

# Section III : Le fonctionnement des marchés immobiliers

- A) Les marchés du logement : le modèle Di Pasquale-Wheaton
  
- B) Les cycles immobiliers
  
- C) L'inflation immobilière depuis 25 ans : étude de cas

# A) Les marchés du logement

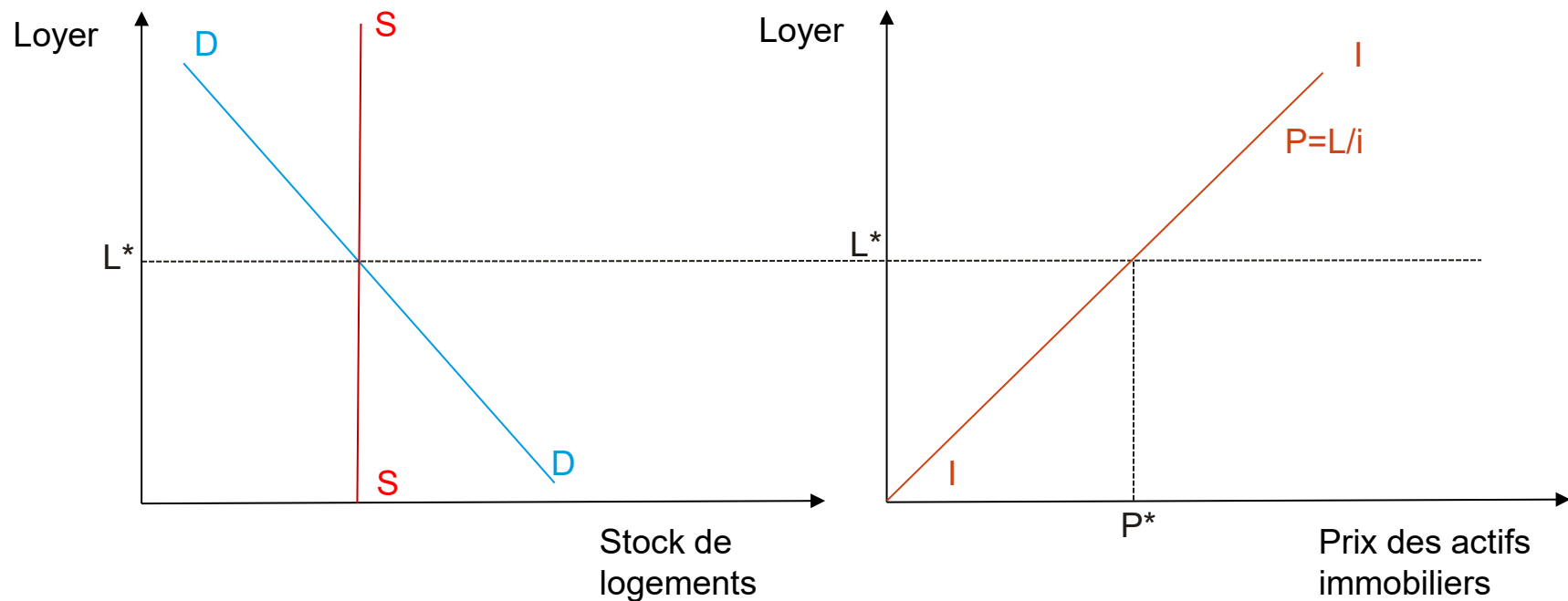
- ❑ « Le » marché du logement n'existe pas !
- ❑ Interactions entre trois marchés:
  - le marché **du service de logement** (marché locatif)
  - Le marché **d'actifs** (transactions d'achat-vente dans l'ancien)
  - Le marché de la **construction neuve**

# A) Les marchés du logement

## □ Première interaction : **marché du service** $\leftrightarrow$ **marché des actifs**

- › Sur le marché du service : fixation des loyers
- › Sur le marchés des actifs : formation du prix des actifs, selon la relation :  $P=L/i$
- › Exemple : Si  $P < L/i \Rightarrow$  demande d'investissement locatif forte  $\Rightarrow$  le prix du logement augmente

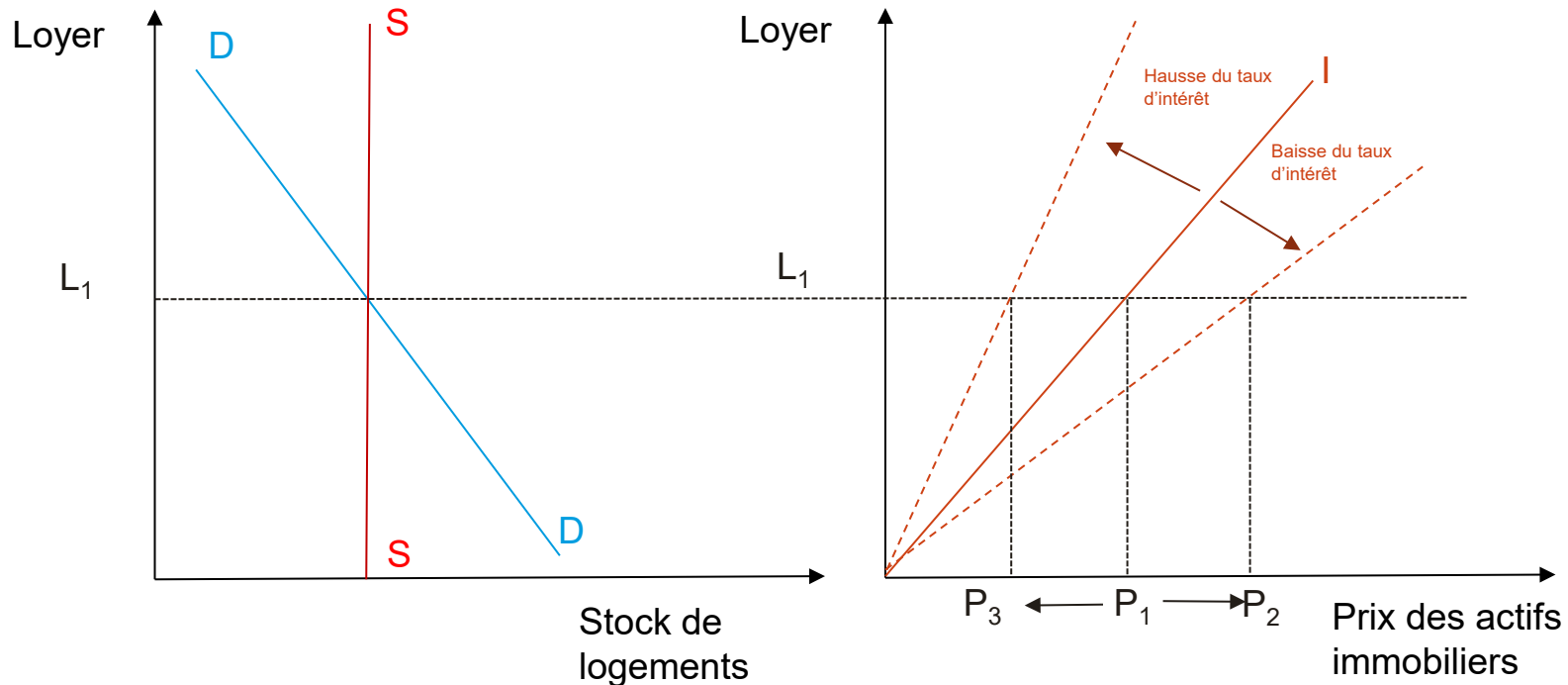
Conséquence : lien avec le niveau des taux d'intérêt  $\Rightarrow$  connexion entre marché du logement et conjuncture macroéconomique



