

LE PRIX DES LOGEMENTS SUR LE LONG TERME

- **Perspective sur LONGUE PERIODE**
- **Références: note « Le prix des logements sur le long terme », autres notes et actualisations mensuelles sur**

http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id_rubrique=138

Les points de vue exprimés n'engagent que le conférencier

PLAN

- 1. Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800**
- 2. Le prix des logements sur longue période**
- 3. Propriétés du prix des logements depuis 1965**
- 4. Placement en logement sur longue période**
- 5. Montant et nombre des transactions de logements**
- 6. Éléments pour la prospective**
- 7. Conclusion**

PLAN



- 1. Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800**
- 2. Le prix des logements sur longue période**
- 3. Propriétés du prix des logements depuis 1965**
- 4. Placement en logement sur longue période**
- 5. Montant et nombre des transactions de logements**
- 6. Éléments pour la prospective**
- 7. Conclusion**

1. Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800

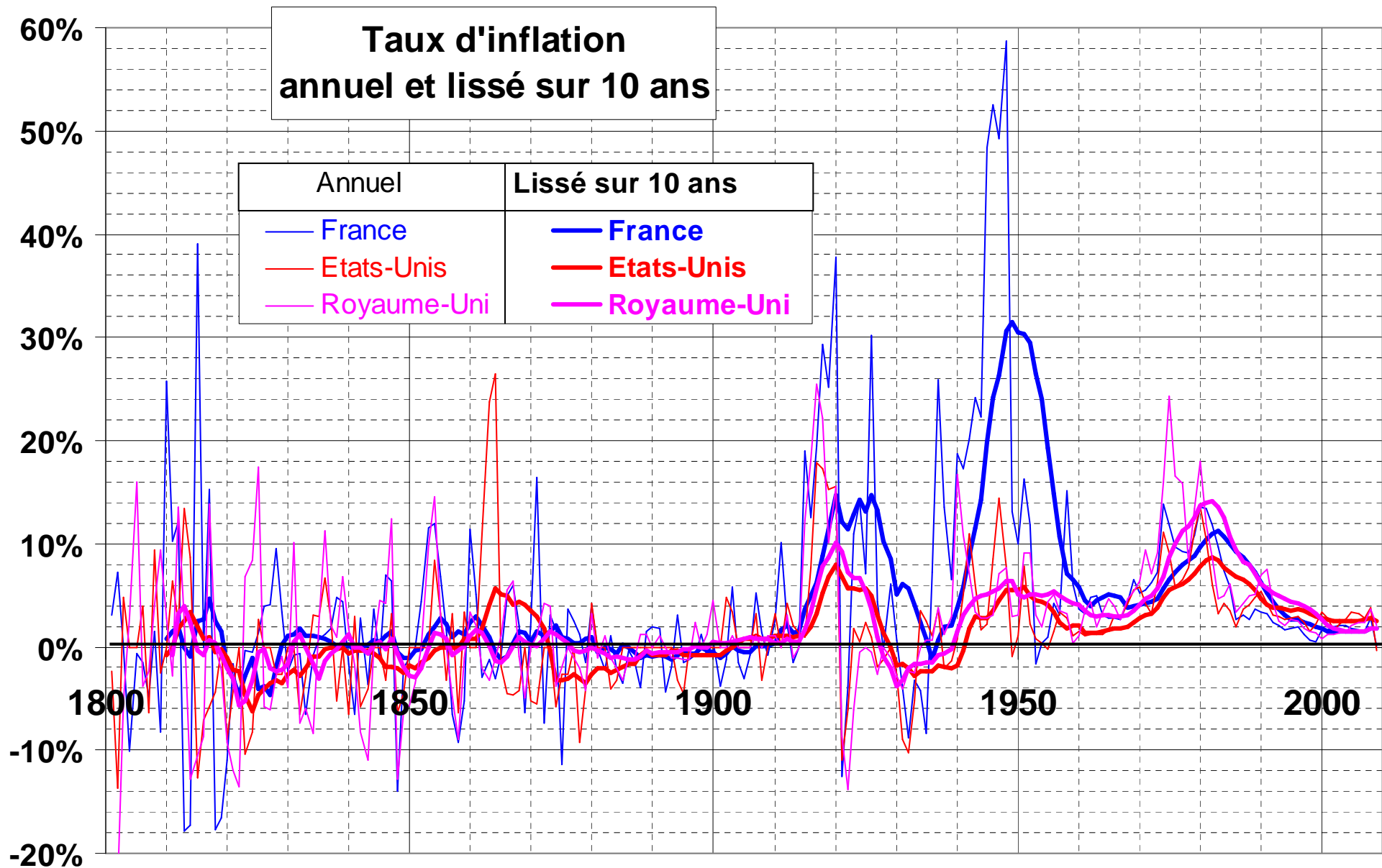
1.1. Monnaie (inflation et taux de change)

1.2. Or

1.3. Actifs à revenu fixe: placements de taux à long terme ou à court terme

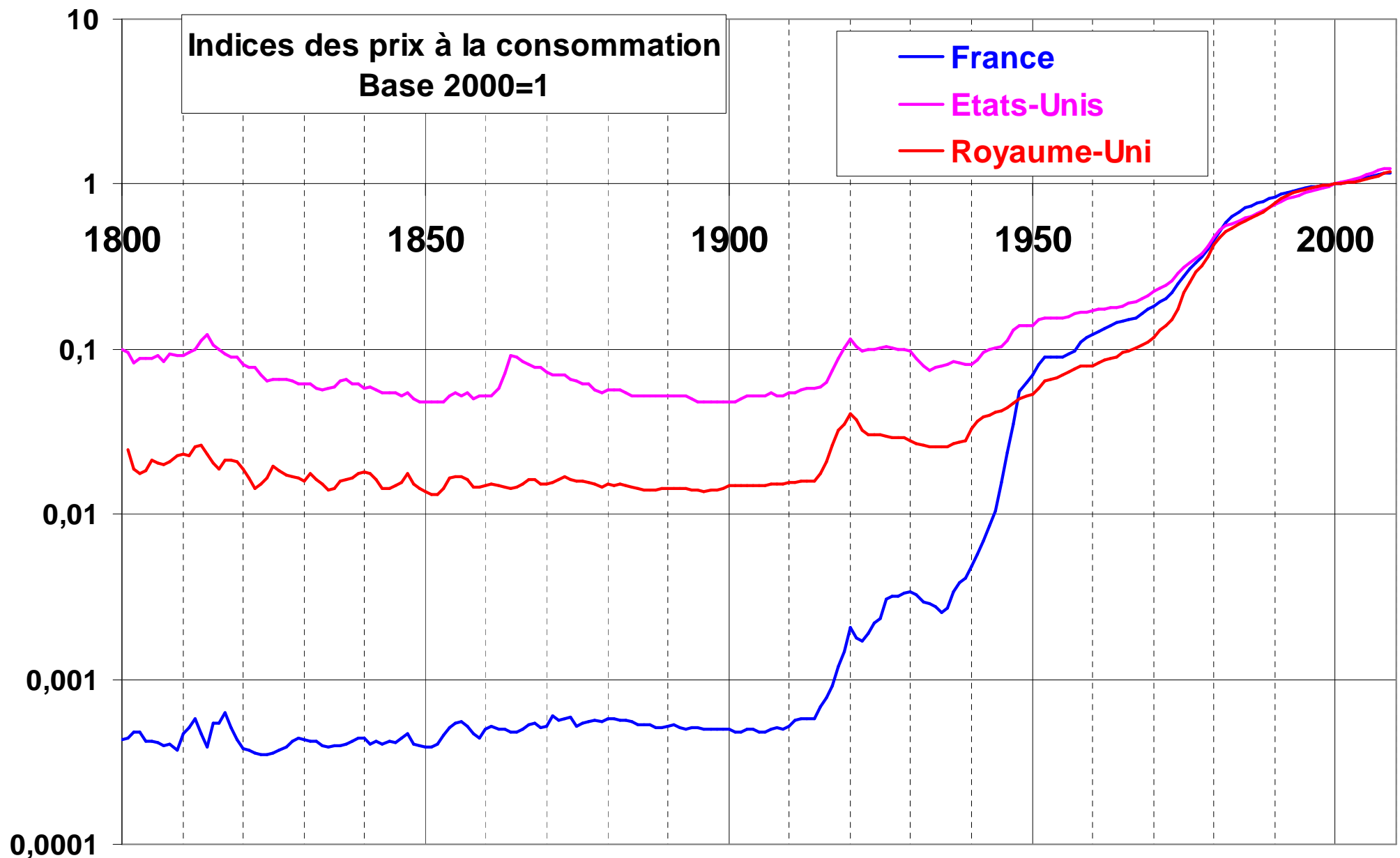
1.4. Actions

Prix à la consommation



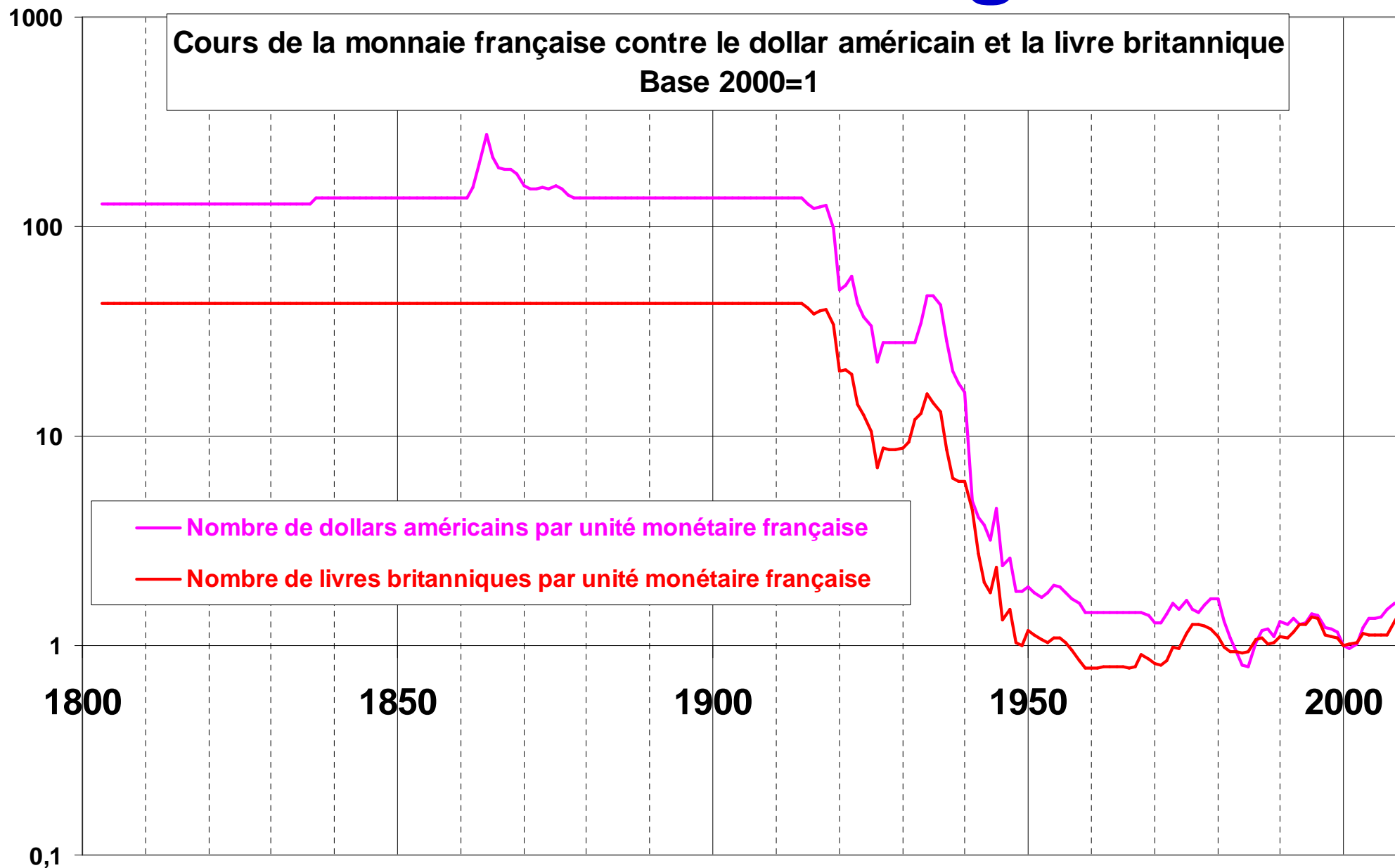
Source: CGEDD d'après (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, Stats-USA, US Bureau of Labor, UK office of National Statistics

Prix à la consommation

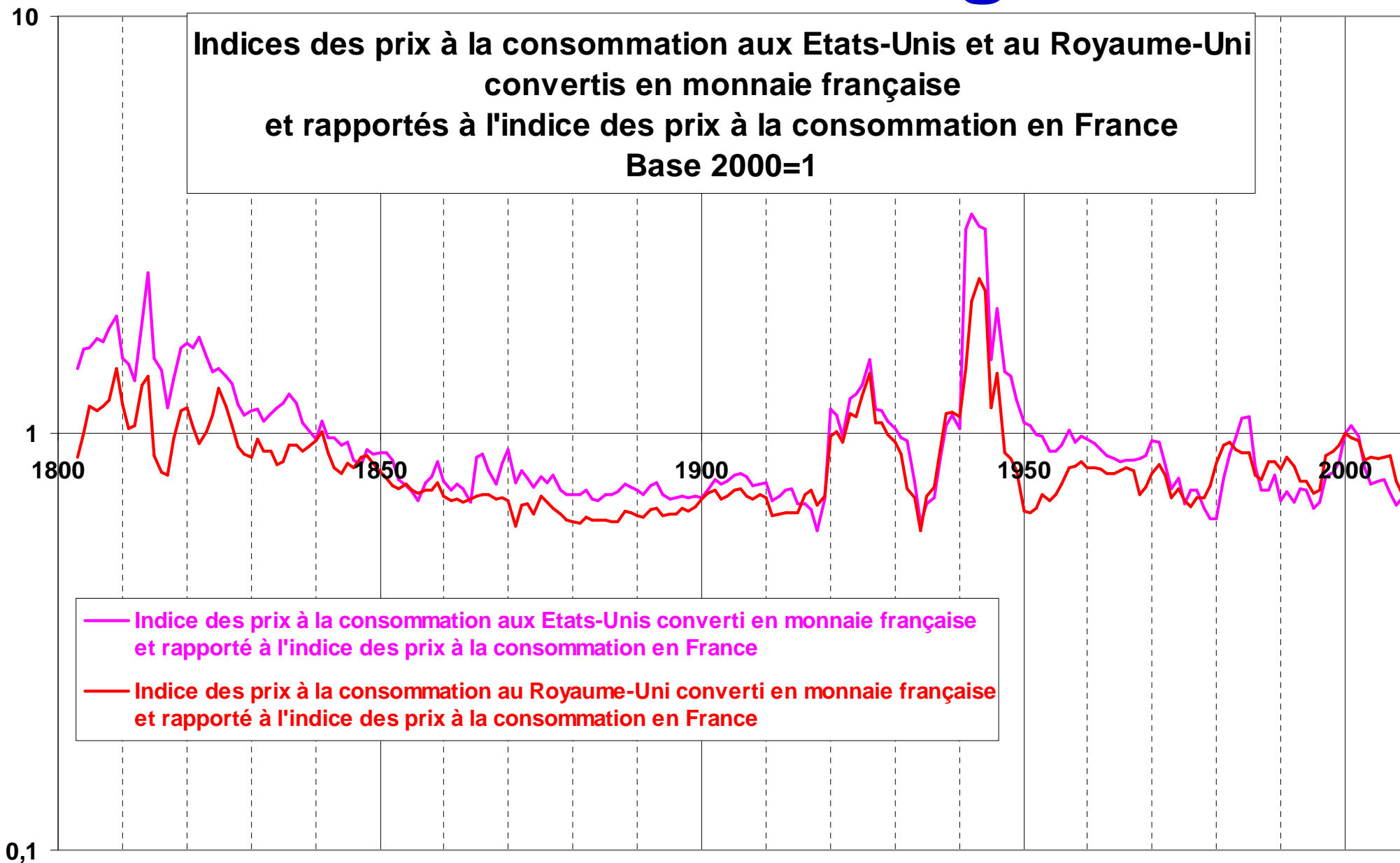


Source: CGEDD d'après (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, Stats-USA, US Bureau of Labor, UK office of National Statistics

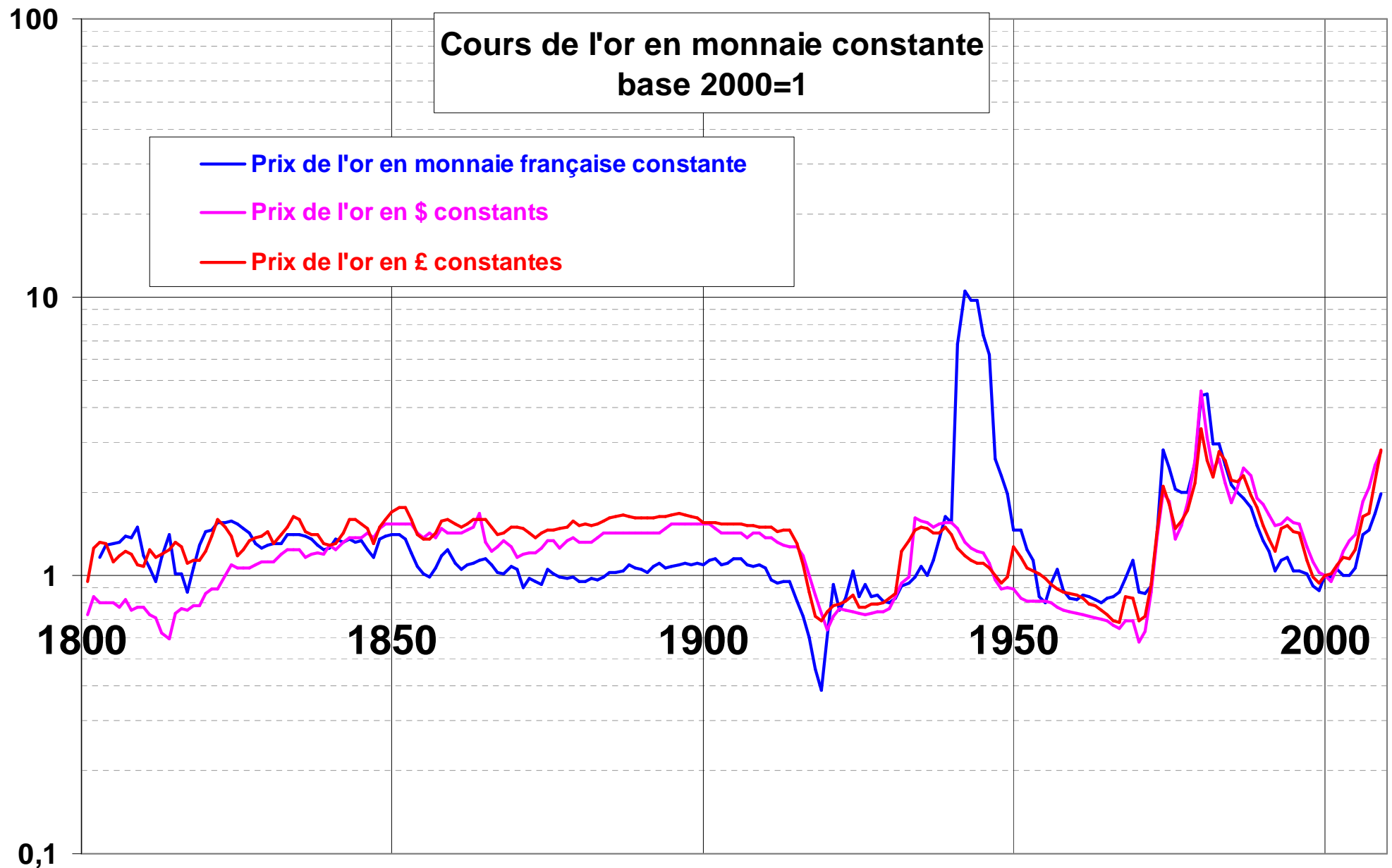
Taux de change



Taux de change

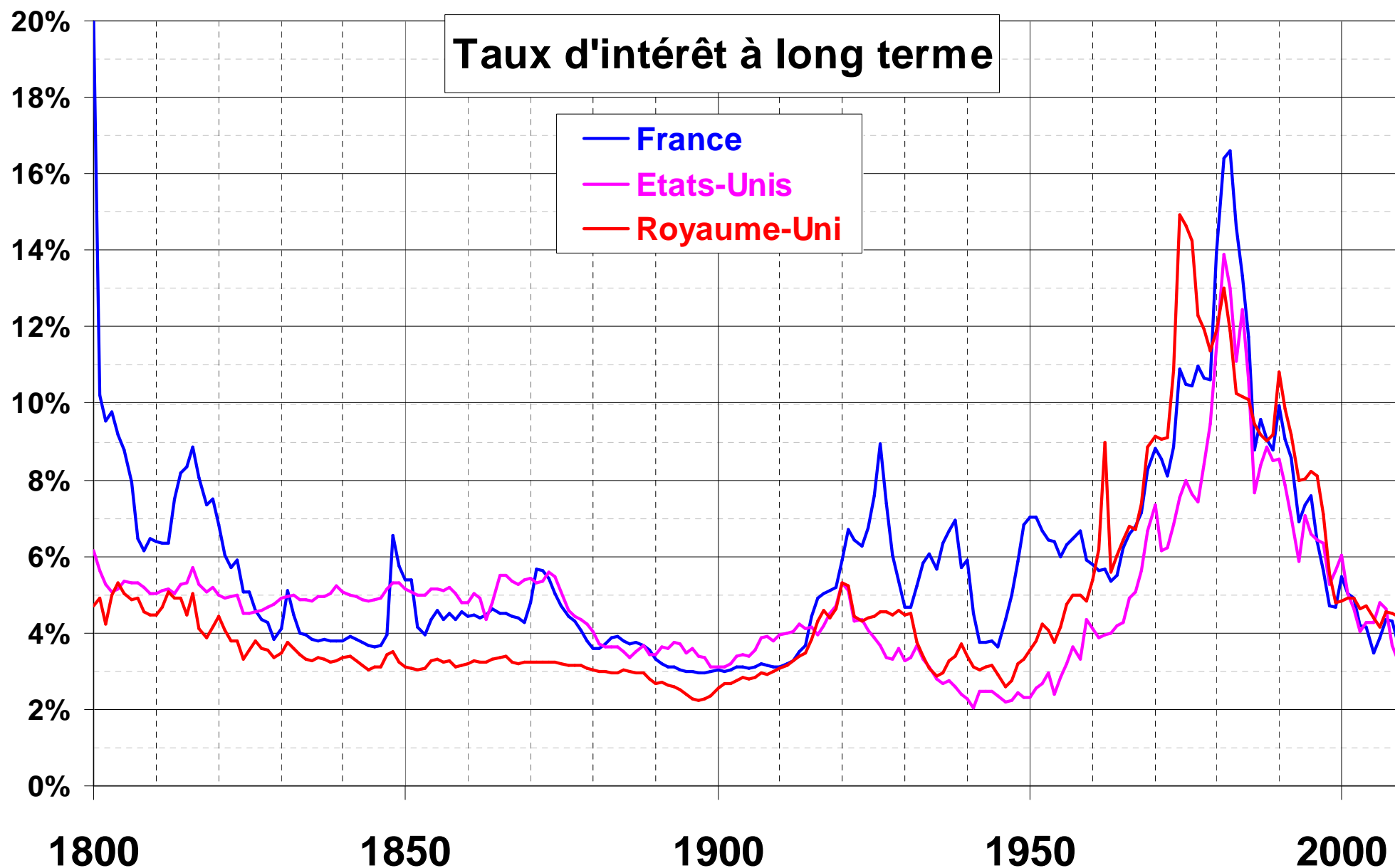


Or



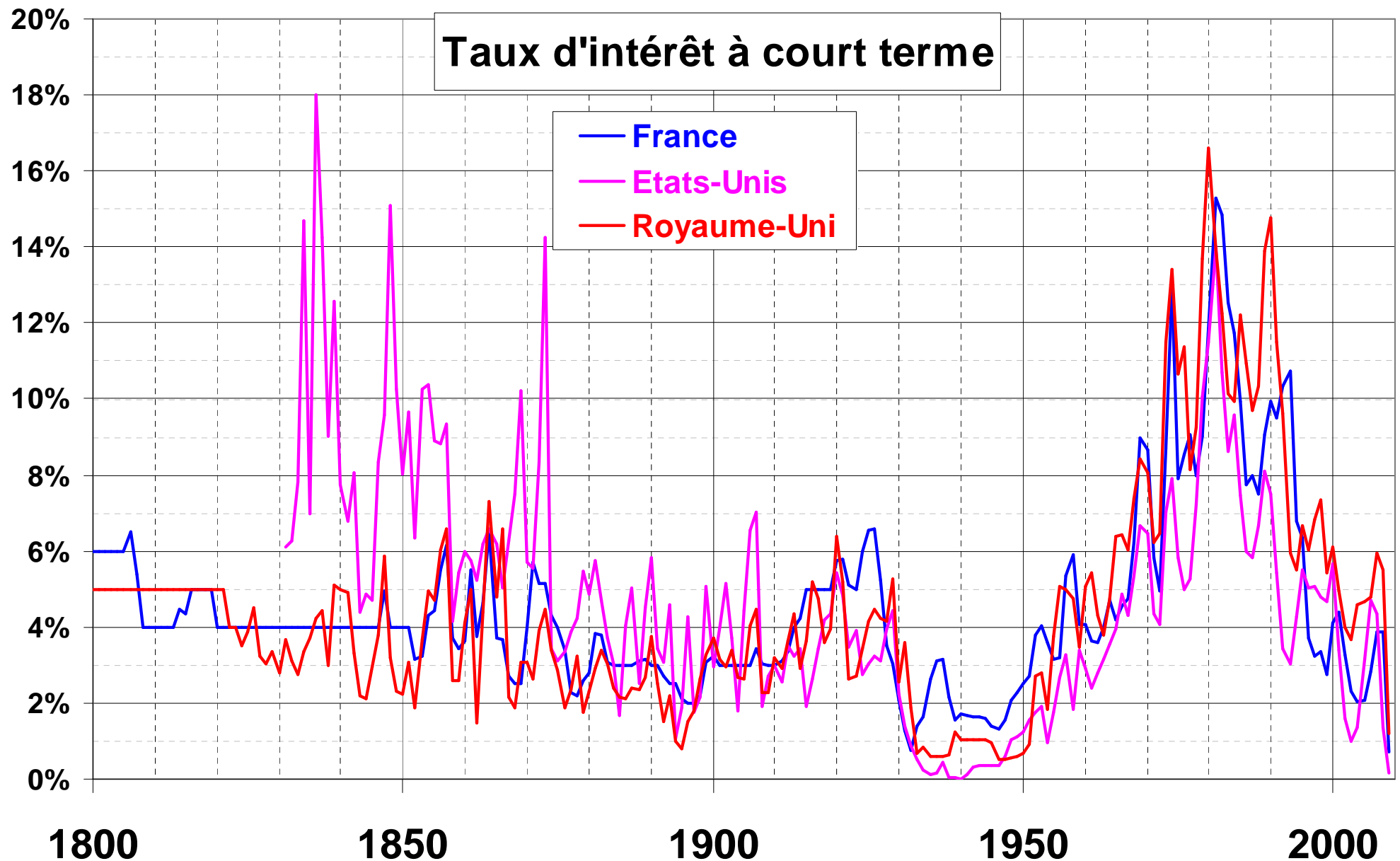
Source: CGEDD d'après INSEE, Banque de France, World Gold Council, (Officer, 2002).

Taux d'intérêt à long terme



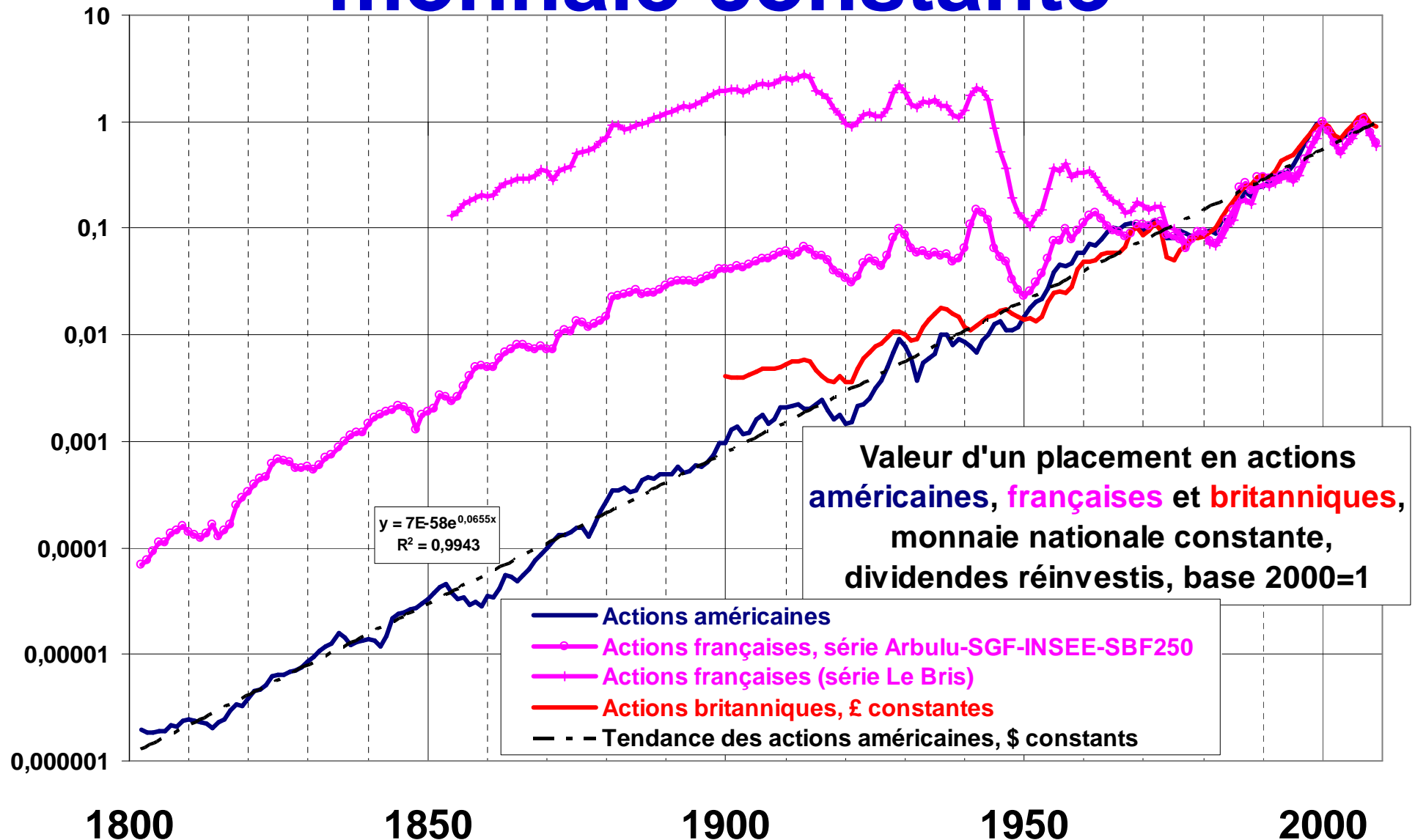
Source: CGEDD d'après (Vaslin, 1999), (Loutchitch, 1930), Ixis, INSEE, (Homer & Sylla, 1998), US Historical Statistics, Federal Reserve, Bank of England

Taux d'intérêt à court terme



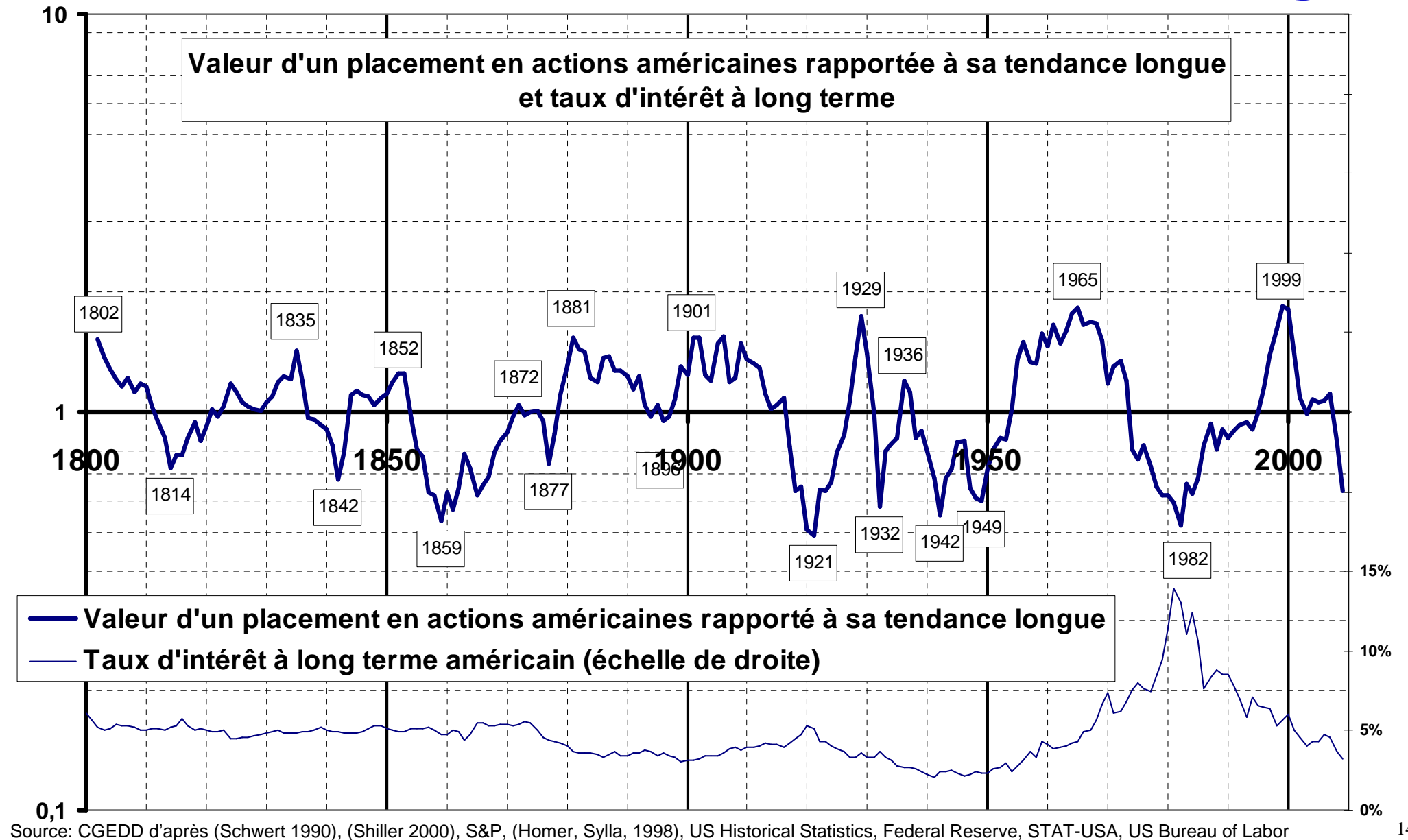
Source: CGEDD d'après (Chabert, 1949), Ixis, INSEE, (Homer & Sylla, 1998), US Historical Statistics, Federal Reserve, UK National Statistics

