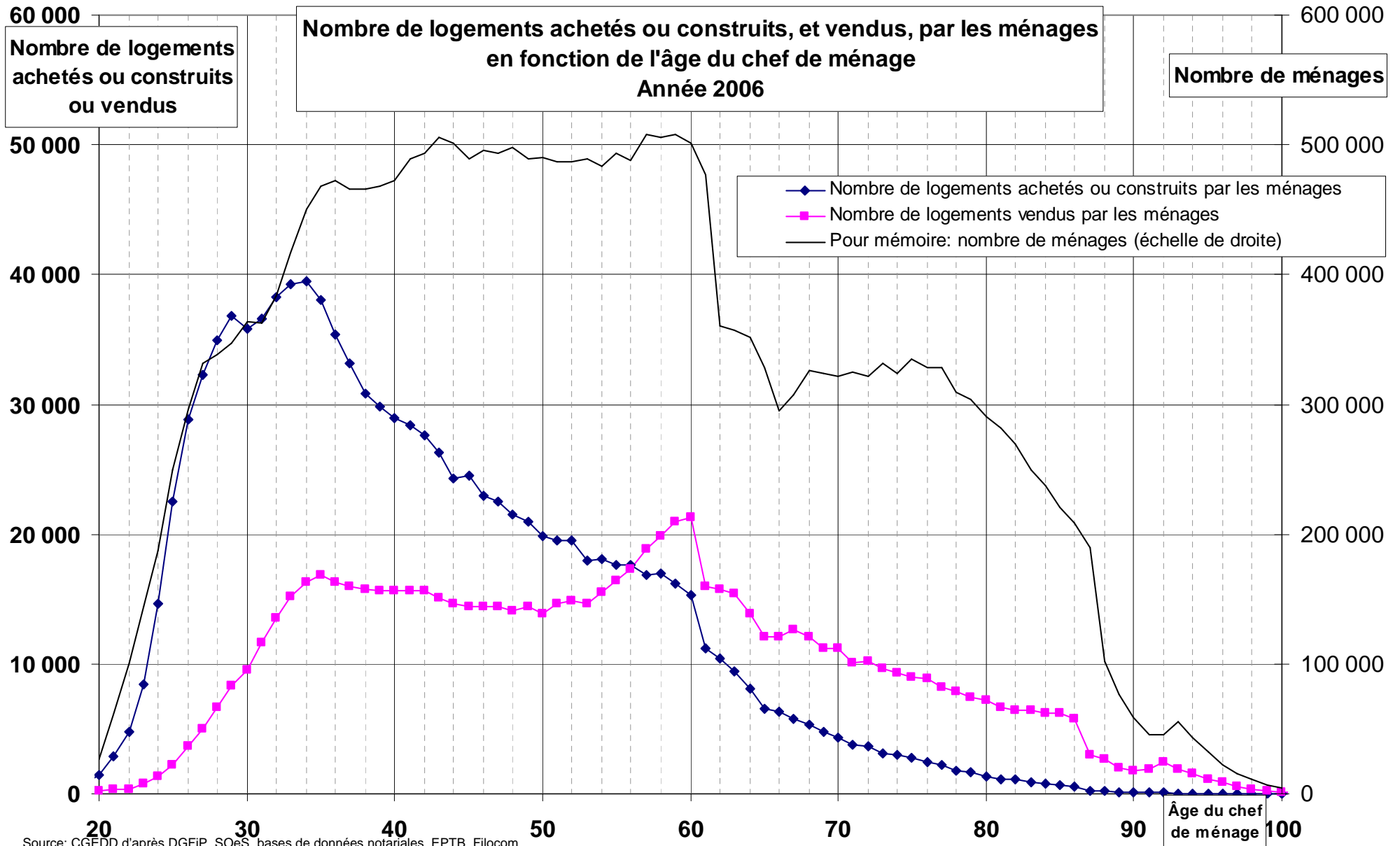
# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

- **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)?

Cette explication démographique peut être renversée: augmentation du % de ménages de plus de 56 ans, seuil au-delà duquel les ménages deviennent vendeurs nets


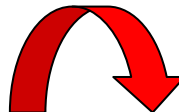



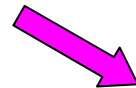

# Variation de la structure des ménages: vieillissement: effet $>0$ ou $<0$ sur la demande?



# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

Achats par les étrangers? Très insuffisant sauf exceptions

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

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

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

- Conditions de financement?