# A) Les marchés du logement

## □ Impact d'un changement du taux d'intérêt :

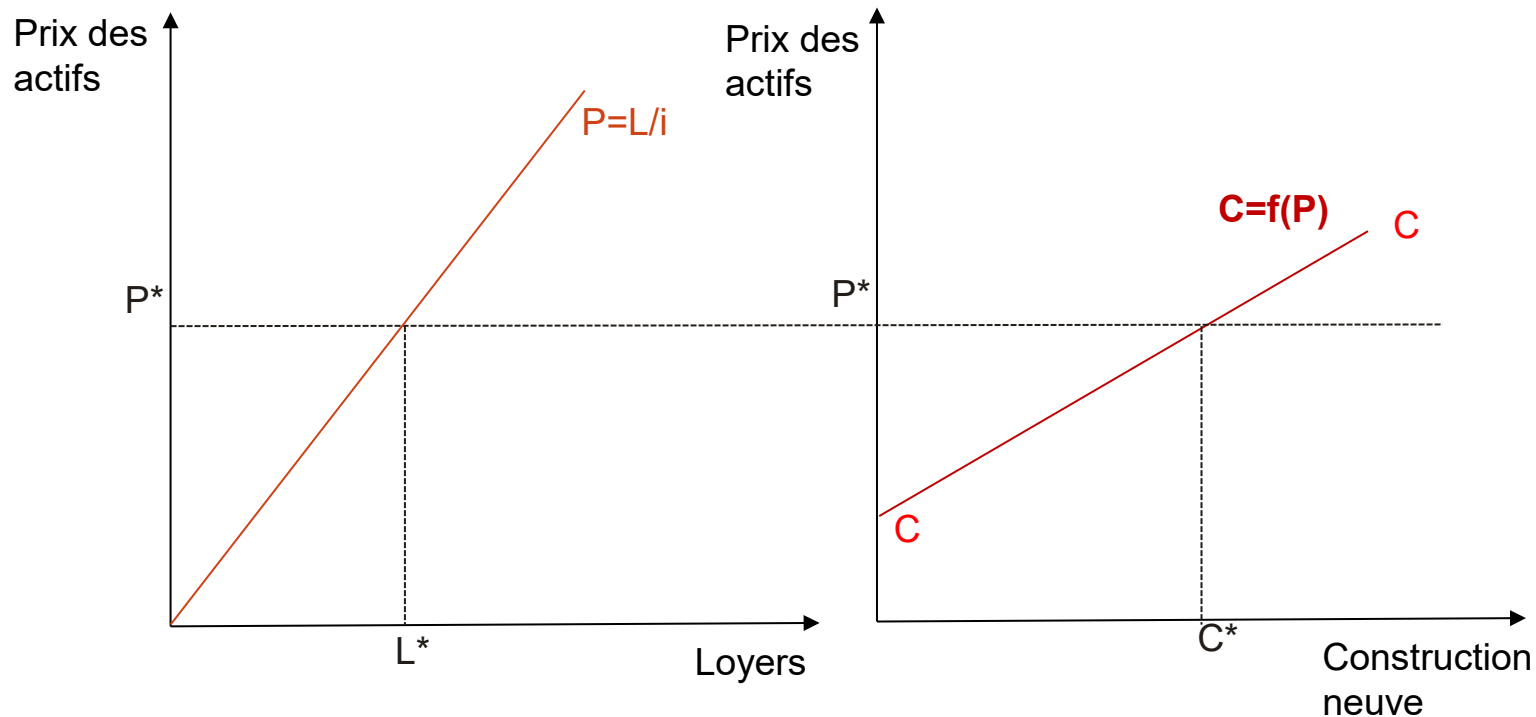
- › Une baisse du taux d'intérêt
  - se traduit par un pivotement de la droite II' vers le bas
  - Entraîne une hausse du prix des logements (de P1 à P2) à même niveau de loyers
- › Une hausse du taux d'intérêt
  - se traduit par un pivotement de la droite II' vers le haut
  - Entraîne une baisse du prix des logements (de P1 à P3) à même niveau de loyers



# A) Les marchés du logement

□ **deuxième interaction : marché des actifs  $\leftrightarrow$  marché de la construction** : le modèle du compte à rebours

- Le prix de sortie...
- ...est fixé par le marché des actifs (prix de l'ancien)
- et oriente les décisions de construction neuve
- Plus le prix de sortie est élevé :
  - plus les coûts de construction sont compensés
  - Plus les charges foncières élevées supportables par les promoteurs permettent la production

