



HAL
open science

Qu'est-il arrivé aux marchés du logement ?

Christian Tutin

► **To cite this version:**

Christian Tutin. Qu'est-il arrivé aux marchés du logement ?. Premier congrès de l'AFEP : Crise de l'économie, crise de la science économique ?, Dec 2010, Lille, France. hal-01811775

HAL Id: hal-01811775

<https://hal.science/hal-01811775>

Submitted on 10 Jun 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**Crise de l'économie, crise de la science économique ?
1° Congrès de l'AFEP
Lille 9 et 10 décembre 2010**



**QU'EST-IL ARRIVE AUX MARCHES DU
LOGEMENT ?**

Christian TUTIN,
Lab'Urba, UPEC (Université de Paris Est Créteil)
Mél : ck.tutin@wanadoo.fr

INTRODUCTION

Les marchés du logement sont au cœur des mécanismes qui ont conduit à la crise financière de 2007-2008. A observer leur fonctionnement depuis une trentaine d'années, cela n'est guère étonnant. Nous venons en effet de vivre deux cycles globaux de l'immobilier sans précédent historique, qui se sont traduits par un rehaussement des valeurs immobilières sans commune mesure avec l'évolution des prix, des loyers et des revenus, et une montée de l'instabilité.

La théorie économique standard, qui veut qu'à long terme les prix d'un logement ne soient rien d'autre que la capitalisation de ses loyers futurs, peine à rendre compte de ce nouveau « régime de prix ». Ce ne sont pas seulement des déviations temporaires par rapport à l'évolution des loyers qui apparaissent ; c'est le sens même de la causalité qui semble s'être inversé. Dans la plupart des pays en effet, les loyers n'en finissent pas de rattraper les prix. Ce qui est vrai des loyers l'est également de cet autre déterminant « fondamental » des prix du logement qu'est censé être le revenu disponible des ménages.

Pour autant, l'interprétation de ce mouvement des prix comme une dynamique de bulle n'est pas toujours évidente, au-delà de cas particuliers comme l'Irlande ou l'Islande. Ainsi, les travaux économétriques menés dans les années 2000 sur les pays anglo-saxons n'ont pas permis de trancher entre les partisans de la bulle immobilière et ceux qui penchent pour une explication « structurelle », élargie à la prise en compte des facteurs financiers. Tous conviennent cependant qu'il n'est plus possible d'expliquer les trajectoires de prix constatées sur la seule base des loyers, du revenu disponible des ménages, de la démographie et des taux d'intérêt.

Pour expliquer les conjonctures immobilières exceptionnelles observées depuis le début des années 1980, il faut d'abord prendre la mesure de la profondeur des changements intervenus depuis une trentaine d'années dans le fonctionnement des marchés du logement.

Dans les pays occidentaux, à quelques rares exceptions près justement marquées par une remarquable stabilité des marchés (Allemagne, Autriche, Suisse), les propriétaires-bailleurs ont depuis longtemps cessé d'animer un marché dominé d'une part par les transactions sur l'ancien (les deux tiers du total en France aujourd'hui) et d'autre part par les transactions entre propriétaires. L'offre et la demande cessent ainsi d'être des forces indépendantes, les mêmes ménages se trouvant des deux côtés du marché.

Compte tenu de l'hétérogénéité des ménages et du parc, et des contraintes financières et spatiales, et des rigidités de l'offre, la représentation traditionnelle de l'équilibre doit alors laisser place à une analyse de marchés segmentés en déséquilibre, sur lesquels le jeu des évictions et des reports permet de comprendre comment ont pu s'enclencher des processus cumulatifs.

Dans une première section, on dressera un état des questions posées à la théorie économique par les grandes tendances des marchés du logement apparues depuis un quart de siècle, dans ce qu'elles semblent avoir de nouveau.

On analysera ensuite dans une seconde section la nature du tournant engagé dans les années 1980, avant de donner dans une dernière section quelques indications de ce que devrait être une nouvelle « économie politique du logement », qui donne toute leur place aux relations entre marchés immobiliers et marchés financiers d'une part, et aux relations stock/flux d'autre part.

1. LE NOUVEAU REGIME DES MARCHES DU LOGEMENT

1.1 Un boom historique

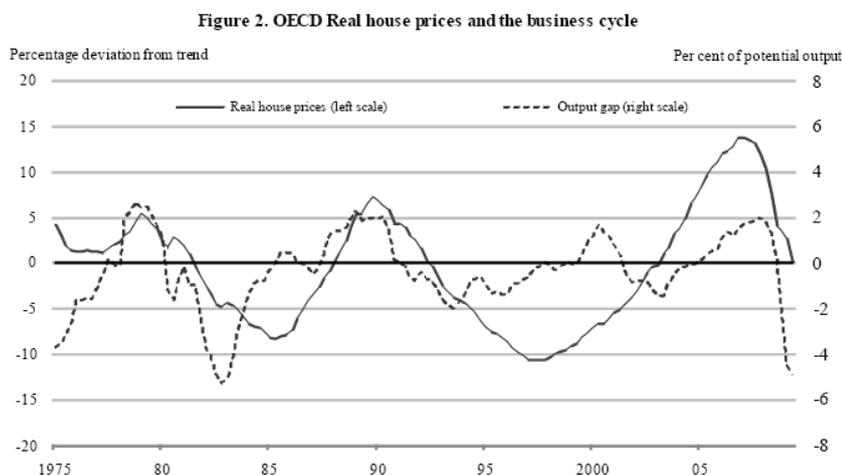
La hausse des prix du logement intervenue entre 1996 et 2007 a revêtu un caractère tout à fait exceptionnel, par son ampleur (de 100% à 200% de hausse réelle dans la plupart des pays), par sa durée (une décennie entière) et par le degré inédit de synchronisation des conjonctures immobilières entre pays. Jamais autant de pays ne s'étaient en même temps trouvés en situation de « boom » immobilier prolongé. Il y a certes eu des exceptions, mais fort peu nombreuses : l'Allemagne, la Corée du sud et le Japon sont les principales.

Parmi les pays haussiers, il convient de distinguer deux catégories : celle des pays qui ont connu un boom que l'on pourrait qualifier de « classique », où l'exubérance du marché s'est accompagnée d'une envolée des constructions ; dans ces pays, où le diagnostic de bulle est assez clair, le retournement du marché s'est accompagné d'une surproduction ; l'Espagne et l'Irlande en offrent deux exemples assez clairs. Un certain nombre de pays émergents, au premier rang desquels la Chine, relèvent de cette catégorie. Une crise immobilière « classique » menace ainsi l'économie chinoise.

