

Chapitre 4

La dynamique des marchés immobiliers

L'analyse des marchés immobiliers se réalise à la fois de manière statique, c'est-à-dire à un instant donné, et dynamique, en tenant compte des variations des prix et des quantités au fil du temps. Ces fluctuations des variables immobilières résultent de l'ajustement continu des marchés, qui peut se manifester de plusieurs façons. Tout d'abord, il y a l'adaptation par les mutations résidentielles, où les changements de propriétaires et de locataires influencent l'offre et la demande. Ensuite, l'adaptation par la construction neuve, qui prend en compte les nouvelles constructions tout en excluant les destructions et les désaffectations-réaffectations, joue un rôle essentiel dans l'évolution du marché. De plus, les travaux de rénovation, nets de la dégradation, permettent également d'améliorer l'état du parc immobilier. Enfin, les ajustements par les prix sont cruciaux, car ils reflètent directement l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché immobilier. Ces différentes formes d'adaptation illustrent la complexité et la dynamique des marchés immobiliers.

Les différents modes d'adaptation de l'offre et de la demande ne sont pas indépendants les uns des autres. En effet, les trois premiers modes d'adaptation se concentrent sur les quantités, ce qui souligne l'interdépendance de ces éléments. Il est important de noter que l'adaptation par les prix ne peut être considérée séparément de celle par les quantités que si les composantes du marché sont élastiques. Dans l'analyse économique, on distingue également les évolutions à long terme des évolutions à court terme. On considère que l'évolution d'une grandeur est la somme de trois mouvements : la composante saisonnière, qui reflète les variations prévisibles au cours de l'année, la composante cyclique, qui correspond aux fluctuations de court terme, et enfin la tendance, accompagnée de la composante irrégulière résiduelle, qui englobe les variations imprévues. Cette approche permet de mieux comprendre la dynamique des marchés et les interactions entre les

différents facteurs influençant l'offre et la demande.

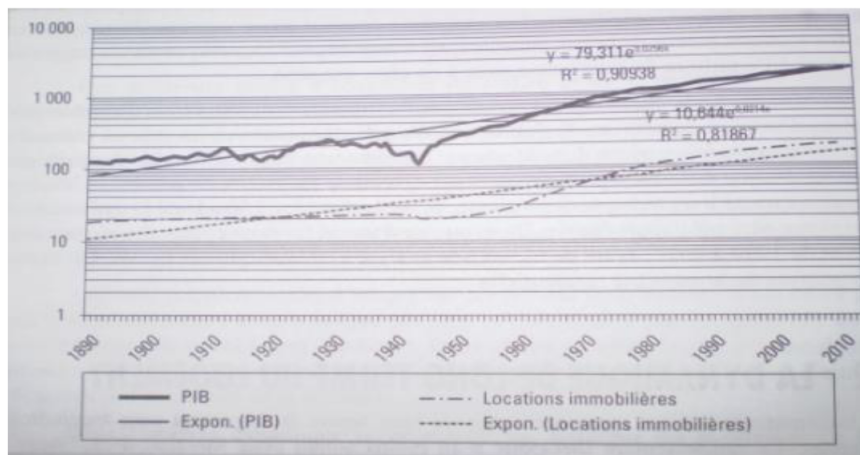
La plupart des séries statistiques sont fournies corrigées des variations saisonnières, ce qui permet d'isoler chaque composante et d'expliquer son évolution. Dans ce processus, on commence par isoler la composante tendancielle afin d'obtenir une vision claire de l'évolution à court terme ou conjoncturelle. Pour ce faire, on utilise fréquemment la méthode des moyennes mobiles, qui consiste à remplacer une valeur par la moyenne d'un certain nombre de valeurs qui l'encadrent, ces valeurs pouvant être éventuellement pondérées. Cette approche permet d'analyser la dynamique des marchés immobiliers sous trois dimensions : produit, actif et service. Dans cette analyse, l'étude à long terme sera présentée de manière succincte, tandis que l'étude à court terme sera explorée de façon plus approfondie, offrant ainsi une compréhension complète des fluctuations et des tendances du marché immobilier.