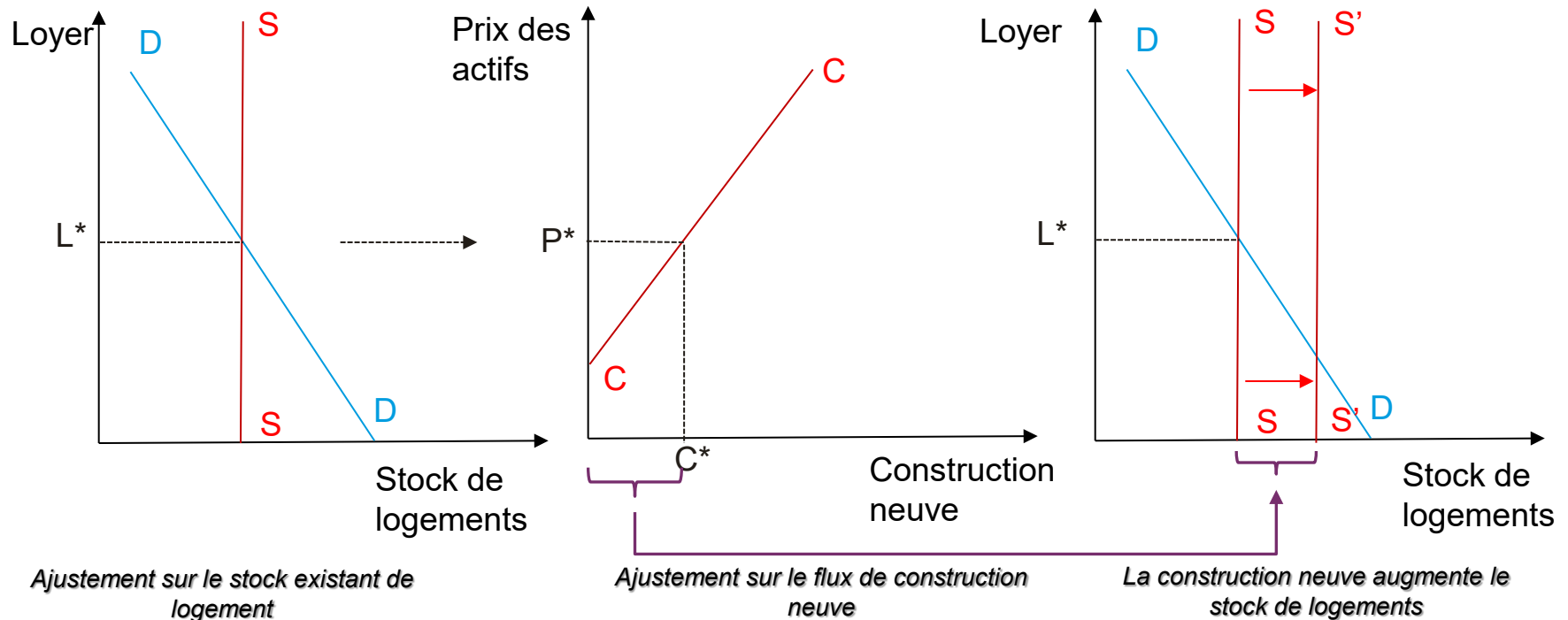


# A) Les marchés du logement

- **Troisième interaction : marché de la construction  $\leftrightarrow$  marché du service de logement : le modèle stock-flux**

Rétroaction du marché de la construction sur le marché du service :

La construction neuve augmente le stock de logements...  
...et fait baisser les loyers et les prix



« Le stock fait le prix » >

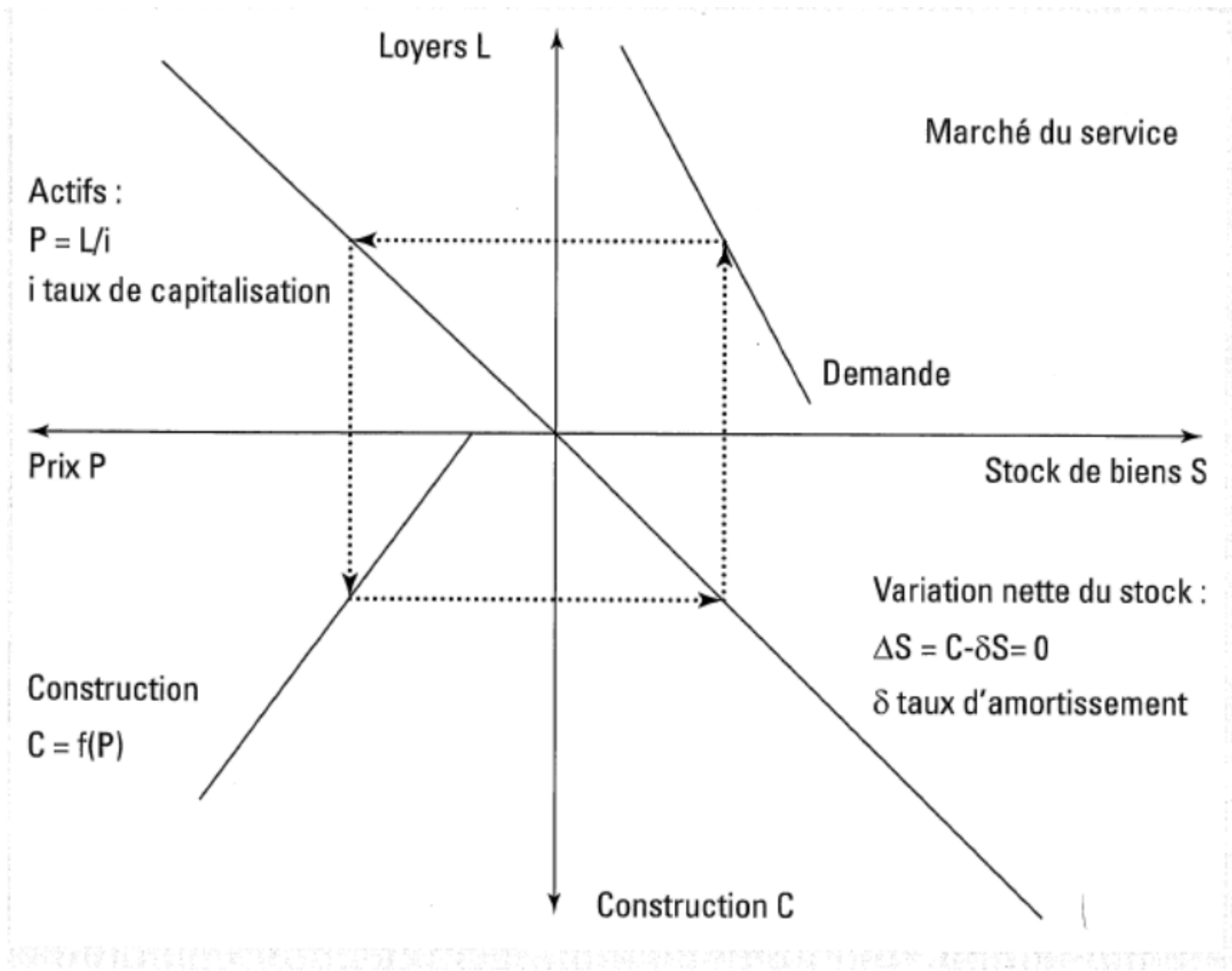
« Le prix fait le flux » >

« le flux modifie le stock »

# A) Les marchés du logement

- ❑ Le modèle Di Pasquale & Wheaton (1996)
  - Représentation unifiée des interdépendances entre marché **du service de logement** (marché locatif), marché de la **construction neuve et** marché **d'actifs** (transactions d'achat-vente dans l'ancien)
  - Quelles sont les conditions d'un équilibre simultané de ces marchés sur un territoire ?
  - Quels sont ajustements vers l'équilibre ?