Mais le cas le plus caractéristique, et le plus troublant, dans la décennie 1996-2007, est celui de pays où la flambée des prix n'a pas déclenché de « boom » de la construction, et où la crise est atypique, en ce sens qu'elle n'a rien à voir avec un quelconque décalage entre l'offre et la demande, lié à une sur-réaction de l'offre qui rendrait insolvables les promoteurs, et au-delà les banques qui les ont financés. Dans ce groupe figurent la plupart des pays Européens, le Royaume Uni et les Etats-Unis. Ces derniers sont loin d'avoir connu les hausses les plus spectaculaires, pouvant laisser suspecter un effet de bulle. La hausse a été plus forte en France, et plus encore en Grande-Bretagne.

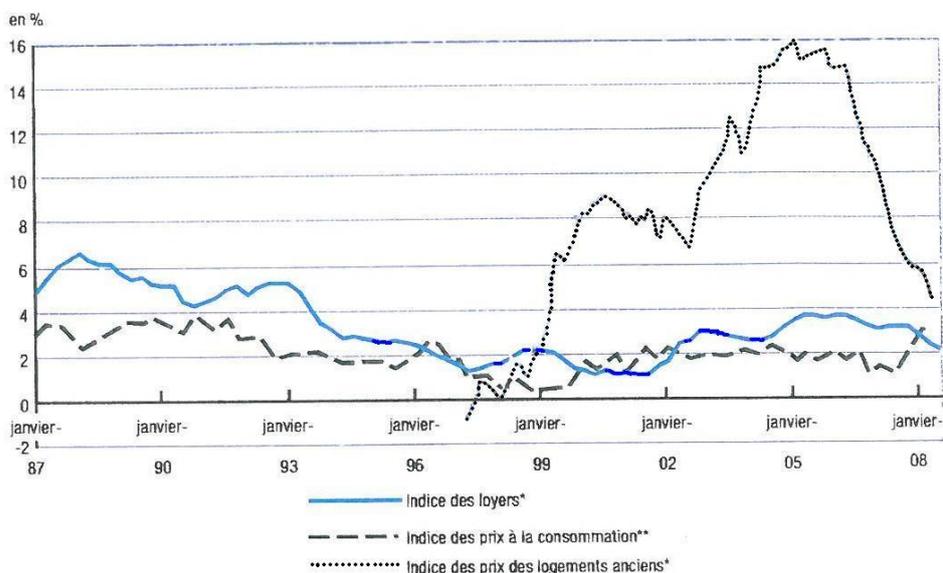
Une dernière caractéristique du boom immobilier d'avant crise est qu'il n'est pas la répétition de celui des années 1980 : à cette époque, en effet, les marchés immobiliers avaient clairement été « tirés » par celui des bureaux, dans les villes « globales » ou « mondiales », où l'on pouvait suivre à la trace, de Tokyo à New York, puis Londres, Paris ou Stockholm, les flux d'investissements internationaux (principalement japonais) qui en général avaient initié les hausses. Dans la seconde moitié des années 1990, la dynamique des prix est menée par le logement, et soutenue par la baisse des taux d'intérêt et les crédits aux particuliers.

Quelques graphiques, empruntés à diverses sources, illustrent le caractère exceptionnel de la période 1997-2008. Le premier, de source OCDE, représente les déviations respectives des prix du logement et du produit réel global (*output gap*) par rapport à leur tendance longue : il révèle bien l'amplitude croissante des fluctuations immobilières, en comparaison de celles du produit réel, qui restent constantes.



La France fait partie des pays dans lesquels le caractère exceptionnel de la période 1999-2008 est particulièrement évident. Le graphique ci-dessous illustre la spectaculaire déconnexion constatée entre loyers et prix de vente.

Evolution comparée des prix de vente, des loyers et des prix à la consommation France entière 1987-2008

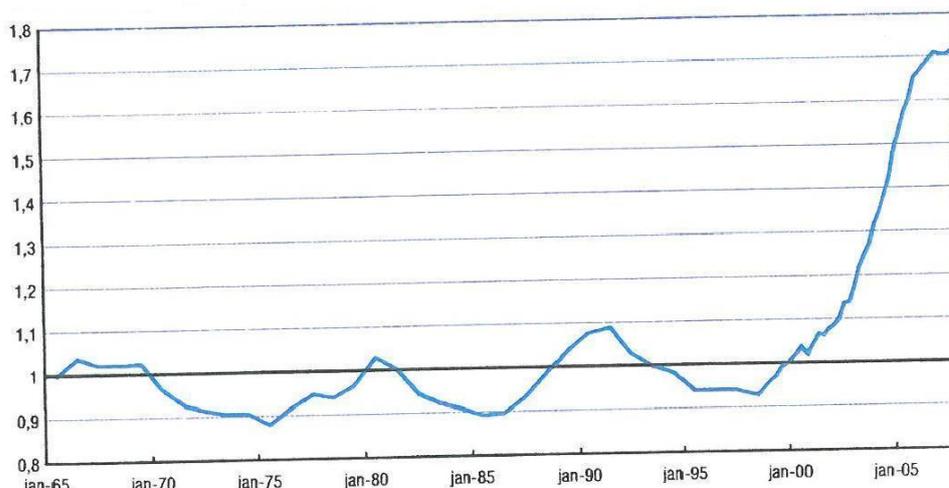


* Variation de l'indice trimestriel, l'indice des prix des logements anciens est calculé sur l'ensemble des transactions de l'immobilier résidentiel.
 ** Variation de l'indice mensuel.
 Champ : France métropolitaine.
 Source : Insee, Prix à la consommation, enquêtes Loyers et charges ; indices Notaires-Insee depuis 1997.

Tout aussi spectaculaire est la déconnexion entre prix du logement et revenus des ménages. Les travaux de Jacques Friggit sur la longue période font clairement ressortir le caractère atypique de la période récente.