Valeur d'un placement en actions en monnaie constante

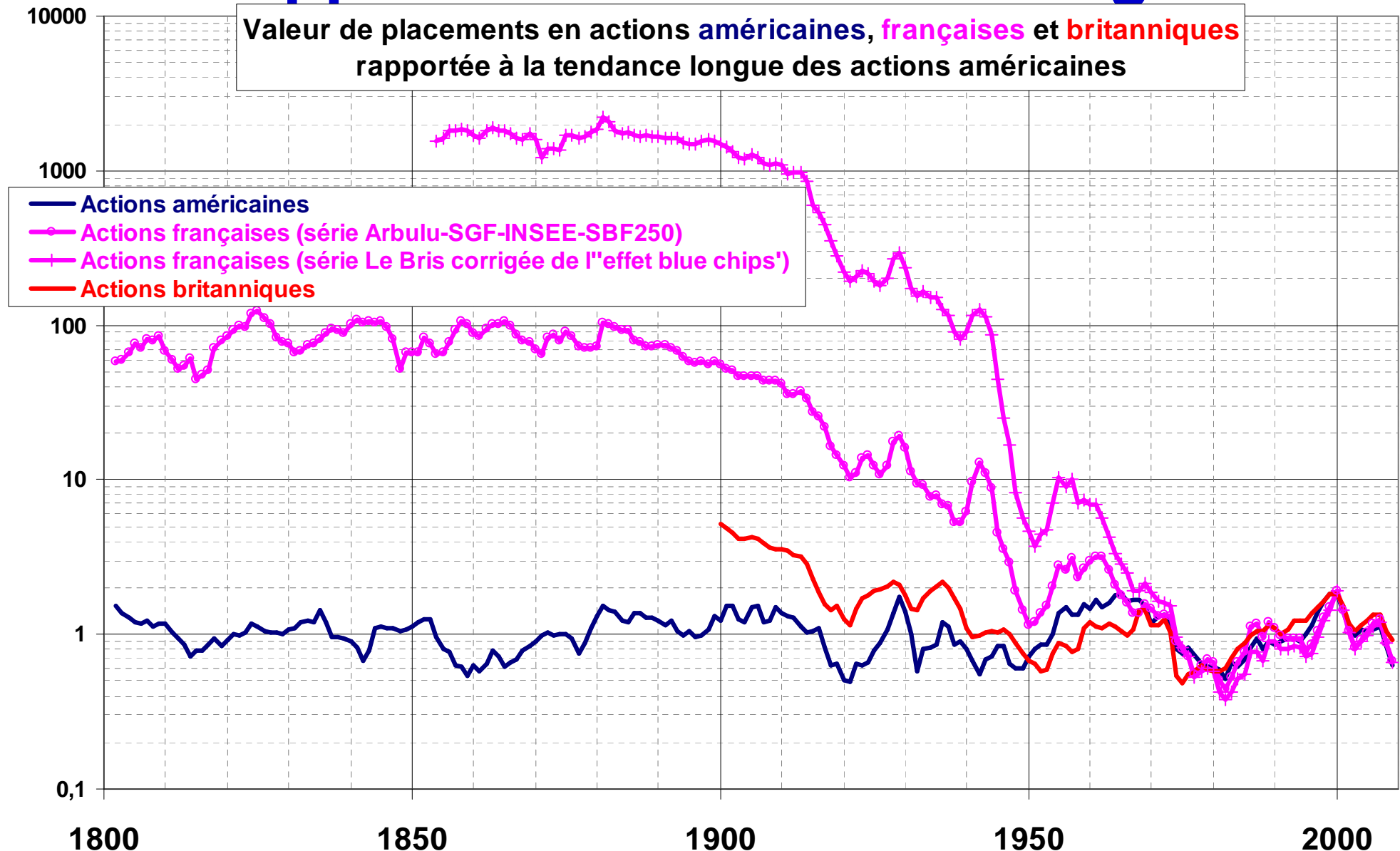


Source: CGEDD d'après (Arbulu 1998), (Le Bris et Hautcoeur, 2010), SGF, Euronext, (Chabert, 1949), (Lévy-Leboyer & Bourguignon, 1985), INSEE, (Schwert 1990), (Shiller 2000), S&P, STAT-USA, US Bureau of Labor, (Dimson, Marsh & Staunton, 2001), UK Office of National Statistics

Valeur d'un placement en actions américaines rapportée à sa tendance longue



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




Source: CGEDD d'après (Arbulu 1998), (Le Bris et Hautcoeur, 2010), 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

Quelques conclusions 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 » pour devises, or, taux et actions**
- **Faible lien prix des actions X taux d'intérêt**
- **On va retrouver des phénomènes analogues dans le cas du logement**

PLAN

1. Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800
2. **Le prix des logements sur longue période** 
3. Propriétés du prix des logements depuis 1965
4. Placement en logement sur longue période
5. Montant et nombre des transactions de logements
6. Éléments pour la prospective
7. Conclusion

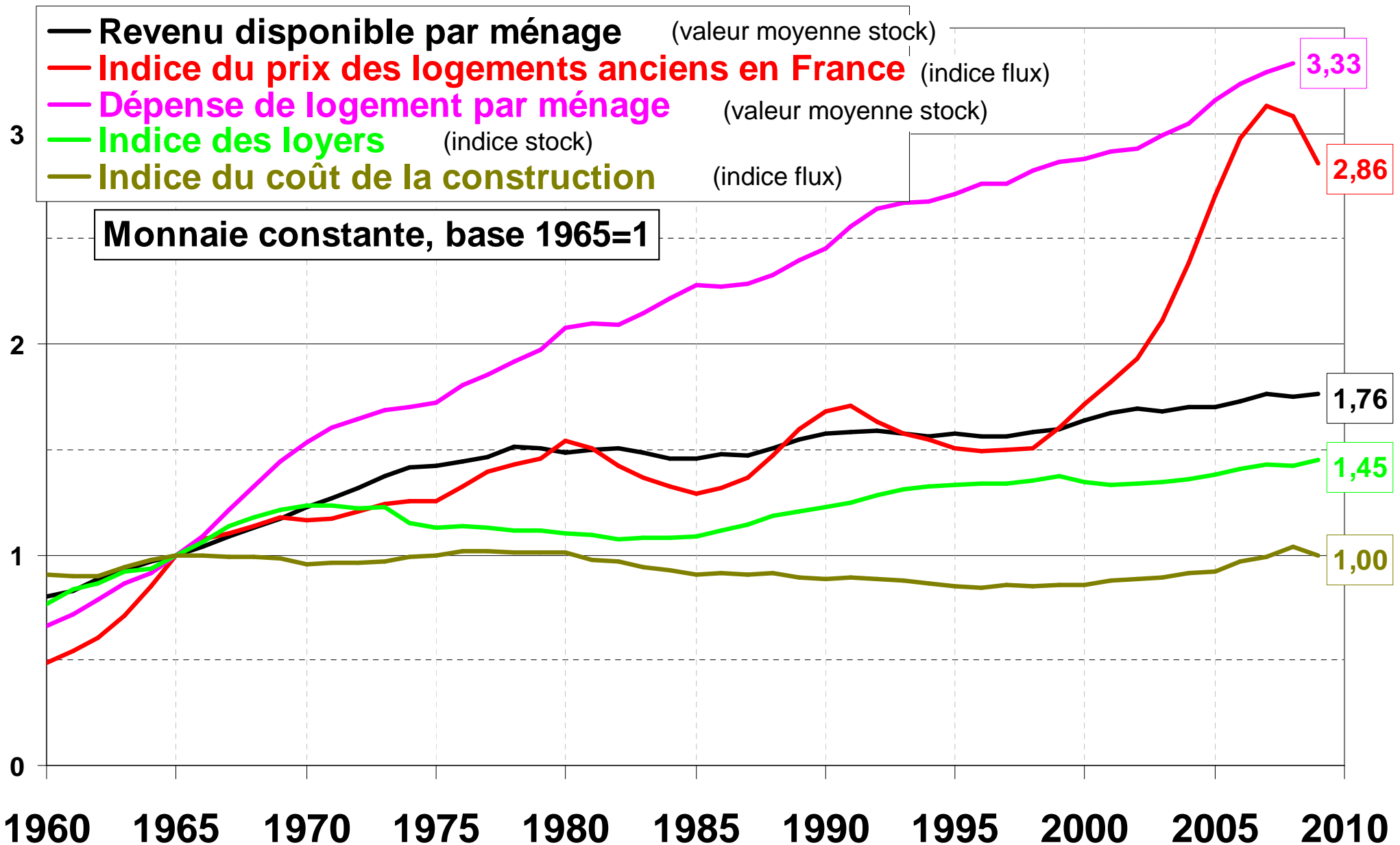
2. Le prix des logements sur longue période

2.1. Mesure du prix des logements

**2.2. Indices séculaires du prix des
logements**

**2.3. Le prix des logements depuis les
années 1960**

DE QUOI PARLE-T-ON?



DE QUOI PARLE-T-ON?

De 1965 à 2000:

- l'indice du **prix des logements** a augmenté comme le revenu par ménage...
- alors que la **dépense de logement** augmentait beaucoup plus rapidement
- sous l'effet de **l'amélioration de la qualité** (au sens large)

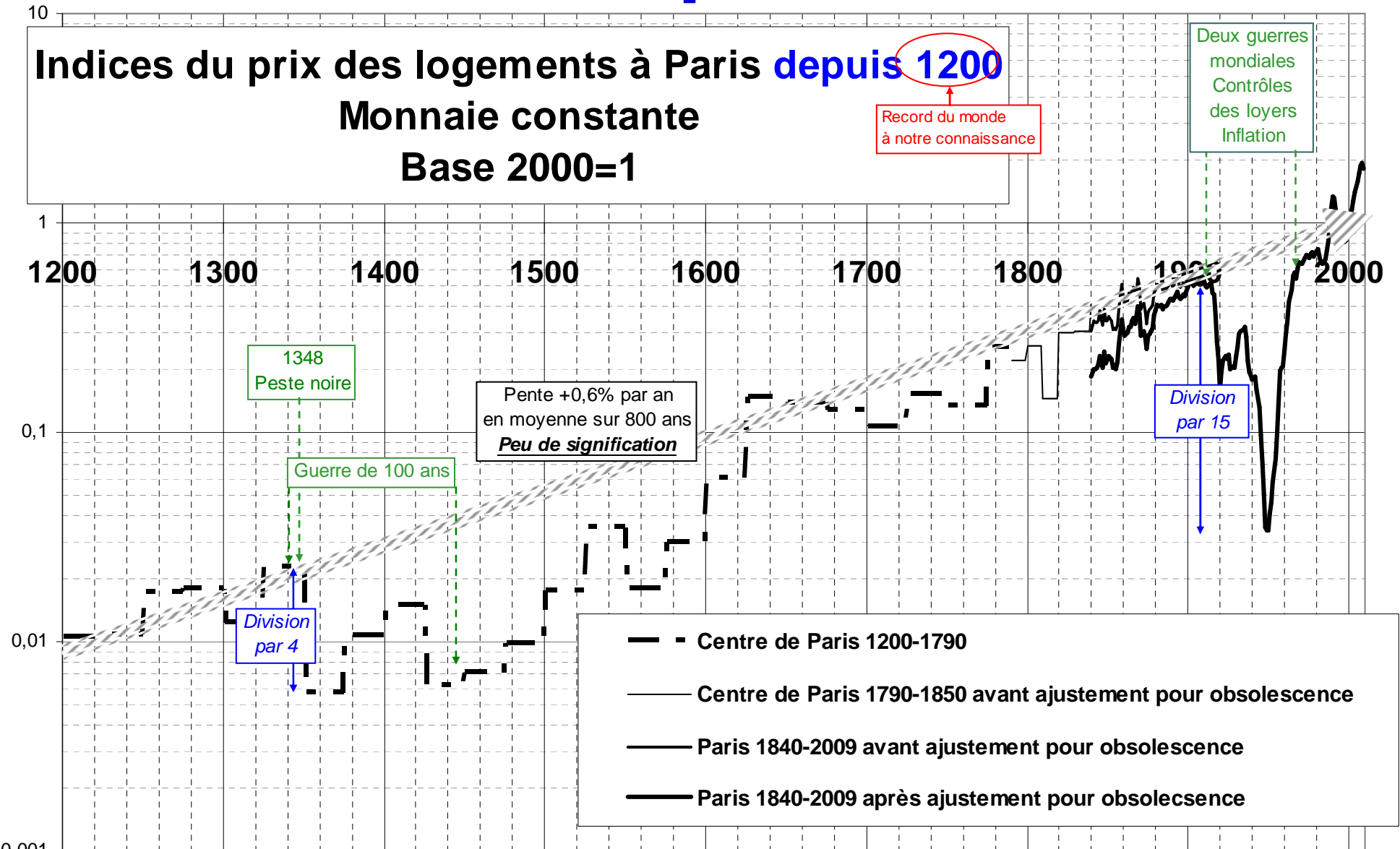
Au contraire la **hausse des prix** de 2000 à 2007 ne reflète pas une amélioration de la qualité

=> *Faire attention à ce dont on parle*

Quatre (familles d') indices séculaires du prix des logements

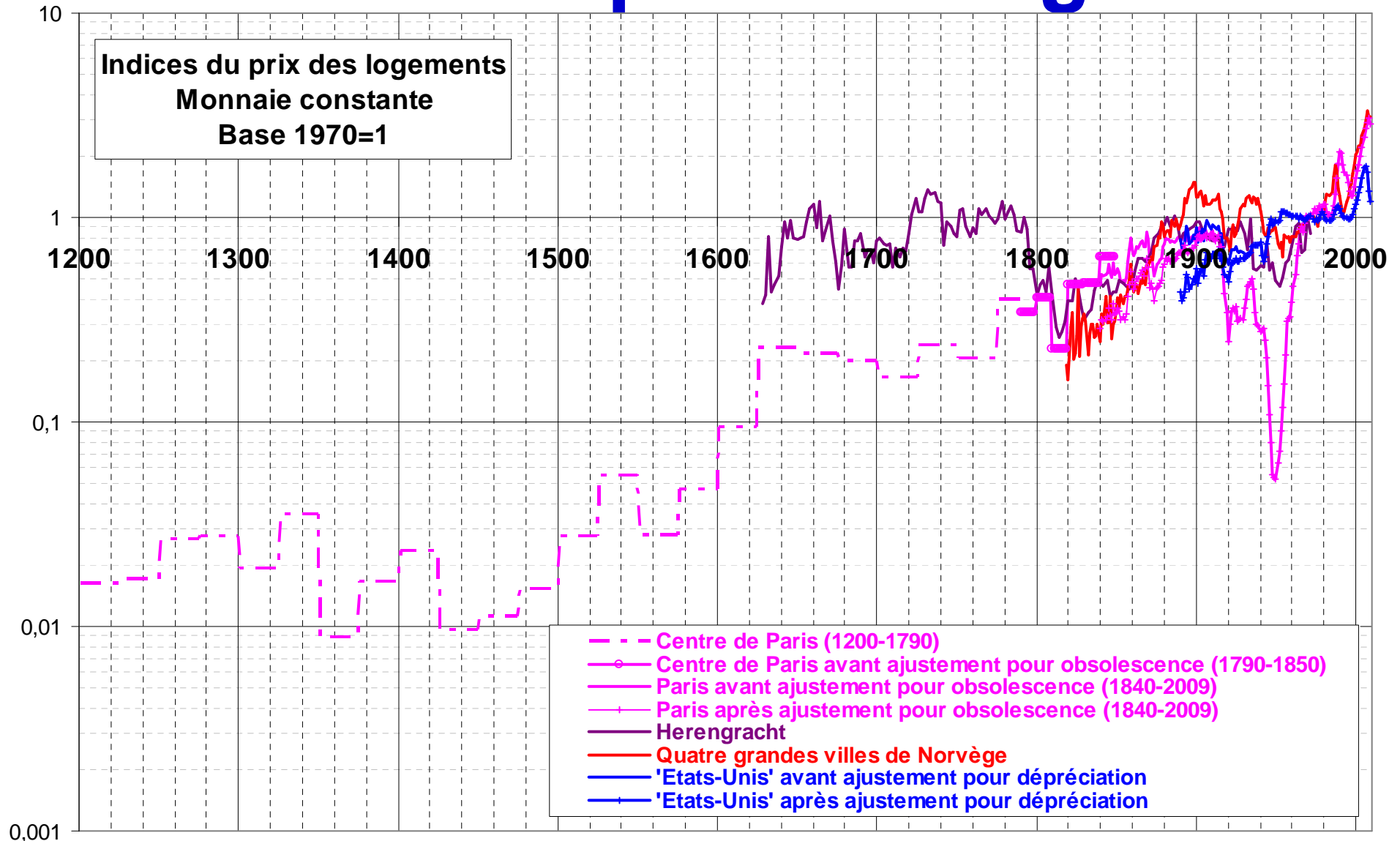
- Paris
- Herengracht
- 4 grandes villes de Norvège
- « Etats-Unis » (22 puis 5 grandes villes puis totalité du territoire puis 70% du parc en valeur)

Indices du prix des logements à Paris depuis 1200



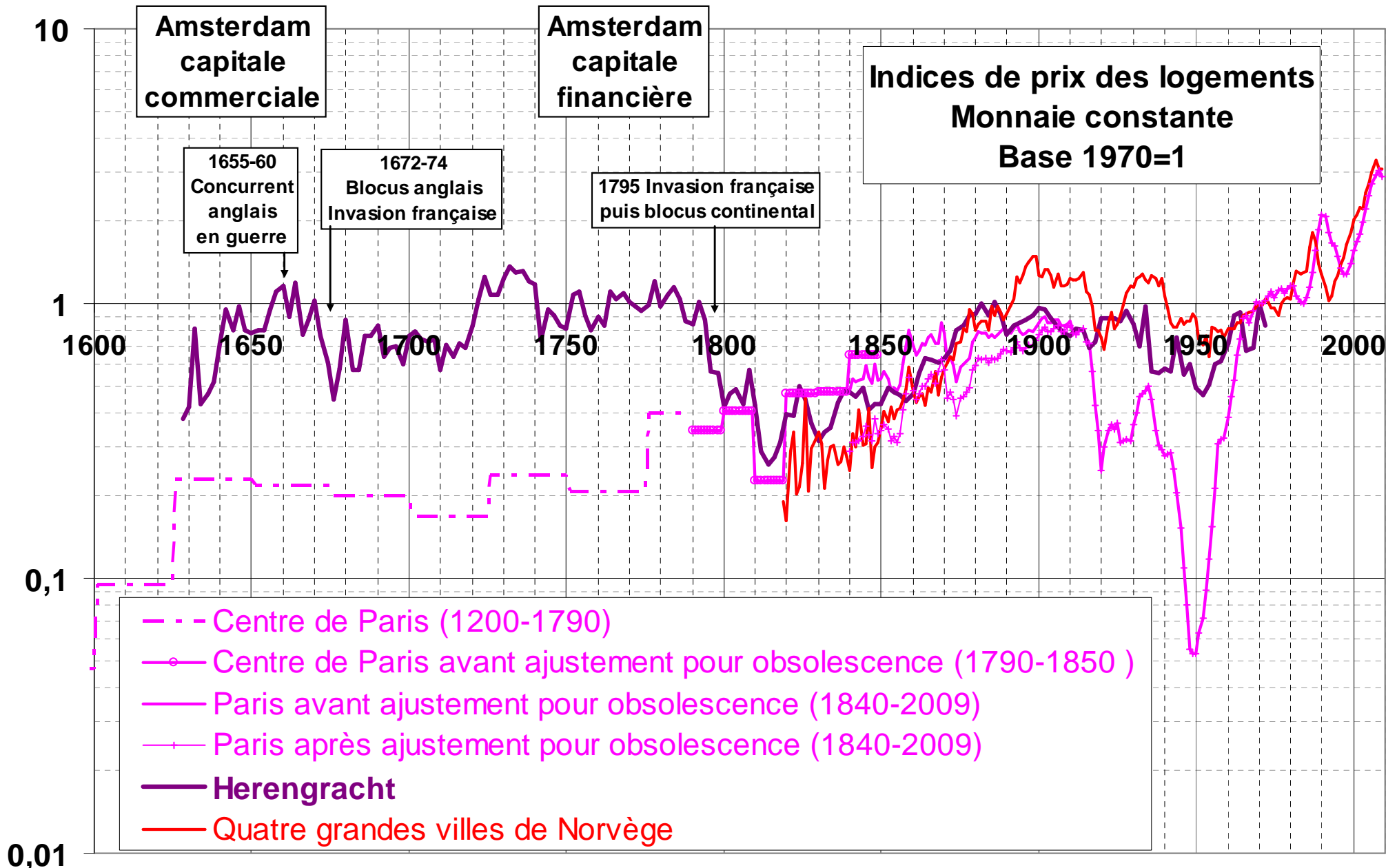
Source: CGEDD d'après d'Avenel, Duon, INSEE, indices Notaires-INSEE et bases notariales

Quatre (familles d') indices séculaires du prix des logements



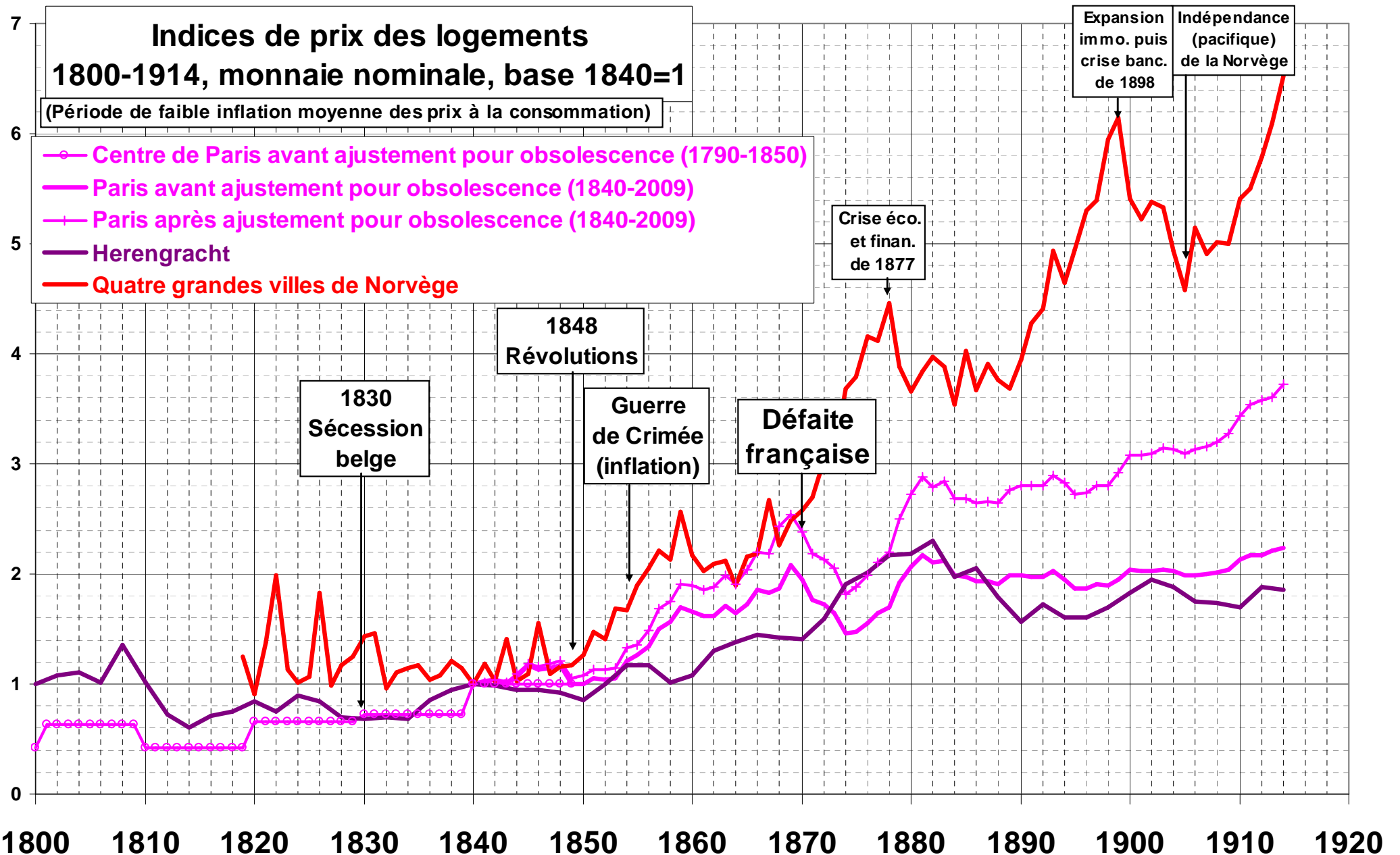
Source: CGEDD d'après d'Avenel, Duon, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Eichholtz, Eitrheim & Erlandsen, Grebler, Shiller, Villa, Chabert, Lévy-Leboyer et Bourguignon, INSEE, Historical Statistics of the United States, US Bureau of Labor

Déclin d'Amsterdam



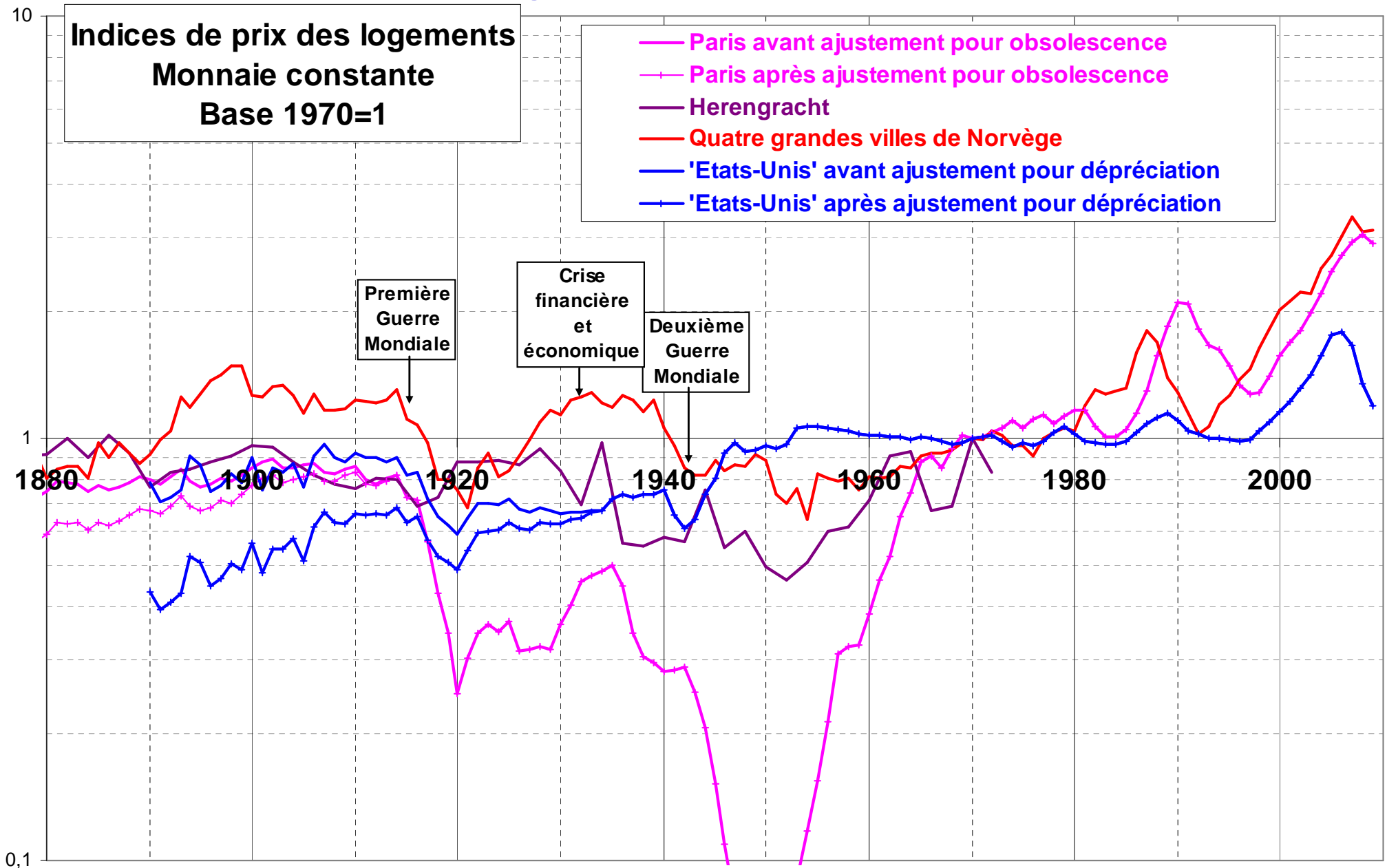
Source: CGEDD d'après d'Avenel, Duon, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Eichholtz, Eitheim & Erlandsen, Grebler, Shiller, Villa, Chabert, Lévy-Leboyer et Bourguignon, INSEE, Historical Statistics of the United States, US Bureau of Labor

19ème siècle



Source: CGEDD d'après Duon, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Eichholtz, Eitrheim & Erlandsen, Lévy-Leboyer et Bourguignon, INSEE

20ème siècle



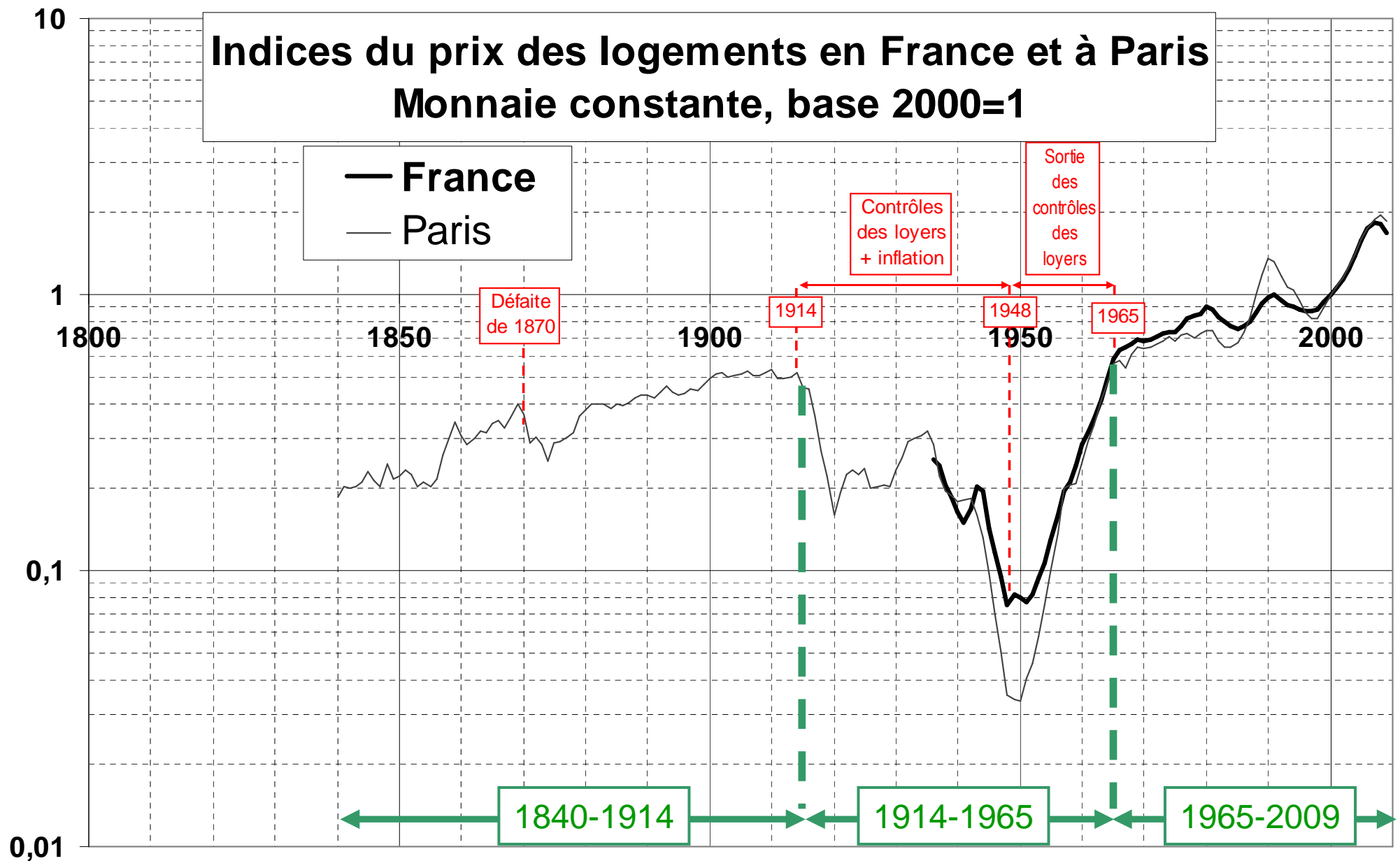
Source: CGEDD d'après Duon, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Eichholtz, Eitrheim & Erlandsen, Grebler, Shiller, Lévy-Leboyer et Bourguignon, INSEE, Historical Statistics of the United States, US Bureau of Labor

20ème siècle: le siècle des contrôles des loyers (et même des prix de cession): exemple de la Norvège

Type de logement	Période	Type de réglementation
Logements locatifs	1916-1935	Contrôle des loyers sur certains types d'appartements
	1940-2010	Idem
	1976-1983	Interdiction de mise en copropriété
Logements occupés par le propriétaire	1940-1954	Gel des prix de vente
	1954-1969	Réglementation des prix de vente
Coopératives	1940-1954	Gel des prix de vente
	1954-1982/88	Réglementation des prix de vente des appartements neufs / anciens
	1976-1983	Interdiction de mise en copropriété

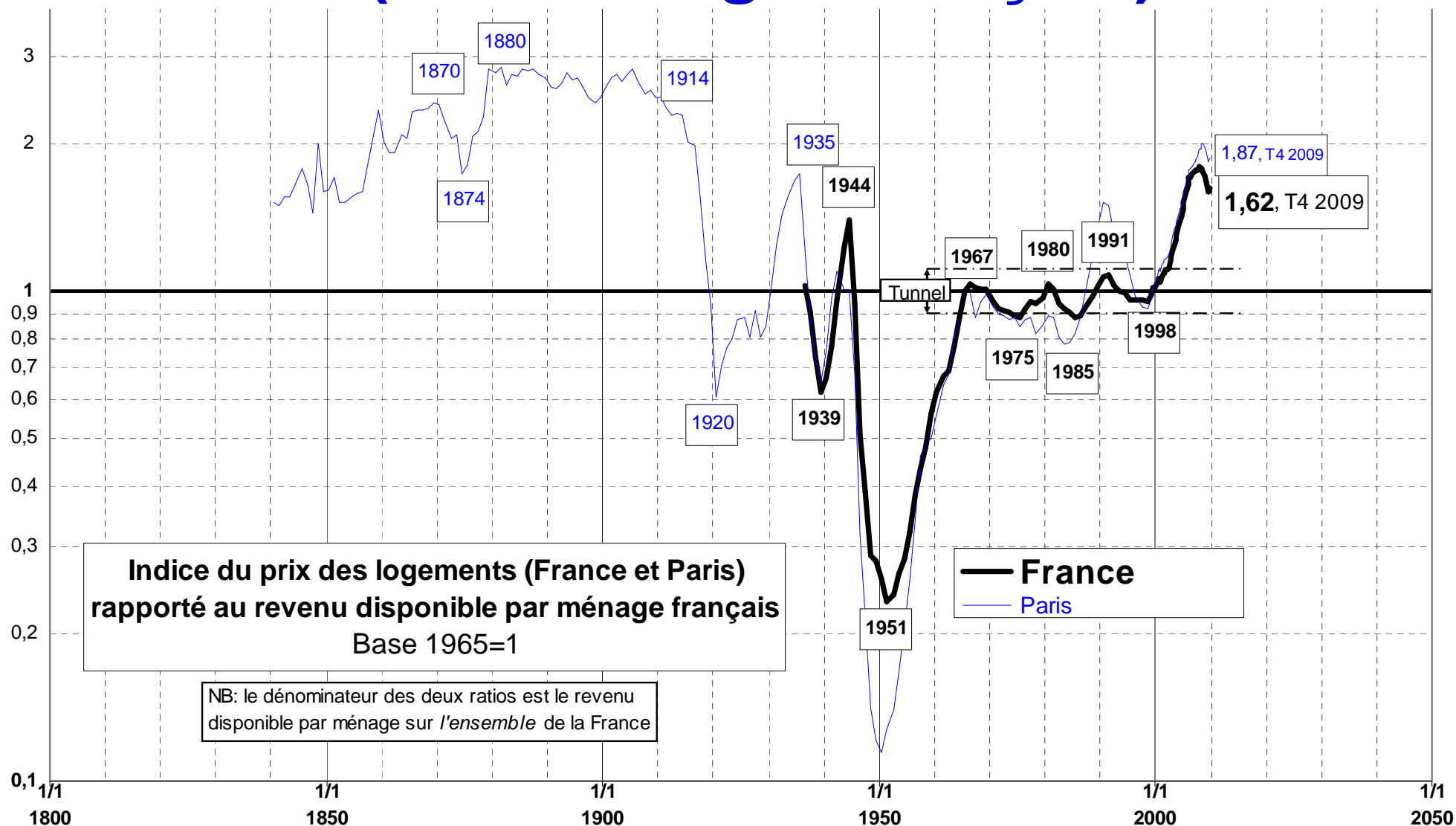
Source: Eitrheim & Erlandsen, 2004

1840-2009: en monnaie constante



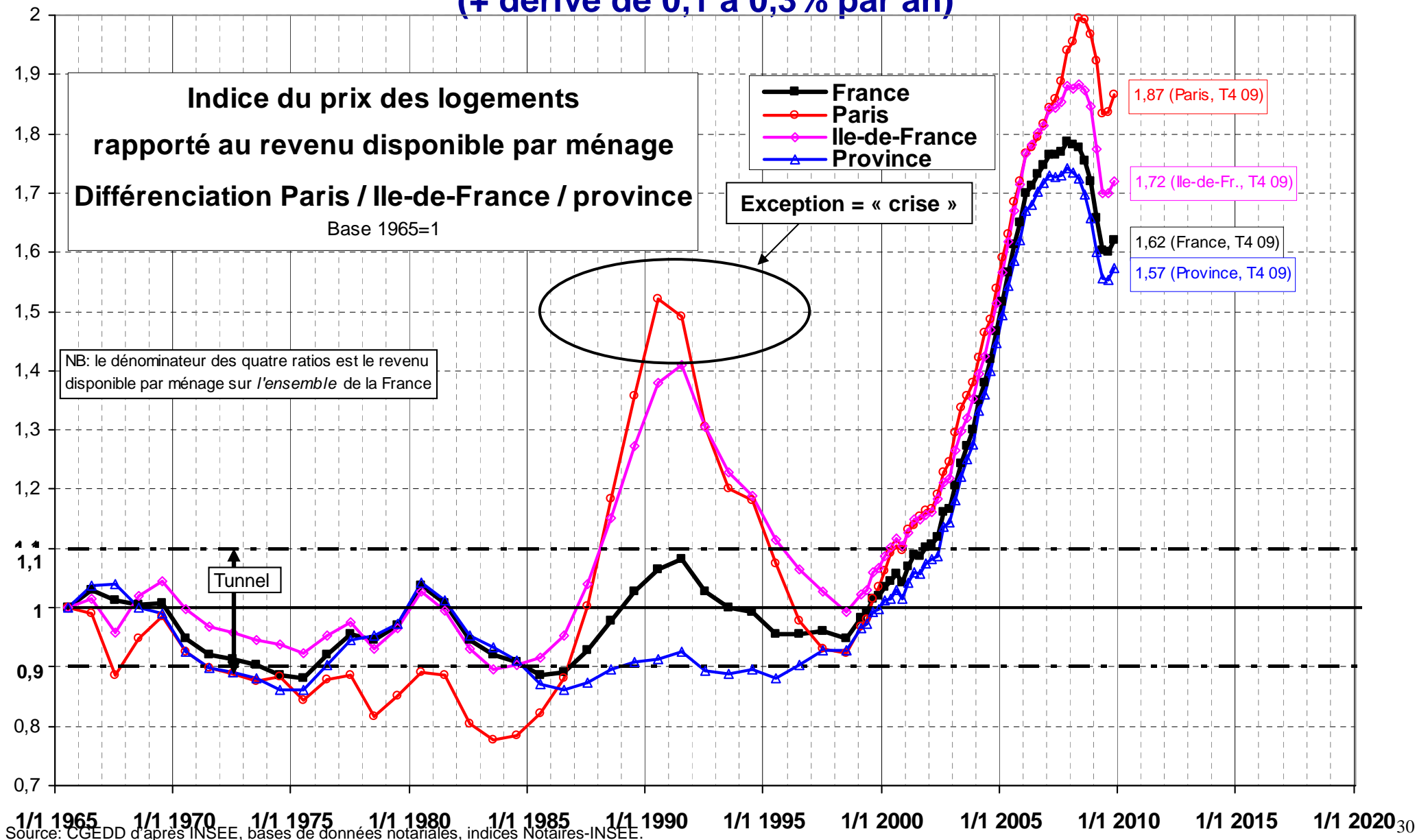
Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notaires-INSEE désaisonnalisés, Duon, Toutain et Villa (CEPII).