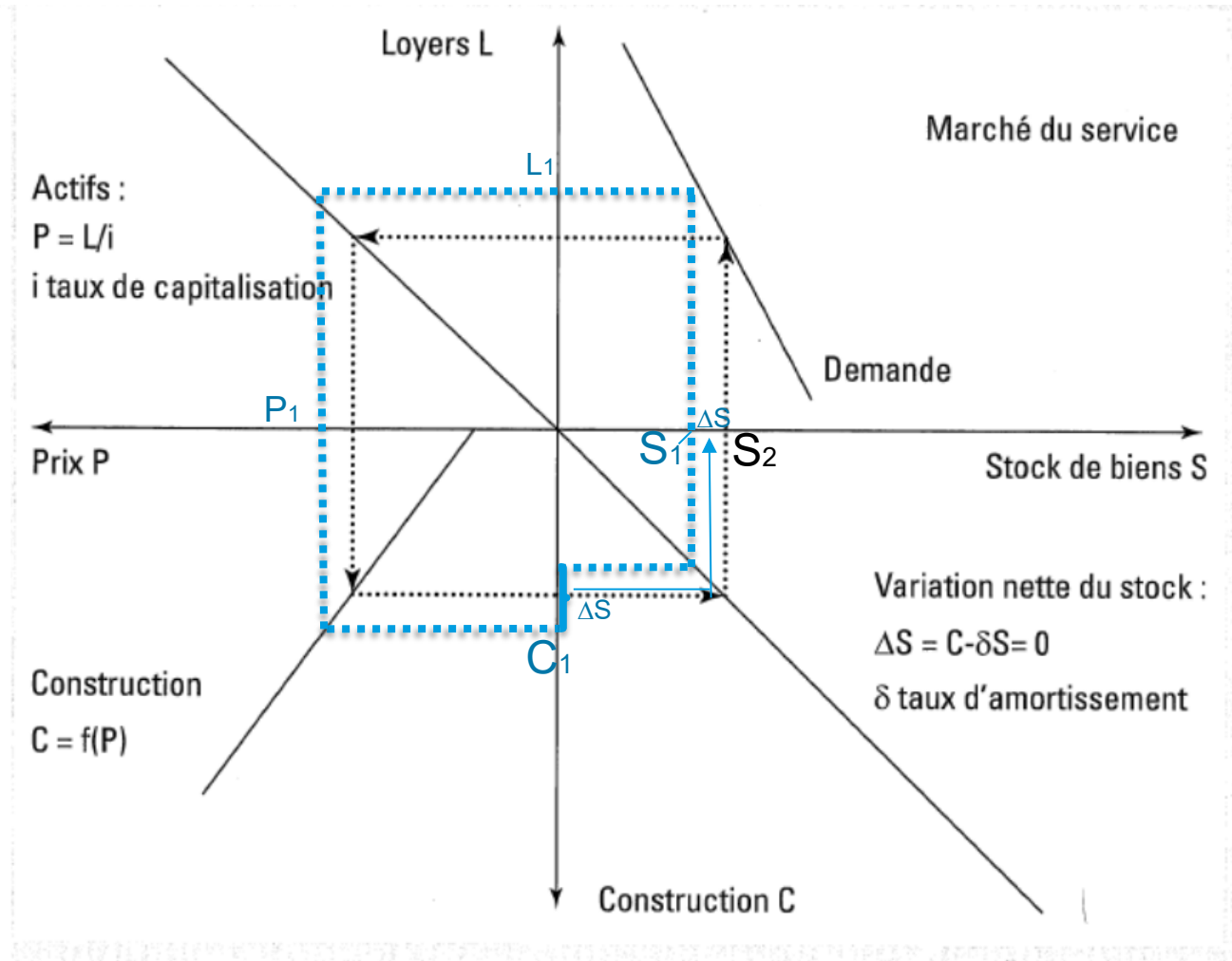
# Représentation d'ensemble : le modèle de DiPasquale et Wheaton (1996)



# A) Les marchés du logement

## □ L'ajustement des marchés du logement vers l'équilibre:

- 1) Situation de déséquilibre: le stock de logement  $S_1$  déclenche les loyers ( $L_1$ ) un prix de vente ( $P_1$ ) et un flux de construction nouvelle ( $C_1$ ) élevés  $\Rightarrow$  le stock de logement augmente jusqu'à  $S_2$
- 2) La condition d'équilibre : stabilisation du stock de logement (la construction neuve ne compense plus que l'obsolescence sur le parc existant) :
 
$$\Delta S = C - \delta S = 0$$



le modèle Di Pasquale-Wheaton

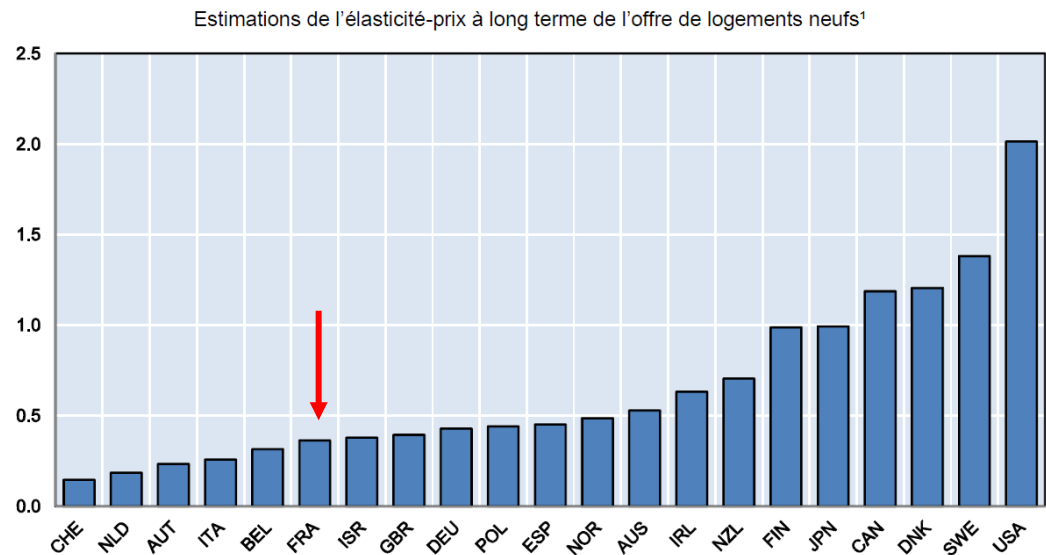


# A) Les marchés du logement

→ Un paramètre crucial :  
l'élasticité de l'offre de  
logements au prix

- › La faible élasticité de l'offre de logements au prix en France
- › Les deux déterminants de l'élasticité de l'offre
  - La rareté foncière
  - Les réglementations en matière d'urbanisme

Graphique 4.1. Variations de l'élasticité de l'offre de logements neufs par rapport aux prix, dans certains pays de l'OCDE