4.1 La dynamique de long terme du logement

Les informations concernant les caractéristiques à long terme du logement sont souvent lacunaires et peu fiables. Dans ce contexte, le raisonnement théorique joue un rôle crucial, car il a autant pour fonction d'expliquer les observations que d'indiquer les évolutions possibles. Ainsi, une analyse rigoureuse est nécessaire pour mieux comprendre les dynamiques du marché. Dans cette étude, nous allons examiner successivement les volumes et les prix, afin d'évaluer comment ces deux éléments interagissent et influencent les caractéristiques du logement sur le long terme. Cette approche permettra d'apporter des éclairages sur les tendances observées et d'identifier les facteurs sous-jacents qui façonnent le marché immobilier.

4.1.1 Les volumes

On utilise également les données établies par Villa (1994), qui fournit un siècle de données macroéconomiques pour la France. Parmi ces informations, il présente notamment la consommation de services du logement depuis 1890 ainsi que le produit intérieur brut (PIB). Ces données sont représentées dans la figure suivante, où un ajustement exponentiel met en évidence le taux de croissance moyen sur la période. Cette représentation permet d'analyser les tendances historiques et d'évaluer l'évolution du marché du logement en relation avec l'économie française au fil du temps.



Il apparaît que la consommation de logements croît en tendance, tout comme le PIB. L'ajustement des données à long terme révèle un taux de croissance annuel de la location immobilière inférieur à celui du PIB, soit 2,14 % contre 2,56 %. Cependant, cette évolution est variable dans le temps. Rapportées au PIB, les locations immobilières ont diminué entre 1880 et la Seconde Guerre mondiale, pour ensuite augmenter depuis cette période. Il est vraisemblable qu'en moyenne, la consommation de logements évolue à peu près parallèlement au PIB, comme c'est le cas pour la consommation en général. Cela constitue un des faits stylisés de la croissance, soulignant l'interconnexion entre ces deux indicateurs économiques.

Le stock de logements est proportionnel à la consommation. Si cette consommation est approximativement proportionnelle au PIB, alors le stock de logements l'est également, tout comme le capital fixe productif. Cependant, étant donné que la durée de vie du capital logement est plus longue que celle du capital fixe productif, il est nécessaire de réaliser proportionnellement moins d'investissements immobiliers que d'investissements productifs pour maintenir le stock sur son sentier de croissance. Cette dynamique souligne l'importance des investissements dans le secteur immobilier pour soutenir l'évolution du marché tout en tenant compte des différences de durée de vie des capitaux.

4.1.2 Les prix

La reconstitution d'une série de prix immobiliers sur une longue période n'est pas une tâche aisée. En France, par exemple, l'OCDE (2005) produit une série de prix depuis 1970, en indiquant comme source l'indice INSEE (1994). Cela soulève des doutes quant à la fiabilité des valeurs antérieures. Friggit (2010) compile différentes données, notamment celles de Duon (1946), pour construire une série depuis le XIXe siècle. Il en conclut que le prix des logements évolue en parallèle

avec le revenu disponible par ménage. Cette constatation met en lumière l'interaction entre le marché immobilier et les capacités financières des ménages au fil du temps.

Si le prix des logements évolue comme le revenu disponible par ménage, cela implique que le rapport entre le revenu disponible et le prix des logements reste constant. Or, ce rapport représente le pouvoir d'achat logement, qui serait donc constant dans le temps. Cependant, d'après les études de Duon (1946), on peut interpréter les données différemment, en les considérant comme des données de prix moyen par logement. Autrement dit, ces données possèdent une dimension de volume. Il en résulte que ce n'est pas le pouvoir d'achat logement qui est stable, mais plutôt la dépense moyenne de logement par ménage. Cette distinction souligne l'importance de considérer les variations de la consommation en parallèle avec l'évolution des prix.

Par ailleurs, l'élasticité de long terme de la consommation de logements par rapport au pouvoir d'achat logement est égale à un. Les observations concernant l'évolution des prix ne sont valables que pour le long terme. À court terme, et en particulier durant les années récentes, les prix ont connu des évolutions bien supérieures aux revenus des ménages. Ce sont ces fluctuations cycliques ou conjoncturelles que nous allons analyser maintenant, en évoquant d'abord les deux derniers cycles immobiliers. Cette analyse permettra de mieux comprendre les dynamiques à court terme du marché immobilier et leur impact sur les ménages.