1840-2009: indice du prix des logements rapporté au revenu disponible par ménage (des ménages français)

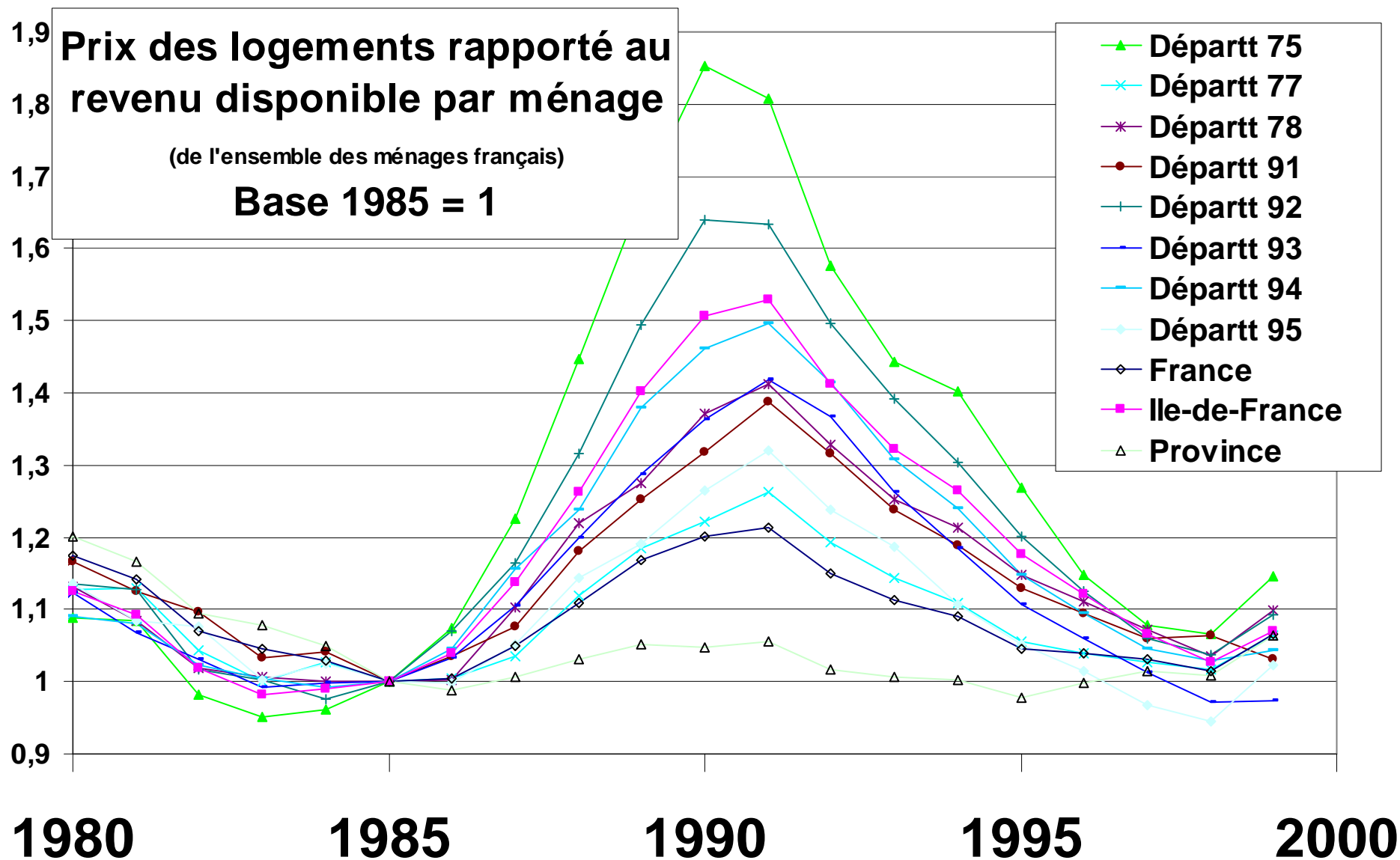


Depuis 1965, le prix des logements évolue (sauf exception) dans un "tunnel" autour du revenu disponible par ménage

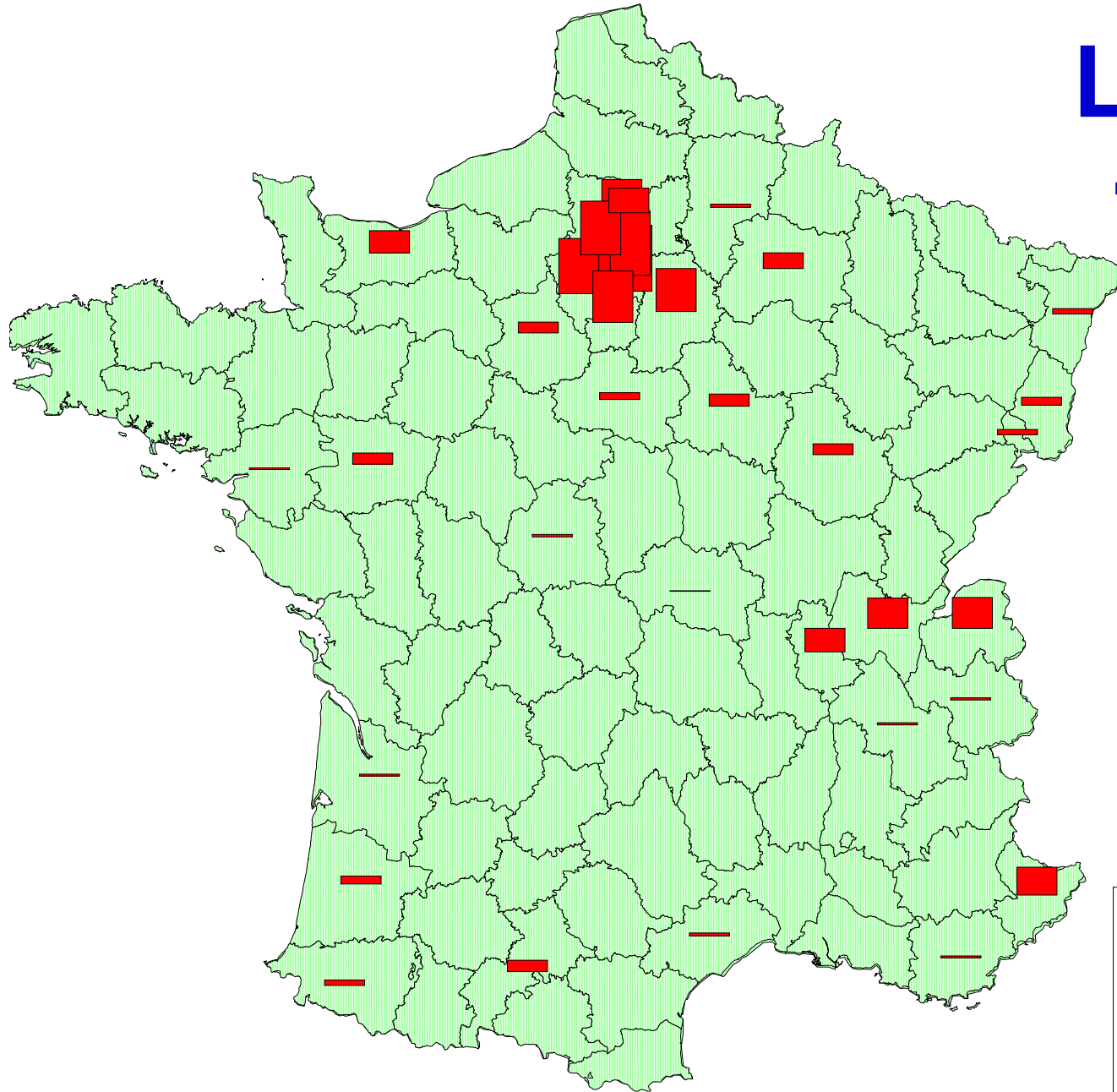
(+ dérive de 0,1 à 0,3% par an)



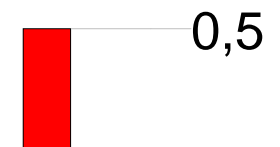
La crise de 1987-1995 en Ile-de-France: centrée sur Paris



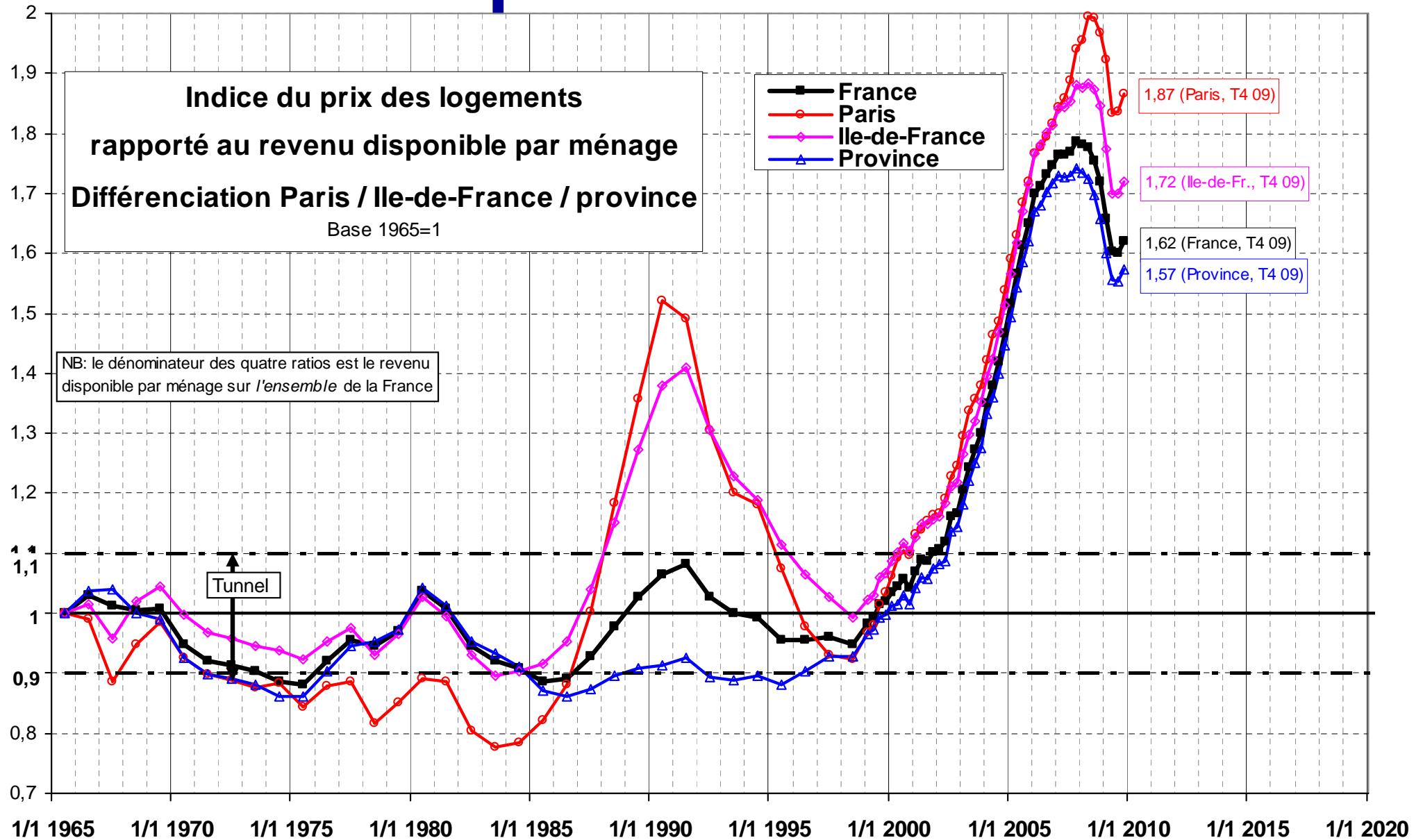
La crise de 1987-1995 a été très localisée



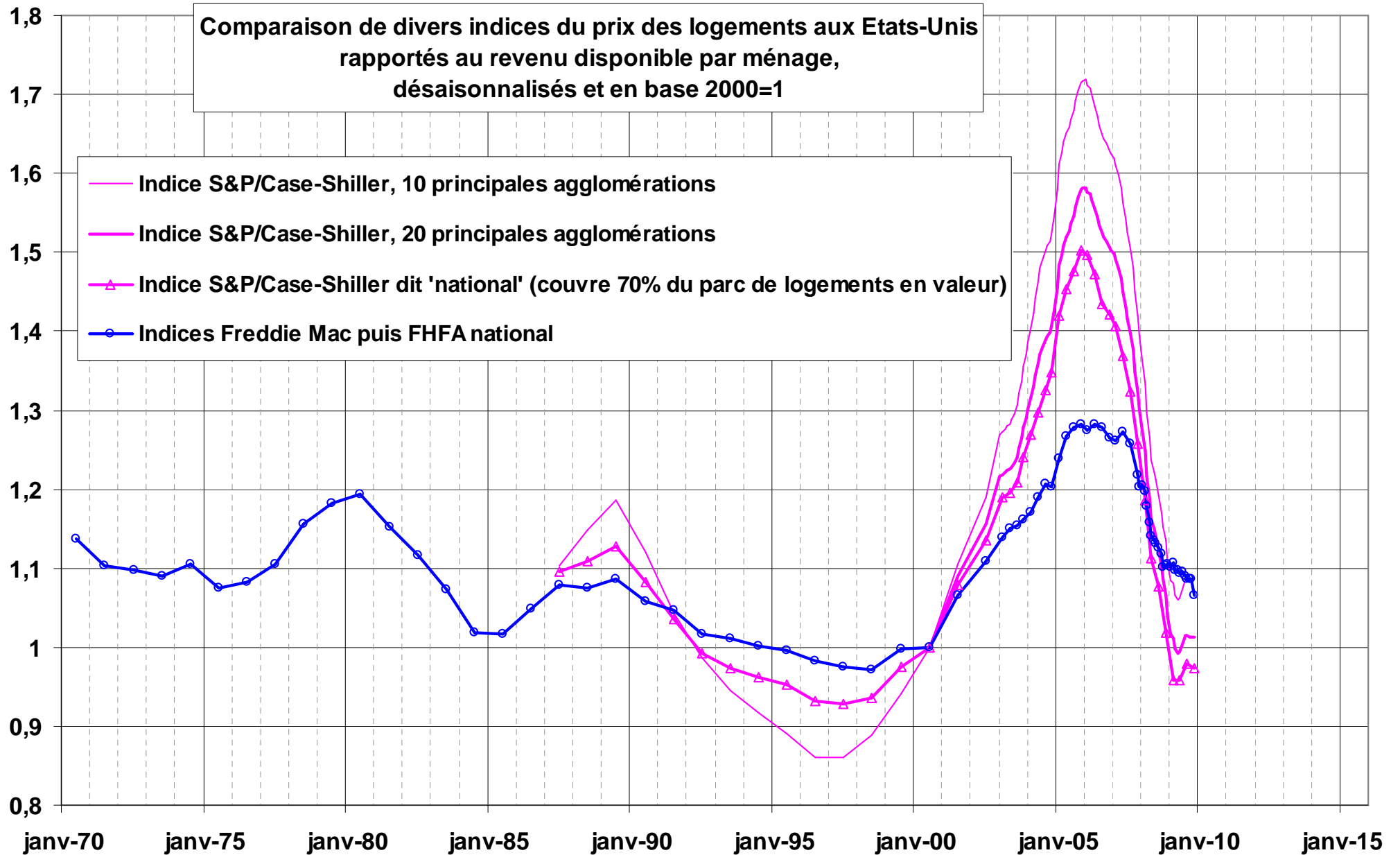
Indicateur
de crise



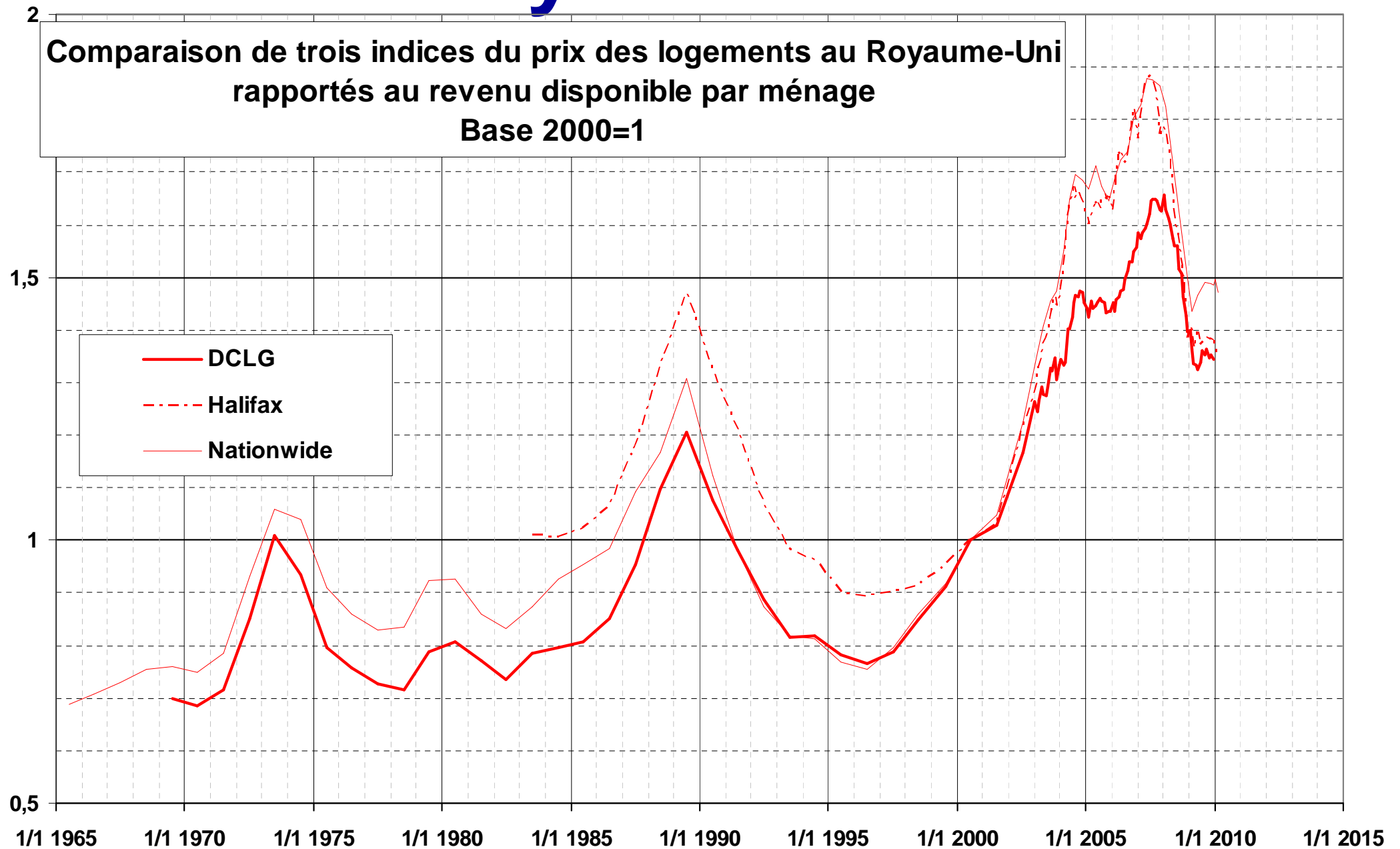
2008-2009: chute puis stabilisation puis rebond



Etats-Unis

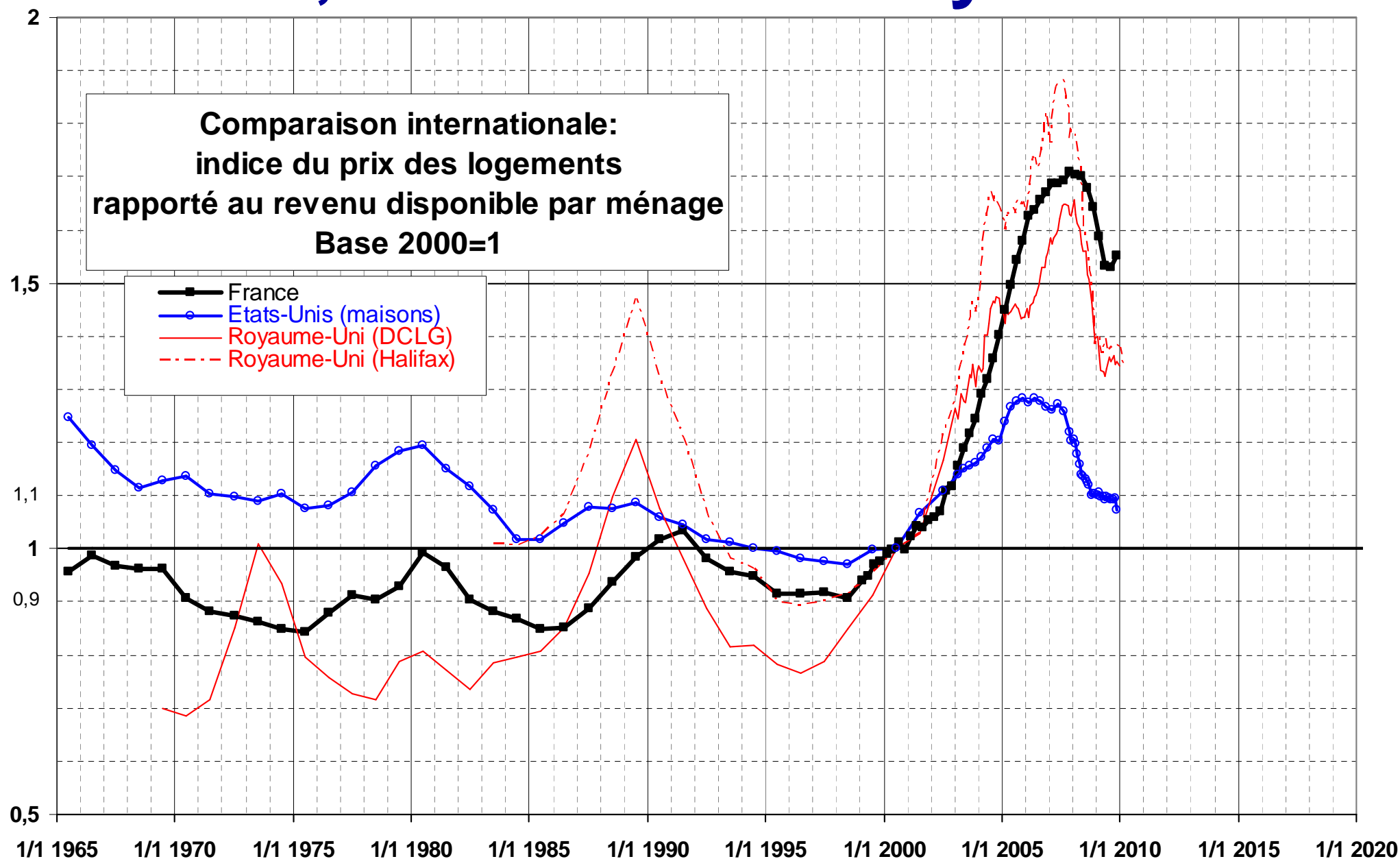


Royaume-Uni



Source: CGEDD d'après DCLG, Halifax, Nationwide, UK National Statistics

France, Etats-Unis et Royaume-Uni



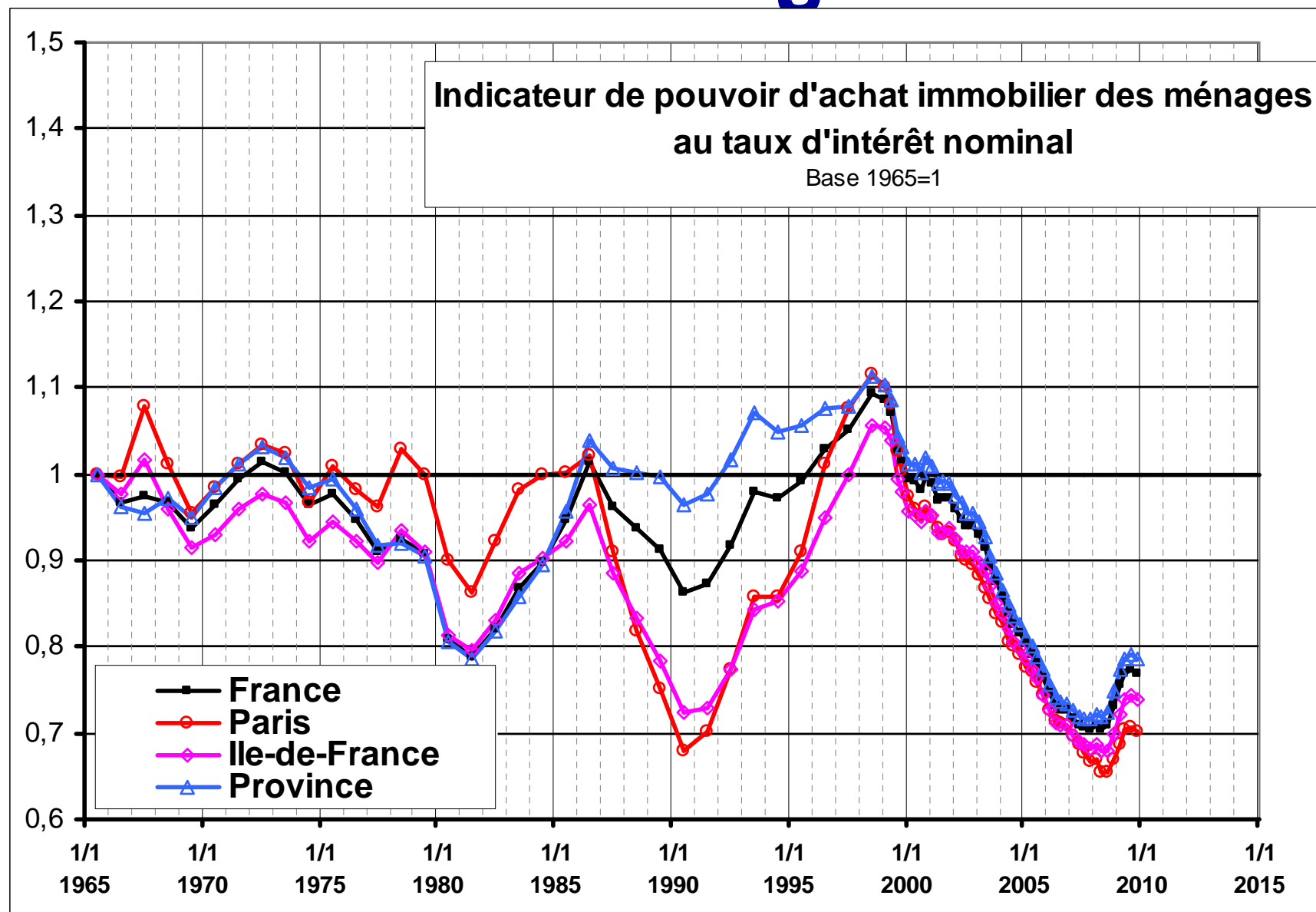
Source: CGEDD d'après INSEE, bases de données notariales, indices Notariales-INSEE désaisonnalisés, Freddie Mac, FHFA, R.Shiller, US Bureau of Economic Analysis, Census Bureau, UK DCLG, UK National Statistics, Halifax

2000-2007: augmentation du ratio prix / revenu

Année	Indice du prix des logements anciens	Prix moyen d'un logement ancien (milliers d'€)	Revenu disponible brut par ménage (milliers d'€)	Multiple = Prix moyen / revenu disponible brut par ménage
2000	1,00	97	37,5	2,6
2006	1,94	181	44,2	4,1
2007	2,07	193	45,8	4,2
2008	2,10	193	46,7	4,1
2009 (*)	1,94	180	47	3,8

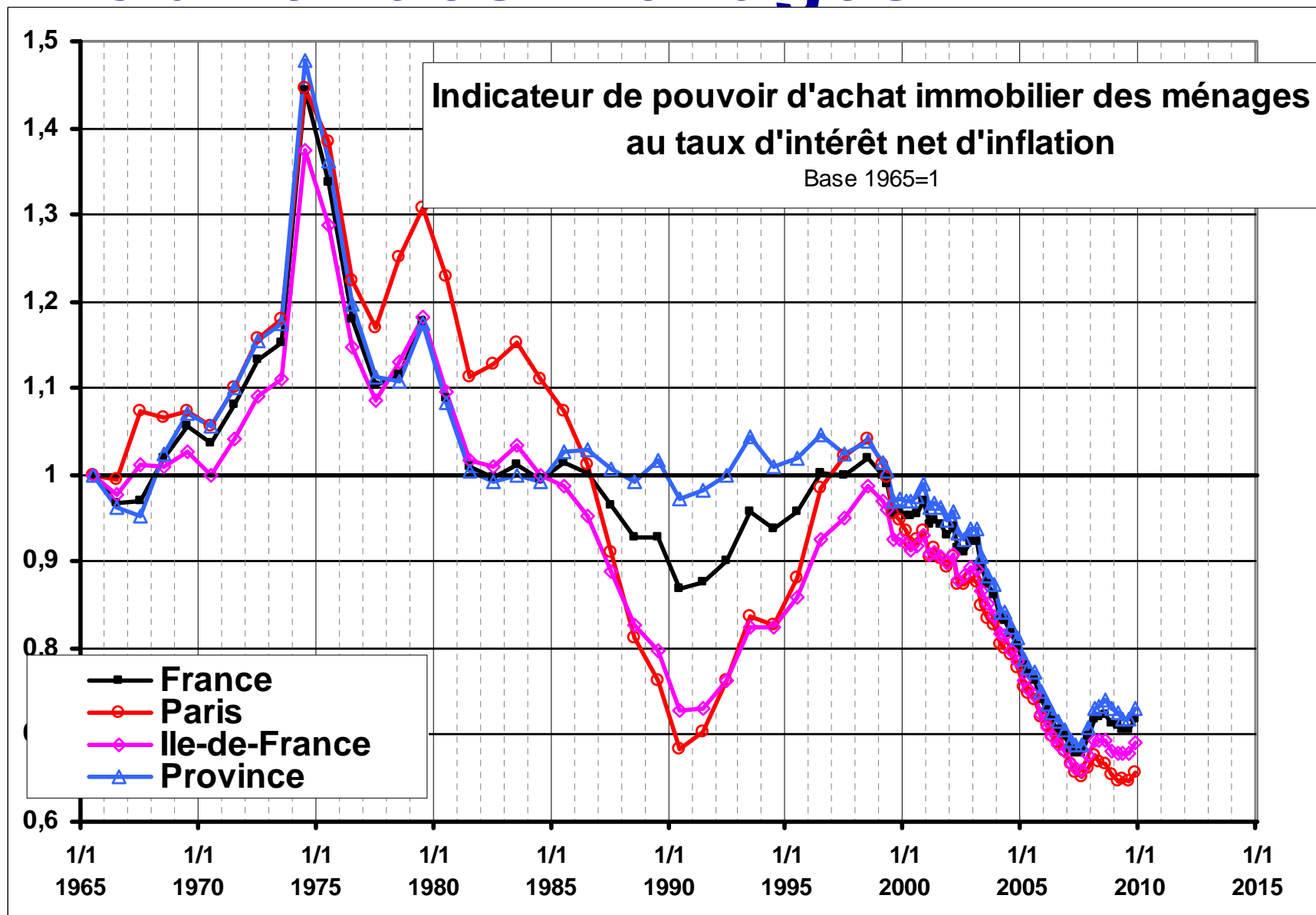
(*) Provisoire

2000-2007: chute du pouvoir d'achat immobilier des ménages *au taux nominal*



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

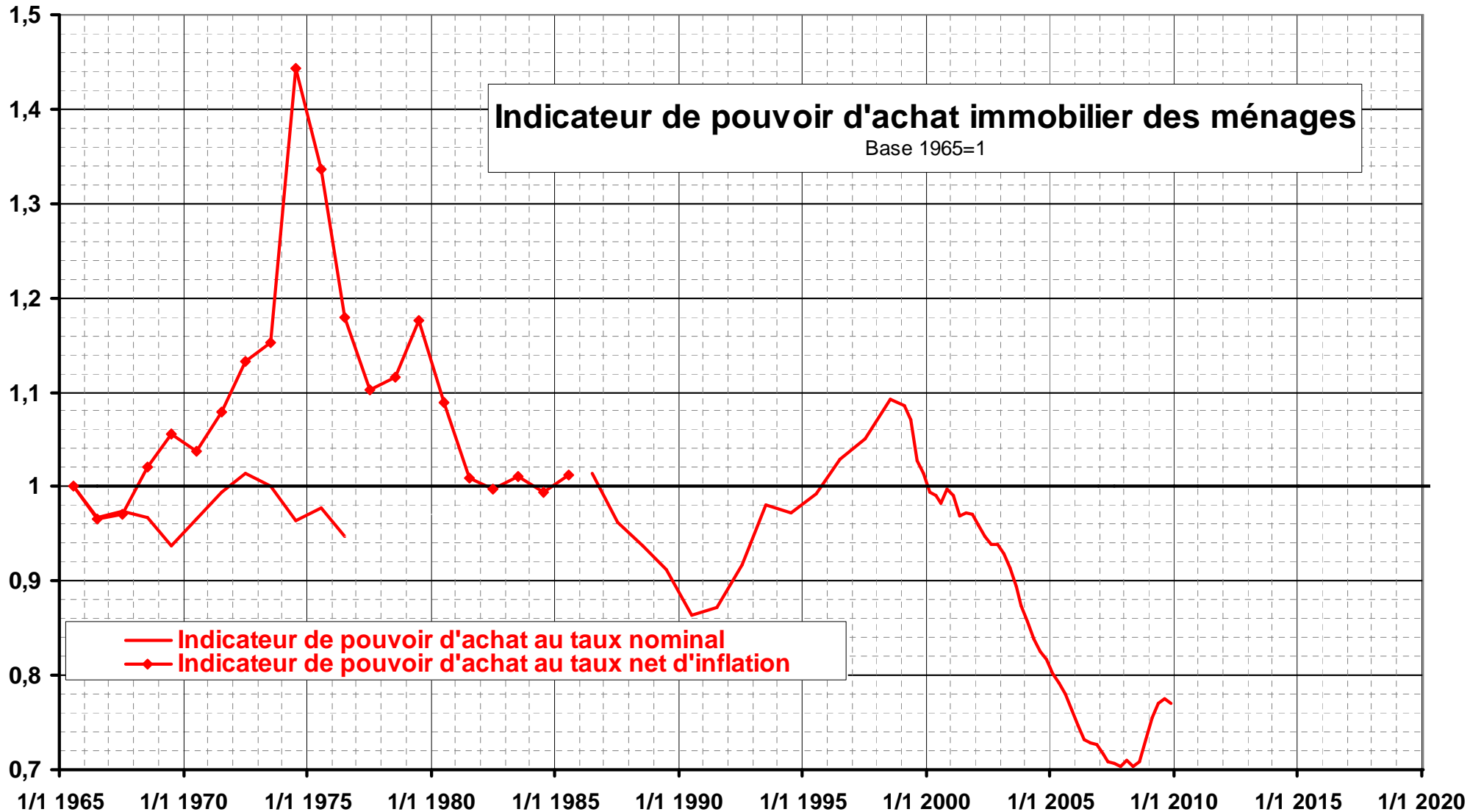
2000-2007: chute du pouvoir d'achat immobilier des ménages *au taux net d'inflation*