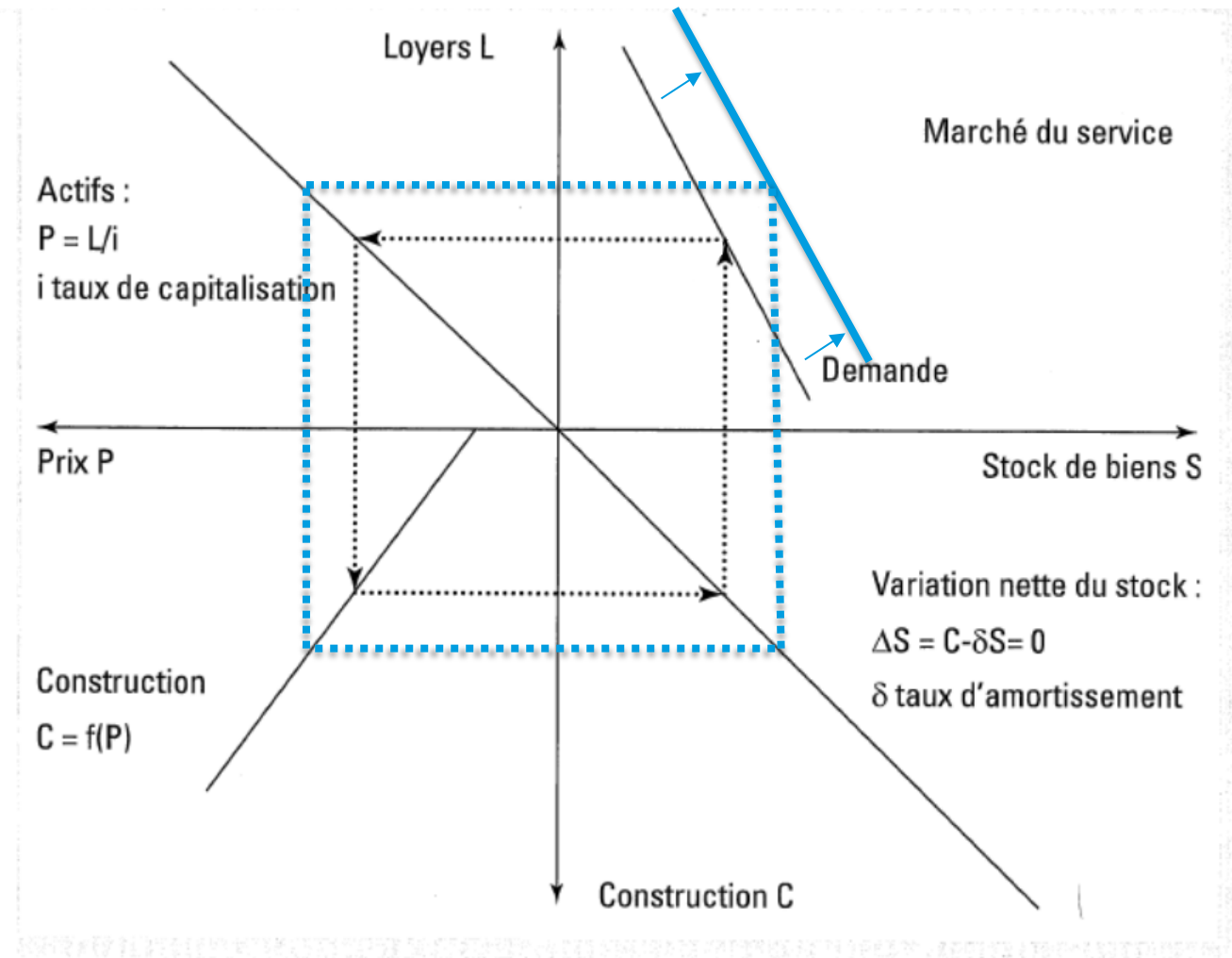
1. Estimations de l'élasticité-prix à long terme de l'offre nouvelle de logements, celle-ci étant mesurée à l'aide du montant des investissements résidentiels. Toutes les élasticité sont significatives au moins au niveau de 10 %. Un nombre plus élevé traduit une offre plus élastique. Dans le cas de l'Espagne, si l'on restreint l'échantillon à la période 1995-2007, qui ferait apparaître l'évolution récente des marchés du logement (tel que l'important stock d'habitations invendues résultant de l'expansion de la construction qui a débuté en 2000 et qui a culminé en 2007-09) cela n'aboutit qu'à une légère augmentation de l'élasticité estimée de l'offre de logements, celle-ci passant de 0.45 à 0.58. La période d'estimation est comprise entre le début des années 80 et le début des années 2000.

Source : Caldera Sánchez, A. et Å. Johansson (2011), "The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD Countries", Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE, à paraître.

Les estimations réalisées par Caldera-Sánchez et Johansson (2011) sur la période 1986-2006 montrent que, parmi les pays de l'OCDE, la France présente l'une des élasticité-prix de l'investissement résidentiel les plus faibles (0,36 contre 2 pour les États-Unis et plus de 1 pour le Canada, le Japon, la Suède, la Finlande et le Danemark)<sup>16</sup>. En outre, la France présente la vitesse d'ajustement de court terme la plus faible : à la suite d'un déséquilibre, seul 20 % de l'ajustement de l'investissement résidentiel est réalisé au bout d'un an (contre plus de 100 % aux Pays-Bas, en Italie, en Pologne, au Royaume-Uni et en Finlande). La France, la Belgique et la Suisse sont les trois pays de l'OCDE cumulant faible élasticité-prix de long terme et faible vitesse d'ajustement à court terme de l'investissement résidentiel<sup>17</sup>.