Prix des logements anciens rapportés à leur tendance longue

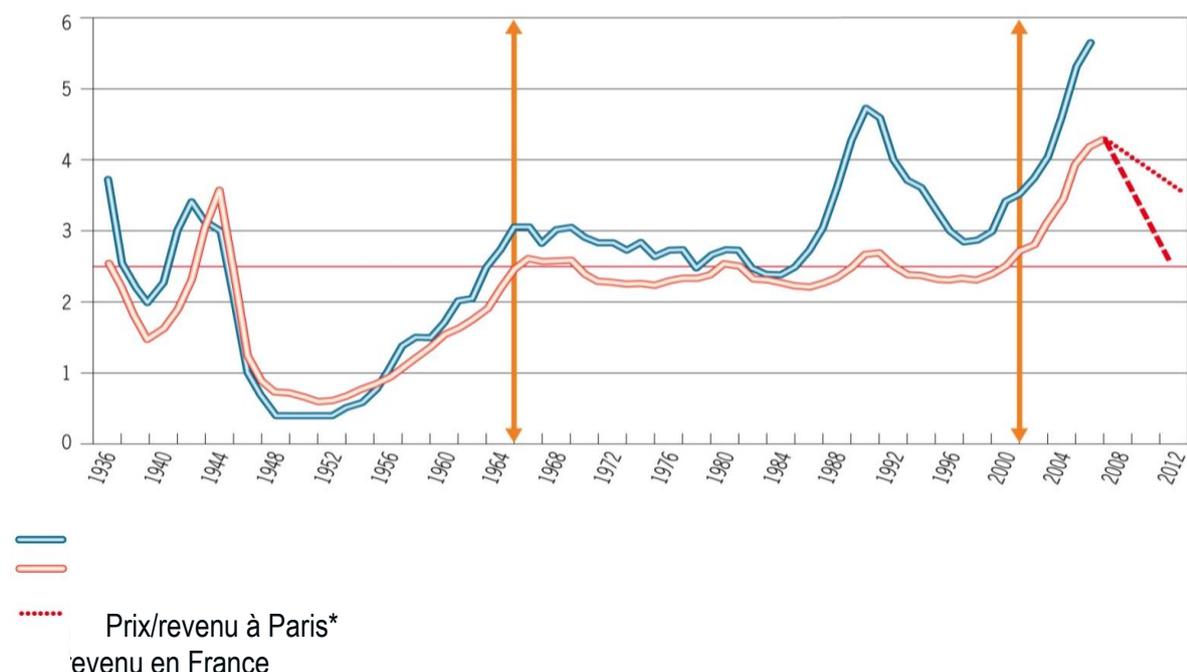
Base 100 au 1/01/1965



Lecture : l'indice du prix des logements anciens divisé par le revenu disponible par ménage, en base 1 en janvier 1965, est égal à 1,0/ en janvier 1965.
 Champ : France métropolitaine, ensemble des logements anciens.
 Sources : J. Friggit (CGEDD) d'après Insee, bases de données notariales et indices Notaires-Insee.

Le graphique suivant, emprunté à une étude du groupe BPCE dirigée par Alain Tourdjman (2008), et fondé sur les calculs de Jacques Friggit, porte sur le ratio du prix du logement ancien au revenu disponible des ménages ; il fait ressortir trois périodes : de forte instabilité du ratio entre 1936 et 1964 ; de stabilité autour de 2,5 entre 1965 et 2000 (sauf pour Paris dans les années 1980) et de déconnexion au-dessus de 4 (et près de 6 en région parisienne) dans les années 2000. Alors qu'en longue période, le coût d'un logement ne représente que 2,5 années de revenu disponible des ménages, ratio qui s'est maintenu de 1964 à 2000, il est passé à plus de 4 en 2008, et même à près de 6 en région parisienne.

Graphique 4 Prix des logements anciens rapportés au revenu disponible brut des ménages



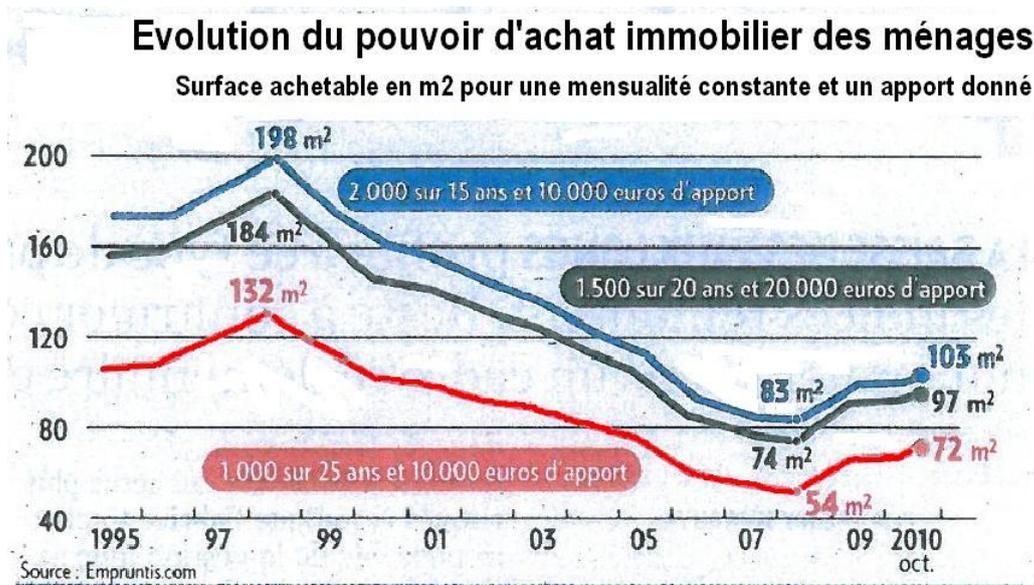
Stagnation : maintien nominal des prix de 2008 à 2012

Retour à la tendance : baisse nominale de 7 % l'an de 2008 à 2010

* Calculs et rétopolation établis sur la base des données de J. Friggit : Pour Paris: prix « moyen » des appartements anciens 1999-2006 (base BIEN) rétopolé pour les années antérieures ; revenu = 1,3 RDB moyen par ménage (hypothèse de revenu à Paris supérieur de 30 % au revenu disponible brut moyen).

Source: Tourdjman (2008)

Les calculs effectués en termes de pouvoir d'achat immobilier donnent des résultats plus spectaculaires encore : avec 20 000 euros d'apport personnel, et en versant une mensualité de 1500€ sur 20 ans, un ménage qui pouvait acquérir 184m² en 1998, n'en pouvait plus acquérir que 74 en 2008.



Il est clair que « quelque chose » s'est passé sur le marché français du logement à partir de 1998, qui a considérablement entamé le pouvoir d'achat immobilier des ménages. A 7 000€ en moyenne le m² de logement parisien, celui-ci représentait en septembre dernier 793 heures de Smic, contre 590 en 1990, au sommet du boom précédent, et 350 seulement en 1984. Seuls la baisse des taux d'intérêt et l'allongement des durées de prêt ont rendu la hausse soutenable par les ménages. La baisse des prix enregistrée fin 2008 puis la baisse des taux font baisser les mensualités et restaurent le pouvoir d'achat immobilier, mais la reprise de la hausse des prix à d'ores et déjà annulé ce mouvement¹.

Il faut noter que ce mouvement n'est pas propre à la France, mais s'observe également dans les pays nordiques (Danemark, Suède), aux Pays bas et même en Angleterre, confirmant le caractère atypique de la crise actuelle.

¹ Sur ce point, la situation est différente en province, où les prix ont cessé de baisser mais n'ont pas entamé de remontée générale. La géographie des marchés d'après crise ressemble plus à celle des années 1980 qu'à celle des années 2000.

1.2 Quelques vérités insoutenables

1) Des causalités inversées ?