Explication par les **taux d'intérêt insuffisante** car

- Faible corrélation historique 2 à 2 avec le prix des logements
- La baisse des taux a commencé bien avant 2000
- **Relativiser**: 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 2000-2007?

## • Conditions de financement?

### Durée des prêts

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

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

## •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 => expliquerait que les prix aient moins augmenté dans les départements où il y a le plus de résidences principales??)
- 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**

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

- Arbitrage par rapport aux autres actifs?
    - Les taux d'intérêt sont faibles => l'espérance de rendement des obligations est faible => pourrait justifier un report sur les logements...  
(mais taux d'intérêt = 3% et rendement locatif net =  $3,3\%/1,7=1,9\%$  => Il faut une croissance significative du prix des logements pour compenser le risque)
    - ...mais le prix des actions est faible
      - 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
- => L'explication par l'arbitrage par rapport aux autres actifs n'est acceptable que si on suppose une « myopie » des décideurs (surtout des investisseurs)**

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

- **Autres explications: « Myopie » des décideurs**

(« Myopie » = fonder les anticipations en prolongeant le passé récent = « la mémoire courte »)

- Parmi les investisseurs locatifs dans l'ancien, ceux qui choisissent entre logement et autres placements accepteraient des rendements locatifs si faibles parce qu'ils sous-estimeraient l'espérance de plus-value du placement en actions par « myopie » (prolongeraient l'évolution de 2000-2010)
- Parallèle avec 1930-35
- Avantage de cette explication: serait cohérente avec
  - l'inversion du différentiel de croissance des prix appartements / maisons
  - la croissance plus forte dans les départements à faible proportion de résidences principales occupées par le propriétaire (et donc forte proportion de résidences principales locatives privées et de résidences secondaires, considérées comme un investissement).

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?

- **Autres explications**

- 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.

# Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?


En résumé:

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

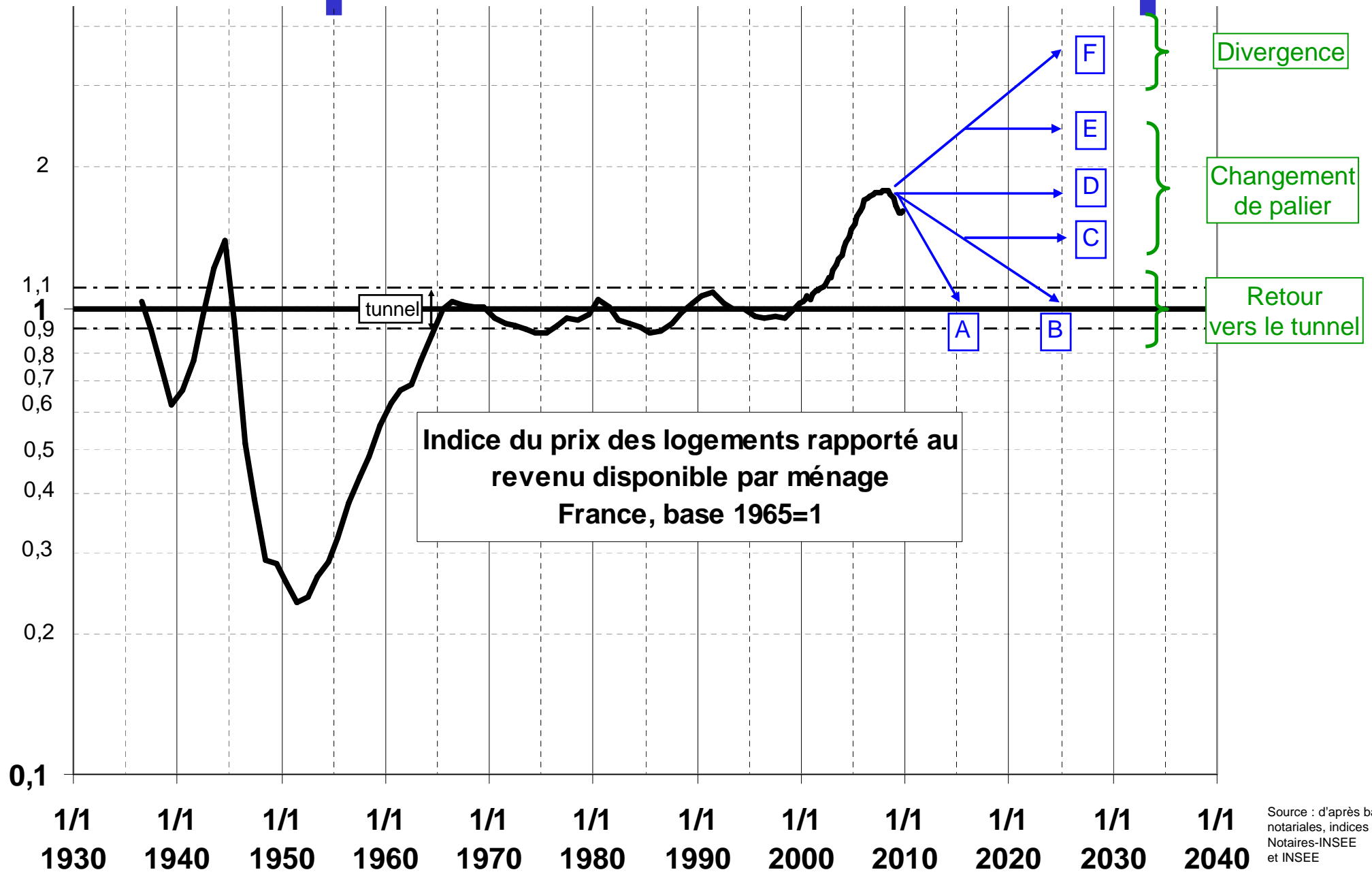
Les mêmes facteurs semblent être la cause du rebond du prix des logements en 2009-2010:

- faiblesse des **taux d'intérêt** nets d'inflation (**pas durable**)
- « **myopie** » des décideurs, a fortiori après le **2ème krach boursier** (2008 après 2000) (**réversible**)
- différenciation Royaume-Uni – France - Etats-Unis:
  - taux d'intérêt (variables!) plus faibles au R.U.,
  - peu d'investisseurs locatifs + « subprimes » et saisies aux Etats-Unis

# PLAN

1. **Historique du prix des logements**
2. **Comparaison avec les autres actifs**
3. **Comment expliquer l'envolée de 2000-2007?**
4. **Prospective** 

# Prospective sur les prix



# Le scénario F (divergence) paraît peu vraisemblable

- 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)**

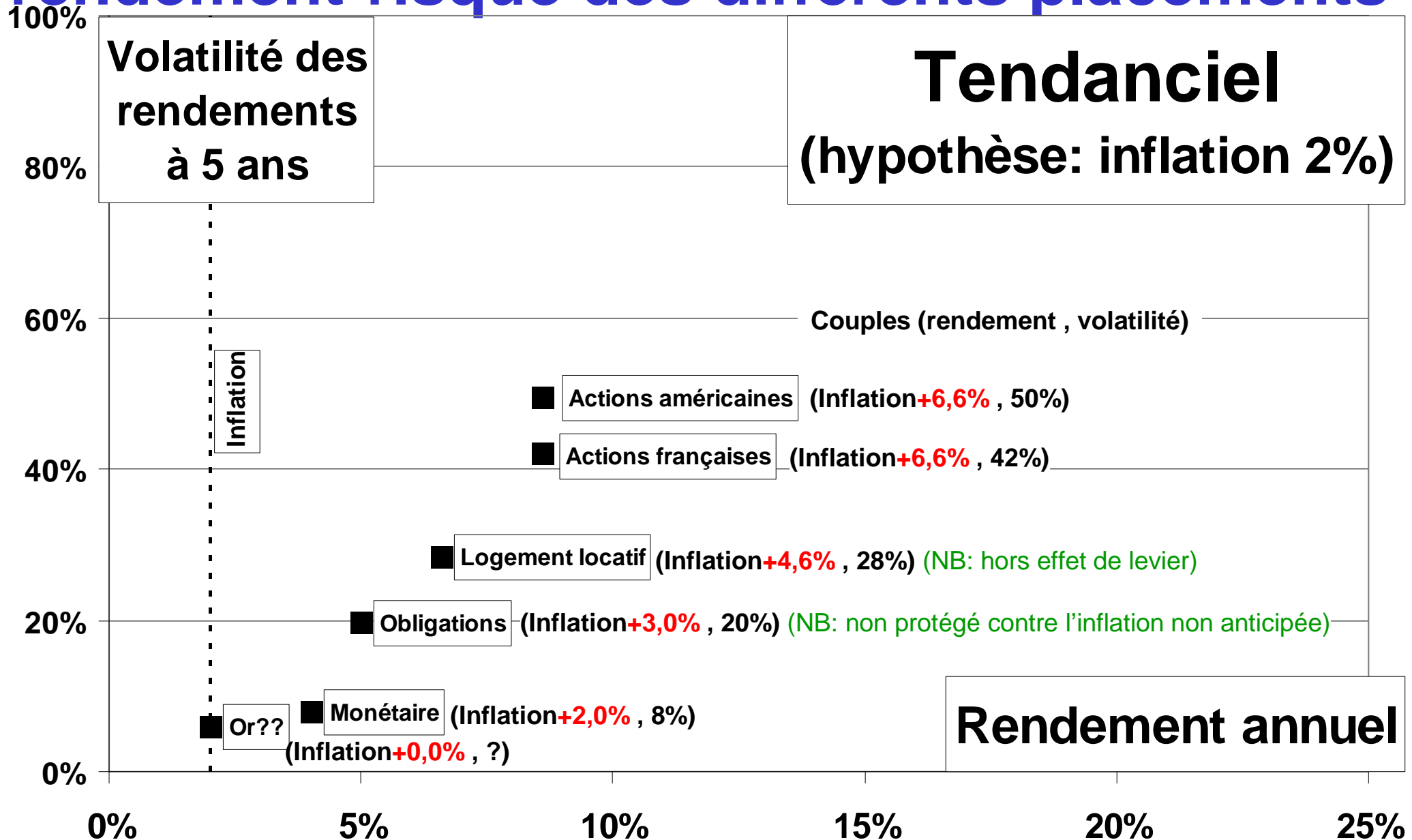
**L'envolée des prix de 2000-2007 signale-t-elle un « changement de palier » pérenne résultant de phénomènes exceptionnels?**