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

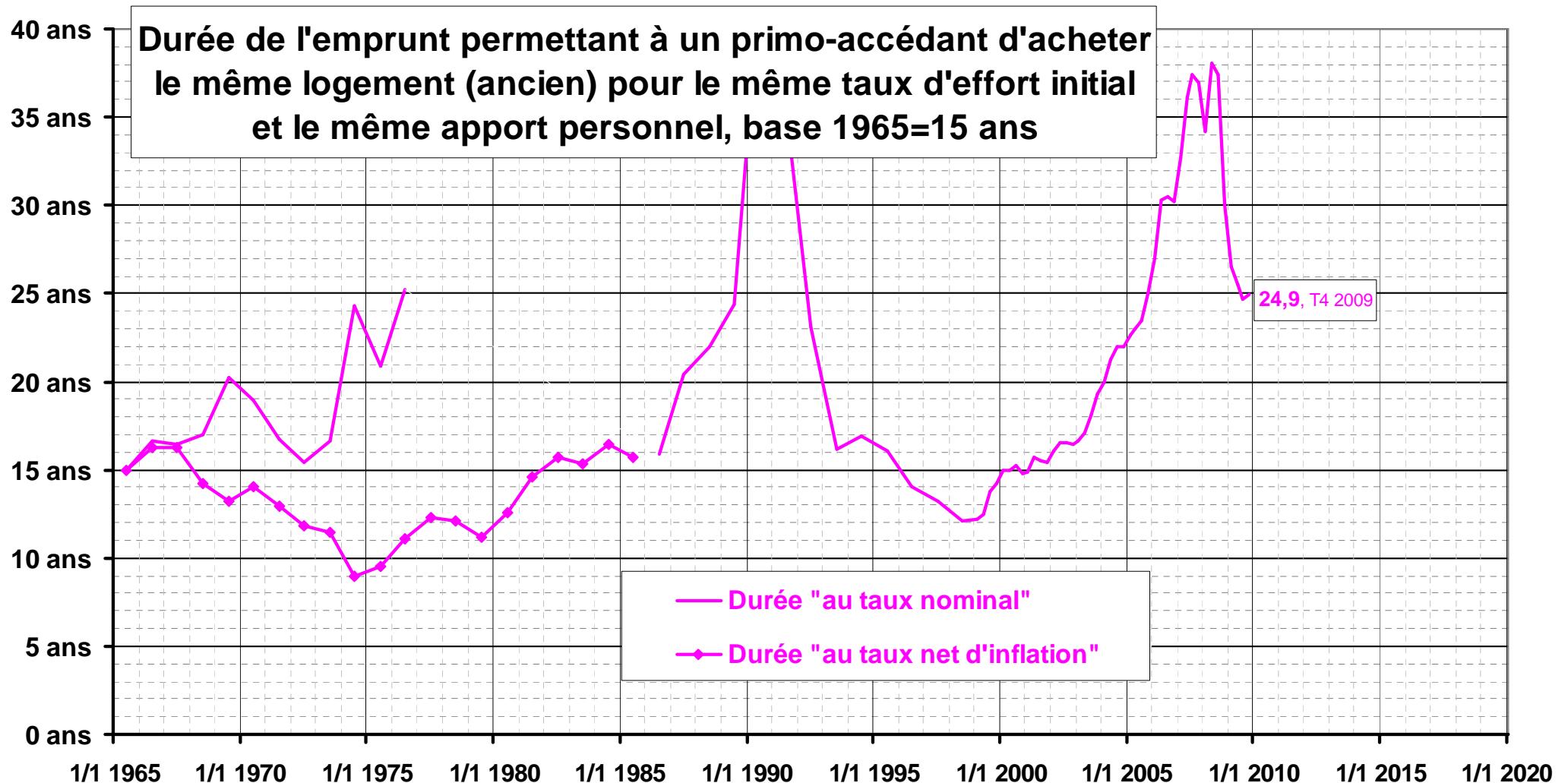
2000-2007: chute du pouvoir d'achat immobilier des ménages

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



PLAN

1. Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800
2. Le prix des logements sur longue période
3. **Propriétés du prix des logements depuis 1965** 
4. Placement en logement sur longue période
5. Montant et nombre des transactions de logements
6. Éléments pour la prospective
7. Conclusion

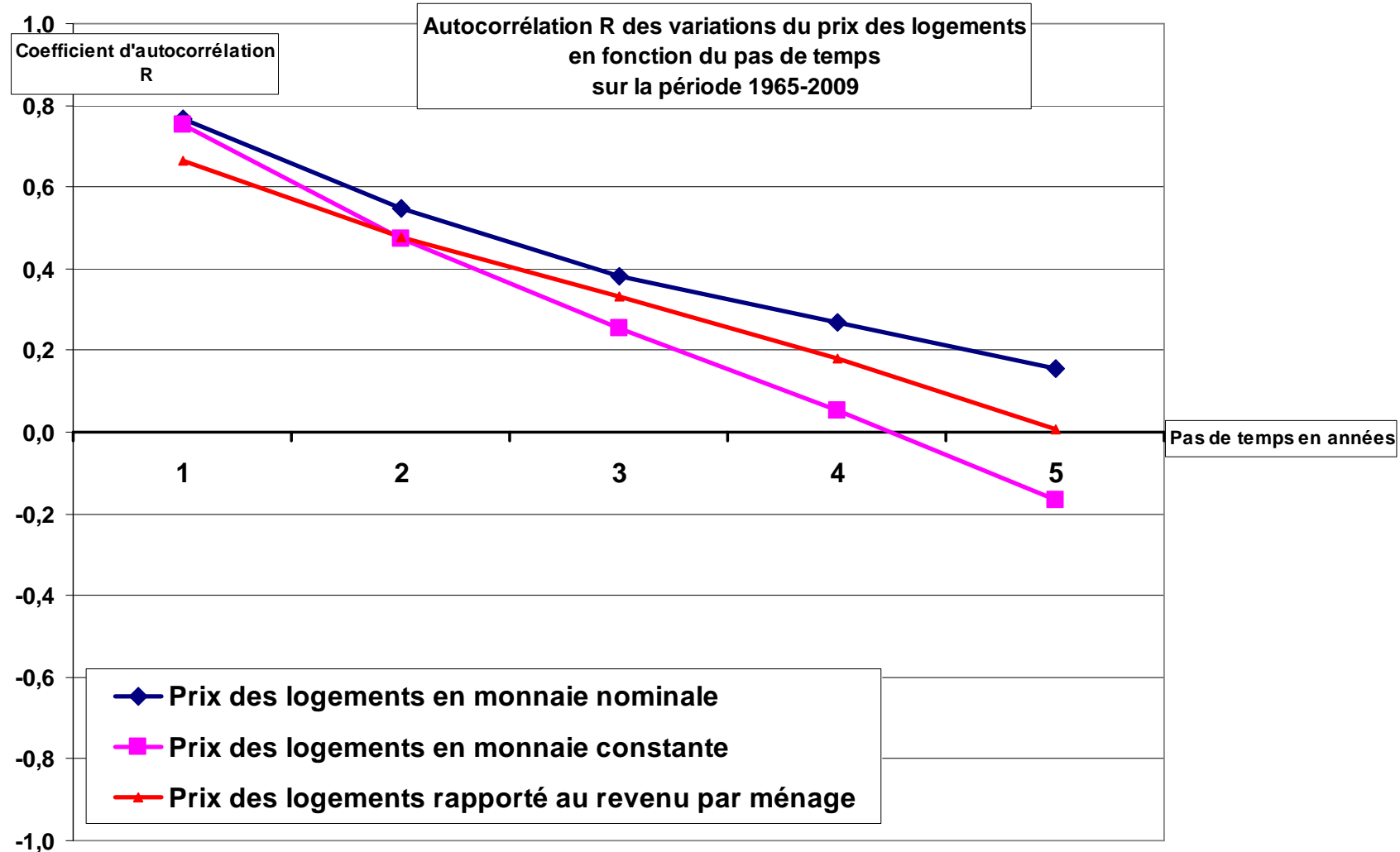
3. Propriétés du prix des logements depuis 1965

- 3.1. Brièveté des séries et limites des analyses**
- 3.2. Propriétés intrinsèques**
- 3.3. Revenu par ménage**
- 3.4. « Offre » et « demande »**
- 3.5. Conditions de financement**
- 3.6. Loyers**
- 3.7. Prix des actifs financiers**

Brièveté des séries et limites des analyses

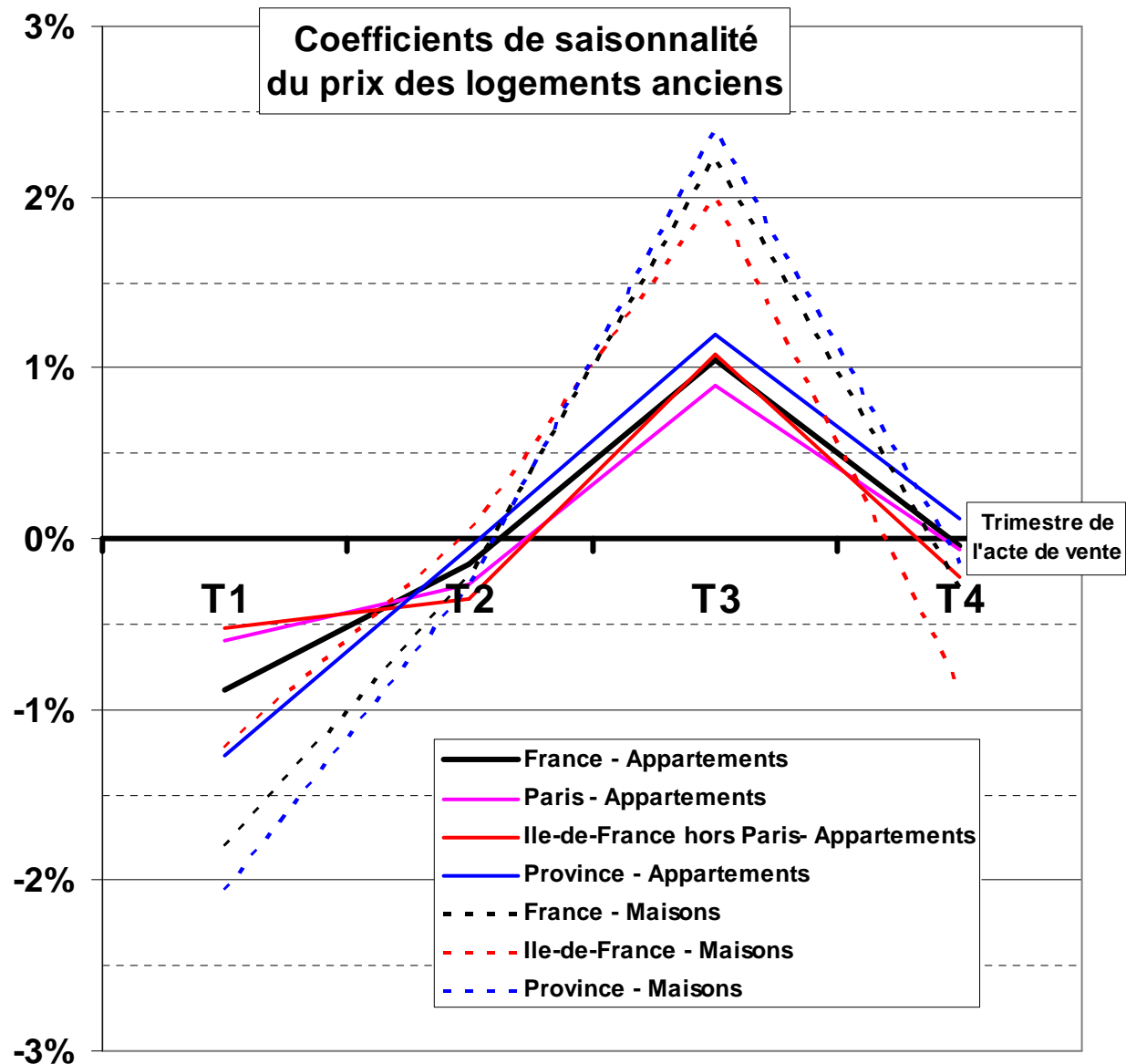
- **Avant 1965 = inutilisable pour établir des « régularités » susceptibles de perdurer**
- **1965-2009 = 44 ans = court**
 - 44 intervalles de 1 ans, 14 de 3 ans et 8 de 5 ans
 - Interdit presque les analyses multivariées
 - Enrichir par des analyses dans l'espace difficile
- **=> résultats limités et fragiles...**
- **...mais on n'aura pas davantage de matière avant un certain temps**

Cyclicité forte (outil = autocorrélations à 1 à 5 ans)



(contrairement aux actions et à d'autres agrégats)
• Absence de périodicité significative (outil = transformée de Fourier)

Saisonnalité



Source: CGEDD d'après indices Notaires-INSEE.

Différenciation appartements / maisons

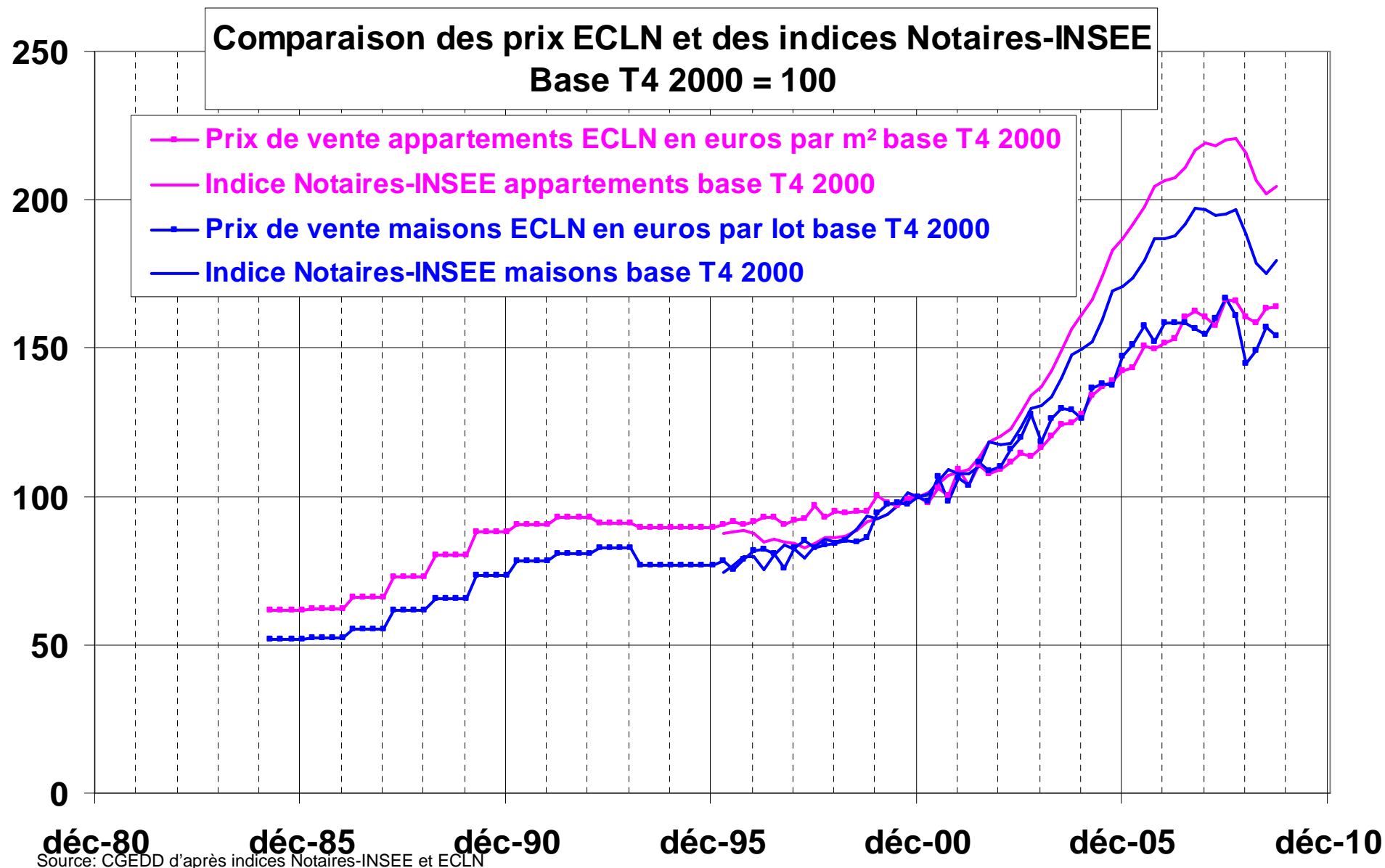
Par rapport aux maisons, les appartements se sont:

- valorisés de 1950 à 1965
(sortie des contrôles des loyers)
- dévalorisés de 1965 à 2000
(et paupérisés)
- valorisés depuis 2001

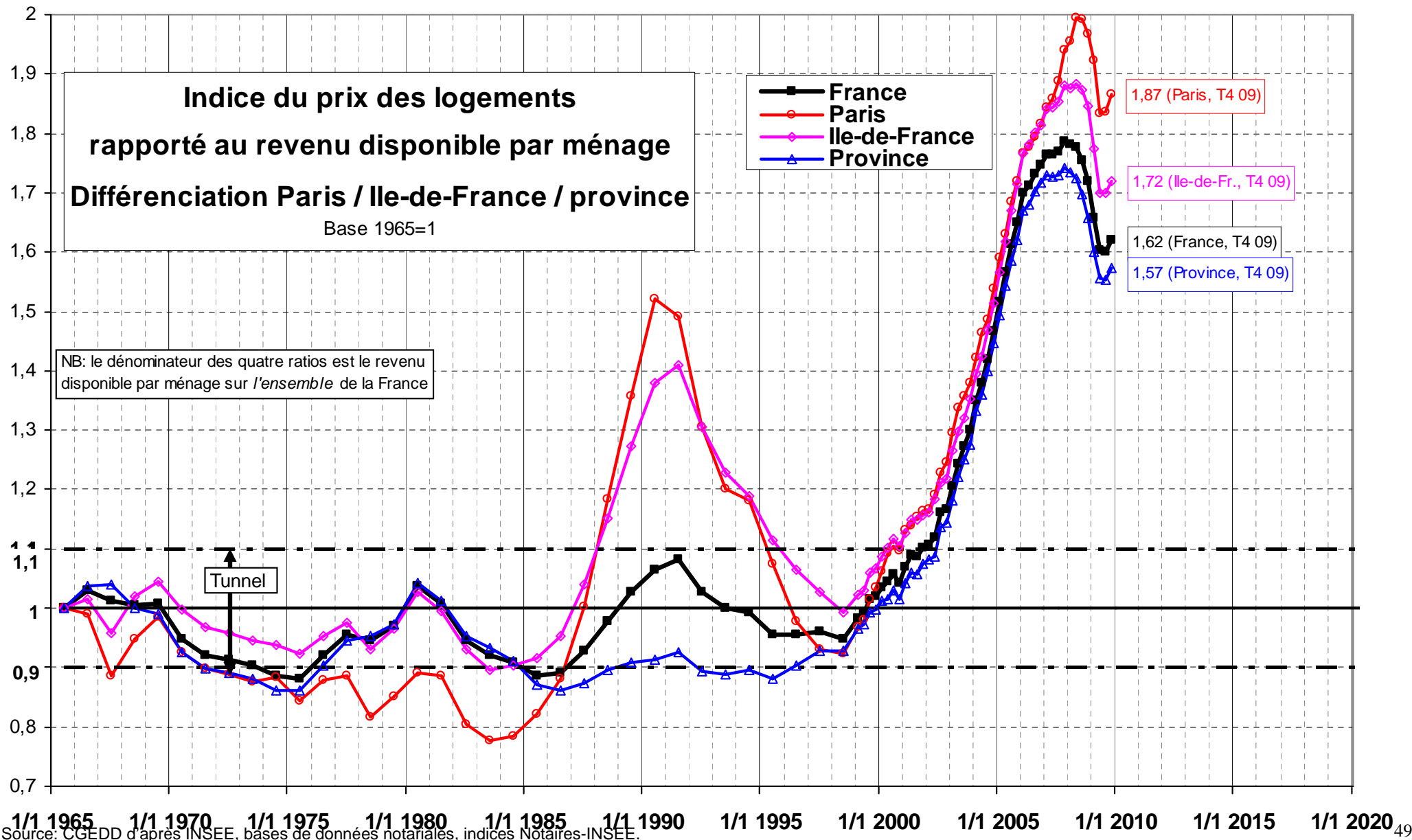


Différenciation neuf / ancien

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

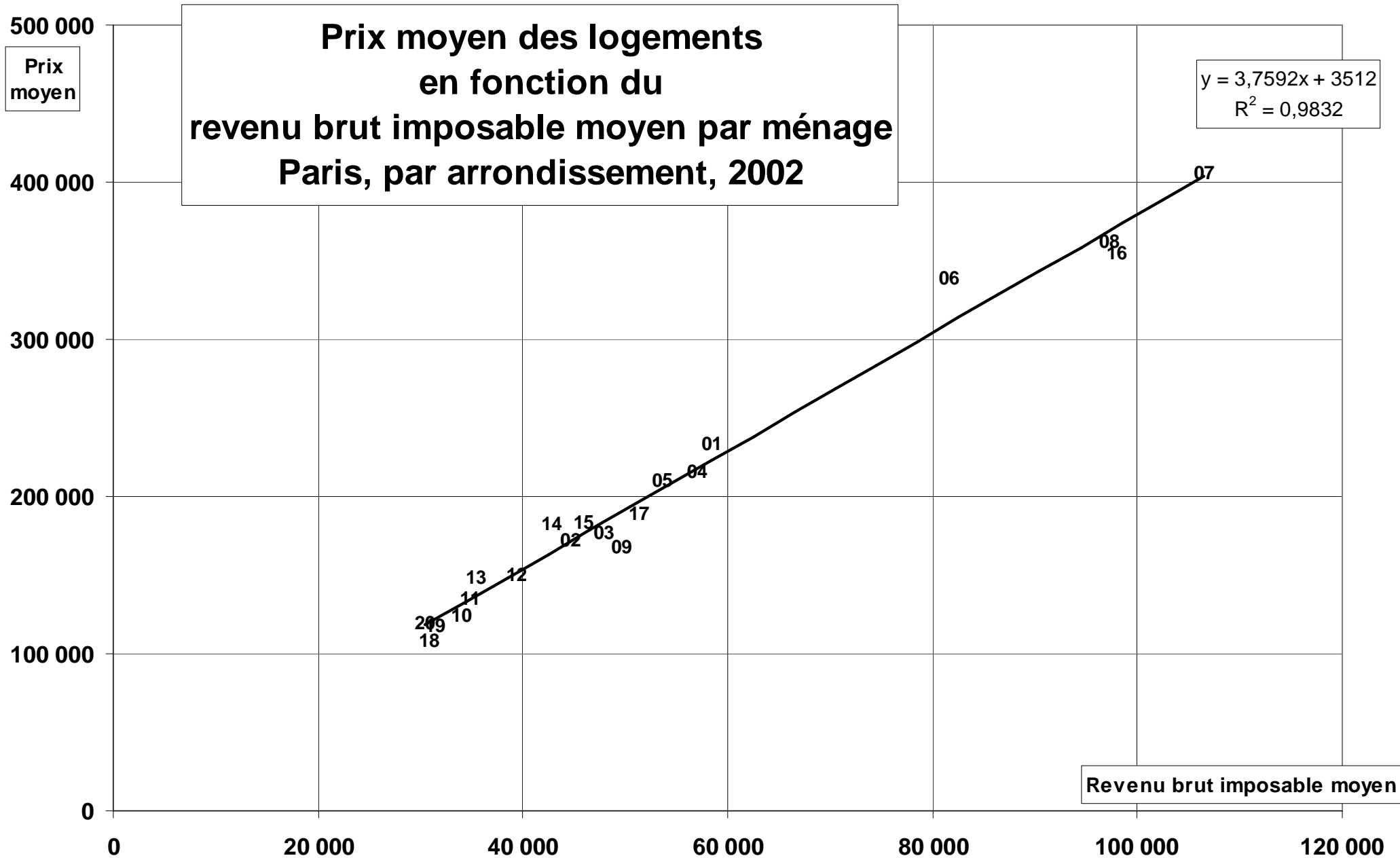


Prix des logements et revenu dans le temps: le "tunnel"