Cette déconnexion des prix vis-à-vis de leurs « fondamentaux » remet directement en cause les enseignements de la théorie usuelle de l'équilibre, selon lesquels :

- Les prix de marché (prix de demande) du logement ne sont rien d'autre que la somme actualisée de leurs loyers futurs ;
- Cette valeur en capital (prix de l'actif-logement) devrait en longue période s'aligner sur le prix d'offre (coût de production) ;
- De sorte que si les loyers ne sont pas (indûment) contrôlés, le marché devrait s'autoréguler de façon efficiente, à travers l'ajustement mutuel des prix (à court terme) et des quantités (à long terme) sur le marché du service-logement

Aucune de ces propositions n'est plus vérifiée depuis une trentaine d'années : Les loyers peinent à suivre l'évolution des prix de vente, et loin que les prix de l'ancien se déduisent de ceux du neuf, tout se passe comme si les prix de l'ancien, par leur effet sur les prix du sol, gouvernaient ceux du neuf.

Dans de nombreux pays, le marché locatif n'est plus qu'un segment résiduel, au point que les données de loyers font parfois défaut pour tester des modèles « structurels »². Ces pays sont parmi les plus instables. Au contraire, les pays où le secteur locatif reste dominant sont marqués par une remarquable stabilité des marchés ; en Europe, il s'agit de l'Allemagne, de l'Autriche et de la Suisse.

2) Les mystères de la demande

On a observé dans les années 2000 un phénomène déjà constaté au cours du boom des années 1980 : la hausse des prix n'assèche pas la demande ; au contraire, celle-ci augmente (ou se maintient) à mesure que les prix augmentent. Pourquoi les courbes de demande ont-elles la forme de courbes d'offre ? Dès les années 1990, un certain nombre d'auteurs (K. Hort (1998/2000), Stein (1995)) s'étaient attachés à expliquer ces corrélations positives enregistrées entre prix et quantités. Schématiquement, leurs réponses s'étaient orientées dans deux directions : le fait que le marché est d'abord un marché d'occasion, qui se tient pour l'essentiel entre propriétaires, et le rôle des contraintes de liquidité auxquelles sont confrontés les ménages.

1.3 L'économétrie désarmée

Assez vite, le boom immobilier a relancé le débat sur la formation de bulles, notamment aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Nourri de nombreux travaux économétriques, ce débat s'est révélé assez inconclusif.

1) Booms sans bulles ? Les modèles à correction d'erreurs

Un certain nombre d'auteurs ont soutenu que la forte instabilité constatée sur les marchés du logement n'était pas incompatible avec une explication « structurelle » des prix. Et que seule une mauvaise spécification des modèles, due à l'omission de certaines variables fondamentales, pouvait créer l'apparence d'une bulle. On citera notamment Himmelberg and alli (2008), qui ont montré que dans la plupart des villes américaines, l'évolution des prix était conforme à celle du coût d'usage du logement, à condition de calculer correctement ce dernier ; de G. Meen (2002 / 2009) qui montre qu'un même modèle peut rendre compte des trajectoires de prix observées des deux côtés de l'Atlantique, et que, dans le cas du Royaume

² C'est le cas par exemple en Angleterre. Voir Meen (2004).

Uni, les coefficients du modèle structurel sont stables en longue période ; de Cameron, Mullbauer et Murphy (2006) qui ont calibré un modèle très complet sur le Royaume Uni qui ne fait pas apparaître de déviation significative des prix par rapport aux estimations. Ces auteurs utilisent des modèles à correction d'erreur. Et, selon les cas, ils introduisent, à côté des fondamentaux classiques, des facteurs tels qu'un indicateur de libéralisation du crédit, un facteur d'anticipation, un indicateur de répartition et même des effets de contamination spatiale et de report entre marchés financiers et marchés immobiliers ;

2) Bulles spéculatives et techniques de panel

Mais d'autres économistes ont fortement contesté cette lecture, parmi lesquels Case and Schiller dès 2003, Gallin (2006) et Zemcik and Mikhed (2007, 2009). Ces derniers, comme Gallin, utilisent des modèles de panels, et recourent à des tests spécifiques récemment introduits dans la littérature (Pedroni, Maddala & Wu, Im, Pesaran). Leurs tests de cointégration (consistant à tester si les prix et les fondamentaux sont liés par une relation stable de longue période) concluent à l'existence d'effets de bulles.

3) Ambiguïtés d'un débat

Selon la définition proposée par Stiglitz (1990), on a affaire à une bulle « *if the reason why the price is high today is **only** because investors believe that the selling price is high tomorrow* ». Si l'on retient une interprétation stricte : lorsque les anticipations sont la **seule raison** pour laquelle les prix montent, il est très rare que l'on soit dans une bulle. Si l'on retient une interprétation plus large : lorsque les anticipations deviennent le **moteur principal** du mouvement de prix, on s'y trouve très fréquemment.

Quant à la notion de modèle structurel, elle apparaît quelque peu extensive. A l'origine on considérait comme "structurel" un modèle dans lequel les prix sont déterminés par un petit nombre de variables clairement indépendantes de la variable endogène, typiquement : le revenu et les loyers réels, la démographie, le taux d'intérêt.

Ajouter toutes sortes de facteurs supplémentaires relève d'une modélisation « opportuniste », et conduit à s'interroger sur le caractère « structurel » du modèle. Le problème se pose plus particulièrement à propos du terme d'anticipation des prix futurs que tous introduisent. Comme l'admettent Cameron, Mullbauer and Murphy (2006) « *the lagged house price growth term in such a model can be given a « bubble builder » interpretation, while the lagged equilibrium correction levels reflect the « bubble buster » influence of prices departing too much from fundamentals* » (p.). Pour pouvoir affirmer qu'il n'y a pas de bulle, il faudrait tester des modèles sans facteur d'anticipation.

Une étude récente d'Antipa and Lecat (2009), consacrée à une comparaison des marchés français et espagnol, réconcilie en quelque sorte les points de vue, en montrant que, dans les deux cas, un modèle « basique » sous-estime gravement les prix (de l'ordre de 20%), mais qu'une fois introduites les variables « financières » et les anticipations, il n'y a plus sous-estimation.

Tel est bien le fond du débat : comment rendre compte des relations entre la finance et le logement, et des comportements des ménages qu'elles engendrent ?

2. Changement structurel et dynamique des marchés du logement

Le boom exceptionnel de la décade 1997-2007 et la crise atypique que nous sommes en train de vivre renvoient à des changements structurels qui ont affecté à la fois la finance, les marchés du logement et la ville, et modifient la nature de leurs relations.

2-1 Les nouveaux marchés de la propriété

Les marchés du logement sont dominés par celui de l'accession, qui porte majoritairement sur l'ancien. En France, les proportions entre transactions sur le neuf et sur l'ancien se sont inversées entre les années 1970 et les années 2000³. Cela induit deux modifications majeures :

- les loyers ne gouvernent plus les prix ;
- les prix du neuf ne représentent plus l'attracteur sur lequel viendraient se caler les prix de l'ancien ; faute de construction suffisante, il n'y a rien qui ressemble à un prix normal ou « naturel » du logement, fondé sur le coût de production.