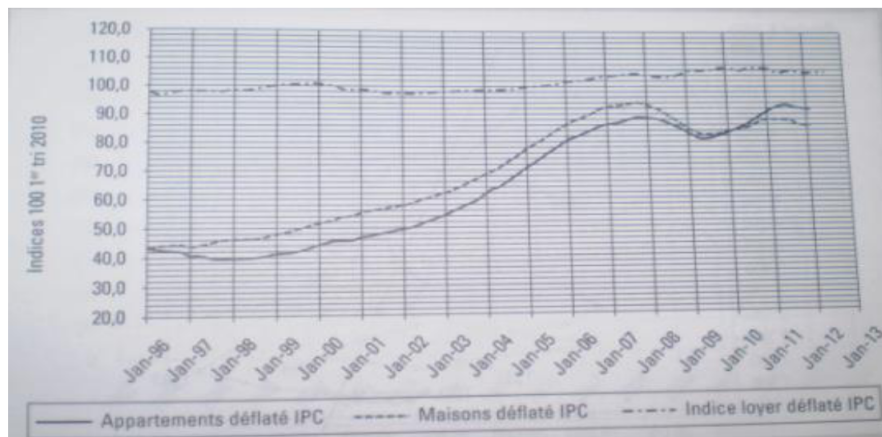
4.2 Le cycle depuis 2000

Entre 2000 et 2007, les prix de l'immobilier ont connu une croissance exceptionnelle, conduisant à un doublement des prix en France. Les volumes de construction ont également atteint un niveau remarquable durant cette période. Cependant, les années 2008 à 2009 ont été marquées par une contraction des marchés. La récente augmentation des prix est en partie due à la baisse des taux d'intérêt, mais la remontée de ces derniers entraîne une tension sur le marché immobilier. Ce cycle affecte presque tous les pays développés, à l'exception notable de l'Allemagne et du Japon, principalement pour des raisons démographiques. L'intensité de ce cycle varie d'un pays à l'autre.

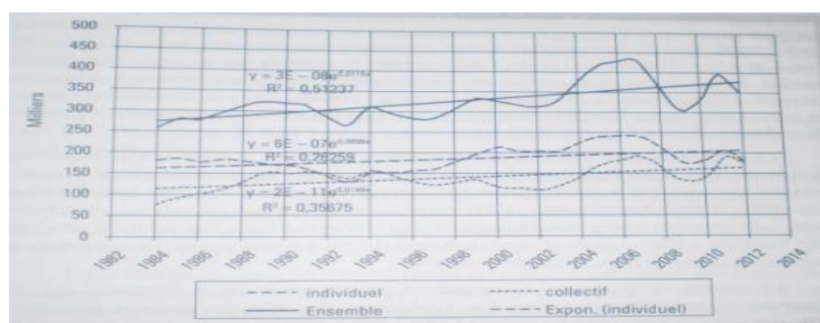
4.2.1 Les faits

Les prix réels de l'immobilier ancien ont commencé à croître à la fin des années 90, atteignant un pic en 2007. Par la suite, les prix ont connu un décrochage, avant de se redresser et de dépasser ce pic, du moins pour les appartements, puis de fléchir à nouveau. Pendant cette même période, les loyers réels ont affiché une

faible croissance, témoignant d'une nette déconnexion par rapport aux prix. Sur le marché des logements neufs, l'augmentation des prix a été d'environ 40 % entre 2000 et 2007, ce qui représente une forte hausse, mais de moindre amplitude que celle observée pour les logements anciens. Cette dynamique souligne les différences de comportement entre les segments du marché immobilier.



Les volumes de construction ont également atteint un niveau très élevé. Plus de 400 000 logements ont été commencés durant les années 2005-2007, avant que ces chiffres ne retombent pour revenir en 2011 à leur niveau tendanciel. Cette évolution des volumes de construction reflète les dynamiques du marché immobilier et les fluctuations économiques de la période.