- **Les causes de l'envolée auront-elles un effet pérenne?**
  - (Rejet de l'explication par « offre et demande de logement »)
  - Conditions de financement
  - Arbitrage par rapport aux autres actifs
  - « Myopie » des décideurs
- **Phénomène nouveau: niveau de la dette publique**

# Conditions de financement

- **Taux d'intérêt:** sur 1965-2000 ils n'ont pas été plus élevés que la moyenne (=inflation +3%). On ne voit donc pas pourquoi ils seraient plus faibles (nets d'inflation) à l'avenir que sur 1965-2000.
  - **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
      - Aux Etats-Unis, l'allongement de la durée des prix 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 (prêts relais)
- => on ne voit pas dans les conditions de financement une cause de changement significatif de palier.**

# Arbitrage: stabilité de la hiérarchie rendement-risque des différents placements



# Arbitrage: stabilité de la hiérarchie rendement-risque des différents placements

- Stabilité de la hiérarchie des couples

rendement (net d'inflation) –risque => le rendement locatif brut doit revenir vers 6%

- On ne voit pas pourquoi les loyers augmenteraient plus rapidement que le revenu par ménage:
  - 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: « **Retour vers le tunnel** »

# « Myopie » des décideurs

- « Myopie » = fonder les anticipations en prolongeant le passé récent = « la mémoire courte »
- Par nature, le passé récent évolue dans le temps (ex.: comparer les années 1990 et 2000 pour actions et logement)  
⇒ L'effet de la « myopie » des décideurs est temporaire et réversible