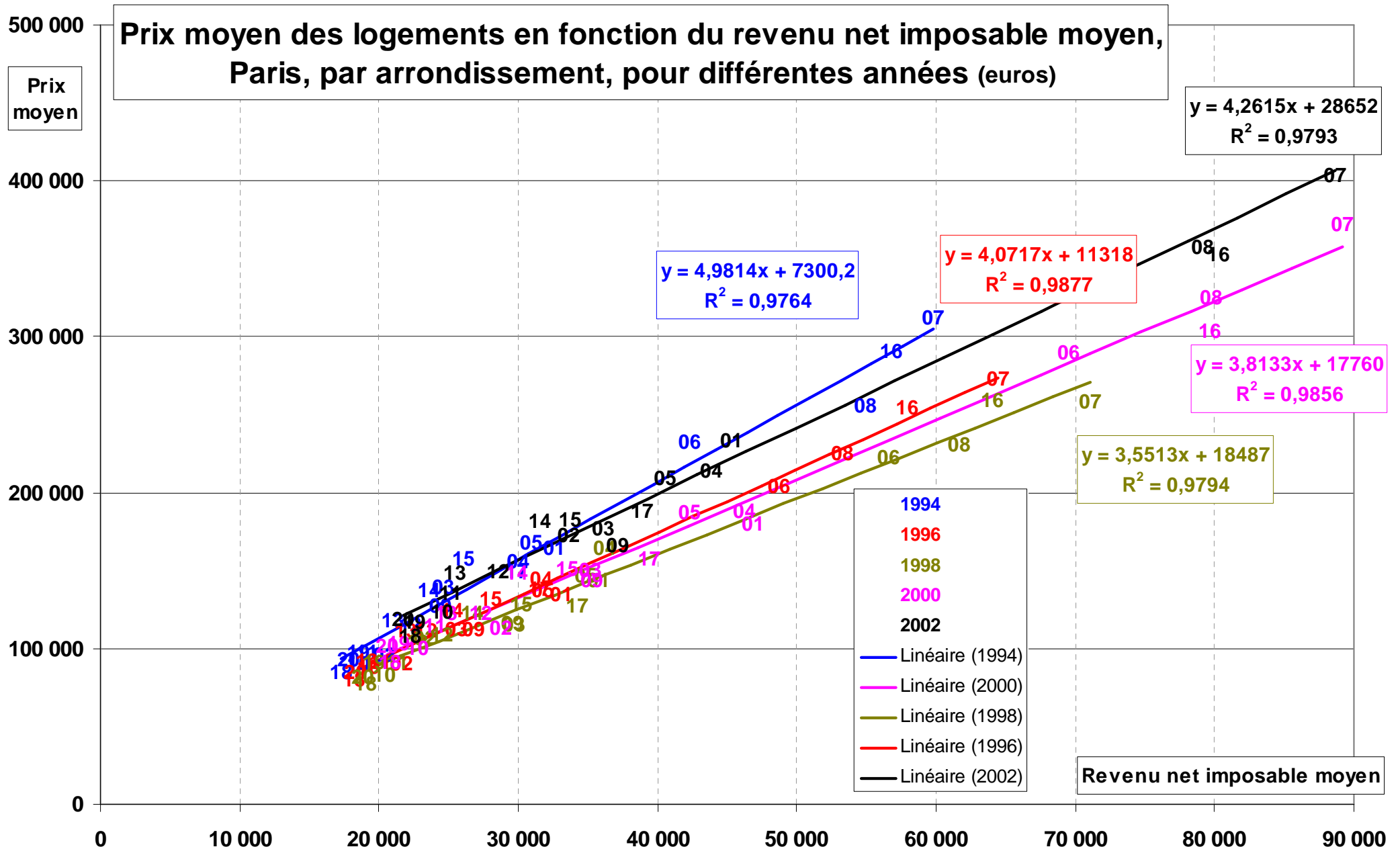


Prix des logements et revenu dans l'espace

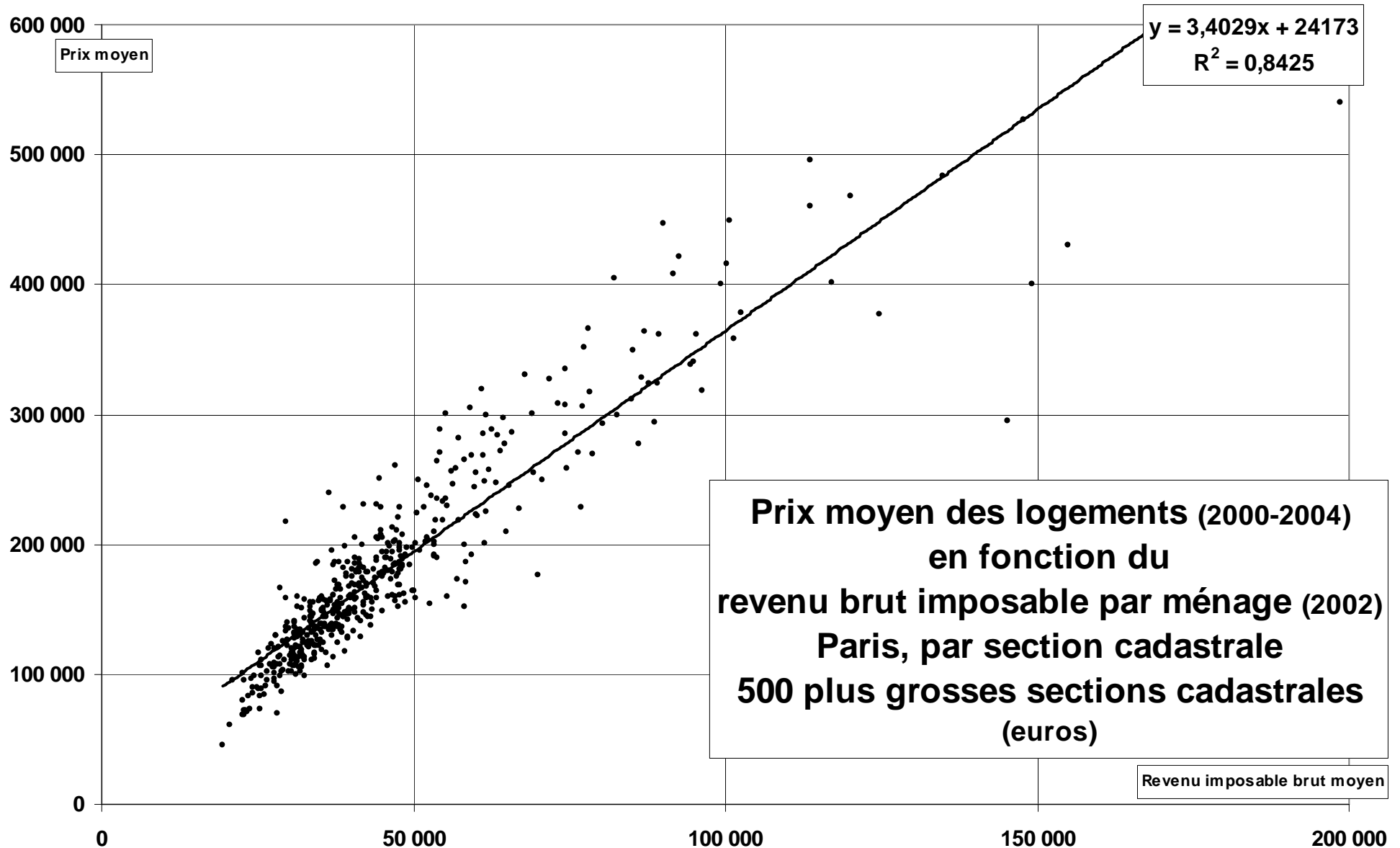
Par arrondissement à Paris



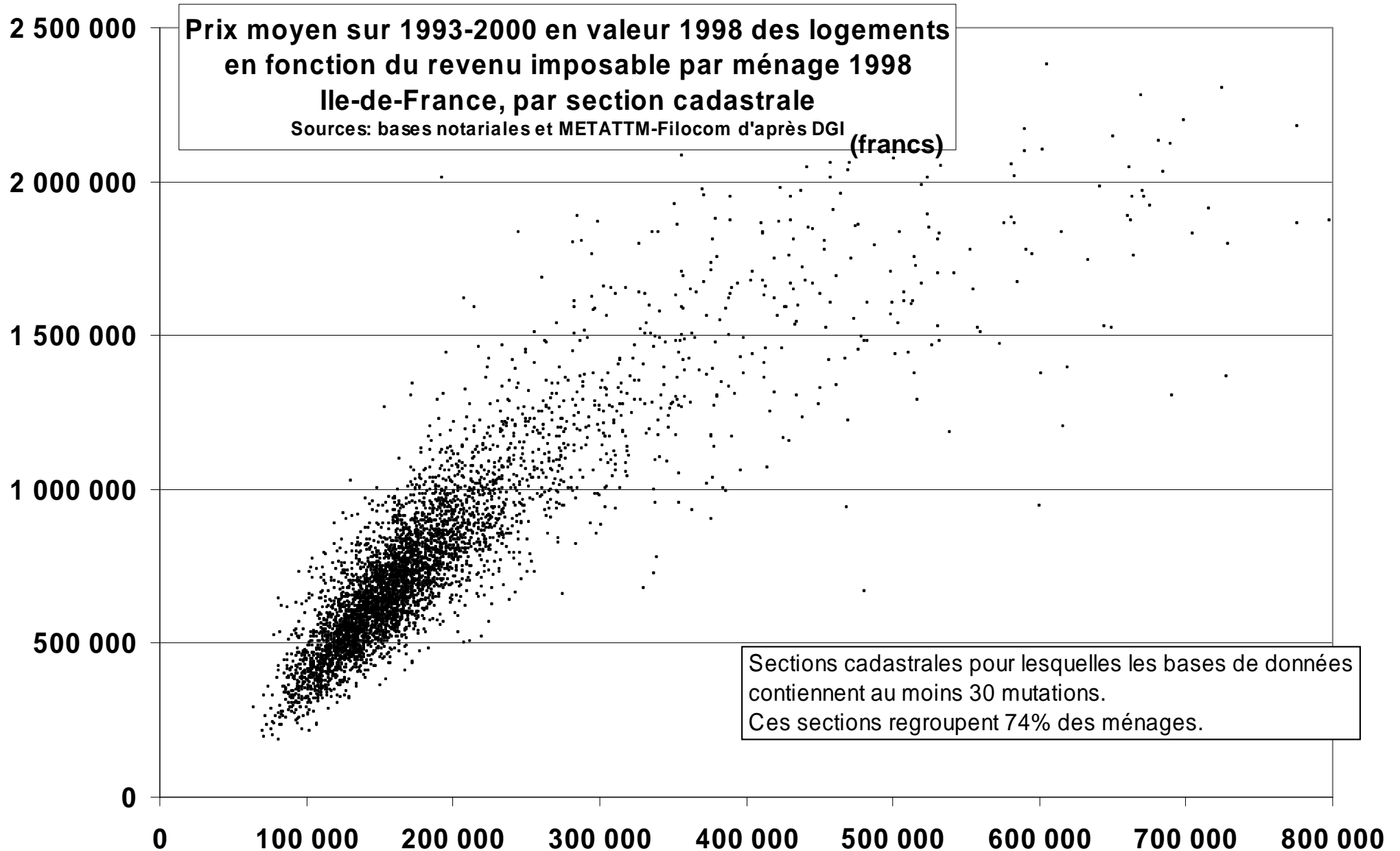
Par arrondissement à Paris, 1994 à 2002



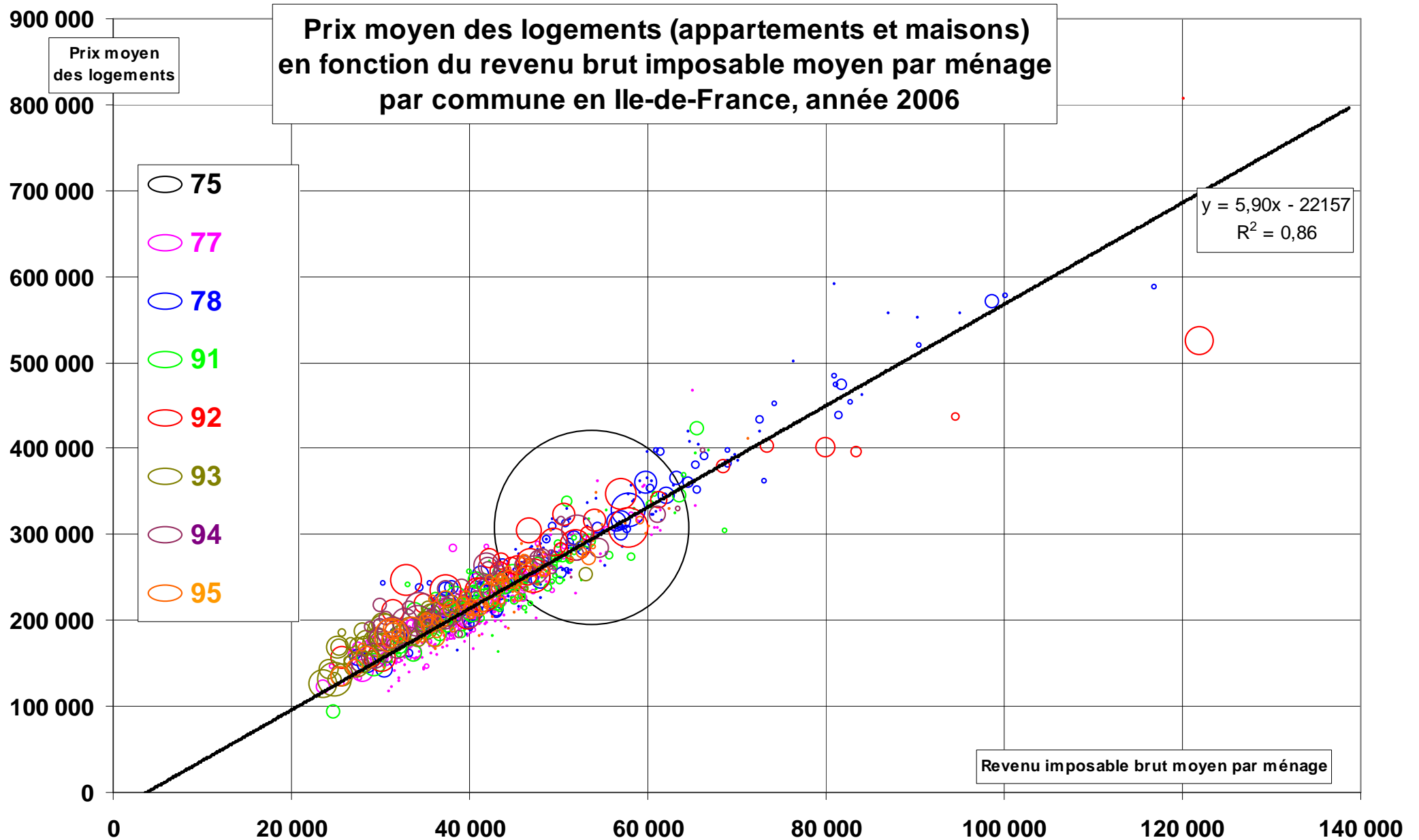
Par section cadastrale à Paris



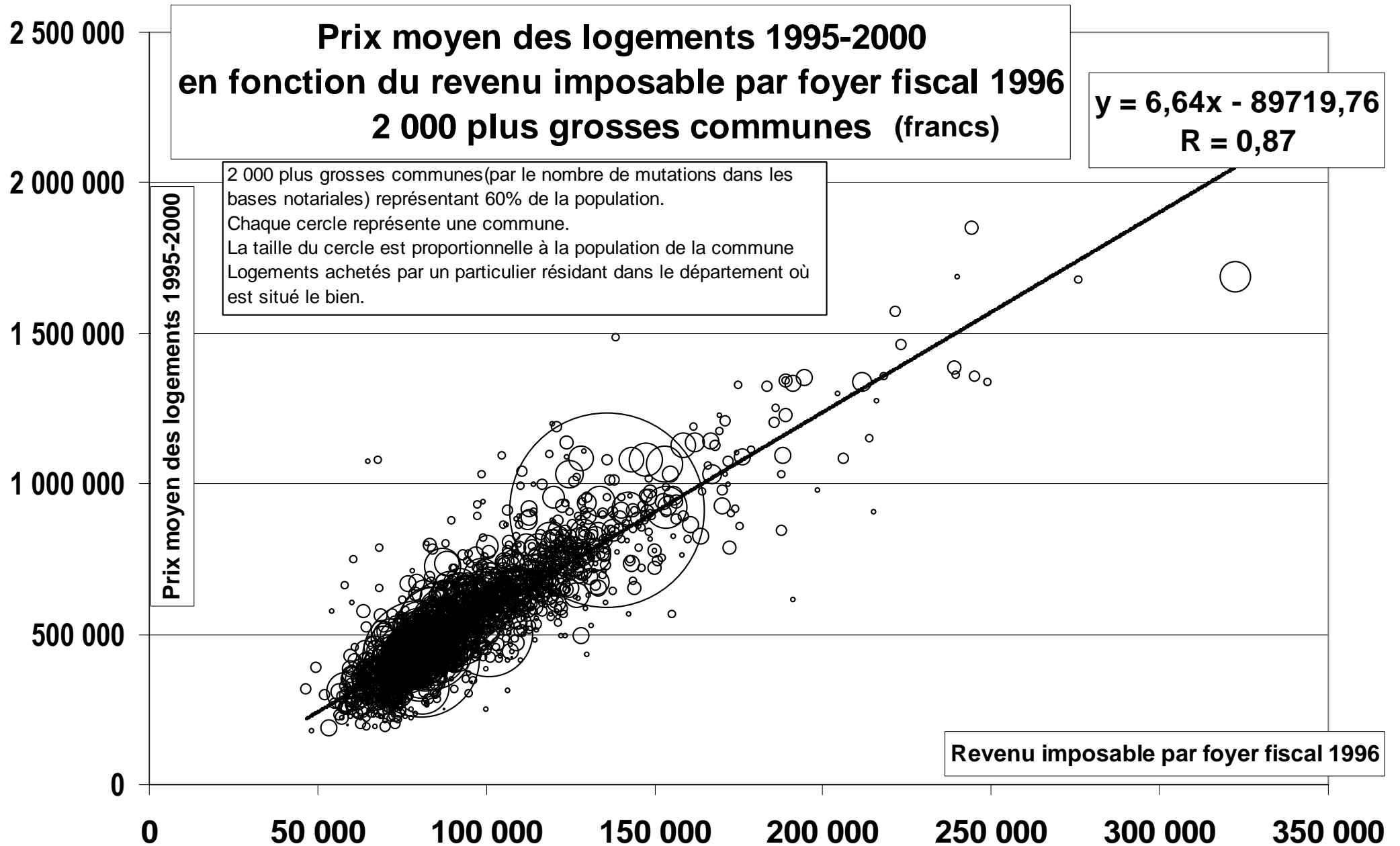
Par section cadastrale en Ile-de-France



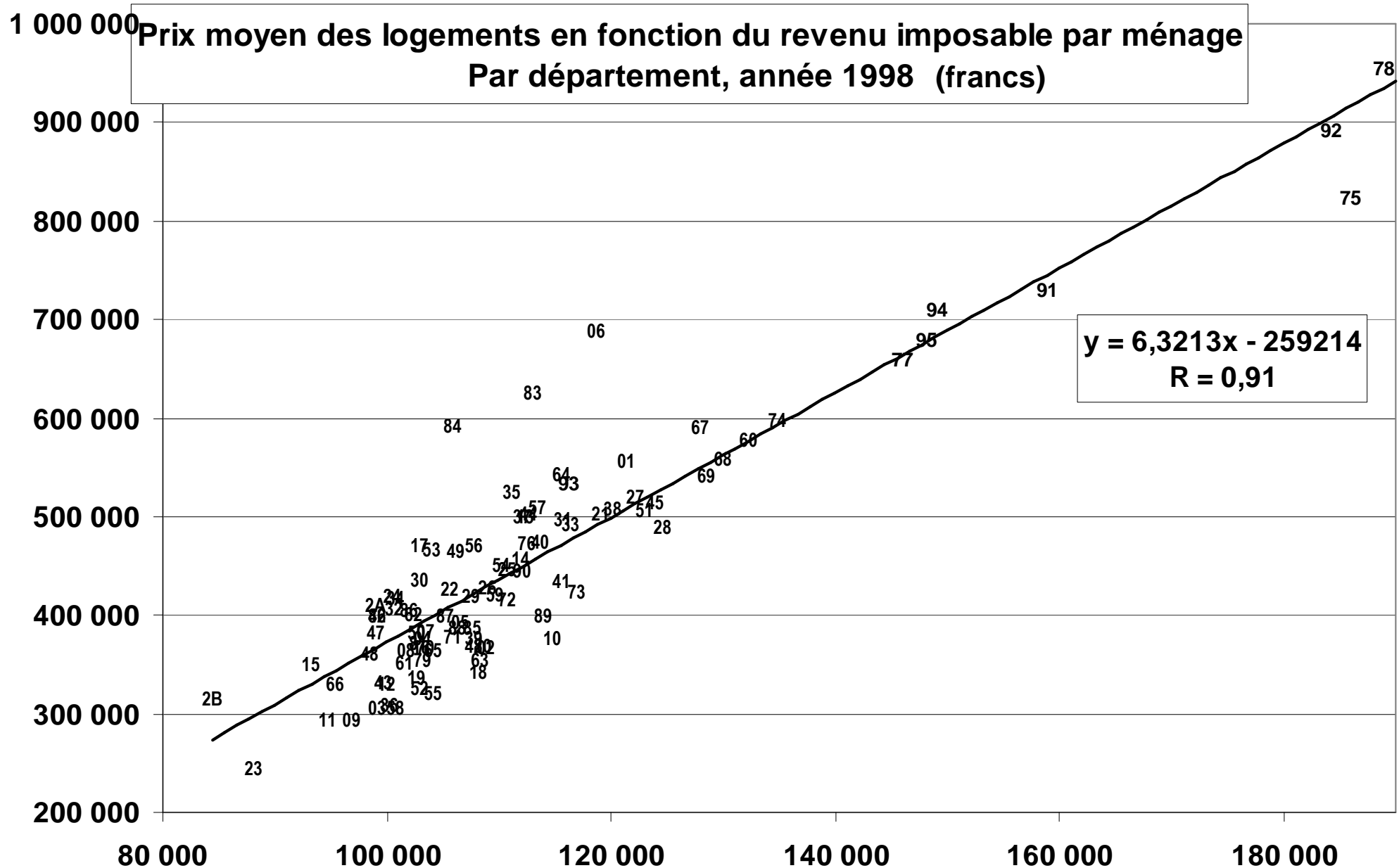
Par commune en Ile-de-France



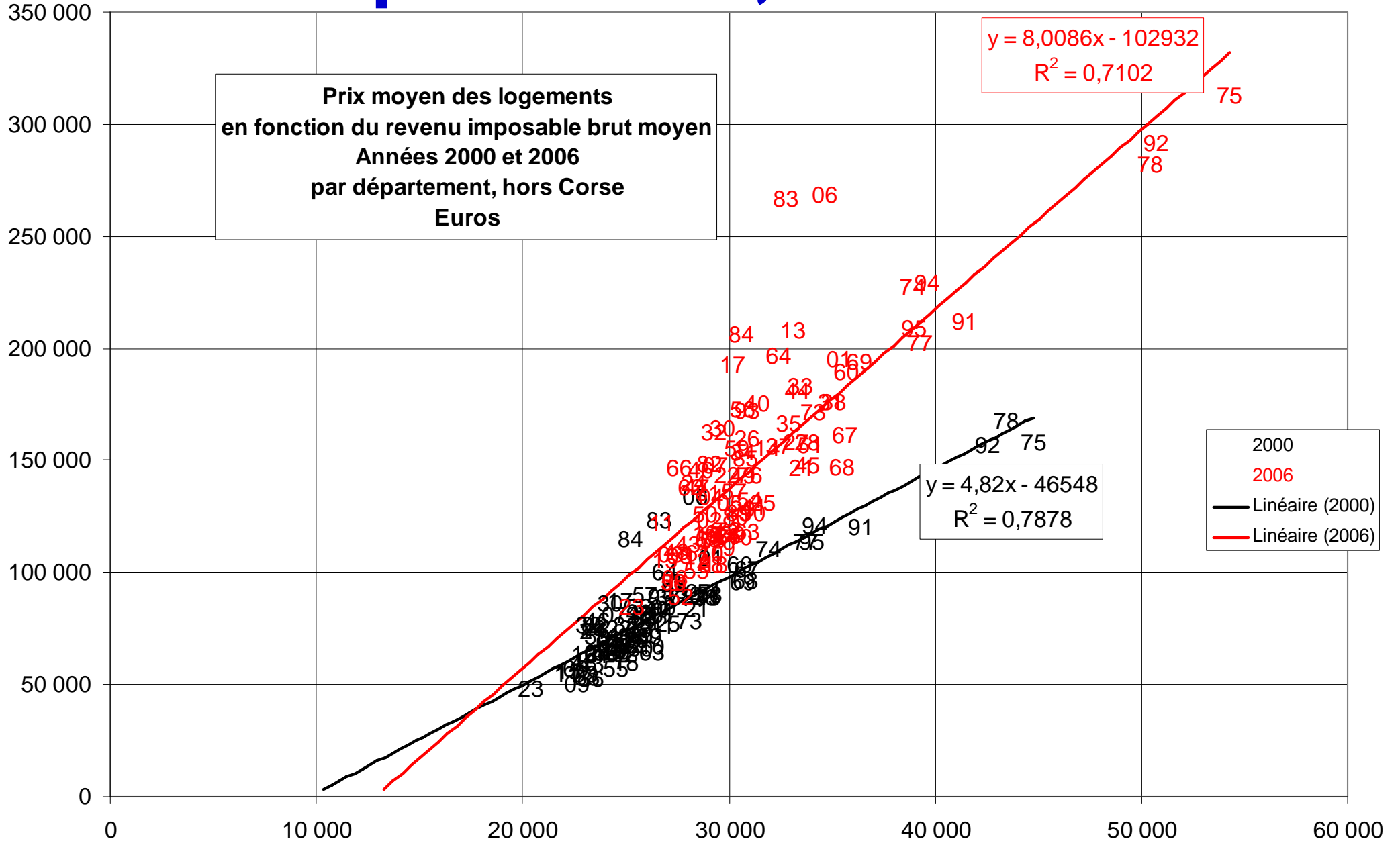
2 000 plus grosses communes



Par département



Par département, 2000 et 2006



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

*** Illustre la ségrégation socio-spatiale par le logement**

*** Fournit un ordre de grandeur du coût marginal de la mixité sociospatiale**

Interprétation du lien prix X revenu

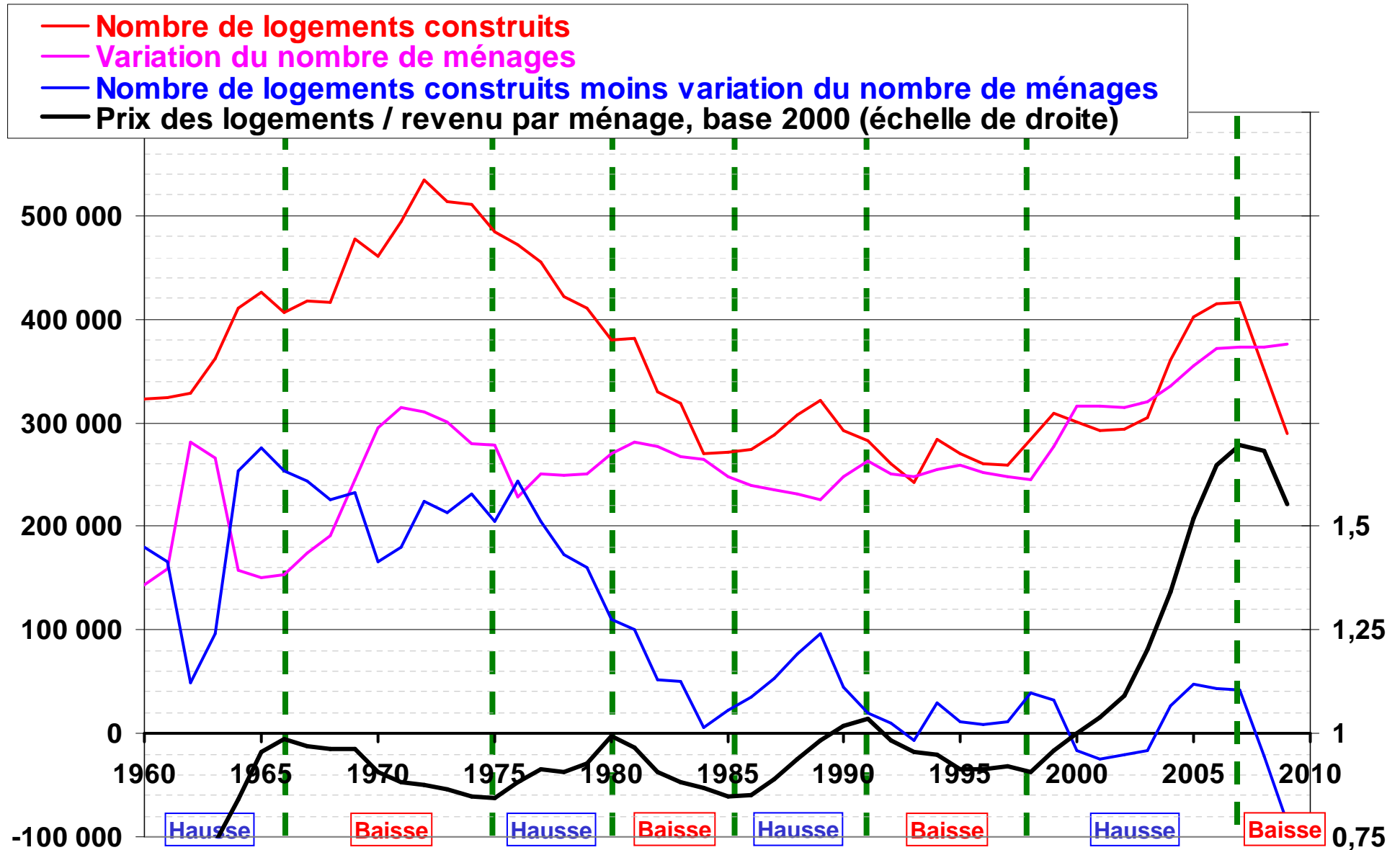
•L'actif des ménages

- 100% des utilisateurs sont des ménages (15 à 20% du RDBM)
- 95% des acheteurs sont des ménages
- 57% des ménages sont propriétaires de leur résidence principale, 61% possèdent au moins un logement
- 2 millions de ménages possèdent 5 millions de logements locatifs, les personnes morales possèdent seulement 1 million de logements locatifs (hors secteur social)
- 20% des ménages détiennent des actions mais seulement 5% en détiennent un montant significatif

•Lien dans le temps: intuitif...en apparence

- Et les conditions de financement (taux d'intérêt, etc.)? Cf. plus loin.

« Offre » et « demande » : prix des logements, croissance du nombre de ménages et construction



Source: CGEDD d'après bases de données notariales, INSEE et CGDD/SOeS

« Offre » et « demande »

Une question centrale et pourtant peu explorée:

Quelle est l'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc?

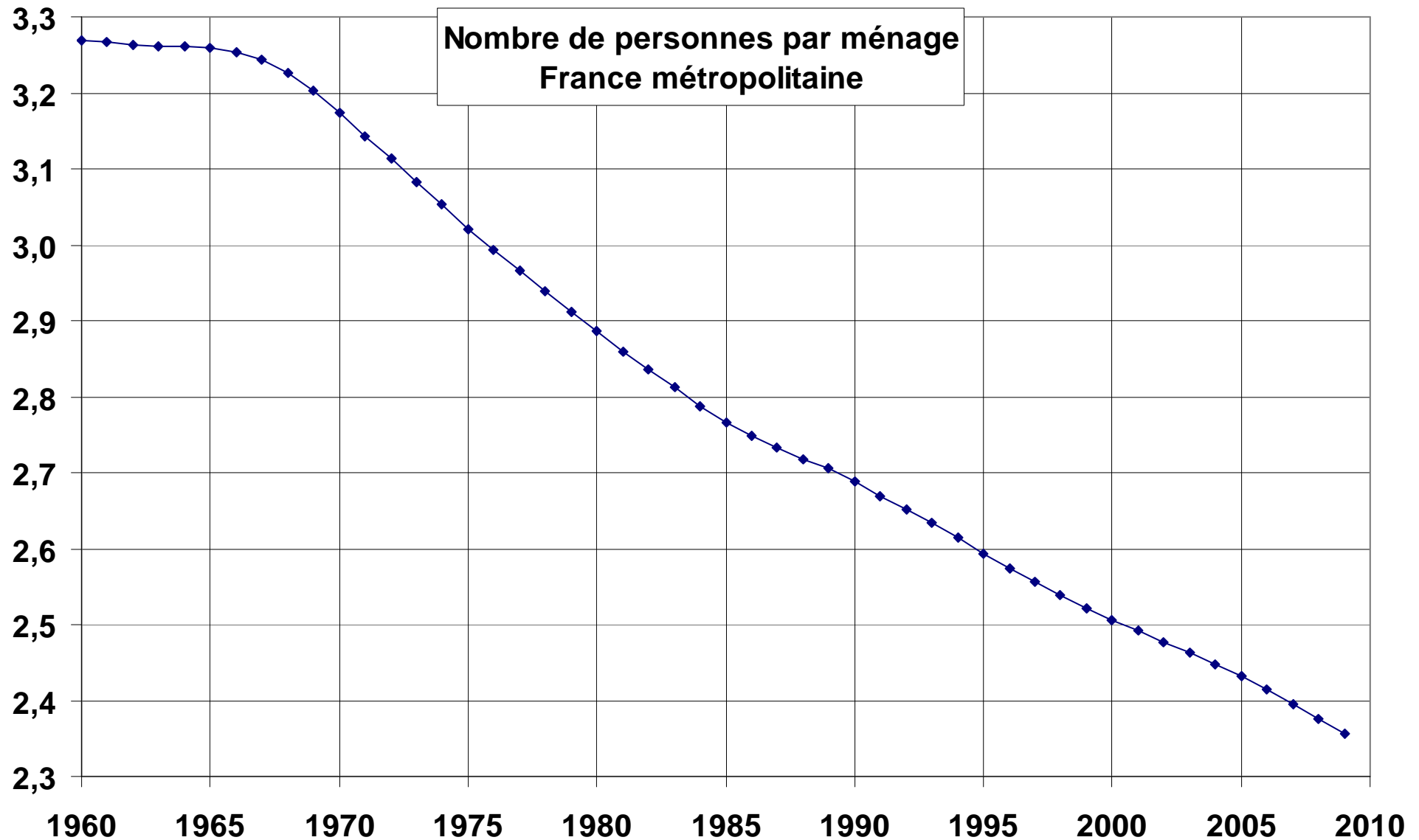
i.e.: si le nombre de logements augmente de 1%, de combien diminue le prix des logements

« toutes choses égales par ailleurs »?

Elasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc

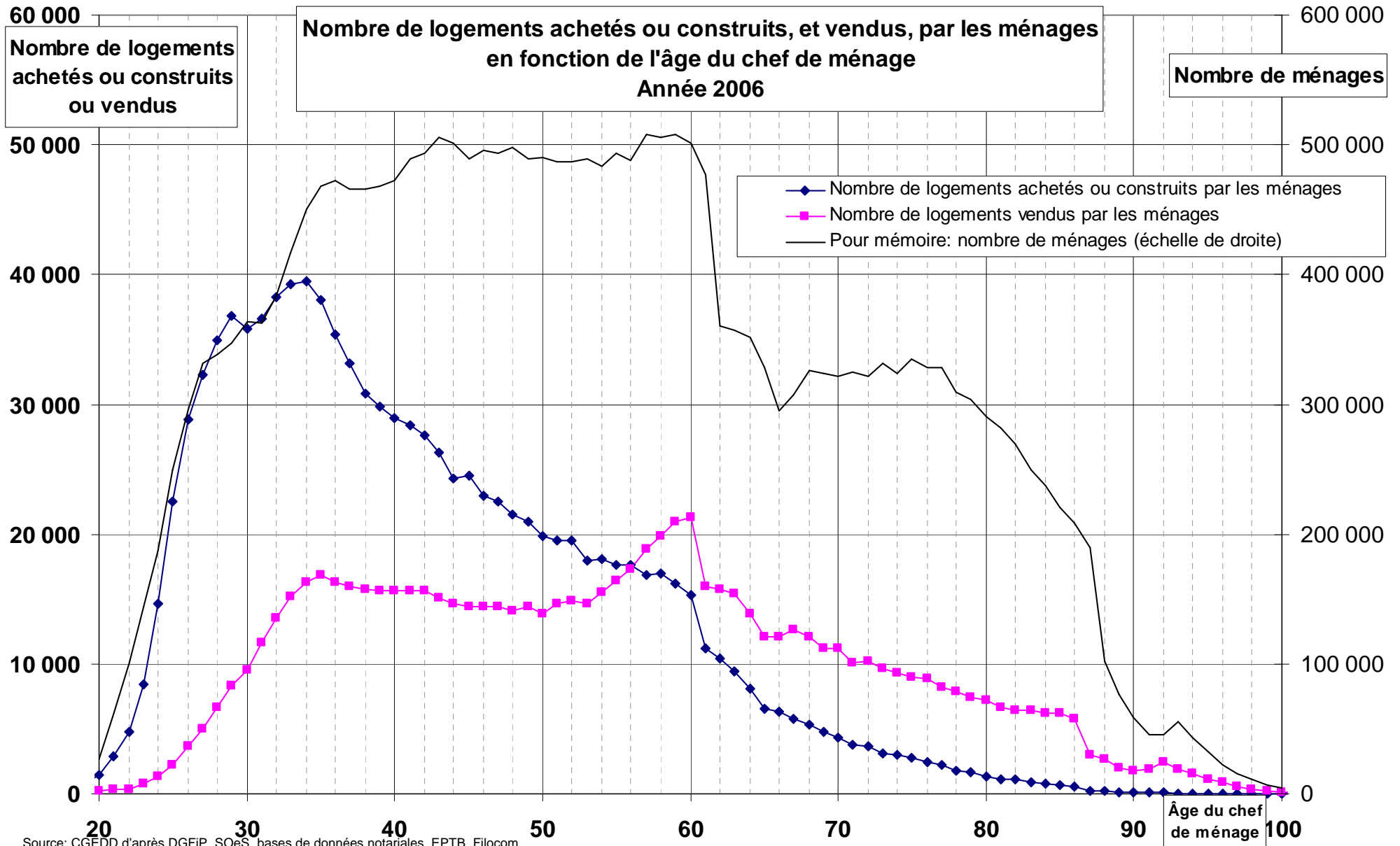
- **Difficultés théoriques**
 - Corriger des autres facteurs (revenu, conditions de financement, croissance du nombre de ménages, du % de résidences secondaires et de logements vacants)
 - Effets de retour: le nb de ménages est sensible à la taille du parc, la construction est sensible à la croissance des prix
 - Décalages temporels
- **Masse de données réduite**
 - Recul limité dans le temps
 - Analyses dans l'espace pour compenser le manque de mémoire...mais manque de données locales
 - Ajouter des variables (régressions multiples) et des retards n'améliore pas beaucoup les R^2
 - Plus on ajoute de variables moins le résultat est fiable
 - Risque de « data mining »
- **L'élasticité apparaît limitée**
 - Cité par Barker Review au Royaume-Uni: $e = -2$
 - Le cas clinique britannique comparé à la France
 - Régression multiple de l'INSEE (hypothèses très fragiles): $e = -9$
 - **Equipes Oxford / Federal Reserve: -1 à -2 pour les USA et le Royaume-Uni**
 - Analyses dans l'espace par région 1994-2004: $e = 0$ à -3

Variation de la structure des ménages: desserrement



Source: CGEDD d'après INSEE, hors effet des populations hors ménage

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



Conditions de financement

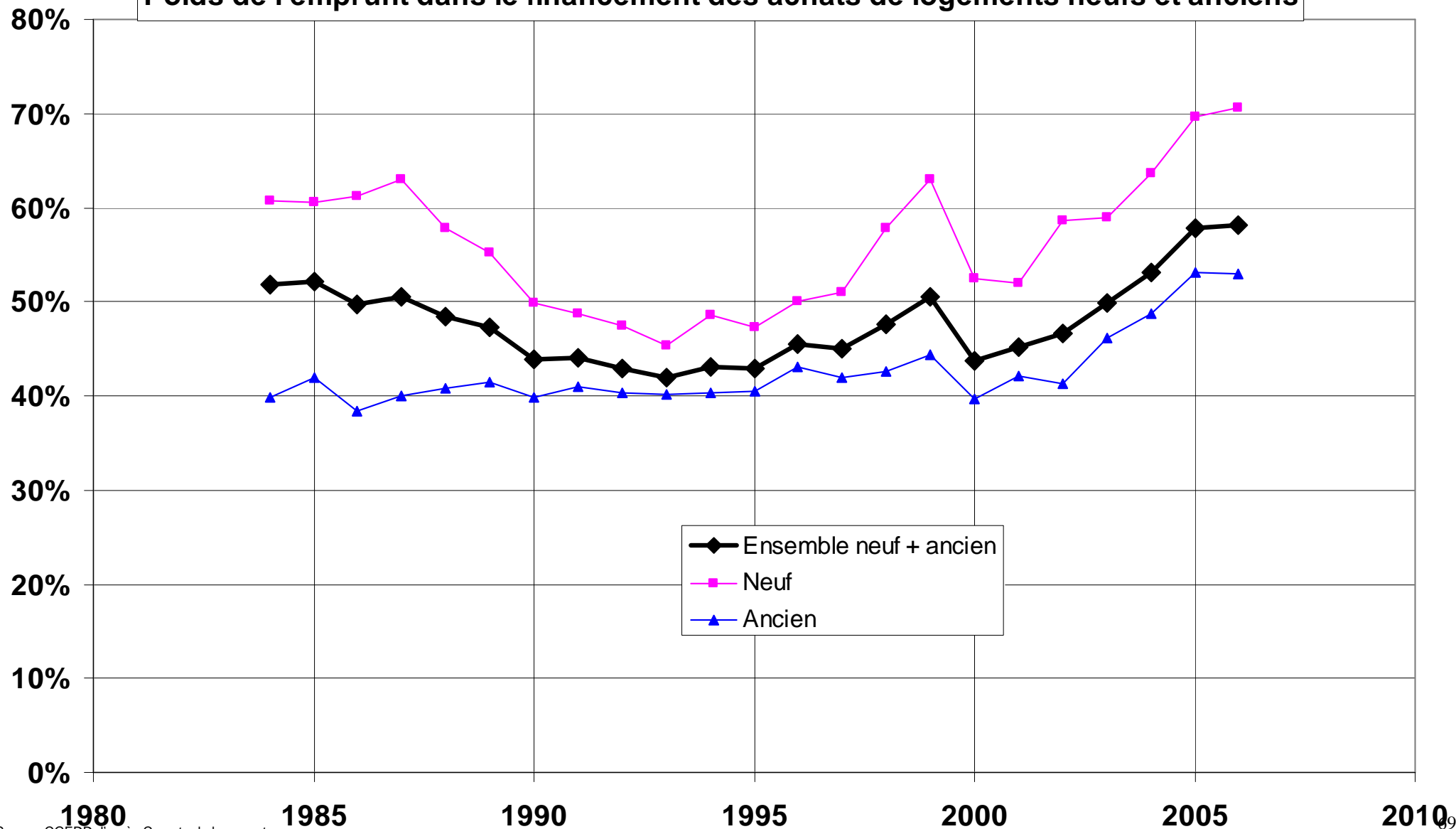
- **Poids de l'emprunt dans le financement**
- **Taux d'intérêt**
- **Durée des prêts**
- **Autres conditions de financement**

Le plan de financement moyen (approx.)