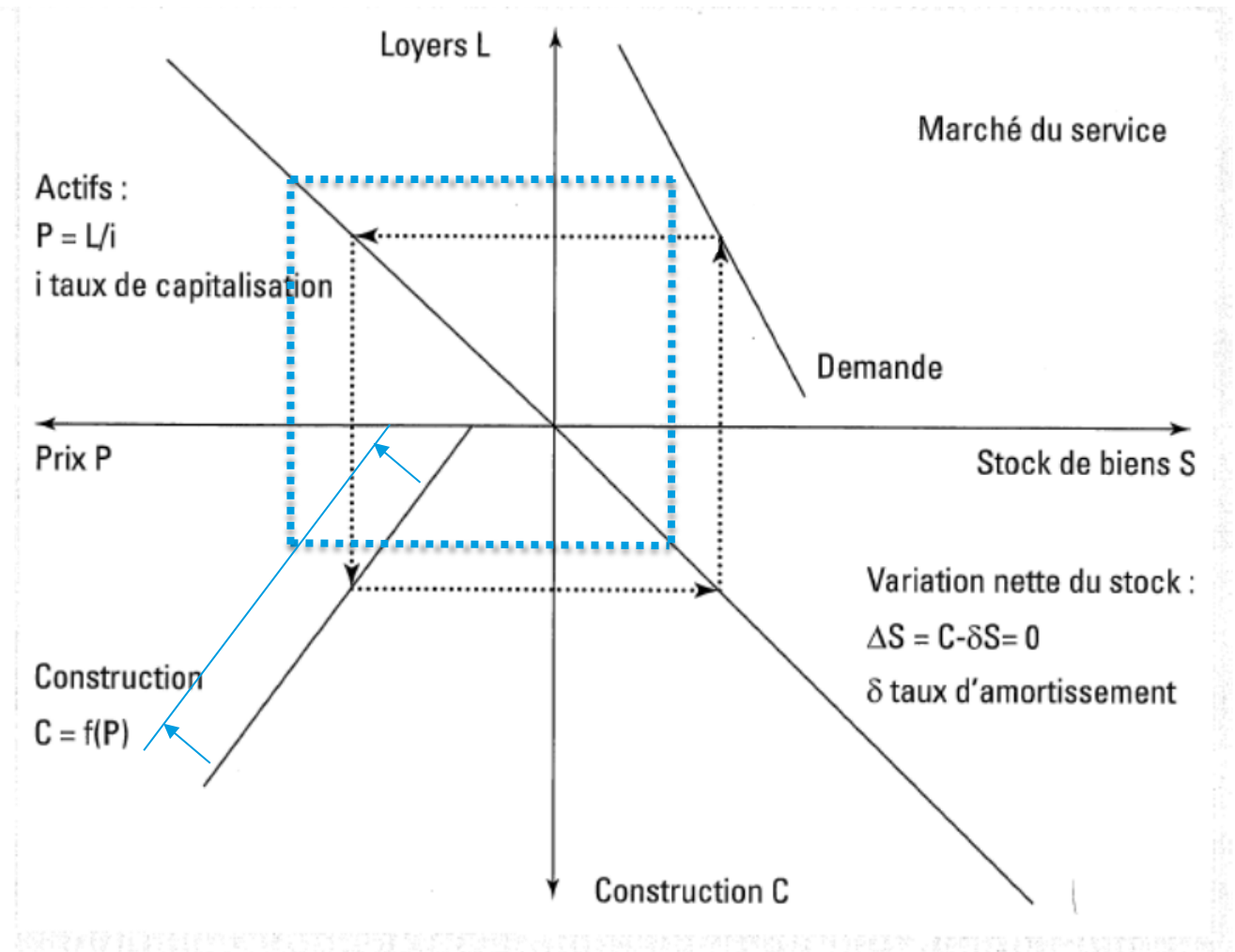
# A) Les marchés du logement

- 1) Choc de demande
- causes : croissance démographique, croissance du revenu, modification des préférences des ménages
  - conséquences: l'inflation des loyers génère une forte inflation des prix, qui stimule la construction



# A) Les marchés du logement

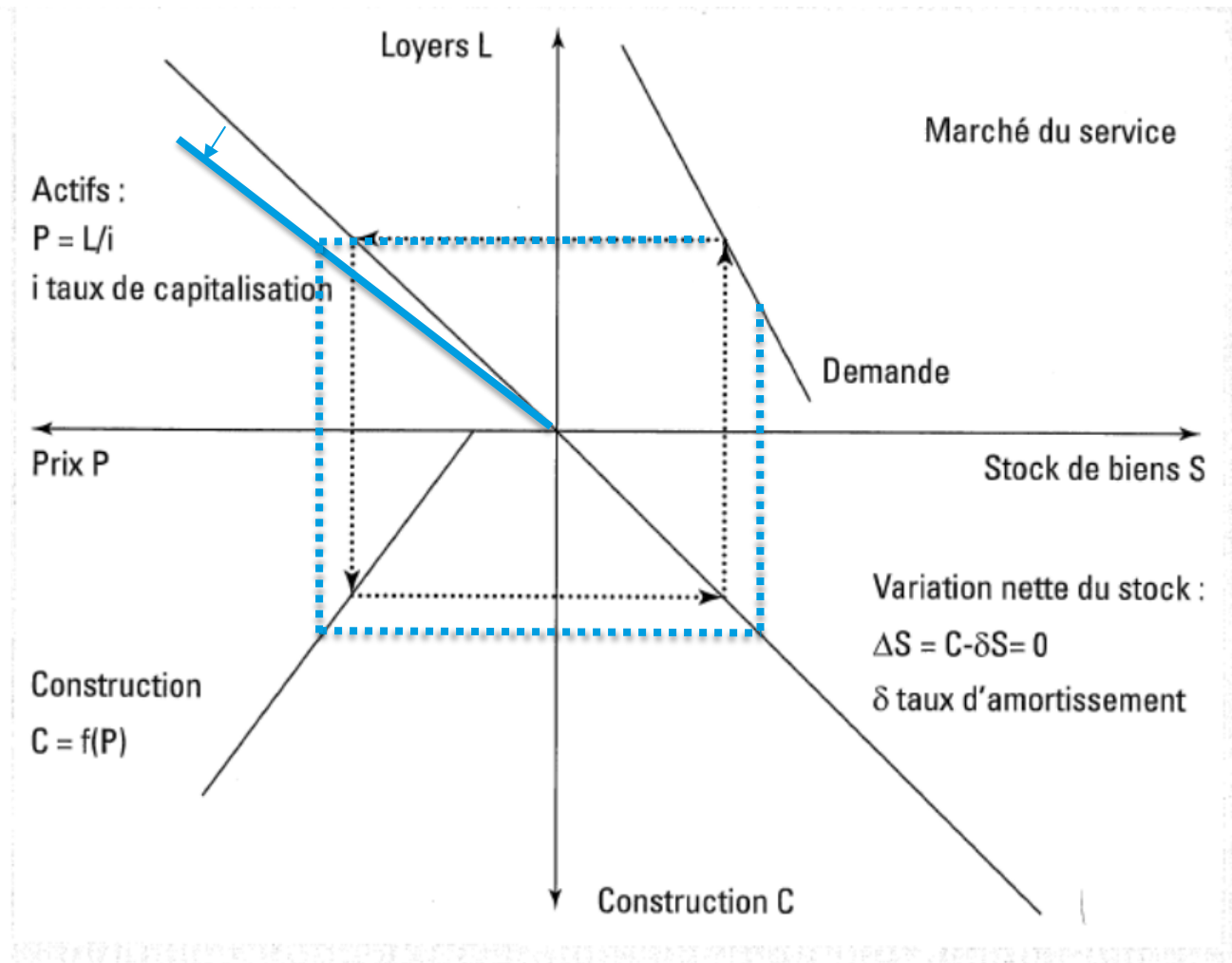
- 2) Choc de d'offre
- causes :  
croissance du coût de la construction, raréfaction du foncier....
  - conséquences:  
augmentation permanente des loyers et des prix



le modèle Di Pasquale-Wheaton

# A) Les marchés du logement

- 3) Changements des taux d'intérêt
- causes : choc macroéconomique, politique monétaire, changement des circuit de financement du logement
  - conséquences: augmentation du prix des actifs mais pas des loyers