Sauf dans le périurbain en extension (mais, au moins dans les métropoles européennes qui connaissent des taux de construction extrêmement bas, ce segment n'est clairement pas moteur des mouvements de prix⁴), on est dans un modèle d'échange pur, où le prix de production des logements neufs ne constitue pas le point d'attraction vers lequel devrait converger, en l'absence de frictions, le jeu du marché. L'offre est d'abord le fait de ménages consommateurs (et non de « producteurs ») engagés dans un cursus résidentiel à plusieurs étapes, au cours duquel ils vendent pour pouvoir acheter, ou si l'on préfère « offrent pour pouvoir demander ». En d'autres termes, l'offre n'est que la réciproque de la demande sur le segment dominant du marché, celui qui « tire » l'ensemble des prix. Dans cette situation où l'offre et la demande ne sont plus des forces indépendantes l'une de l'autre, le rôle des anticipations de prix devient crucial.

Ne jouant que sur le différentiel entre le prix de revente et celui de l'acquisition nouvelle, la hausse des prix n'entame pas de façon décisive le pouvoir d'achat immobilier de ceux qui revendent pour acheter. D'où aussi une dépendance accrue au crédit immobilier, et la possibilité pour les primo accédants de suivre jusqu'à un certain point le mouvement si les facilités de crédit le permettent.

Cela explique les corrélations positives prix/quantités observées dans le boom récent comme dans celui des années 1980.

Dans la seconde moitié des années 1990, trois séries de facteurs ont contribué à entretenir le boom immobilier :

- Les inégalités croissantes de revenus,
- La dérégulation des marchés hypothécaires,
- Les nouveaux comportements patrimoniaux des ménages (impliquant une exacerbation de la concurrence pour les espaces urbains).

La politique monétaire accommodante qui a conduit à des taux d'intérêt « historiquement bas » et les politiques du logement, presque universellement tournées vers les aides à la personne et le soutien à l'accession, ont joué le rôle de conditions permissives.

³ En France, on enregistrait 400 000 transactions sur le neuf en 1974, pour 270 000 dans l'ancien ; en 2005, ces chiffres étaient passés à 400 000 et 700 000 respectivement. En Ile-de-France, les transactions sur l'ancien représentent 80% à 90% du marché.

⁴ Dans le cas de Paris, voir Tutin (2006, 2007)

2- 2 Financement hypothécaire et inégalités

Accession sans inflation : le dilemme

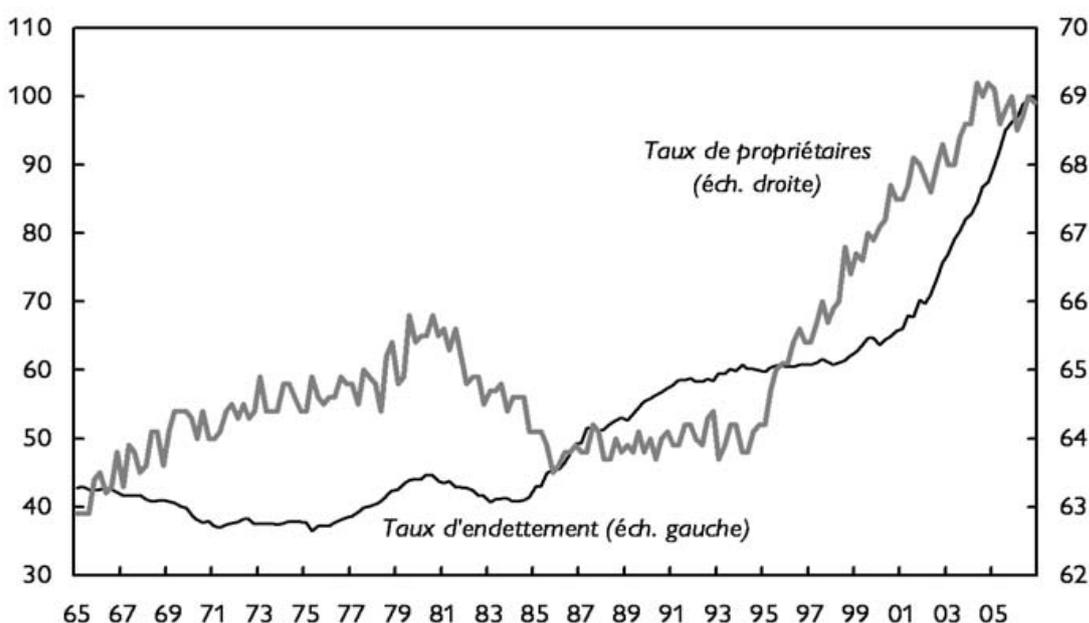
De façon plus permanente, les marchés de l'accession se sont tenus dans un contexte marqué à la fois par une croissance lente, et donc un rythme modéré de progression du revenu disponible, et une désinflation générale. Dans les années 1960 et 1970, le développement de l'accession était soutenu par la rapide progression des revenus réels, et l'existence de circuits de financement privilégiés, tandis que l'inflation rampante réduisait mécaniquement le poids de l'endettement. Après 1973, l'ensemble de ces conditions se sont transformées.

Dans l'environnement économique actuel, caractérisé par une faible croissance et l'absence d'inflation, l'accession devient de moins en moins « soutenable », et ne peut plus reposer, pour les classes populaires, que sur des dispositifs incitatifs coûteux pour les finances publiques, ou des montages financiers hasardeux, dont les *subprimes* ont présenté une version extrême.

La malédiction des 66%

Aux USA, comme le montre le graphique ci-dessous, l'endettement des ménages a « explosé » (de 60% à 100% du RDB) lorsque le taux de propriétaires-occupants a dépassé les 66% (à partir de 1999), et c'est alors que la hausse des prix s'est accélérée. Un palier avait été atteint autour de 66% de propriétaires au début des années 1980, proportion retombée autour de 64% avec la désinflation entre 1985 et 1995. L'accession a été relancée par les administrations Clinton et Bush. Dans un premier temps, la baisse « historique » des taux d'intérêt a permis une remontée à 66%, mais pour aller au-delà, il a fallu développer les *subprimes* (crédits hypothécaires risqués). A partir d'un certain seuil, toute progression supplémentaire de l'accession suppose un accroissement plus que proportionnel de l'endettement. Pour un certain état de la répartition des revenus, il doit exister un taux de propriété occupante « insoutenable », qui avait été dépassé aux USA, et sans doute aussi en Irlande et quelques autres pays. Au Royaume-Uni, le taux de 70% de propriétaires semble correspondre également à un seuil au-delà duquel la soutenabilité financière n'est plus assurée.