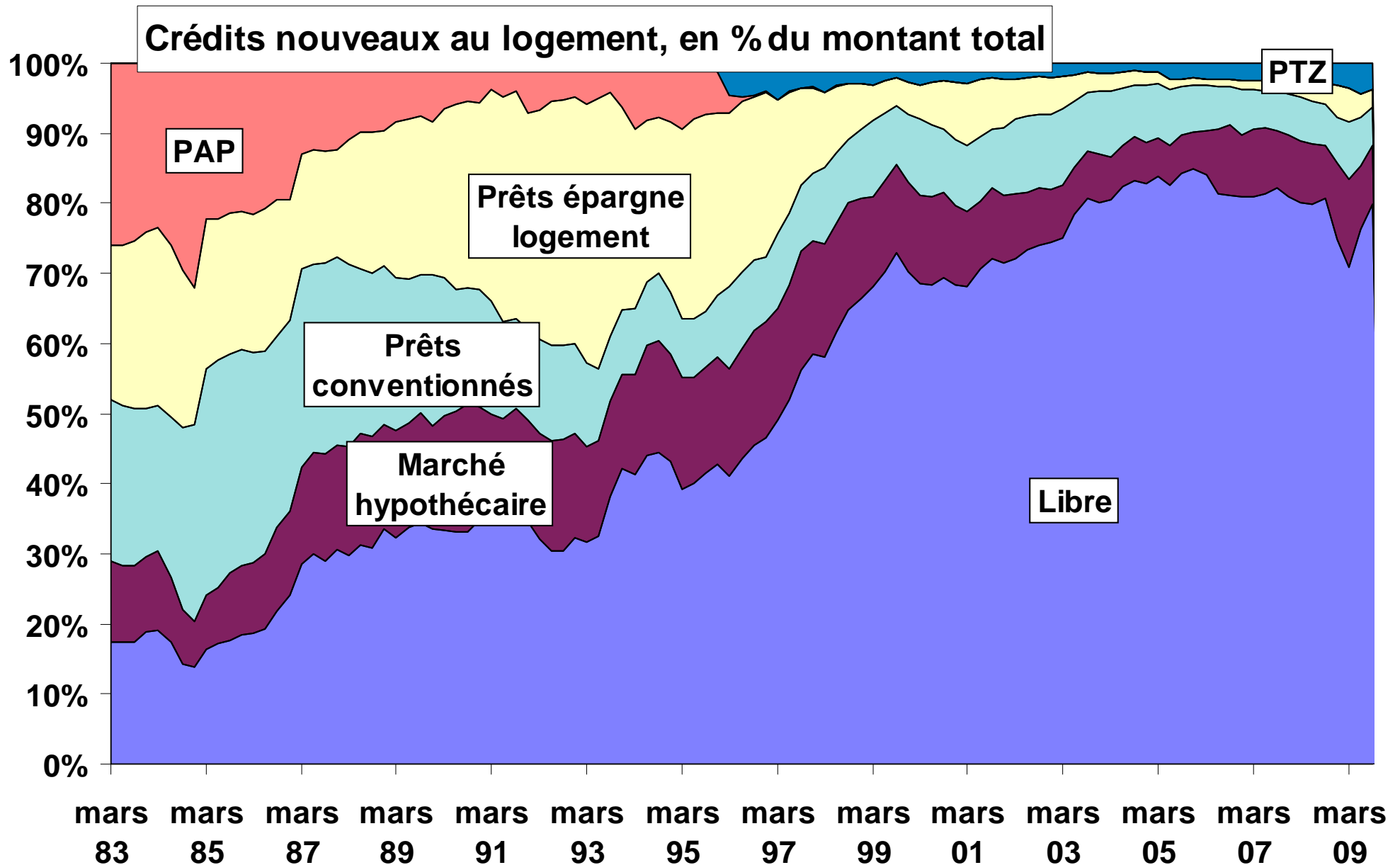
Poste	Part (approx.)	Commentaire
Revente d'un logement	20%	Effet déstabilisant (augmente l'autocorrélation à 1 an?)
Réalisation d'une épargne financière	20%	Surtout épargne réglementée, peu d'actions ou d'obligations
Emprunt	60%	« Seulement » la moitié Part croissante sur les 20 dernières années

Poids de l'emprunt dans le plan de financement

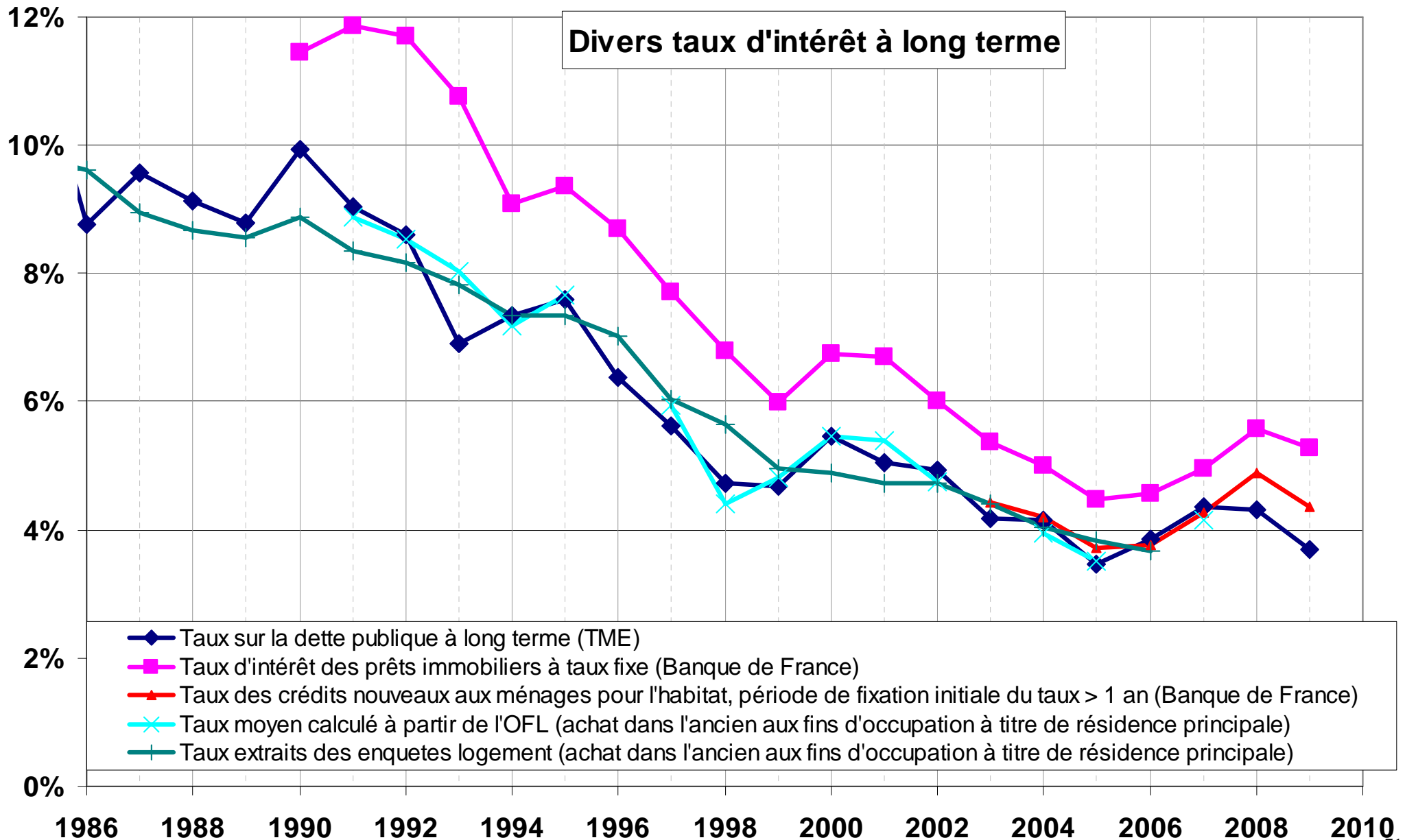
Poids de l'emprunt dans le financement des achats de logements neufs et anciens



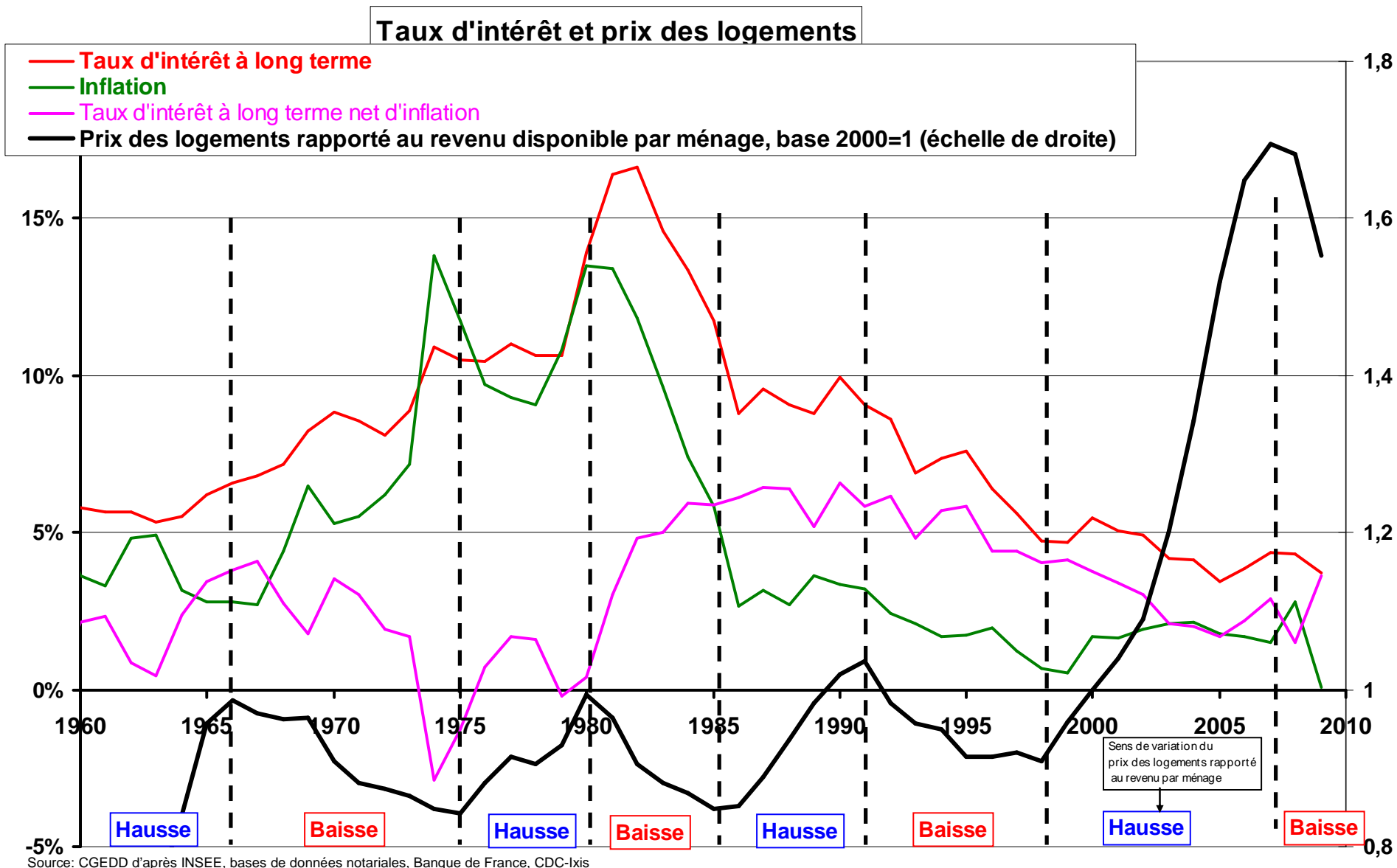
La raréfaction des prêts EL (incluant une option de taux) et des autres prêts à taux privilégié



Divers taux d'intérêt



Pas de coïncidence entre variations du prix des logements et variations des taux d'intérêt



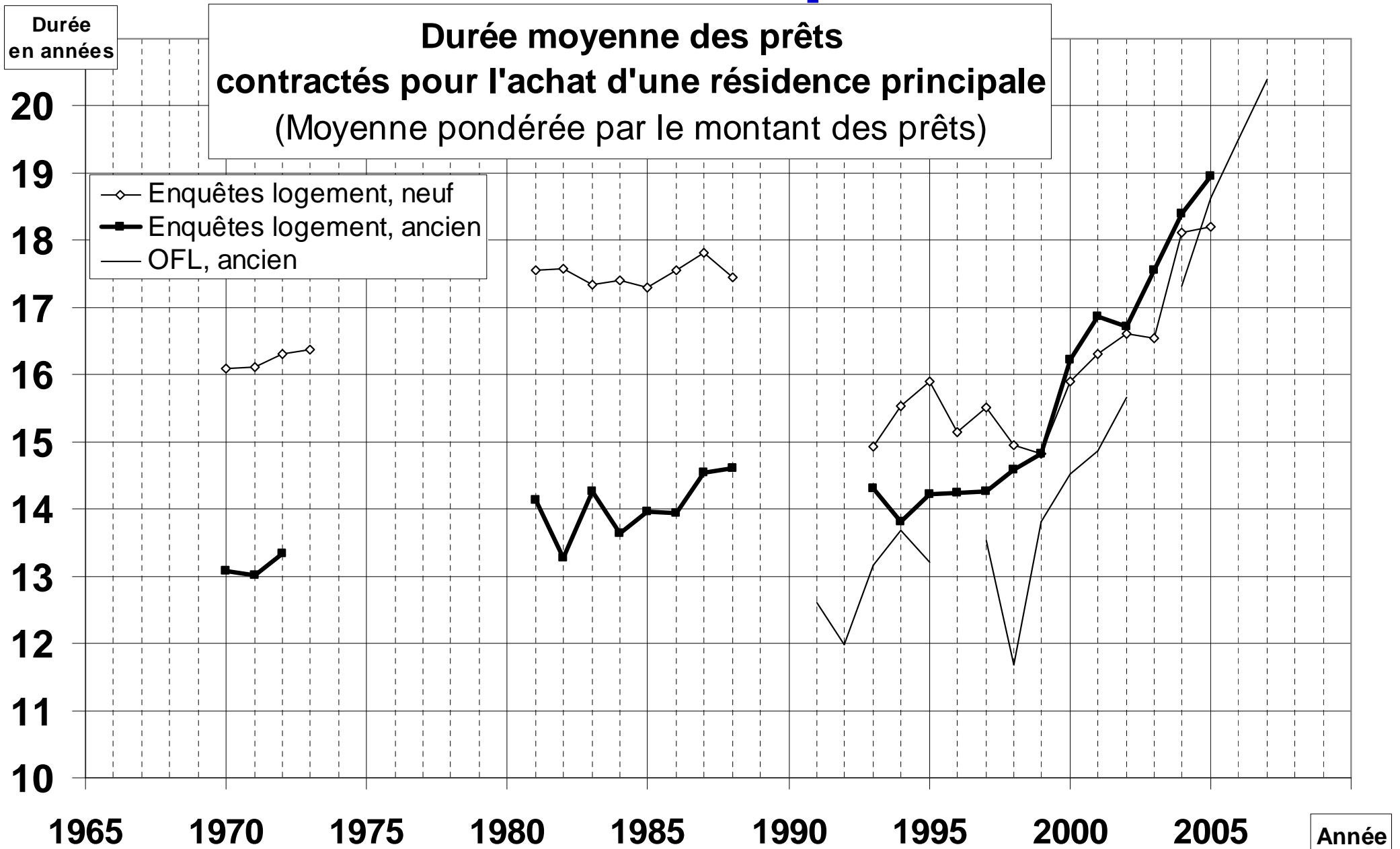
Faible corrélation (deux à deux) avec les taux d'intérêt

- Accepter la faible corrélation deux à deux
- Tenter de l'expliquer
- Une diminution de 1 point du taux d'intérêt
 - augmente le capital empruntable de 8%
 - donc augmente le pouvoir d'achat immobilier de 5% « seulement » (ou 6% si effet d'entraînement)
- Effet des financements réglementés
 - Financements bonifiés? (PAP+EL=50% des crédits au logement en 1983 mais PAP = neuf)
 - Option de taux incluse dans l'épargne logement?
- (plus forte aux Etats-Unis)
- Méthodes moins primaires (décalages, régressions multiples, etc.) pas conclusives sur une série de 35-40 ans

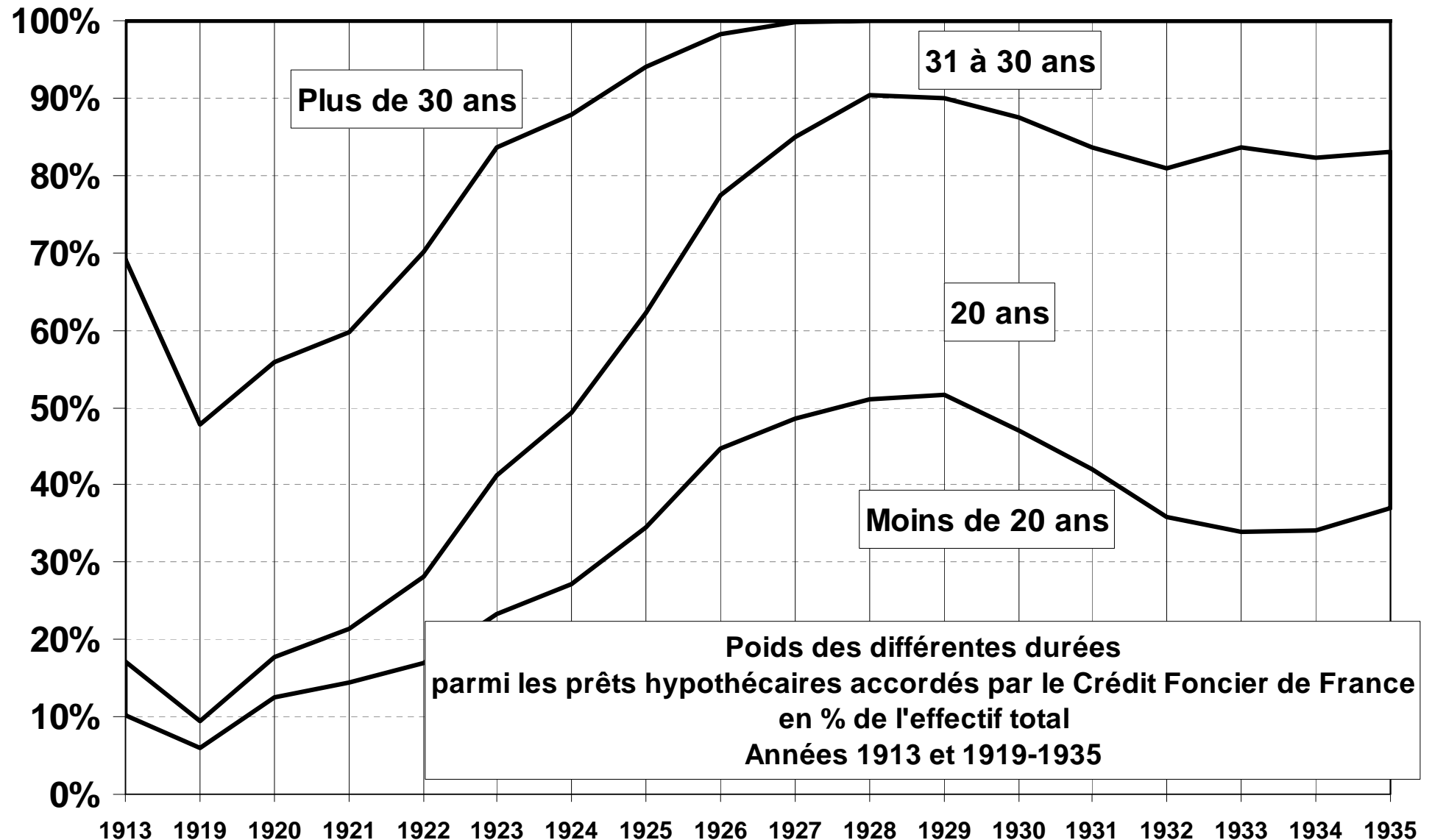
Faible corrélation (deux à deux) avec les taux d'intérêt

- **Les fluctuations des taux d'intérêt n'expliquent qu'une petite partie de la volatilité du prix des logements**
- **Contre-intuitif**
- **(mais cf. actions)**
- **Fonde pourtant le pouvoir diversificateur du placement en logement par rapport au placement obligataire**

Durée des prêts



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



Simulation d'un allongement de la durée de 15 à 25 ans

Caractéristiques du prêt	Prêt sur 15 ans	Prêt sur 25 ans
Durée	15 ans	25 ans
Taux	5,00%	5,30%
Mensualité	0,791 €	0,791 €
Capital	100 €	131 €
Reste à rembourser au bout de 15 ans (monnaie nominale)	0 €	58 €
Idem actualisé au taux de l'inflation (2%/an)	0 €	43 €
Idem actualisé au taux de croissance du revenu par ménage (3%/an)	0 €	37 €

Double effet d'un allongement de la durée de 15 à 25 ans sur les liquidités affectées à l'achat d'un logement

- **Effet à court terme:** 31 € disponibles affectés à l'achat de logement
 - prêt = 60% du financement => si allongement de 10 ans le montant de l'achat augmente de 22% seulement
 - L'allongement observé est < 10 ans => le montant de l'achat augmente de moins que 22%
- **Effet à long terme:** 58 € (ou 43 € ou 37 € après actualisation) restent à rembourser après 15 ans: sur quel budget seront-ils pris:
 - autre achat de logement? => diminution future de la demande solvable
 - autre budget logement du ménage? => idem
 - budget du ménage hors logement? Si oui lequel (automobile? loisirs? etc.)

Effet de l'allongement de la durée des prêts sur l'indice de prix des logements

- **A court terme:** le montant de l'achat augmente de moins que 22% (12%?). Inertie de l'offre => **dissipation en inflation** immobilière = hausse de l'indice de prix
- **A long terme (1):** le remboursement des **mensualités supplémentaires** réduit cet effet (voire l'annule?)
- **A long terme (2):** le partage effet prix / **effet qualité** réduit l'effet résultant sur l'indice de prix (expurgé en principe des effets qualité) (ex. de 1965-2000)

⇒ Relativiser l'effet

- à court terme

- et surtout à long terme

**de l'allongement de la durée des
prêts sur l'indice de prix des
logements**

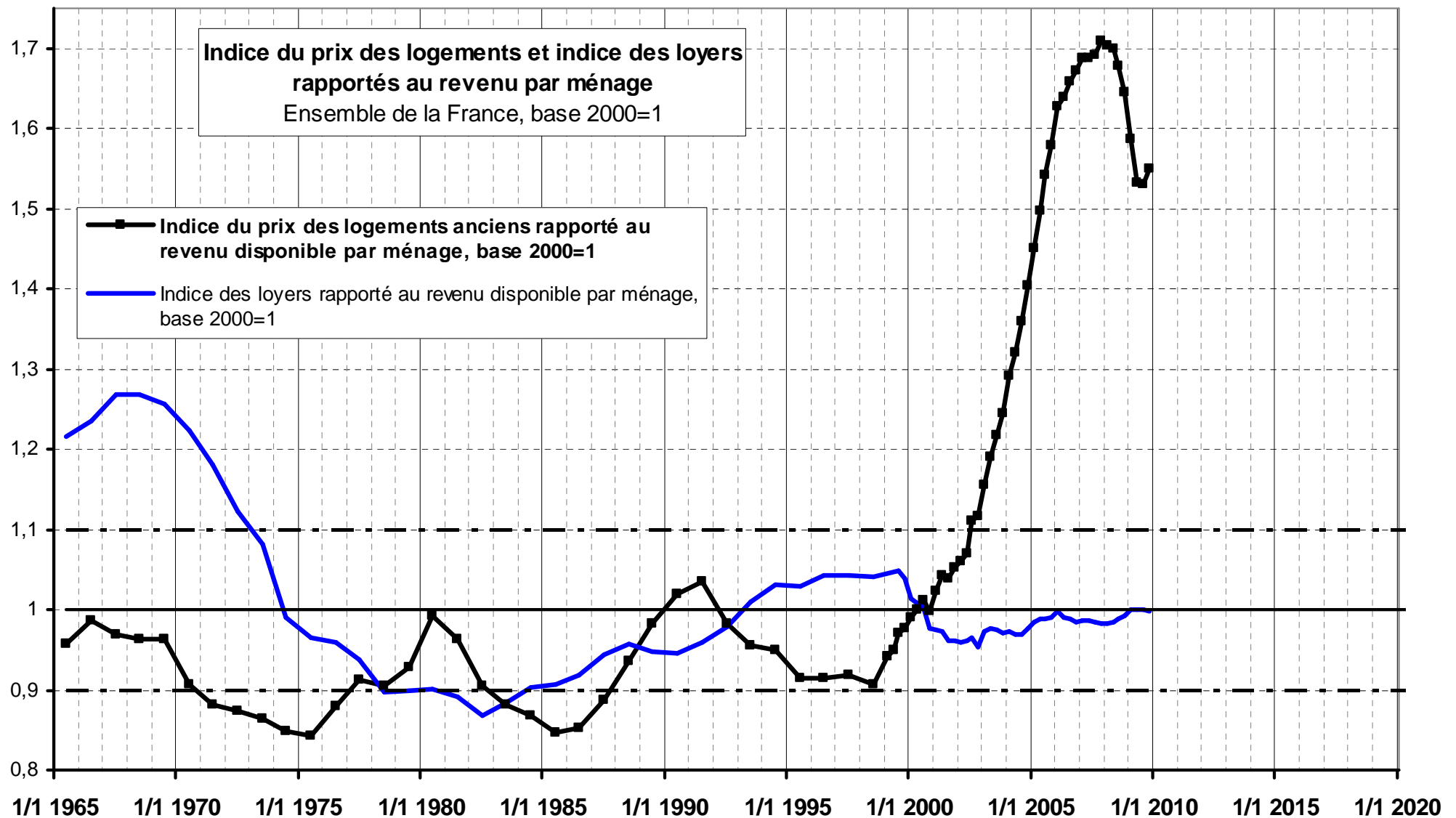
Les autres conditions de financement

- Mal connues sur 40 ans
 - taux d'apport personnel exigé,
 - appréhension par les prêteurs du risque de perte d'emploi et des perspectives d'évolution du revenu,
 - conditions des prêts relais
 - plus ou moins grande propension des établissements financiers à prêter
- Ont fluctué depuis 1965

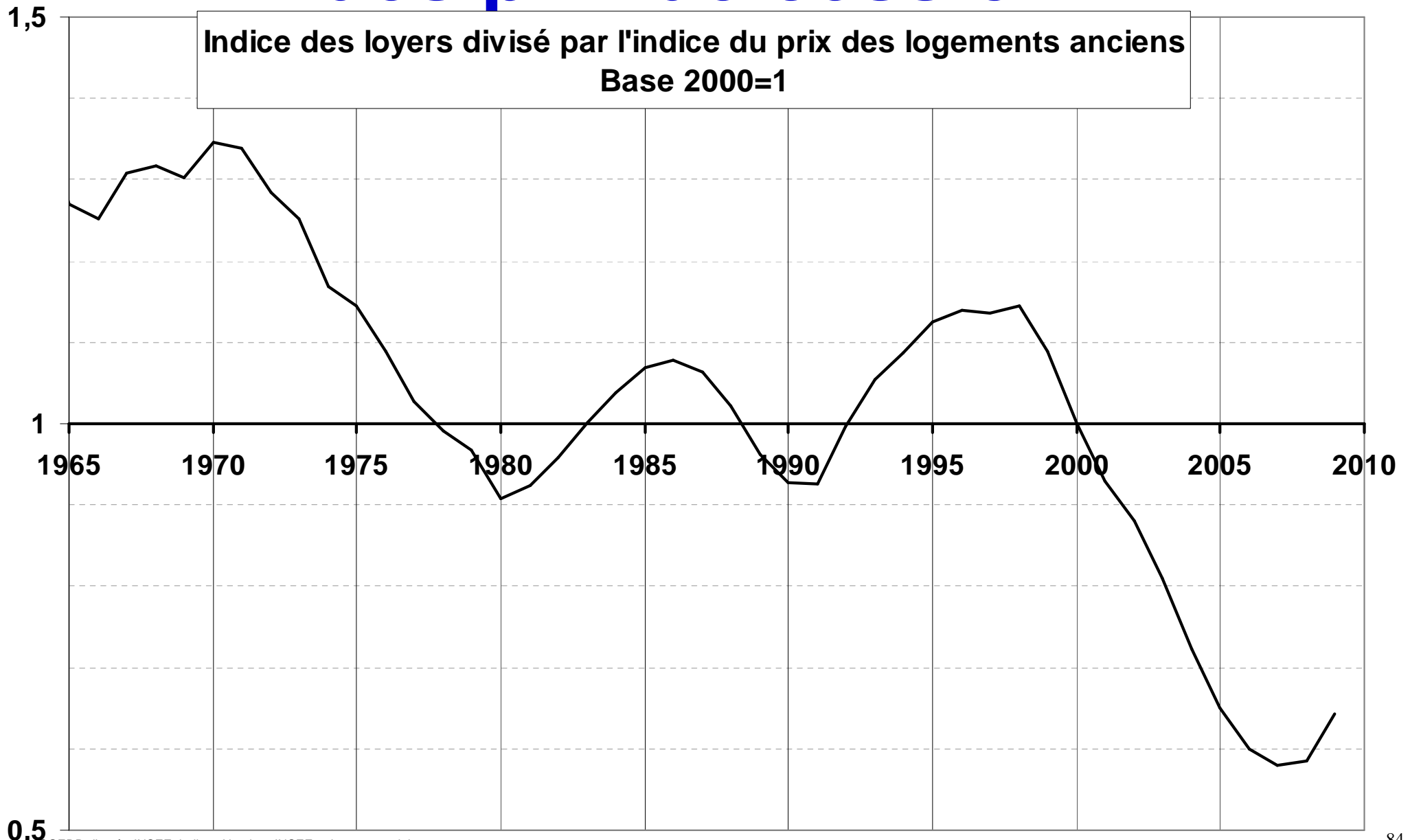
Loyers

- Les indices de loyers et de prix des cession ne sont pas exactement comparables => le ratio des indices n'est pas un indice de rendement locatif brut:
 - Paupérisation et dévalorisation du parc locatif de 1965 à 2000 => **biais à long terme**
 - Indices de prix des cession = « flux » alors qu'indices de loyers = « stock » (sur le passé lointain) => **biais à court terme**
 - Distinguer les parcs locatifs « HLM » et de marché
- C'est le **loyer net des charges supportées par le propriétaire** ($\approx 40\%$ du loyer) qui est représentatif du rendement annuel net du logement
- => la comparaison est **biaisée**

Indice des prix de cession et indice des loyers




Indice des loyers divisé par l'indice des prix de cession



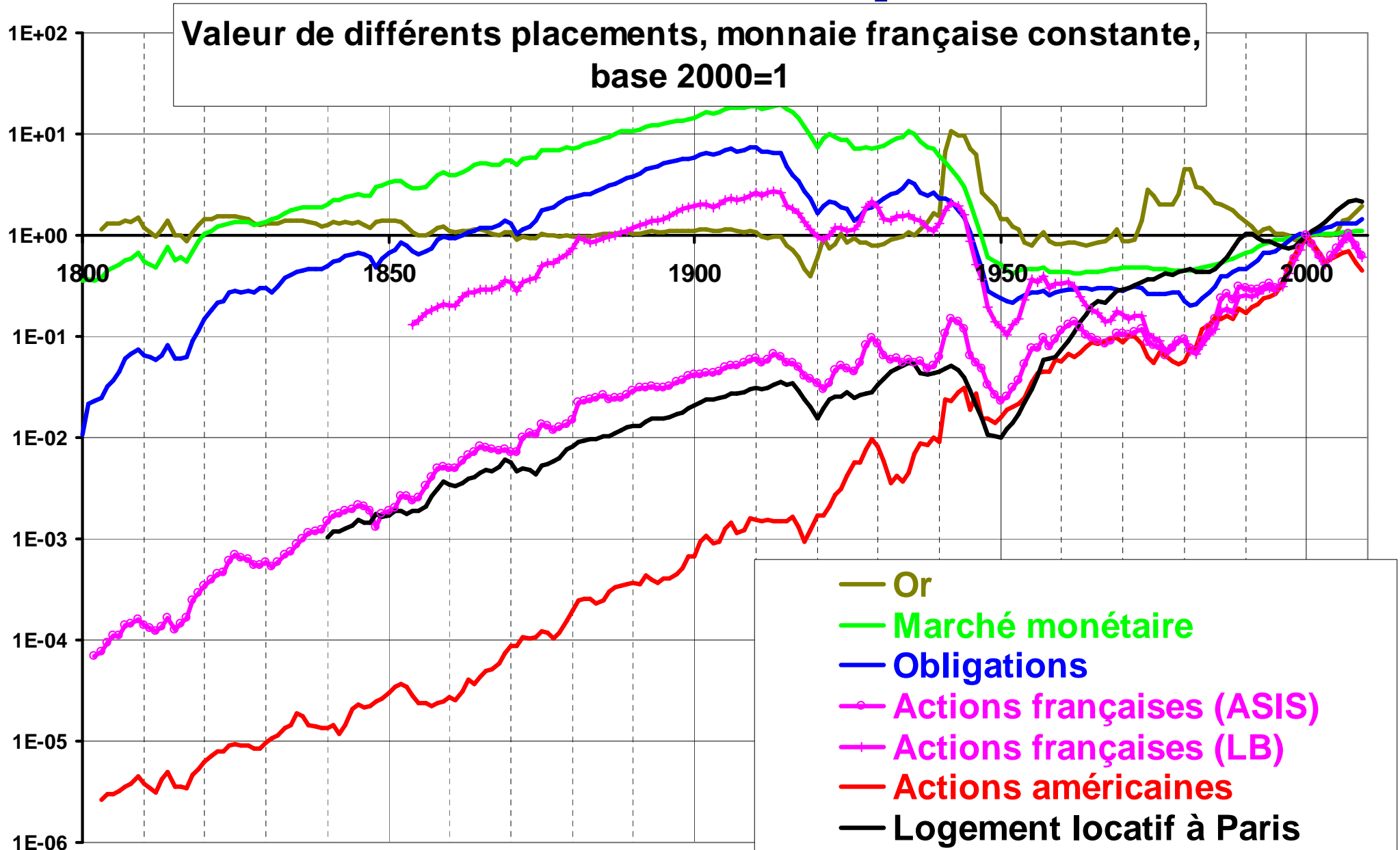
Loyers et prix de cession

- => prudence
- +: si le ratio indice de loyers / indice de prix est bas on sait pas si c'est parce que les loyers sont bas ou parce que les prix sont élevés
- => on préfère le ratio indice de prix de cession / revenu au ratio indice de loyers / indice de prix de cession
- mais: le rendement locatif brut et net s'est effondré à partir de 2000

PLAN

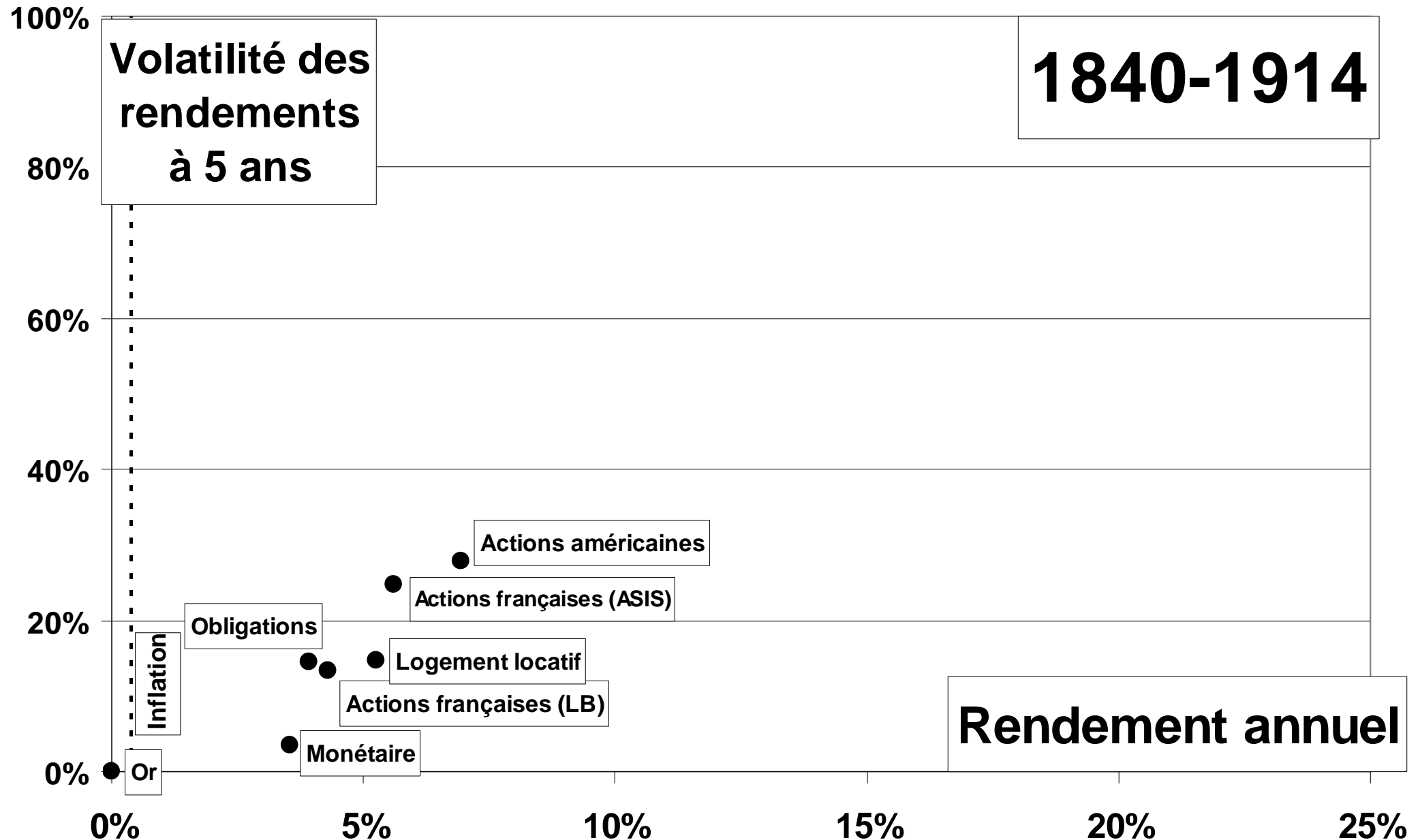
1. **Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800**
2. **Le prix des logements sur longue période**
3. **Propriétés du prix des logements depuis 1965**
4. **Placement en logement sur longue période** 
5. **Montant et nombre des transactions de logements**
6. **Éléments pour la prospective**
7. **Conclusion**

Valeur de différents placements

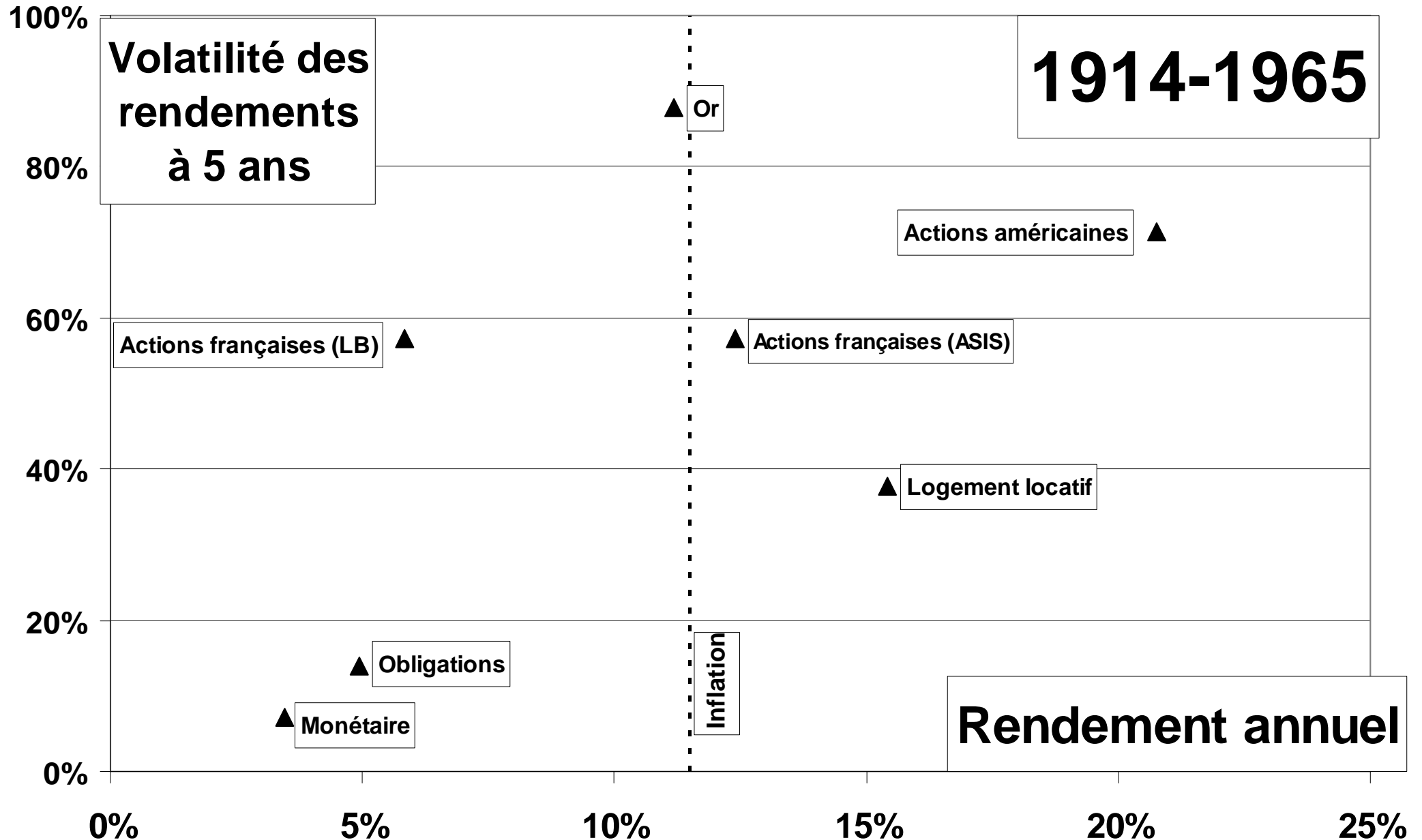


Source: Source: CGEDD d'après Arbulu, Le Bris & Hautcoeur, Euronext, Vaslin, Loutchitch, Ixis, Banque de France, ECB, bases notariales, indices Notaires-INSEE, Duon, INSEE, Schwert, Shiller, S&P, World Gold Council, Officer. NB : ASIS = série Arbulu-SGF-INSEE-SBF250. LB = série Le Bris