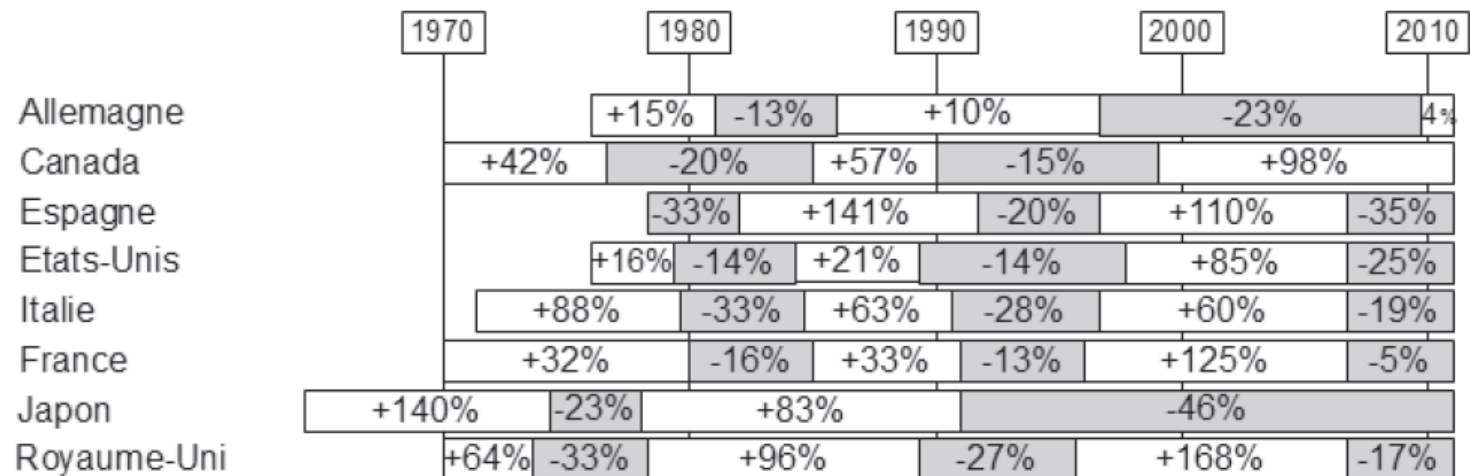
# A) Les marchés du logement

Choc	Impact immédiat (court terme)	Impact final (long terme)
<p>Choc de demande positif</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- Croissance démographique</li><li>- croissance du revenu disponible</li><li>- modification des préférences des ménages</li></ul>	Augmentation des loyers	Augmentation des loyers et des prix
<p>Choc d'offre négatif</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- hausse des coûts de construction</li><li>- raréfaction du foncier</li><li>- Hausse des contraintes réglementaires</li></ul>	Baisse de la construction neuve et contraction du parc de logements	Augmentation des loyers et des prix
Choc financier : baisse des taux d'intérêt	Augmentation des prix	Augmentation des prix et stabilité ou baisse des loyers

# B) Les cycles immobiliers

## □ Caractère cyclique des marchés immobiliers

Tableau 1. Épisodes de hausse et de baisse des prix de l'immobilier lors des quarante dernières années



Source: BRI, OCDE. Calculs de l'auteur. Indices réels. Période : 1965-2012.

# B) Les cycles immobiliers

## 1) Les disparités d'ajustement prix/quantités face aux chocs: le cycle « en nid d'abeille »

A>B : expansion du nombre de transactions

B>C : expansion du nombre de transactions + croissance des prix

C>D : accroissement des prix avec diminution des transactions sur le marché

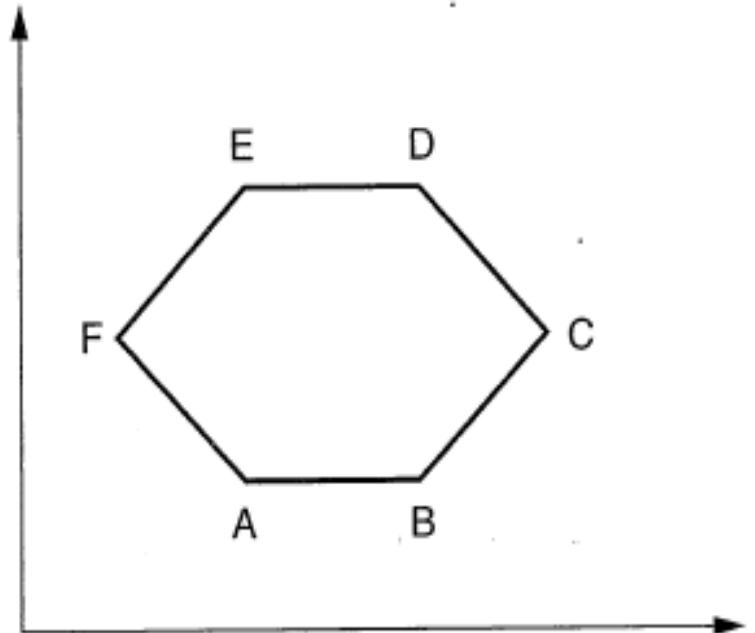
D>E retournement: prix stables et baisse des transactions