# Désendettement de la collectivité

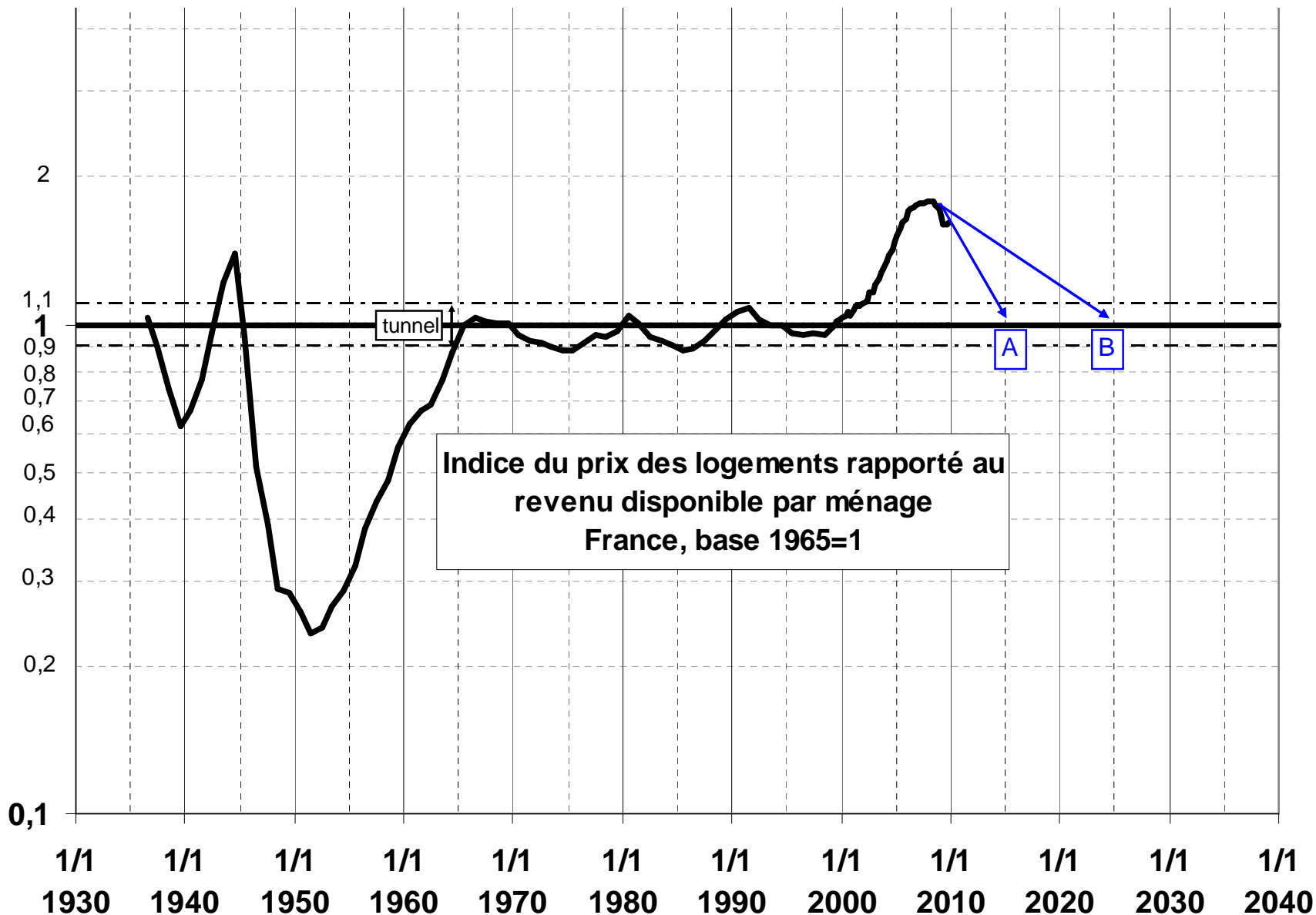
**Le niveau atteint par la dette publique (désormais autoalimentée sauf réaction) constitue une rupture par rapport à 1965-2000**

**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 »**
  - **Conditions de financement** (relativiser l'effet de l'allongement des prêts + ses effets à rebours + réversibilité dans certains cas)
  - **Arbitrage: stabilité de la hiérarchie rendement-risque des différents placements** (retour vers les rendements locatifs bruts antérieurs à 2000)
  - **« Myopie » des décideurs** (réversible)
  - **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 (rapide) =  
baisse de  
30 à 35%  
de 2007 à  
2015

B (lent) =  
constance  
en monnaie  
nominale  
pendant 15  
à 20 ans  
(« scénario  
japonais »)