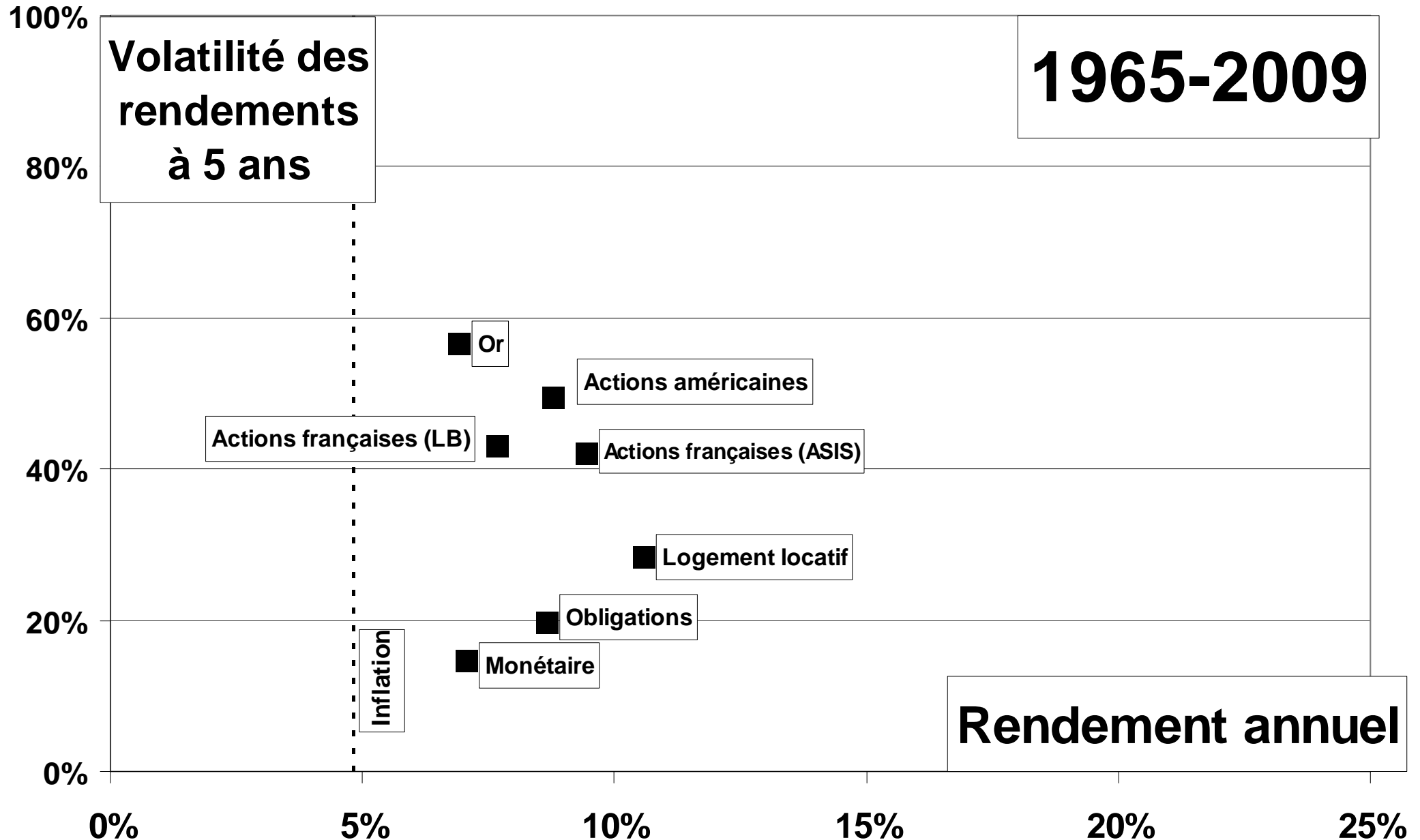
Rendement X volatilité: 1840-1914



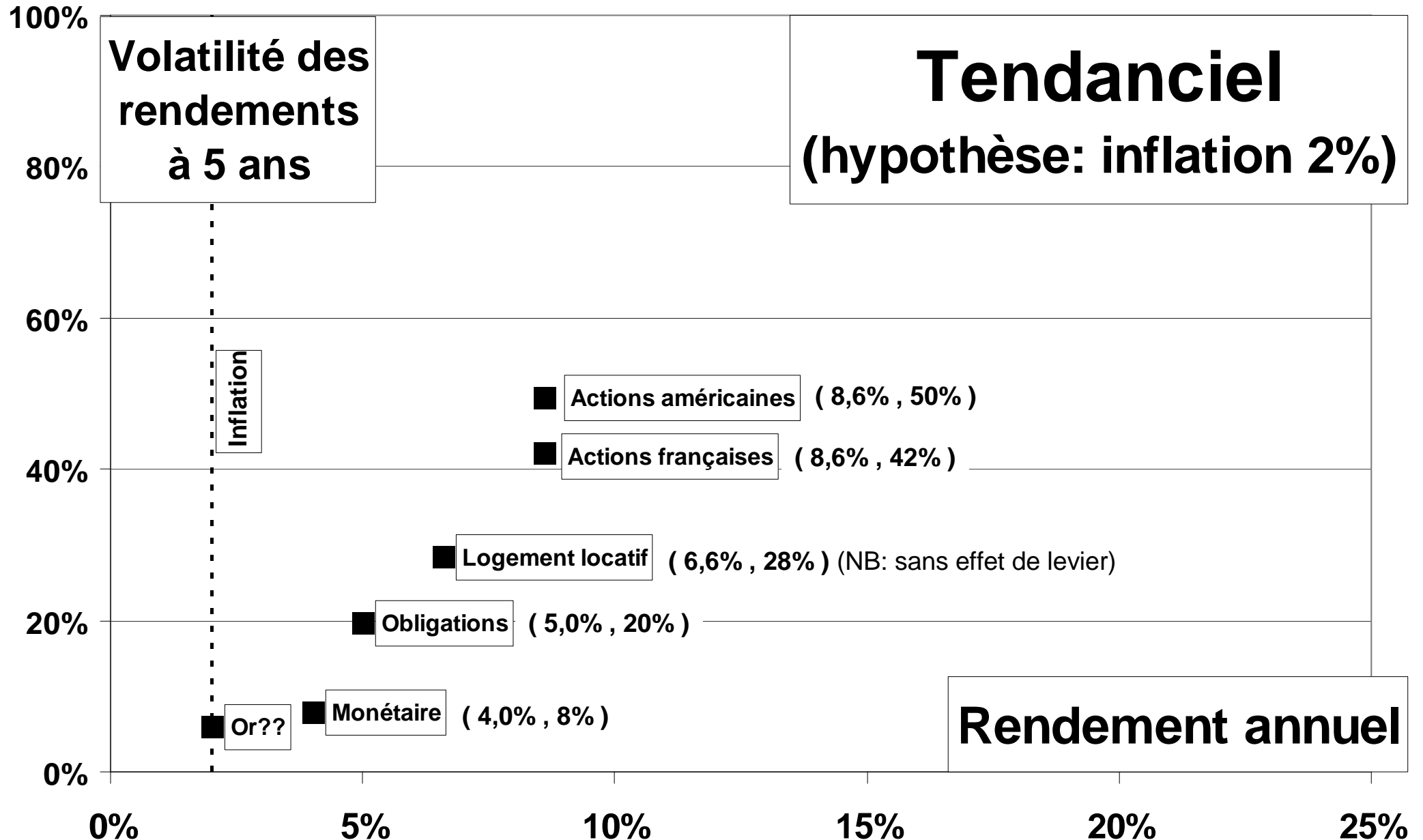
Rendement X volatilité: 1914-1965



Rendement X volatilité: 1965-2009



Rendement X volatilité tendanciel



Autres aspects des placements

- **Effet de levier**
- **Frais**
 - **de gestion**
 - **de transaction**
- **Fiscalité**
- **Pouvoir diversificateur**

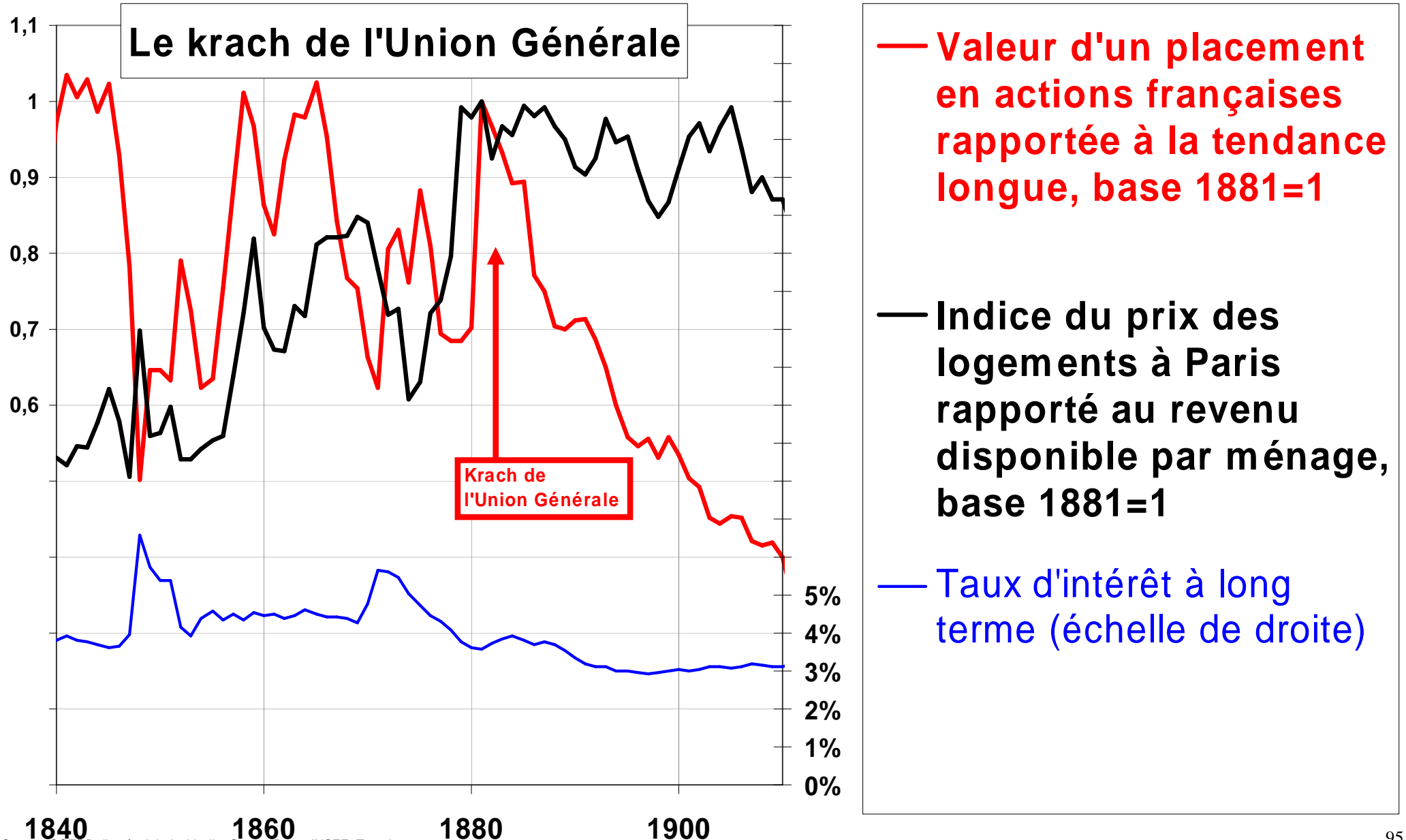
Absence de corrélation avec le placement en actions

- Intuitive
- Arbitrages limités entre les deux actifs
 - Peu d'actions dans l'apport personnel
 - Place différente dans le cycle de vie
- Processus de formation des prix différents
 - ✓ Acteurs différents
 - ✓ Calculs différents (taux d'effort versus somme des cash flows anticipés actualisés)
- => Pouvoir diversificateur

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**
- **Krachs boursiers des « nouvelles technologies » et des « subprimes »**

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



FRANCE

(immeubles de rapport et appartements)

La crise de 1929

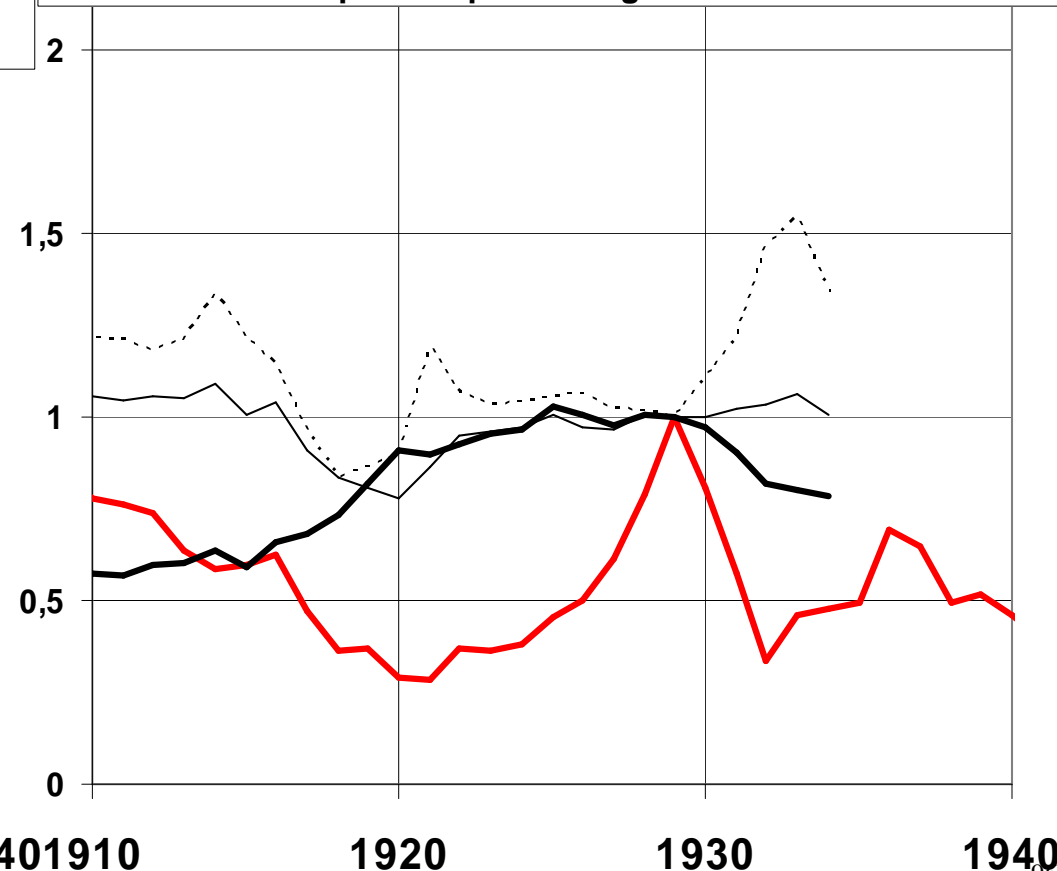
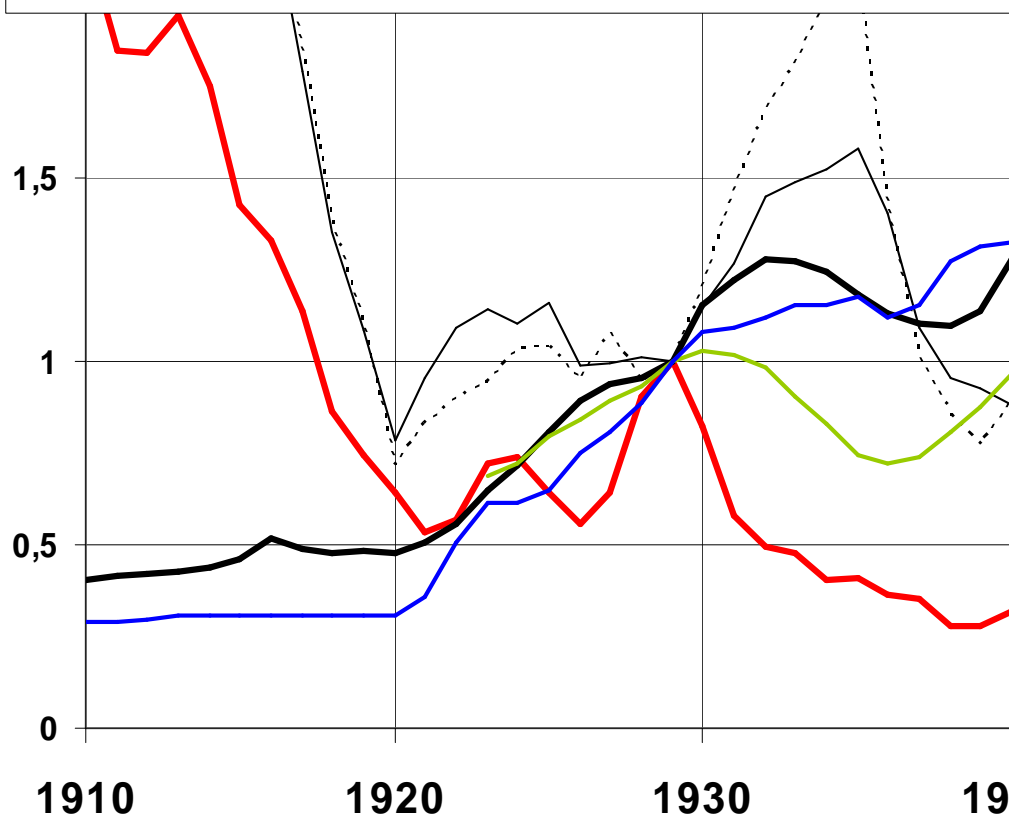
Valeurs en base 1929=1

ETATS-UNIS

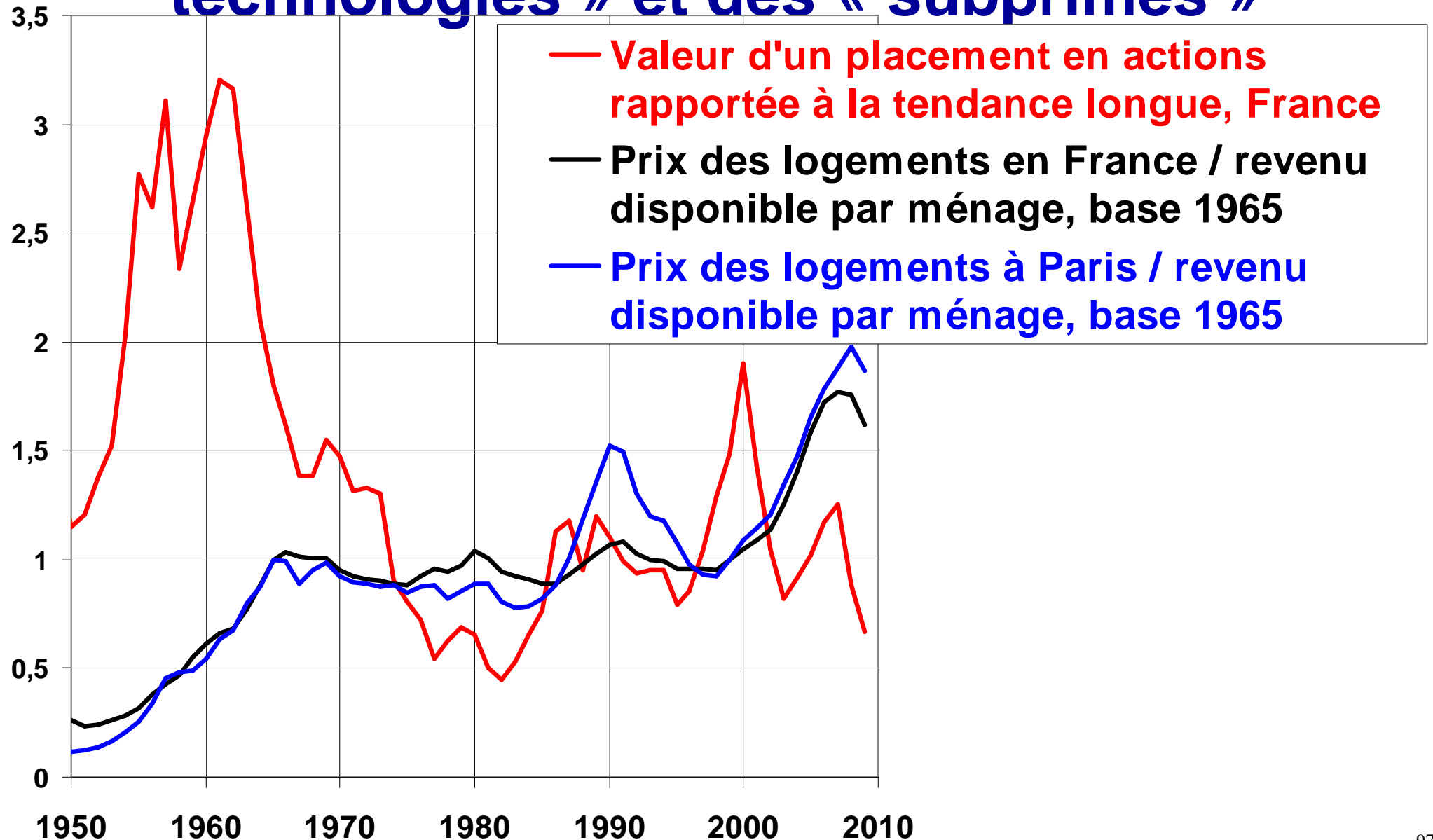
(maisons)

- 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, et des krachs des « nouvelles technologies » et des « subprimes »



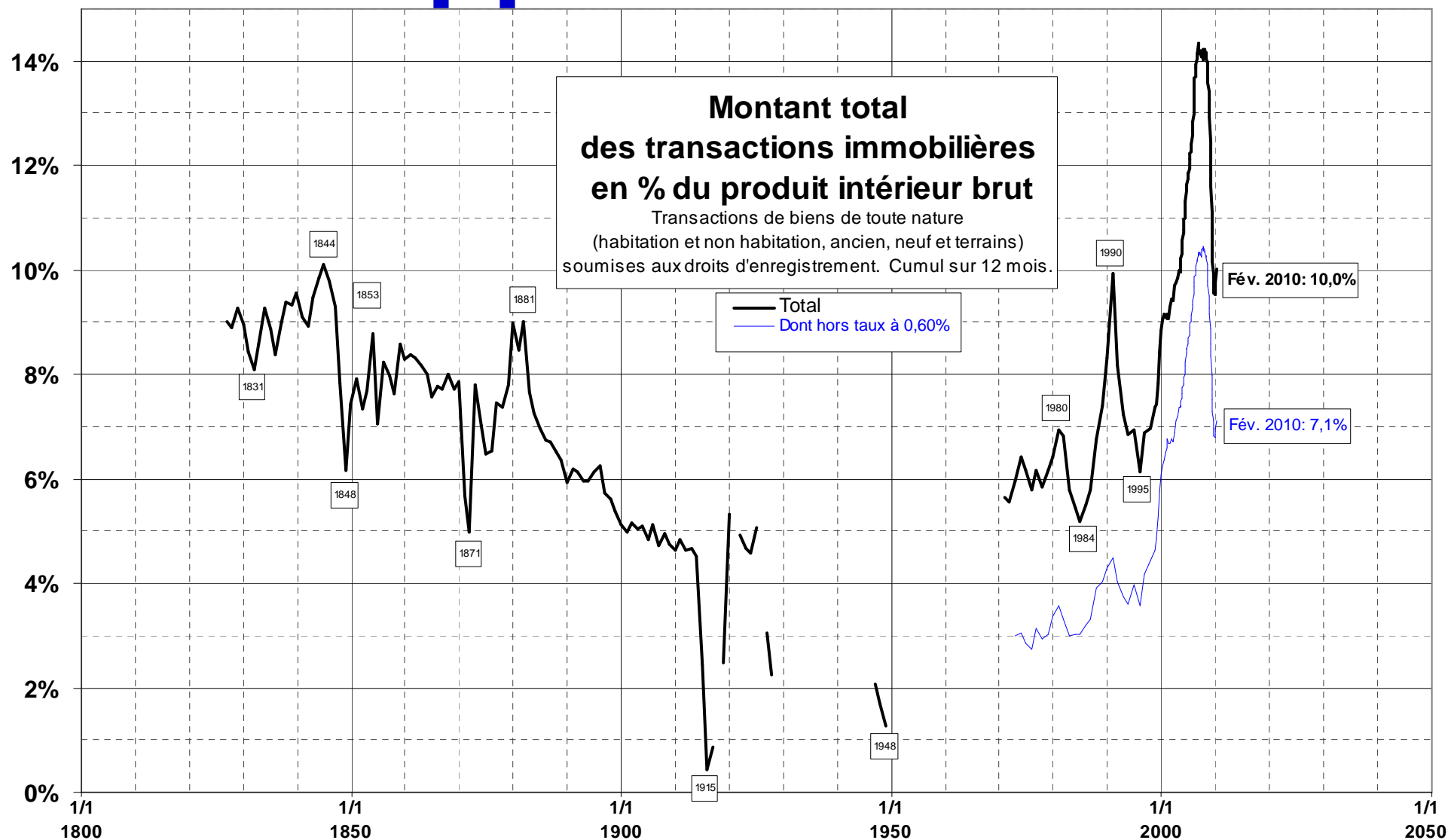
Absence de corrélation avec le placement en obligations

- Résulte de l'absence de corrélation avec les taux d'intérêt (contre-intuitive)
- Permet de lever la contradiction entre deux discours communs en matière de logement (corrélation avec les taux d'intérêt et pouvoir diversificateur par rapport au placement obligataire)

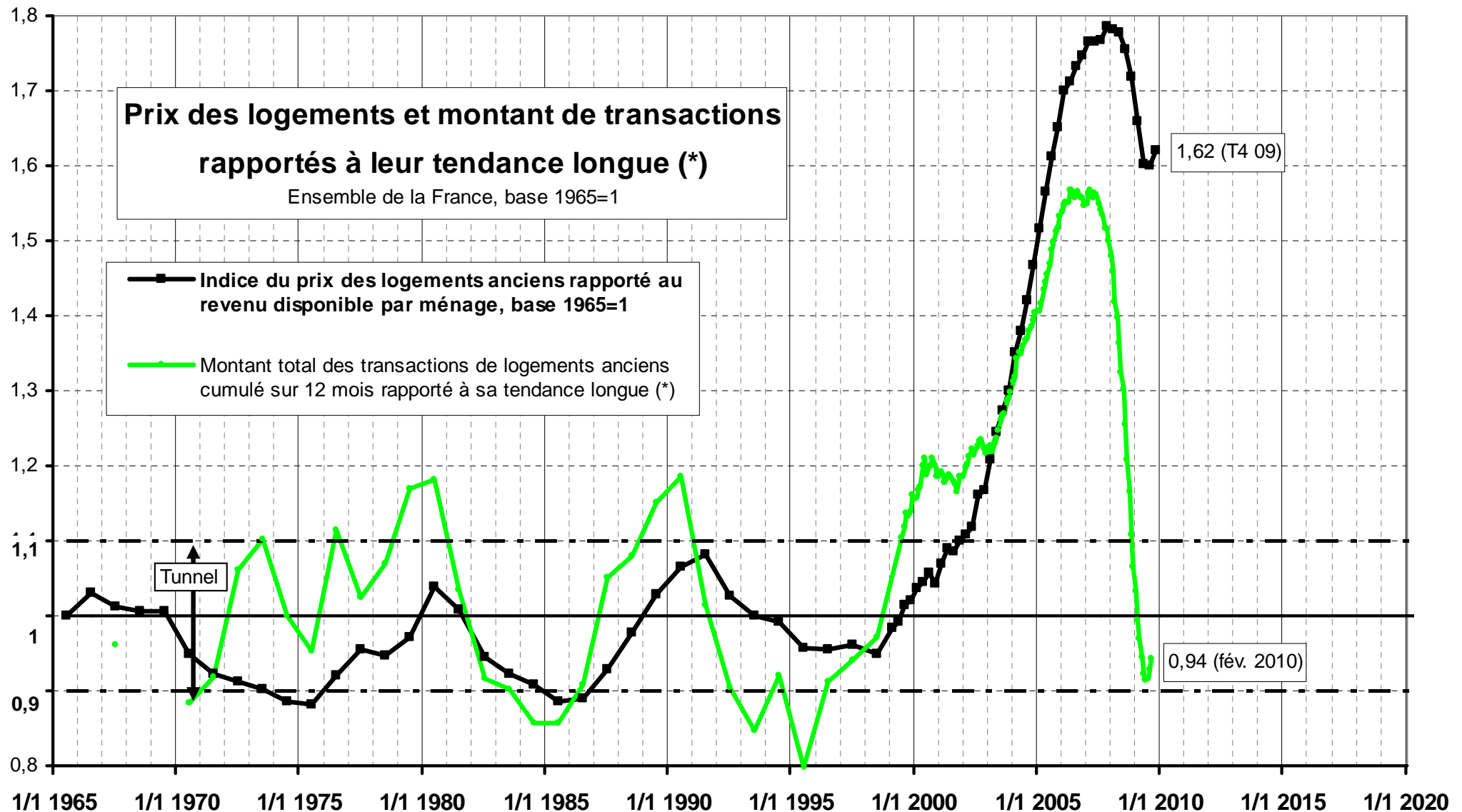
PLAN

1. **Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800**
2. **Le prix des logements sur longue période**
3. **Propriétés du prix des logements depuis 1965**
4. **Placement en logement sur longue période**
5. **Montant et nombre des transactions de logements** 
6. **Éléments pour la prospective**
7. **Conclusion**

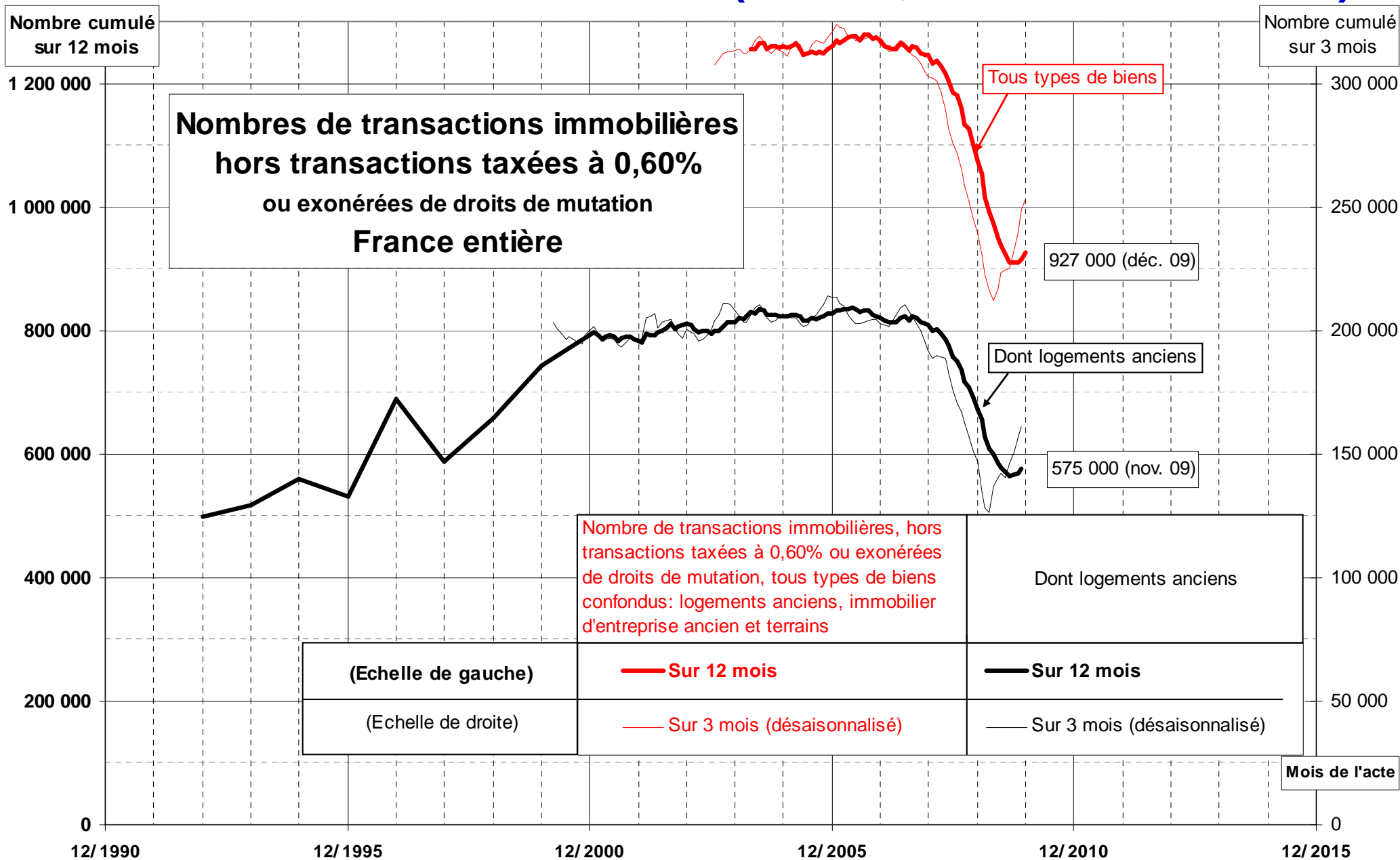
Montant de transactions rapporté au PIB



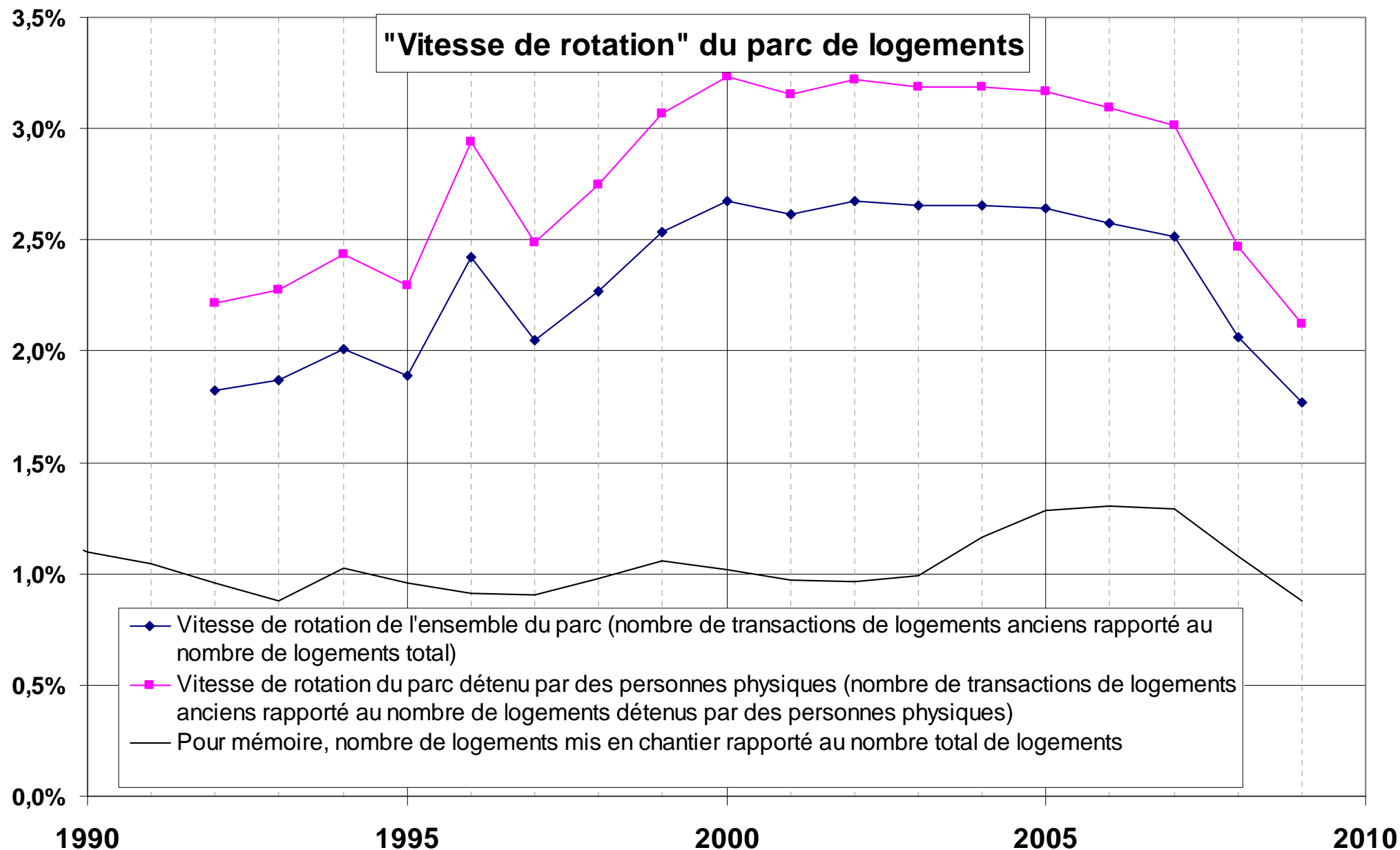
Montant de transactions rapporté à sa “tendance longue” (4,9% par an + inflation)