4.2.2 La phase croissante du cycle

De nombreux travaux ont fourni des explications à ces phénomènes (OCDE, 2005 ; Hissler, 2005 ; Wilhem, 2005 ; Di Martino et Duca, 2007 ; Arthus et Alii, 2008). Certains analystes interprètent l'augmentation des prix comme la manifestation d'une crise du logement, résultant d'un accroissement de la demande que l'offre n'a pu satisfaire. Toutefois, si tel était le cas, le choc de demande se serait

manifesté de manière quantitative, par un accroissement de la population ou du nombre de ménages. Or, ces indicateurs ont crû de manière régulière, sans accélération particulière, durant les années 2000. De plus, si un choc de demande était à l'origine de la hausse des prix, cela se serait également reflété dans l'évolution des loyers. Cette analyse soulève des questions sur les véritables causes de l'inflation des prix immobiliers.

Les loyers ont augmenté, mais de manière modérée durant les années 2000. Une hausse significative s'était produite antérieurement, entre 1985 et 1995, lors du précédent cycle. De plus, étant donné que la flambée des prix est un phénomène mondial, le choc de demande devrait également être mondial. Or, nous n'avons pas observé ce type de phénomène à cette échelle. Le fait majeur du cycle des années 2000 est l'évolution divergente des prix et des loyers. L'explication de ce cycle réside dans cette divergence, qui est liée aux conditions financières. Cette situation met en lumière les dynamiques complexes qui influencent le marché immobilier.

Quand on considère le rôle des conditions de financement, le point de vue couramment défendu est que c'est l'amélioration de ces conditions qui a permis de maintenir le pouvoir d'achat logement des ménages. De ce point de vue, la baisse des taux d'intérêt aurait permis de contrebalancer l'augmentation des prix, souvent qualifiée de bulles. La théorie économique stipule que c'est la demande qui détermine le prix. Ainsi, c'est la solvabilité des acquéreurs et leur capacité d'endettement qui conditionnent les prix des biens, et non l'inverse. Depuis 2000, les conditions des prêts au logement ont connu une évolution très favorable concernant les trois caractéristiques principales des prêts : les taux, la durée et le taux d'apport personnel. Cette dynamique a eu un impact significatif sur le marché immobilier.

Au niveau macroéconomique, la diminution des exigences d'apport personnel permet à un plus grand nombre de ménages de s'engager dans une démarche d'accession à la propriété. Indépendamment des conditions de financement, la croissance des revenus a également contribué à une augmentation des dépenses allouées au logement. Entre 2001 et 2006, le revenu disponible des ménages a crû de 21 %. Parallèlement, le montant des annuités a augmenté de 32 %, ce qui peut être attribué au fait que les accédants se recrutent principalement parmi des tranches de revenus plus élevées. Cette évolution souligne l'impact des conditions économiques sur l'accessibilité au logement.

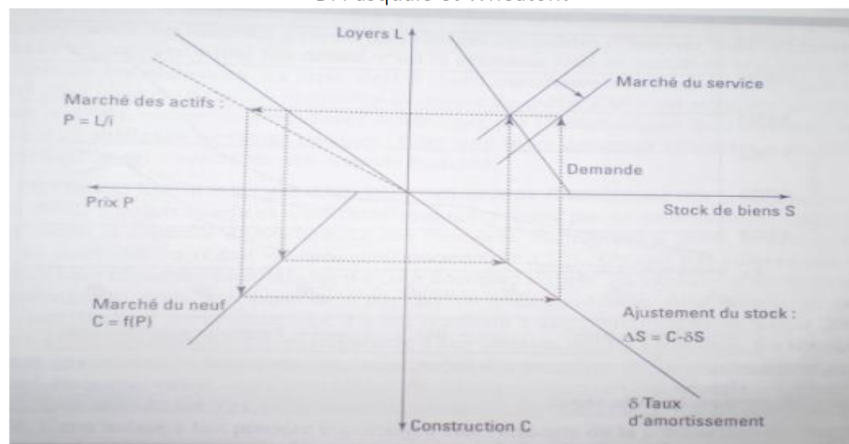
En définitive, la capacité d'endettement, et donc la capacité d'achat des ménages, a quasiment doublé entre 2001 et 2006. Ce doublement est attribuable à 30 % à l'augmentation de la dépense de logement, à 30 % à l'allongement de la durée des prêts, et à 40 % à la baisse des taux d'intérêt. Ainsi, le doublement de la capacité d'endettement et donc le paiement des ménages a été absorbé par le doublement des prix. L'augmentation des prix s'est réalisée dans la proportion où les ménages ont pu la supporter. Toutefois, s'il y a eu exclusion de certaines ca-

tégories de ménages, cela résulte principalement de leur incapacité à accéder au crédit. Cette situation met en lumière les défis d'accessibilité au logement pour certains segments de la population.