Boom de l'accession et croissance de l'endettement aux Etats-Unis



La fragilité financière de l'accès à la propriété en tant que statut d'occupation dominant est à rapprocher des changements intervenus dans le fonctionnement des marchés du travail et la répartition du revenu national. Le besoin d'endettement est d'autant plus fort que les ménages accédants sont plus modestes, et que la progression des bas salaires est limitée. Cela est particulièrement vrai aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, qui ont été les premiers pays développés à expérimenter – dès le début des années 1980 – des politiques sociales régressives qui ont conduit à une modification en faveur des seconds du partage salaires / profits, et à un accroissement considérable des inégalités de revenus (pour les Etats-Unis, voir Krugman [2007]).

La pression sur les marchés a ainsi été entretenue « par le bas » avec le développement du crédit hypothécaire, et « par le haut » avec le gonflement de la demande de haut standing, de la part des couches sociales bénéficiaires de la financiarisation.

Dans ce contexte, la propriété du logement fait figure d'instrument de protection contre le recul des protections sociales, en matière de retraite notamment. La constitution d'un patrimoine immobilier est devenue pour les ménages le moyen privilégié de « lisser » leur profil de consommation sur le cycle de vie. L'accès à la propriété représente une forme « d'auto protection » sociale, face à la dégradation prévisible des systèmes de retraites.

Le fait que ces évolutions soient largement intégrées dans les perceptions des ménages contribue à entretenir le mouvement haussier. La volatilité des prix crée une insécurité économique qui accroît la fébrilité des marchés dont se nourrit à son tour la hausse. Et, comme le révèlent d'ailleurs les discussions théoriques évoquées plus haut (que ce soient les contributions qui mettent l'accent sur la nécessité de calculer correctement le coût d'usage (Himmelberg et alii [2009]), ou celles qui insistent sur les dangers des « mauvaises spécifications » des modèles (Meen [2002] et [2008], ou Cameron et alii (2006)), cela complexifie singulièrement les calculs sur lesquels se fondent les offres et les demandes au marché.

2-3 La ville « divergente »

La nouvelle donne immobilière a également des conséquences sur les comportements résidentiels, et par là sur les conditions et les formes de l'urbanisation. Comme le suggère David Harvey [2009], la crise actuelle n'est pas seulement une crise de la dette, mais aussi une crise de l'urbain.

De toute évidence, la dérégulation financière et la marchandisation croissante de l'immobilier ont fait entrer les villes Européennes dans un monde nouveau, où les régulations étatiques sont de moins en moins capables de limiter la violence des ajustements marchands. De plus en plus « intégrés », les marchés du logement sont aussi de plus en plus segmentés, et excluants. Le nouveau modèle « patrimonial » engendre le développement de comportements explicitement ségrégatifs, bien connus aux Etats-Unis, mais plus récents en Europe. Sachant que le peuplement des quartiers est le principal déterminant des écarts de prix dans l'espace, la sélectivité des localisations est un moyen pour les ménages de protéger leur richesse future. Ces comportements explicitement ségrégatifs, qui viennent s'ajouter à la sélection des clientèles par les prix, sont l'une des causes de la faiblesse de l'offre dans la plupart des pays

Européens⁵. Des processus de divergence spatiale cumulative sont ainsi engendrés. Les hausses de prix sont inégales dans l'espace urbain : plus fortes dans les zones de prix élevés, elles créent des effets de cliquet qui rendent les hiérarchies spatiales difficilement réversibles. La préservation des espaces résidentiels mixtes, qui tendent à se réduire au profit d'une polarisation sociale de l'espace urbain, est devenue un enjeu majeur des politiques urbaines.

3. LES MARCHES DU LOGEMENT EN THEORIE : SORTIR DE L'EQUILIBRE

La « nouvelle économie du logement » qui s'est mise en place depuis une trentaine d'années n'a pas encore trouvé sa traduction dans la théorie économique. Saisir la dynamique des marchés du logement implique de renoncer à la vision d'un marché unitaire, au profit d'une représentation de marchés segmentés et situés dans l'espace, et à l'idée de convergence des mouvements de prix vers un équilibre stable de longue période.

3-1 Des marchés segmentés

Comme le soutiennent Rothenberg, Galster, Butler et Pitkin dans leur ouvrage de 1991, *The Maze of Urban Housing Markets*, les caractéristiques d'hétérogénéité et de durabilité du bien logement entraînent un fort degré de segmentation des marchés. Dès lors, l'ajustement sur ces derniers prend la forme d'un processus toujours problématique d'appariement entre logements et ménages différenciés. La question de l'ajustement de l'offre à la demande ne se pose pas seulement « en niveau », mais aussi « en proportion ». Il y a toujours un écart, plus ou moins important, entre les structures d'offre et les structures de demande, la structure de l'offre désignant la disponibilité dans l'espace des différentes fractions de parc. Dans ces conditions, nous devons admettre que les marchés se tiennent le plus souvent en déséquilibre, ce qui ne signifie pas nécessairement que l'offre ou la demande soit globalement excédentaire. Pas plus que la segmentation des marchés n'est un résultat contingent, le déséquilibre n'est une situation fugace : l'une et l'autre doivent être pensés conjointement comme l'état normal du système immobilier, lequel se trouve en permanence en état de « traverse » entre des positions d'équilibre toujours remises en cause avant qu'elles puissent être atteintes. Sur des marchés ainsi conçus, il suffit de déséquilibres partiels, même limités, pour engendrer une dynamique d'ensemble. Par le jeu des effets de report et des phénomènes d'éviction induits par la déstabilisation d'un segment de marché particulier, les conséquences en chaîne sur l'ensemble des autres segments peuvent se cumuler et entraîner des mouvements de prix considérables, sans commune mesure avec l'ampleur du déséquilibre initial. 20 000 traders débarquant dans Paris avec leurs bonus peuvent déstabiliser l'ensemble des marchés franciliens.

Le livre-essai de Rothenberg et alii (1991) est l'un des plus intéressants qui soit paru en économie du logement au cours des 20 dernières années. Mais les auteurs n'ont pas tiré toutes les conséquences de la segmentation des marchés. Tout en en faisant la cause des multi-déséquilibres constatés à court terme, ils continuent par exemple à parler de « valeurs marchandes d'équilibre » dans le cadre de la période de marché, et ils n'étudient pas la façon dont les prix sont formés. Leur démarche reste ainsi confinée à une statique comparative. Leurs fonctions d'offre et de demande restent « walrasiennes ». Les individus continuent, en

⁵ Partout en Europe, sauf en Irlande, en Espagne et dans quelques PECO, les taux de construction sont inférieurs à 1%. Avec un taux frôlant les 1,5% dans les années 2004-2006, la France faisait figure d'heureuse exception.

situation de déséquilibre, à réagir aux signaux prix du marché comme s'ils constituaient des indicateurs fiables de l'état futur du marché.