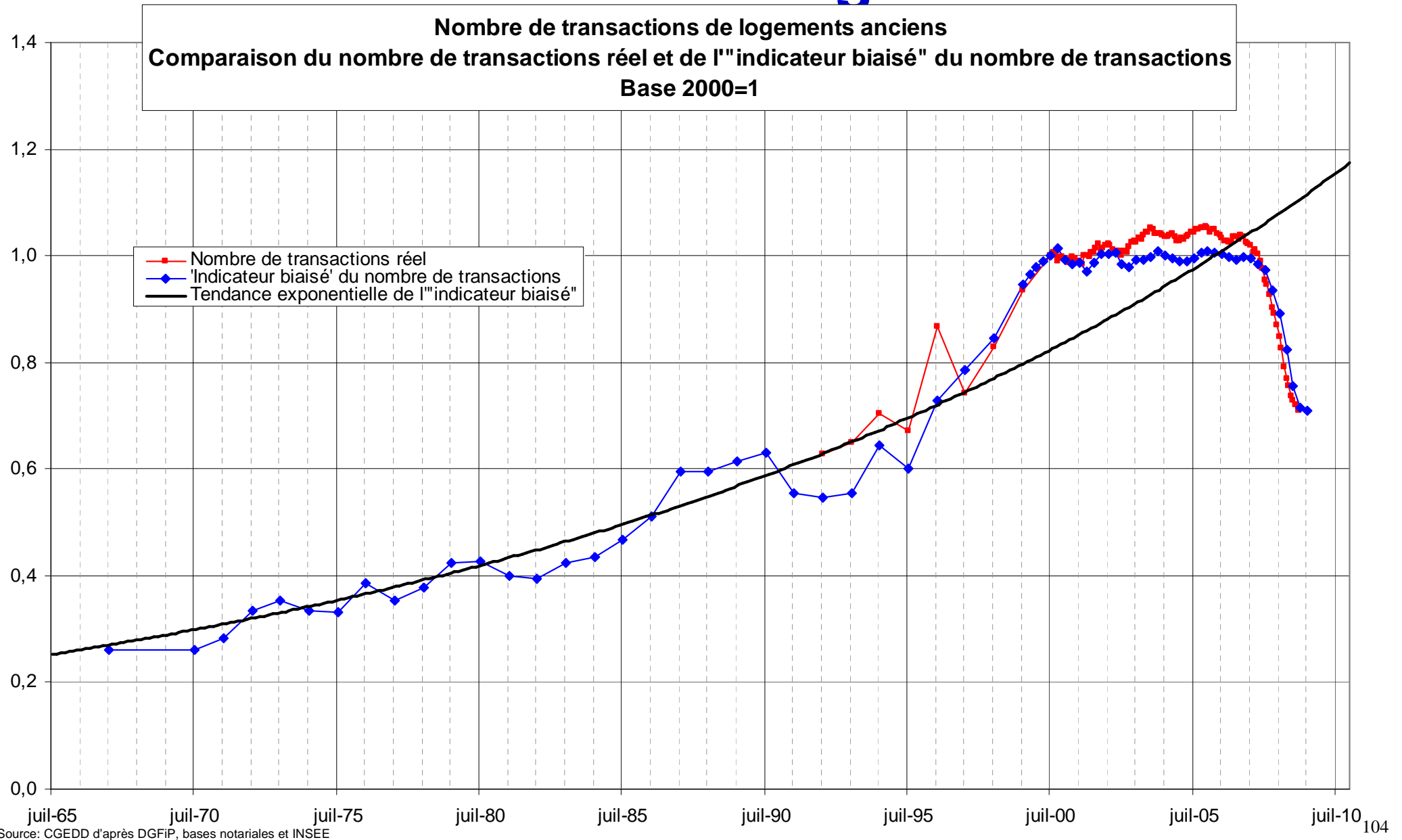
Nombre de transactions (hors 0,60% et exonérées)



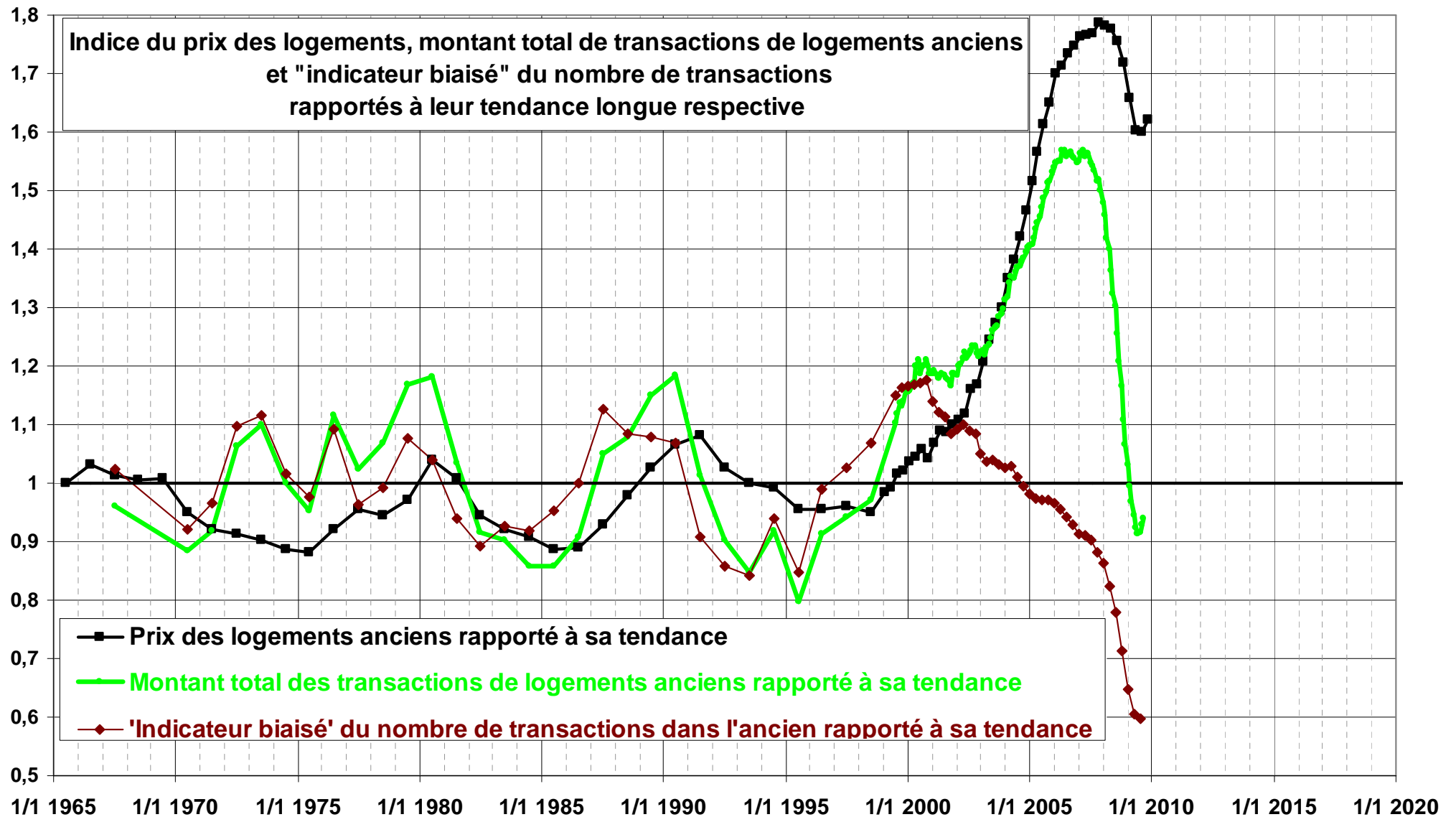
« Vitesse de rotation » du parc de logements



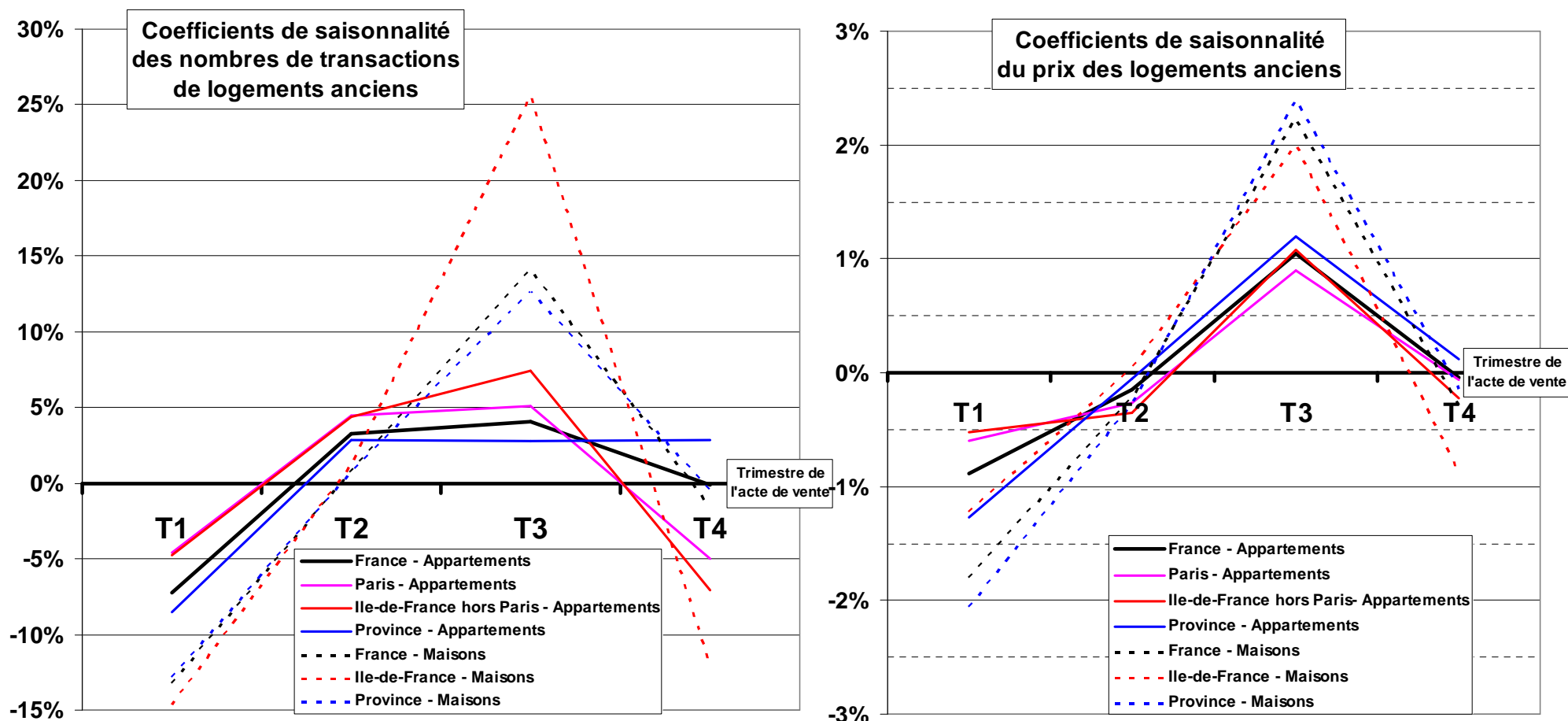
« Indicateur biaisé » du nombre de transactions de logements



“Indicateur biaisé” du nombre de transactions rapporté à sa tendance longue




Saisonnalité comparée du prix et du nombre des transactions



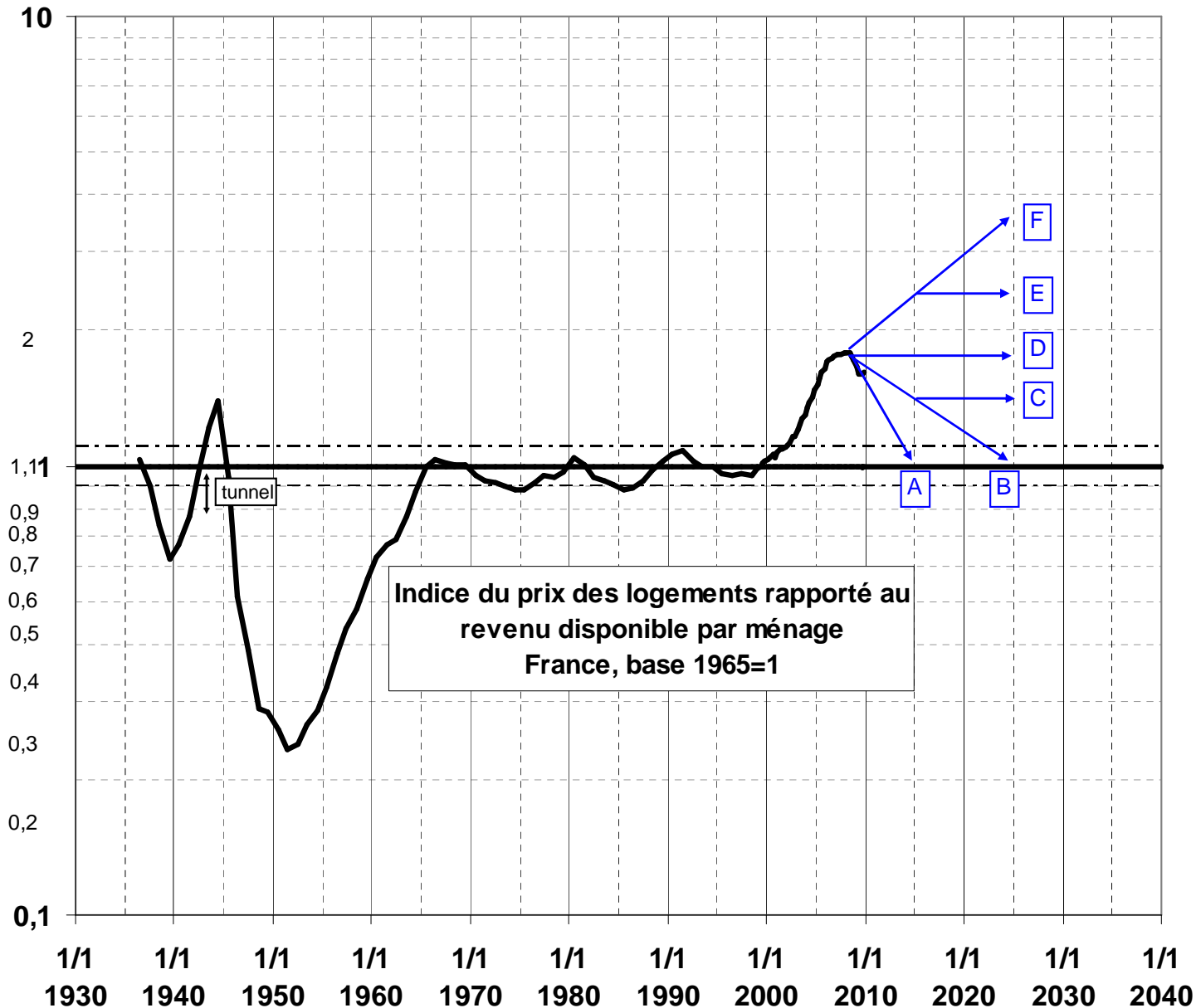
Nombre de logements entrant dans le patrimoine d'un individu ou en sortant pendant sa vie

		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	Solde des logements donnés ou reçus en donation	0,0
		Logements reçus en héritage	0,4
			Logements détenus au décès

PLAN

1. **Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800**
2. **Le prix des logements sur longue période**
3. **Propriétés du prix des logements depuis 1965**
4. **Placement en logement sur longue période**
5. **Montant et nombre des transactions de logements**
6. **Éléments pour la prospective** 
7. **Conclusion**

Prospective sur les prix



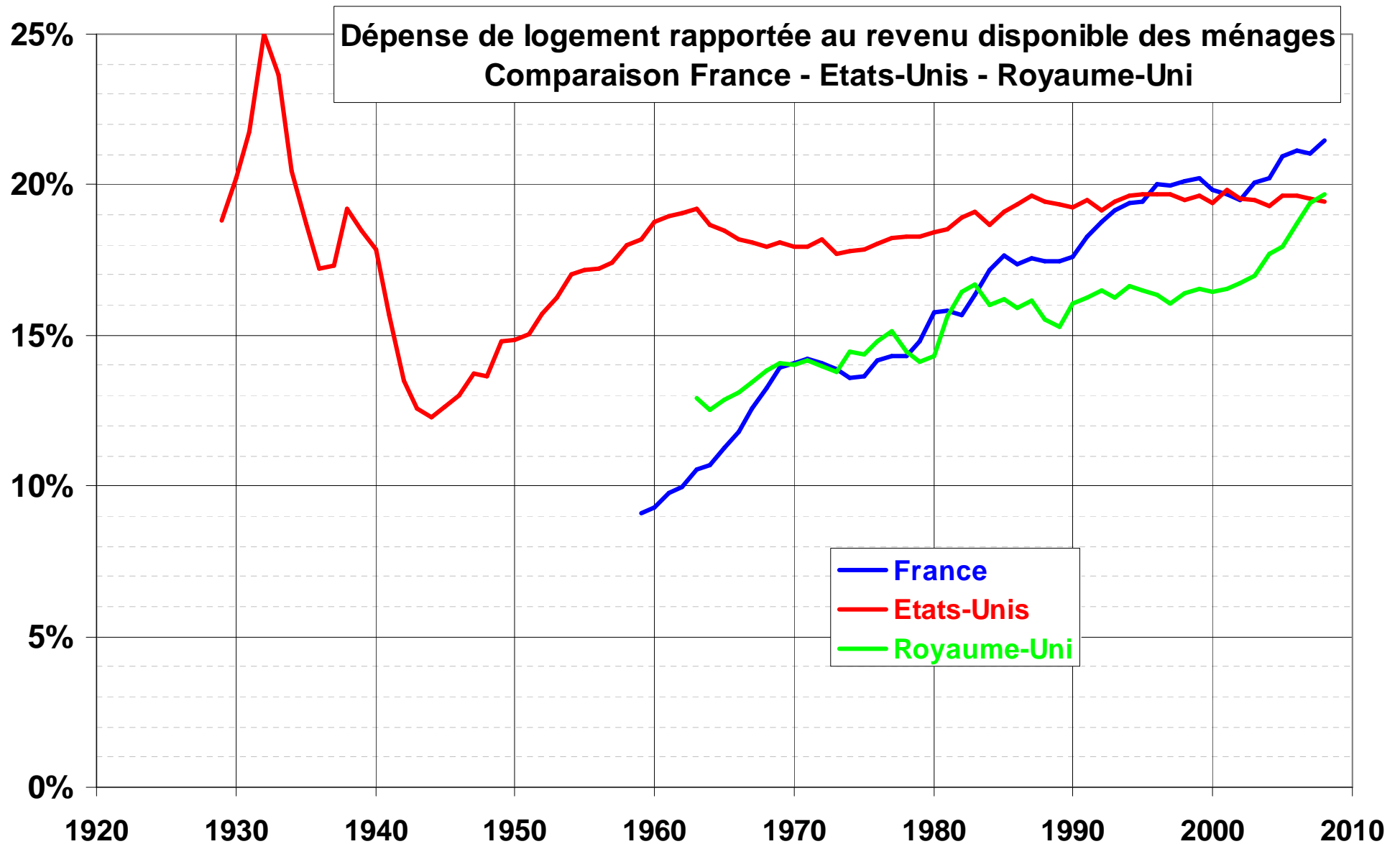
Période de référence pour tenter d'anticiper le futur

- Postérieure à 1965 (avant = effet des contrôles des loyers)
- Peut être discutée
 - envolée des prix et allongement de la durée des prêts à partir de 1999 => « anormal » (?). On exclut pour déterminer la croissance tendancielle car sinon elle serait incompatible avec les ordres de grandeurs séculaires (=au plus comme le revenu par ménage)
 - Inflation 1968-1985 = « anormal ». On garde car sinon la période de référence serait trop courte (mais effet sur lien prix X intérêt = ??)
- Mais est déjà très courte

Le prix des logements reprendra probablement une progression dans un « tunnel » parallèle au revenu par ménage

- 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 ne voit pas pourquoi il en irait autrement à long terme

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



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

- L'envolée des prix de 2000-2007 signale-t-elle un « changement de palier » pérenne résultant de phénomènes exceptionnels?
- Arguments de deux types:
 - « Offre » et « demande »
 - Conditions de financement
- Que l'on va rejeter, + question du rendement locatif

« Offre » et « demande »

- Si un changement du rapport de l'offre et de la demande impactait les prix de cession il devrait impacter également les loyers. Or on n'en voit aucun signe
 - Les rares estimations argumentées de l'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc apparaissent faibles
 - La structure de la demande va sans doute continuer à évoluer mais on ne voit pas pourquoi cela augmenterait davantage le prix des logements que sur la période 1965-2000
- => on ne voit pas dans le rapport de l'« offre » et de la « demande » une cause de changement de palier.

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 à l'avenir plus faibles que sur 1965-2000.
 - **Durée des prêts:**
 - A court terme: 10 ans d'allongement justifierait 22% de hausse du prix des logements mais l'allongement observé a été très inférieur à 10 ans
 - A 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
 - **Autres:** pas de raison de ne pas prolonger le passé
- => on ne voit pas dans les conditions de financement une cause de changement de palier.

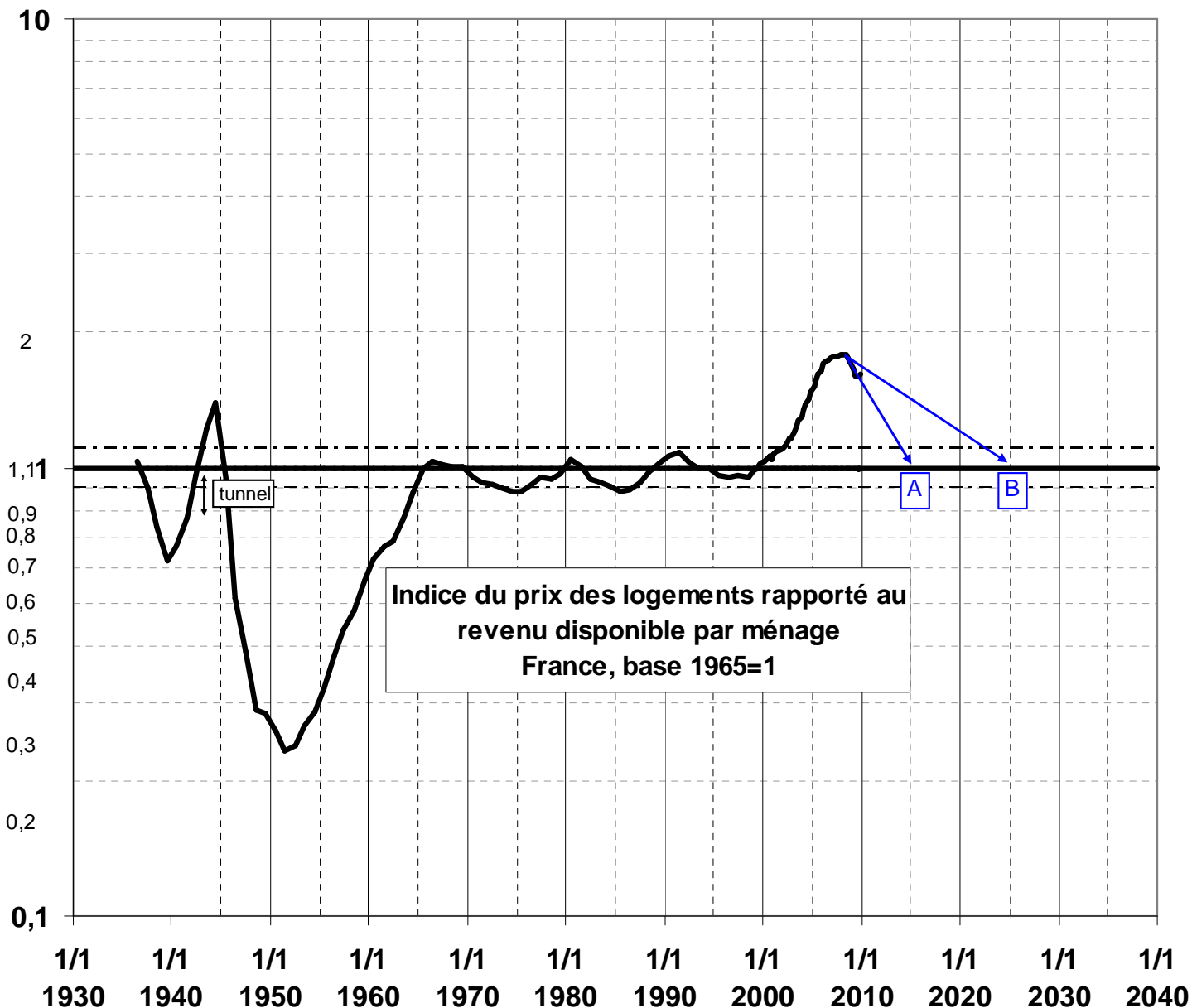
Rendement locatif

- **Un changement de palier des prix de cession sans changement de palier des loyers réduirait le rendement locatif du placement en logement**
- **=> réduirait son rendement total** (puisque le rendement en capital à long terme serait inchangé) **sans réduire son risque**
- **=> perte de compétitivité par rapport aux autres placements**
- **=> des forces de rappel joueraient**

En conclusion sur le changement de palier

- « Offre » et « demande »
 - Conditions de financement
 - Rendement locatif
- => si un changement de palier a lieu il devrait être très limité**

A quelle vitesse rejoindra-t-on le tunnel?



A = baisse de 30 à 35% de 2007 à 2015

B: constance en monnaie nominale pendant 15 à 20 ans

A plus probable que B qui ne peut cependant être exclu

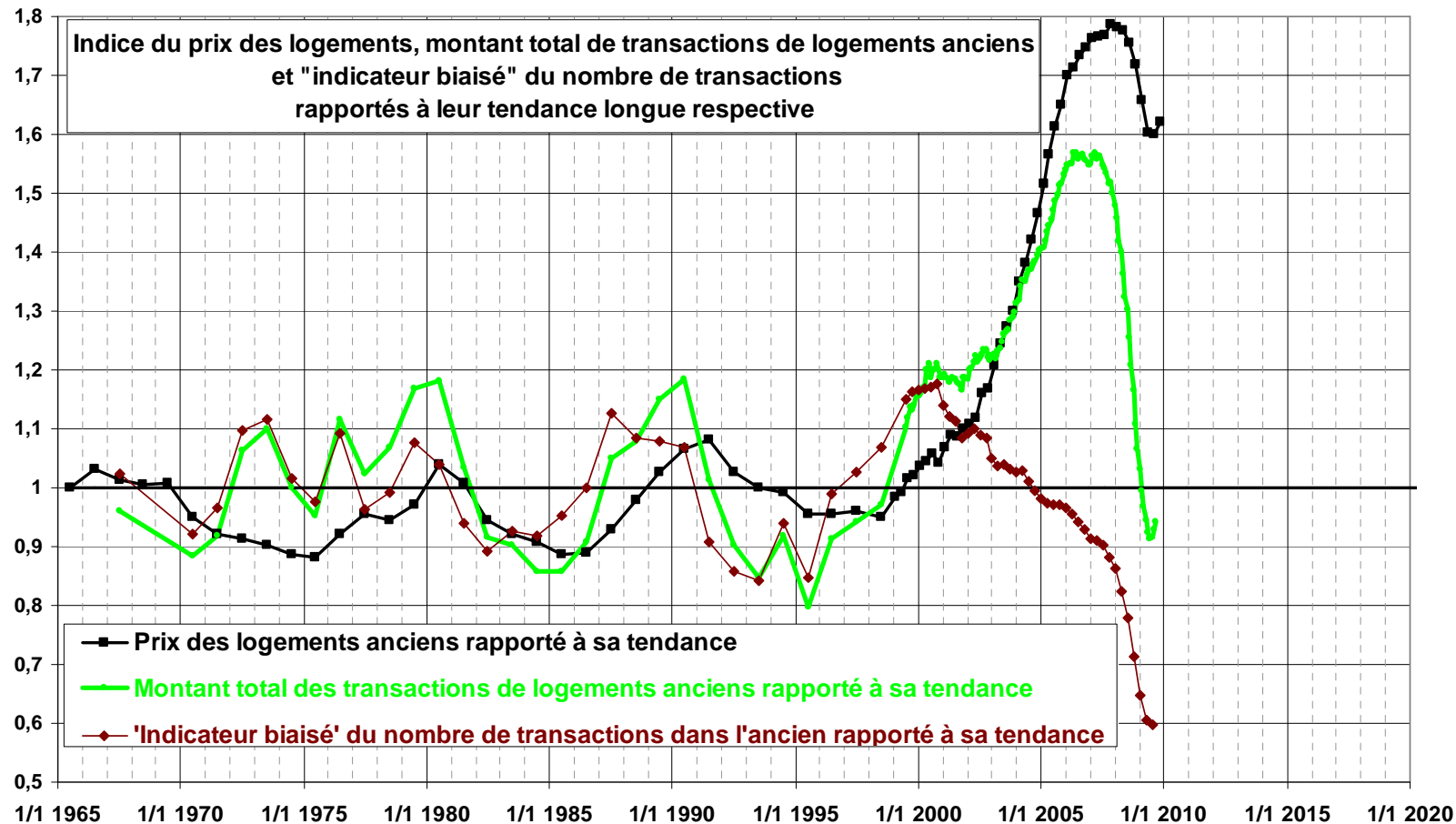
Autres scénarios d'évolution des prix

Si un changement de palier permanent, contre lequel on a argué, se produisait néanmoins, il serait accompagné:

- d'une hausse des loyers (pour rétablir le rendement locatif brut)
- d'un transfert de richesse massif
 - au détriment des moins de 55 ans et au profit des plus de 55 ans
 - au détriment des ménages à bas revenu et au détriment des ménages à haut revenu
- d'une détérioration des conditions de l'accèsion à la propriété bien supérieure aux améliorations que les subventions publiques peuvent leur apporter


L'efficacité de l'économie française en matière de logement se serait fortement dégradée à partir de 2000

Prospective sur les nombres de transactions de logements anciens



Le nombre de transactions de logements anciens devrait fortement augmenter pour atteindre puis dépasser 900 000 par an, la seule incertitude étant la vitesse à laquelle cet ajustement aura lieu.

PLAN

1. **Contexte: le prix des autres actifs depuis 1800**
2. **Le prix des logements sur longue période**
3. **Propriétés du prix des logements depuis 1965**
4. **Placement en logement sur longue période**
5. **Montant et nombre des transactions de logements**
6. **Éléments pour la prospective**
7. **Conclusion** 

Quelques résultats (1)

Contrôles des loyers en période d'inflation de 1914 à 1965	=>	On cherche les régularités sur la période postérieure à 1965
Lien avec le revenu par ménage – « tunnel » (y compris dans l'espace)	=>	-Processus avec « retour à la moyenne » -L'augmentation du poids de la dépense de logement de 1965 à 2000 résulte d'un effet qualité, pas d'un effet prix
Autocorrélation à un an	=>	Cyclicité (non périodique)
Pas de corrélation deux à deux importante avec les autres paramètres d'environnement	=>	Pour le reste largement autogène
Prix des logements et taux d'intérêt peu corrélés deux à deux	=>	Pouvoir diversificateur du placement en logement hors du risque obligataire
Elasticité prix / taille du parc = -1 à -2	=>	Plutôt faible

Quelques résultats (2)

Sur la période 2000-2007

- La forte hausse du prix des logements de 2000 à 2007 apparaît « historiquement anormale » comparée à la « normalité » représentée par 1965-2000
- Chute du pouvoir d'achat immobilier, allongement de la durée d'emprunt nécessaire
- Ni l'évolution du « rapport offre demande » ni celle des loyers ni celle des taux d'intérêt ne paraissent la justifier
- L'allongement de la durée des prêts peut en expliquer une partie mais son effet ne devrait pas être durable

Quelques énigmes

- Pourquoi le prix des logements ne s'est-il pas effondré en 1990 alors que les taux d'intérêt étaient très élevés (nominaux et nets d'inflation)? Pourquoi a-t-il diminué en même temps que les taux d'intérêt de 1990 à 1998?
- ⇒ ne pas accorder trop de confiance à l'intuition; poids des facteurs (ex: imitation génératrice d'autocorrélation) qui réduisent le poids des « fondamentaux »; capacité d'adaptation des ménages, au moins temporaire, à des conditions de financement anormales.
- Sur quel budget les ménages prélèveront-ils les annuités de remboursement supplémentaires engendrées par l'allongement de la durée des prêts?
 - L'écart de prix neuf / ancien

Des aides à la décision

- Pour les ménages
 - Comme consommateur de service logement: vaut-il mieux acheter (=être locataire) ou autoproduire (= être propriétaire) le service logement qu'on doit de toute façon consommer?
 - Comme optimisateur de patrimoine: comment arbitrer entre placement en logement et placement en actions (ou autre)?
- Pour les professionnels
 - de l'immobilier
 - hors immobilier
- Pour la collectivité
 - Bénéficiaire de la fiscalité immobilière (cas extrême des départements)
 - Conceptrice de la politique du logement

Prix des logements et politique du logement: quelques aspects

- La collectivité joue à 1 contre 10 contre le marché:
 - Les transferts organisés par la collectivité en faveur du logement (1 à 2% du PIB) sont 10 fois plus faibles que la dépense de logement des ménages ou le montant des achats de logements par les ménages
 - En équivalent subvention, PAZ + CI TEPA = 2 à 3% du montant des achats de logements alors que de 2000 à 2007 le prix des logements a augmenté de 0,8% par MOIS
- => importance d'une réflexion sur le prix de marché
- Si le rendement de l'investissement locatif est bon (mais pour l'estimer il faut une réflexion sur l'évolution des prix à long terme) il serait moins cher de le médiatiser que de subventionner.
 - Si les prix deviennent « élevés », faut-il augmenter les subventions à l'accession pour que les ménages puissent continuer à accéder? les réduire pour ne pas alimenter la hausse et pour épargner aux ménages une possible moins-value, et attendre un « retour vers la moyenne »? ne rien changer au motif que l'évolution future des prix est trop incertaine? (Idem modulation du crédit via la politique monétaire ou la réglementation prudentielle).
 - Si l'élasticité du prix des logements par rapport à la taille du parc est bien celle que nous avons retenue, peut-on justifier les subventions à la construction par la baisse du prix des logements qu'elles entraîneraient?

Quelques idées pour des travaux locaux

- Les déterminants du prix dans l'espace au-delà du lien avec le revenu
- L'écart de prix neuf / ancien « « toutes choses égales par ailleurs » »
- La destination des logements achetés (la destination n'est pas renseignée dans les bases notariales; utiliser Filocom en sélectionnant les mutations présumées à titre onéreux?)
- Effet des arbitrages frontaliers sur le prix (ex: Alsace)