L'augmentation de la capacité à payer n'a pas entraîné d'augmentation du nombre de transactions dans l'ancien. En d'autres termes, la rigidité de l'offre a conduit à une réponse en prix face à l'accroissement de la demande. Parallèlement, l'amélioration de la capacité d'endettement des ménages s'est également traduite par une augmentation de la demande de logements neufs. Sur la décennie 2001–2010, on a construit 3,487 millions de logements, contre 2,790 millions sur la décennie précédente. Cette dynamique souligne les différences entre le marché de l'ancien et celui du neuf, ainsi que l'impact des conditions économiques sur la construction.

On peut utiliser le schéma de Di Pasquale et Wheaton pour analyser l'enchaînement des phénomènes. Le choc de taux d'intérêt sur le marché de l'actif entraîne une hausse des prix par capitalisation des loyers. Cette hausse des prix entraîne à son tour un accroissement de la construction. Cet accroissement de la construction est absorbé par une augmentation de la demande de permis, ainsi que par la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration générale des conditions de financement. Ce processus met en lumière les interactions complexes entre les différents éléments du marché immobilier.

Fig 5. Effet de la baisse du taux d'intérêt illustré sur les 3 marchés dans le schéma de Di Pasquale et Wheaton.



L'accroissement de la demande, dû à l'amélioration de la capacité d'endettement des ménages, a également été influencé par des investisseurs immobiliers. Les données de l'observatoire du financement du logement montrent que l'accroissement des transactions le plus important a concerné l'acquisition de résidences secondaires et de logements locatifs, avec des taux d'accroissement respectifs de 58 % et 79 % entre 2001 et 2006. En comparaison, l'accession à la

propriété dans le neuf a augmenté de 29 %, tandis que celle dans l'ancien a connu une hausse de 17 %. Cette dynamique illustre l'importance croissante des investissements immobiliers dans le marché.

La même croissance de la dette hypothécaire s'est produite aux États-Unis. Comme en France, le développement des crédits hypothécaires a principalement concerné les logements « non owner-occupied », c'est-à-dire les résidences secondaires et les logements locatifs. Le nombre de prêts dans cette catégorie a été multiplié par 2,9 entre 2000 et 2005, tandis que les logements owner-occupied ont vu leur nombre de prêts augmenter de 41 % (Housing Mortgage Report, 2009). Par ailleurs, les crédits pour l'acquisition de logements se sont également développés dans la catégorie des sub-primes, c'est-à-dire des prêts les plus risqués. Grossman-Wirth et Alii (2010) montrent le rôle de la croissance des sub-primes dans l'augmentation des prix. Cette situation met en évidence les dynamiques similaires entre les marchés immobilier américain et français.

4.2.3 Évolution depuis 2005

Aux États-Unis, les crédits hypothécaires sont accordés moins en fonction de la capacité de remboursement des ménages que du ratio Loan-to-value, c'est-à-dire la quotité. Ce système de financement fonctionne tant que le marché ne se retourne pas. La crise s'est d'abord manifestée aux États-Unis et dans les pays engagés dans une expansion excessive du crédit. Elle s'est ensuite propagée aux pays moins endettés, comme la France ou l'Allemagne, par l'intermédiaire des sub-primes, qui ont mis en difficulté certaines banques. Cette situation souligne les risques systémiques liés à des pratiques de financement peu rigoureuses.

Les prix sur le marché de l'immobilier s'effondrent, car l'offre excède largement la demande. Par ailleurs, les actifs sub-prime offerts sur les marchés financiers perdent également de leur valeur, entraînant une crise financière qui s'étend au monde entier. Il en résulte une crise de liquidité sur les marchés financiers. Pourquoi les banques centrales n'ont-elles pas réagi ? D'une part, il y a des difficultés à discerner une bulle lorsqu'elle débute. D'autre part, il existe un risque d'étouffer la croissance en réhaussant les taux d'intérêt. De plus, les États ont dû porter secours aux banques affectées par la défaillance des emprunteurs, ce qui a conduit à une crise de la dette souveraine en Europe. Cette situation met en lumière les défis complexes auxquels sont confrontés les décideurs économiques en période de crise.