Qui plus est, ils ne traitent ni de la dimension financière, ni de la dimension spatiale, dont la prise en compte renforce pourtant la vraisemblance du déséquilibre comme situation normale. La finance introduit une troisième échelle temporelle, distincte du temps du marché comme du temps de la production. La réévaluation financière permanente des actifs modifie les conditions de marché de façon immédiate. Après la crise des *subprimes*, il est difficile de discuter des problèmes de stabilité des marchés sans s'intéresser aux relations complexes des marchés du logement avec les marchés financiers et ceux des crédits.

D'autre part, la segmentation des marchés revêt un contenu spatial. Les sous-marchés définis comme ensemble de fractions de parc relevant d'un même rapport qualité/prix, et donc substituables les uns aux autres pour certaines catégories de ménages, trouve sa traduction dans une géographie des quartiers. Chaque élément de l'espace résidentiel est constitué d'une certaine combinaison de sous-marchés. Structures de marchés et structures de peuplement sont intimement liées, et composent ensemble l'espace résidentiel.

Enfin, les politiques locales d'habitat jouent un rôle décisif dans la formation des espaces urbains et le fonctionnement des marchés. Elles affectent non seulement la structure de l'offre, mais aussi les goûts des ménages, dont les préférences spatiales ne sont pas indépendantes, ni données une fois pour toutes, mais dépendent du « menu » d'aménités offert en chaque lieu.

La dimension spatiale des marchés du logement ajoute ainsi à la complexité du processus d'appariement entre ménages et logements : des logements d'un certain type doivent être disponibles dans la bonne proportion en certains lieux.

3.2 Les marchés en déséquilibre : un autre monde

1) *Un processus sans fin*

Il serait étonnant qu'une position d'équilibre puisse être spontanément atteinte dans l'intervalle d'une période de marché, ou même d'un petit nombre de périodes, "petit" signifiant ici un nombre de périodes suffisamment limité pour que les données initiales (stocks de logements et populations des différents types, préférences des ménages, hiérarchie des revenus, etc) ne se modifient pas en chemin. Bien au contraire, on doit se représenter la dynamique des marchés comme consistant en un processus sans fin d'ajustement continu à une cible perpétuellement mouvante, et jamais atteinte. Cela remet en cause la notion d'équilibre « naturel » entendu comme position finale unique associée à certaines données de départ, et connaissable indépendamment des modalités précises d'ajustement. Une dynamique du déséquilibre implique nécessairement des effets de sentier (*path dependency*).

Plus qu'à celle de stabilité entendue comme convergence vers un point fixe, la capacité d'ajustement des marchés renvoie plus à une notion de viabilité (ou soutenabilité) consistant dans le maintien des prix entre des bornes critiques au-delà desquelles la reproduction du système ne serait pas assurée.

2) *Perceptions et décisions*

Si le déséquilibre est l'état normal du marché, et à moins de supposer des individus muets, aveugles et sourds, il n'est pas raisonnable d'imaginer que leurs choix résidentiels soient déterminés sans en tenir compte, et qu'ils persistent à présenter des offres et des demandes "walrasiennes". Leurs demandes "effectives" doivent intégrer des contraintes additionnelles. Ces demandes contraintes doivent être distinguées de leurs demandes "notionnelles". C'est ce que Clower en son temps appelait le « processus de décision duale ».

Cela soulève une difficulté majeure : comment les individus perçoivent-ils le déséquilibre, et intègrent-ils cette perception dans leurs décisions ? La macroéconomie du déséquilibre développée dans les années 1980 à partir des travaux de Drèze et Benassy s'est heurtée à cette difficulté qu'elle n'a pas résolu, si ce n'est en supposant l'existence de « schémas de rationnement » tombés du ciel, et qui s'imposent aux agents.

La difficulté peut être surmontée en considérant que les ménages sont confrontés à deux types de contraintes « supplémentaires » : des contraintes de liquidité d'une part, et des contraintes « spatiales » d'autre part (tous les types de logements ne sont pas disponibles dans tous les types de quartiers) ; le choix d'une localisation limite ipso facto l'éventail des possibles, et à l'inverse le choix d'un certain type de logement limite celui du lieu de résidence.

Les contraintes de liquidité sont imposées par le système bancaire (et éventuellement desserrées par les aides publiques), et leur prise en considération implique une représentation monétaire de l'économie : les valeurs nominales comptent, et pas seulement les prix relatifs. Pour la même raison, la valeur des stocks influe sur la détermination des prix courants.

Cette double exigence de construction d'un modèle de prix monétaires et d'articulation des stocks et des flux invite à chercher du côté des post-keynésiens les voies d'un renouvellement de la représentation des marchés du logement.

3.3. Accumulation et reproduction: la dynamique structurelle

La représentation du jeu des marchés n'a pas lieu d'être substantiellement modifiée dans la longue période, qui n'est rien d'autre qu'une suite de courtes périodes reliées entre elles par les variations de stocks. La représentation du marché doit alors être adossée à un modèle séquentiel de formation et de reproduction des stocks.

Le déséquilibre reste la norme, non seulement à cause de l'imperfection de la concurrence (coûts de transaction et asymétries d'information) mais de par la nature même des villes et du système productif. Le logement est fixe à la fois dans l'espace et dans le temps. L'offre est « visqueuse » : les facteurs de production sont complémentaires, les choix de techniques limités, il existe des effets de seuil et des rendements croissants. La substituabilité n'est pas la règle, et ni la continuité ni la dérivabilité de la fonction de production ne sont assurées. L'espace urbain n'est pas marginaliste : il n'est pas assimilable à un continuum de points sans dimension, mais fait d'un ensemble de quartiers délimités par des frontières. Et la ville n'est pas un campement dans lequel chacun pourrait replanter sa tente tous les matins. Il n'y a donc pas d'équivalent spatial à l'équilibre semi-stationnaire des modèles de croissance multisectoriels, c'est-à-dire une croissance homothétique des différents quartiers ou « secteurs » de la ville. Chaque segment s'étend (ou se rétrécit) à travers des effets de débordement et de contournement qui modifient la structure de l'espace et pas seulement sa taille.

Trois ensembles d'éléments devraient être combinés dans cette « économie politique du logement » qui reste à construire : un modèle de prix monétaires incorporant système bancaire et marchés financiers, un modèle d'articulation stocks / flux et une analyse « multisectorielle » de la structure urbaine. Des avancées existent sur ces trois terrains du côté des courants post-keynésien et post-classique. Il reste à les insérer dans le cadre unitaire d'un modèle dynamique.