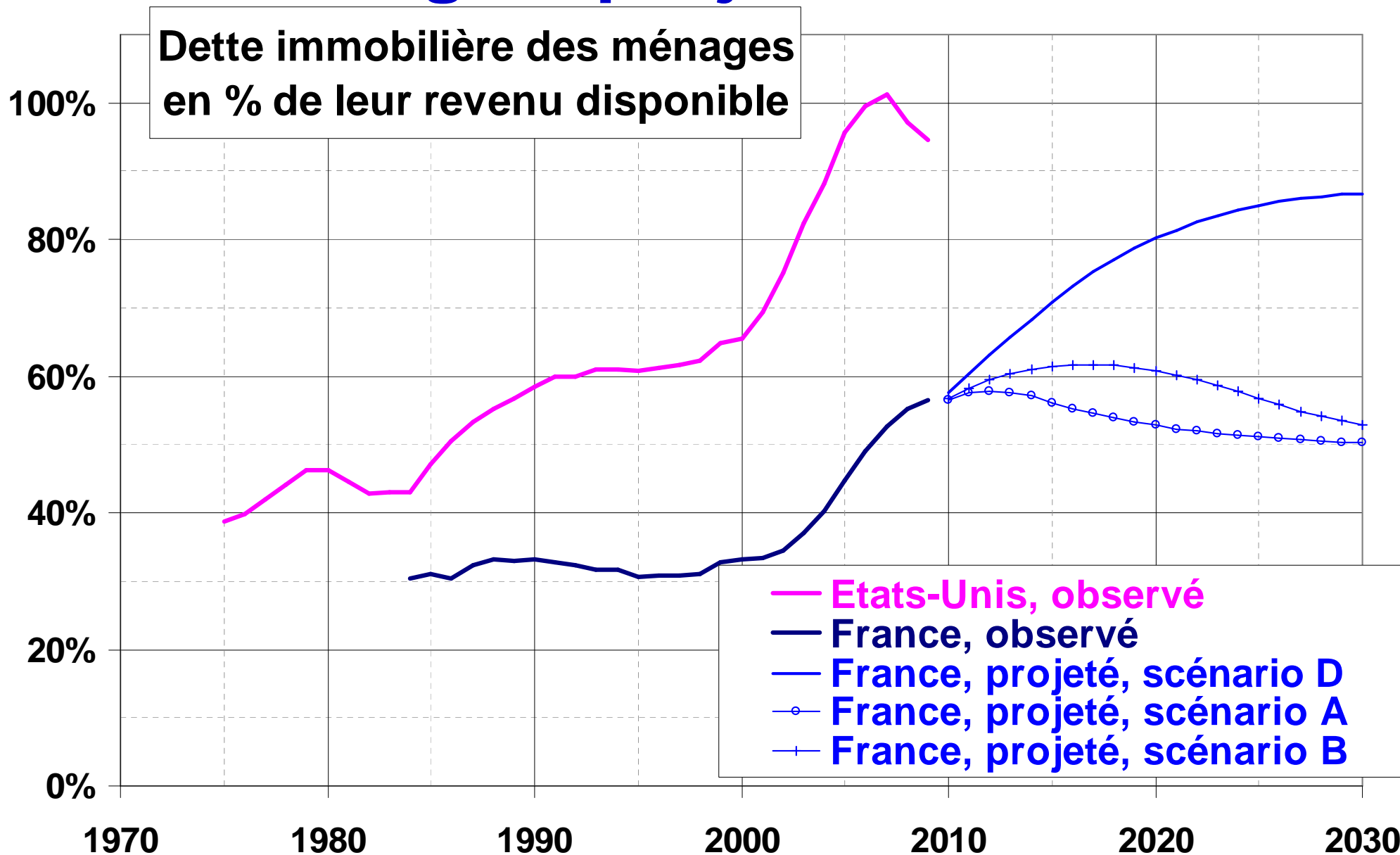
# A quelle vitesse rejoindra-t-on le tunnel?

- **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**
- **Le maintien de taux d'intérêt bas réduit la probabilité du scénario A le temps que la « myopie » des décideurs inverse son effet**

# Prospective sur les nombres de transactions de logements anciens

- **Au vu des évolutions passées, le palier de 800 000 transactions de logements anciens par an observé de 2000 à 2007 n'était pas particulièrement élevé, surtout en fin de période**
- **Le nombre de transactions de logements anciens devrait rejoindre puis dépasser ce palier**
- **A quelle vitesse, selon quel cheminement: ?**

# Prospective sur la dette immobilière des ménages: projection à 2030



# Références

**On trouvera sur**

**[http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id\\_rubrique=138](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id_rubrique=138)**

- **les valeurs numériques et les sources de la plupart des séries temporelles utilisées**
- **des actualisations mensuelles**
- **une note « Le prix des logements sur le long terme » (mars 2010)**
- **d'autres documents**