4.3 Le cycle des années 1985-1998

Entre 1985 et 1998, le secteur immobilier a connu un cycle d'une ampleur nouvelle pour l'époque. La plupart des pays industrialisés ont connu un phénomène semblable (Renault, 1995). Ce cycle s'est manifesté par une flambée des prix et des quantités, accompagnée d'un gonflement de l'endettement des agents impliqués dans l'immobilier : investisseurs, promoteurs, marchands de biens et ménages. Ce phénomène cyclique peut être illustré par l'évolution conjointe des prix et des volumes sur le marché des logements anciens à Paris. On peut considérer que le dernier cycle commence en 1985, marquant ainsi une période significative dans l'histoire du marché immobilier.

Il se manifeste par une fluctuation très sensible des volumes, à la différence du cycle plus récent, où les volumes ont peu varié. On est donc porté à croire que les facteurs explicatifs sont différents. Pour le cycle immobilier des années 1985-1998, l'hypothèse de bulles a été fréquemment avancée. On l'examine en premier avant d'envisager d'autres facteurs explicatifs. Cette analyse permet de mieux comprendre les dynamiques spécifiques qui ont influencé le marché immobilier durant cette période.

4.3.1 L'hypothèse de bulle

Une bulle est un phénomène spéculatif, purement nominal, qui consiste en un écart entre le prix observé et la valeur fondamentale, celle-ci étant la valeur actualisée des recettes futures correctement anticipées. Le plus souvent, la valeur fondamentale est estimée à partir des variables macro-économiques. On suppose que les prix effectifs avant la flambée des prix représentent la valeur fondamentale et on les ajuste sur les variables exogènes. Les coefficients obtenus et les valeurs des variables exogènes sont utilisés pour déterminer la valeur fondamentale lors de la flambée des prix. Si on constate que les prix s'écartent de la valeur fondamentale, on en déduit qu'il y a bulle. Cette approche permet d'identifier les déséquilibres sur le marché immobilier.

C'est par exemple la démarche de Case (1986), qui utilise comme déterminants fondamentaux la croissance de l'emploi, de la population, les taux d'intérêts, du revenu, les coûts de construction et un certain nombre d'autres variables. Il existe une méthode simple pour identifier l'existence d'une bulle : c'est d'observer le prix de sortie du cycle. En effet, Poterba (1980) montre que, dans le cas d'une bulle, le prix de sortie est non pas égal mais inférieur au prix d'entrée, dans la mesure où la flambée des prix a entraîné une production de logements neufs ne correspondant à aucune demande, ce qui va faire baisser les prix. Cette analyse permet de mieux comprendre les mécanismes à l'œuvre dans les cycles immobiliers.

On peut tester l'existence d'une bulle a posteriori en utilisant les loyers effectivement observés. Cornuel (1999 et 2003) montre que, pour le marché parisien, les prix sont bien expliqués par les loyers, et même que, de manière générale, les prix sont un peu en dessous de la valeur fondamentale. En particulier, le niveau des loyers rend bien compte du pic des prix de 1992. En définitive, au-delà de la flambée des prix, le fait marquant du marché du logement est qu'il y a eu également une augmentation des loyers. Pour la France entière, ils ont cru de 20 points de plus que l'inflation entre 1985 et 1995, ce qui souligne l'évolution dynamique du marché immobilier durant cette période.

Par conséquent, c'est la valeur fondamentale qui a connu une fluctuation. Cette flambée de loyers ne peut résulter elle-même d'une bulle, puisque le service n'est pas stockable, condition requise pour que l'on puisse avoir affaire à une bulle. C'est donc une fluctuation due à un phénomène réel, c'est-à-dire une chose dont il faut identifier la nature. Cette distinction est essentielle pour comprendre les dynamiques du marché immobilier et les facteurs qui influencent les prix et les loyers.