Conclusion

Le modèle standard d'économie du logement repose sur une représentation du marché de plus en plus éloignée de la réalité : celle où le marché du logement serait dominé par le secteur locatif privé⁶, et où le prix normal serait donné la capitalisation des loyers futurs, avec un équilibre de longue période déterminé par les conditions de l'offre neuve. Ce modèle à trois agents (promoteur-constructeur, propriétaire-bailleur et locataire) est celui du « logement de rapport » dans le Paris de Balzac et Daumier. Son lien avec les marchés contemporains de l'accession – justifié en considérant que les propriétaires-occupants se « louent à eux-mêmes » leur propre logement - est pour le moins ténu. Ce n'est pas seulement la relation entre marché du service et marché de l'actif qui est en cause, mais la représentation même de l'offre et de la demande comme deux forces indépendantes l'une de l'autre.

Plus personne, d'ailleurs, n'utilise le modèle « structurel » de prix des logements tel qu'il est présenté dans les text-books. Tous les auteurs introduisent des effets de richesse financière, les conditions du crédit, et bien sûr un facteur d'anticipation des prix futurs, voire des indicateurs de répartition du revenu ou des effets de contamination spatiale. Tous ces facteurs ont leur justification dans la volonté de retracer la complexité des comportements de propriétaires occupants, sur des marchés de l'ancien dominés par les transactions entre particuliers, et dans un contexte institutionnel marqué par la dérégulation – parfois extrême – des marchés du crédit hypothécaire.

Le boom immobilier des années 2000 n'est pas seulement le résultat d'une conjoncture financière particulière (pour faire bref, les bas taux d'intérêt rendus possibles par l'abondance des liquidités) mais celui de modifications profondes des comportements et du contexte institutionnel dans lequel jouent les marchés.

La préférence pour la propriété est assez largement un résultat du jeu des marchés, et pour une part d'une construction politique. La déformation de la répartition en faveur des hauts revenus, de même que les menaces croissantes sur les protections sociales, en suscitant des comportements patrimoniaux d'autoprotection des ménages expliquent la montée en puissance de la demande d'acquisition. La dérégulation des marchés hypothécaires, la préférence presque universelle pour l'accession affichée par les politiques publiques et l'abondance exceptionnelle de liquidités dans la première moitié des années 2000 ont fait le reste.

Il reste à la théorie économique à proposer une représentation des marchés qui intègre ces différents éléments. Elle ne sera sans doute en mesure de le faire que si elle accepte de s'écarter des ornières où l'a engagé la théorie dominante de l'équilibre, pour tenter une représentation de la dynamique des marchés en déséquilibre, dans une économie monétaire de production. Les modèles dits « stocks-flux-cohérents » pourraient y aider, à condition d'y intégrer une représentation explicite du marché qui en est souvent le parent pauvre.

⁶ Comme nous l'avons signalé dans la section 2, dans nombre de pays, dont l'Angleterre, le rétrécissement de ce dernier est arrivé à un tel point que les données de loyers en viennent à faire défaut pour calibrer des modèles « standard » de détermination des prix du logement.

Bibliographie

- ANDRÉ C. (2010), “A bird’s eyed view of OECD Housing Markets”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°746, Paris: OCDE.
- ANTIPA P. et LECAT R. (2009), “The Housing Bubble and Financial Factors: insights from a structural model of the French and Spanish residential markets”, *Document de travail*, N°267, Paris : Banque de France (www.banque-france.fr).
- BENASSY J.-P. (1984), *Macroéconomie et théorie du déséquilibre*, "Modules", Dunod, Paris, 220 p.
- CAMERON G., MUELLBAUER J. et MURPHY A. (2006), “Was There a British House Price Bubble? Evidence from a Regional Panel”,
- CASE K. et SCHILLER R. (2003), “Is There a Bubble in the Housing Market?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N°2, pp. 299-342.
- DAVIS M. et ORTALO-MAGNÉ F. (2007), “What’s Really Happening in Housing Markets?”, *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Juillet.
- FILIPPI B., FUNES C., NABOS H. et TUTIN C. (2007), *Marchés du logement et fractures urbaines en Ile-de-France*, « Recherche », PUCA, N°175, 238 p.
- FILIPPI B. et TUTIN C. (2009), “Fragilité financière et instabilité immobilière”, Communication aux 3^o *Rencontres du logement*, IDEP, Marseille, Octobre.
- GALLIN G. (2006), « The long run relationship between house prices and income : evidence from local housing markets, *Real estate Economics*, Vol. 34, N°03, p. 417-438.
- HARVEY D. (2009), « Discours d’ouverture », Tente de la réforme urbaine, *Forum Social Mondial*, Belem, 29 janvier.
- HIMMELBERG C., MAYER C. ET SINAI T. (2009), “Assessing high house prices: bubbles, fundamentals, and misperceptions”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, N°4, p. 67-92.
- HORT K. (2000), “Prices and turnover in the market for owner-occupied homes”, *Regional Science and Urban Economics*, Elsevier, 30, 99-119.
- MALPEZZI S. (1999), “A simple Error Correction Model of House Prices”, *Journal of Housing Economics*, Vol. 8, p. 27-62.
- MEEN, G. (2002), “The Time-Series Behavior of House Prices: a Transatlantic Divide?”, *Journal of Housing Economics*, Vol. 11, p. 1-23.
- (2007), « International Housing Volatility: Fundamentals or Bubbles and Appropriate Policy Responses », Communication au colloque *Housing Finance, Market Instability and Home-Ownership Development in Europe*, Université de Paris 12 Créteil, 21 et 22 Juin.
- (2008) “Ten New Propositions in UK Housing Macroeconomics: an Overview of the First Years of the Century”, *Urban Studies*, 45(13), p. 2759-2781
- (2009) “A Simple Model of Housing and the Credit Crunch in the UK”, Communication à la Conférence annuelle de l’ENHR: *Changing Housing Markets: Integration and Segmentation*, Prague, 29 juin – 1^o juillet, Miméo, 37 p.
- MIKHED V. et ZEMCIK P. (2007), « Testing for Bubbles in Housing Markets: a panel data Approach », *Journal of Real Estate and Finance Economy*, Vol. 38, pp. 366-386.
- MIKHED V. et ZEMCIK P. (2009), « Do house prices reflect fundamentals? Aggregate and panel data evidence », *Journal of Housing Economics*, Vol. 18, p. 140-149
- MUELLBAUER, J. et MURPHY, A. (1997), « Booms and Busts in the UK Housing Market », *The Economic Journal*, Vol. 107, pp. 1701-1727.
- ROTHENBERG, GALSTER, BUTLER et PITKIN (1991), *The Maze of Urban Housing Markets, Evidence and Policy*, Chicago: The Chicago University Press.
- STIGLITZ J. (1990), “Symposium on Bubbles”, *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), pp. 13-18.
- TOURDJMAN A. (dir.) (2008), *Le logement entre rêve et raison*, L’Observatoire Caisse d’épargne, Paris, Groupe BPCE, 110 p, www.groupe.caisse-epargne.com