E>F baisse des prix et des transactions

F>A les transactions repartent et enrayment la baisse de prix

## *Hypothèse du cycle en nid d'abeilles*

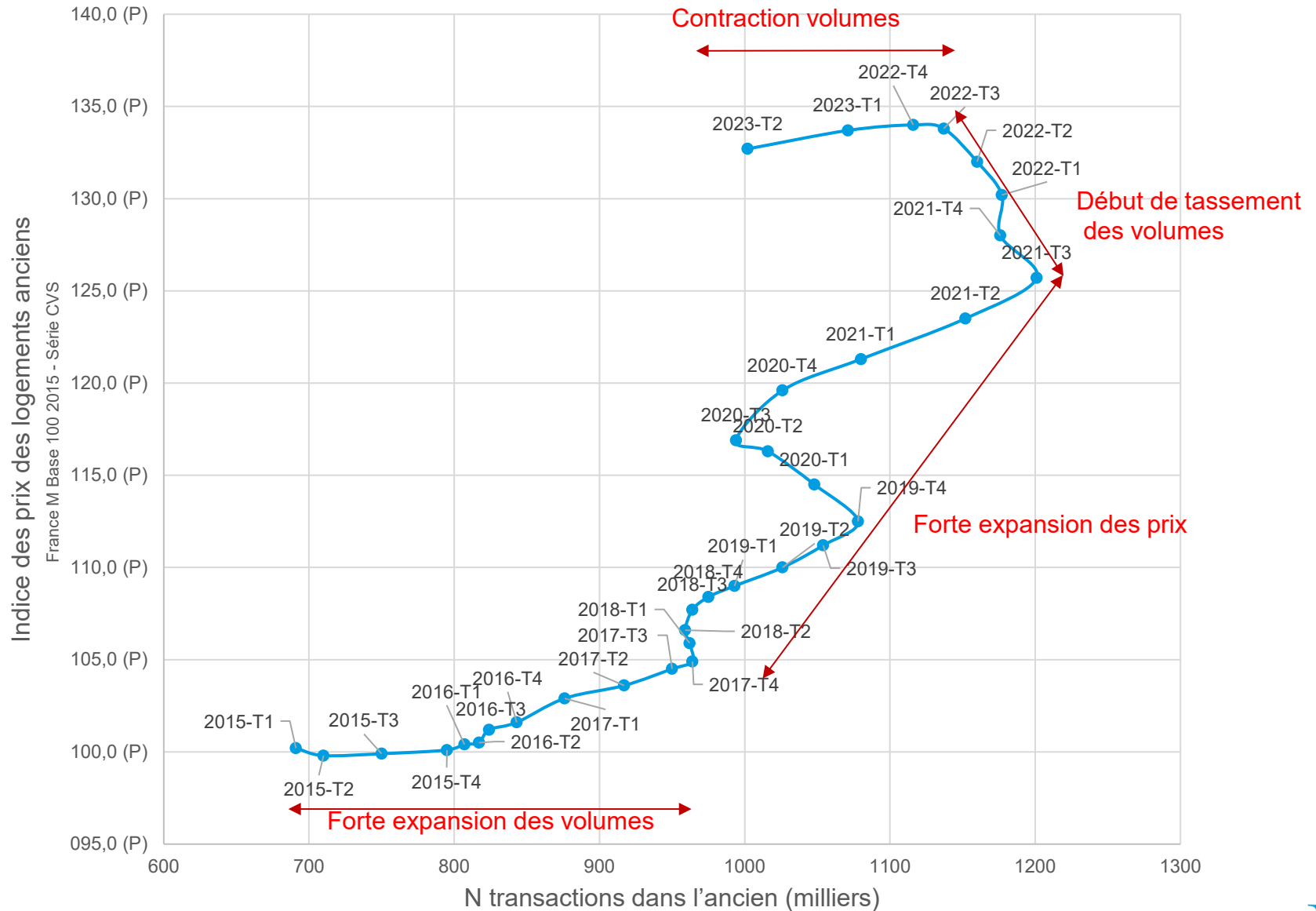
Prix unitaire



Nombre de mutations

Source: Granelle J-J. (1992) op. cit.

# Application au cycle actuel



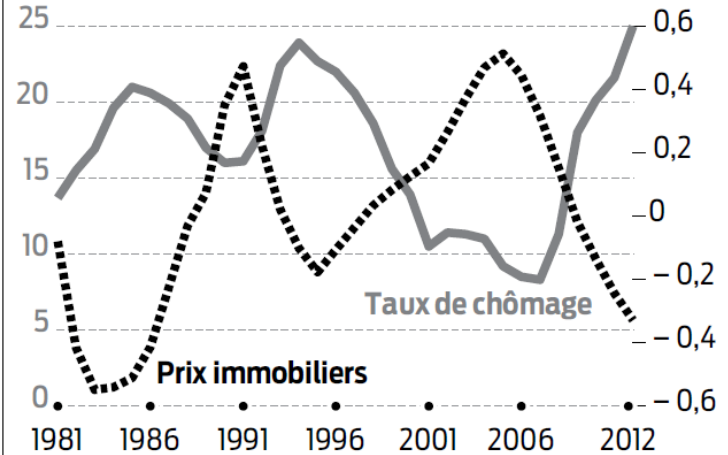
# B) Les cycles immobiliers

## → 2) Les canaux de transmission macroéconomiques

- Impact du cycle économique sur le logement
  - la sphère financière : taux d'intérêt, cycles du crédit
  - La conjoncture économique : le logement, bien durable
- Impact de l'immobilier sur le cycle économique
  - « *Housing IS the business cycle* »
    - Edward Leamer [2007] : sur les dix récessions intervenues depuis 1945, huit ont été précédées par une baisse importante de l'investissement résidentiel l'année avant la récession
  - Trois canaux:
    - Canal de l'emploi : le secteur de la construction, intensif en travail
    - Canal de l'investissement : hausse des prix autoentretenue par les anticipations de plus-value
    - Canal de la consommation : l'effet -richesse

**Graphique 1.**

Taux de chômage et évolution des prix\* de l'immobilier en Espagne, en %



Sources : OCDE, BRI. Calculs de l'auteur

\* Croissance des prix réels de l'immobilier lissée sur une période de quatre ans.

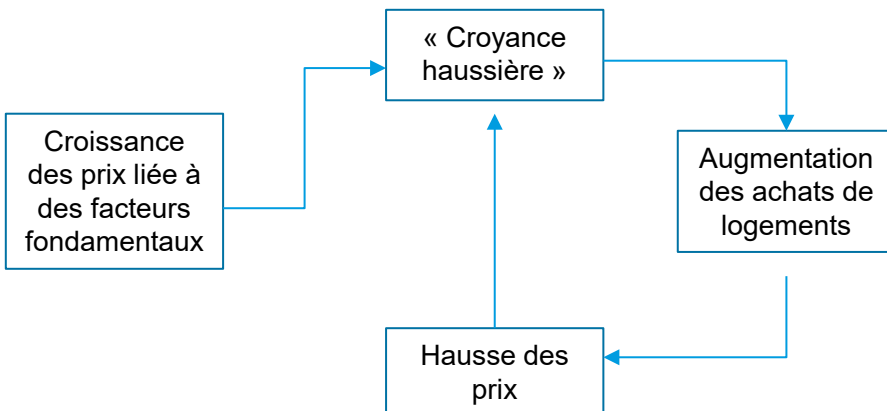
Thomas Grjebine, « Faut-il encourager les booms immobiliers pour sortir de la "stagnation séculaire" ? », *L'Économie politique* 2015/1 (n° 65), p. 7-22.

# B) Les cycles immobiliers

## → 3) La formation de « bulles immobilières »

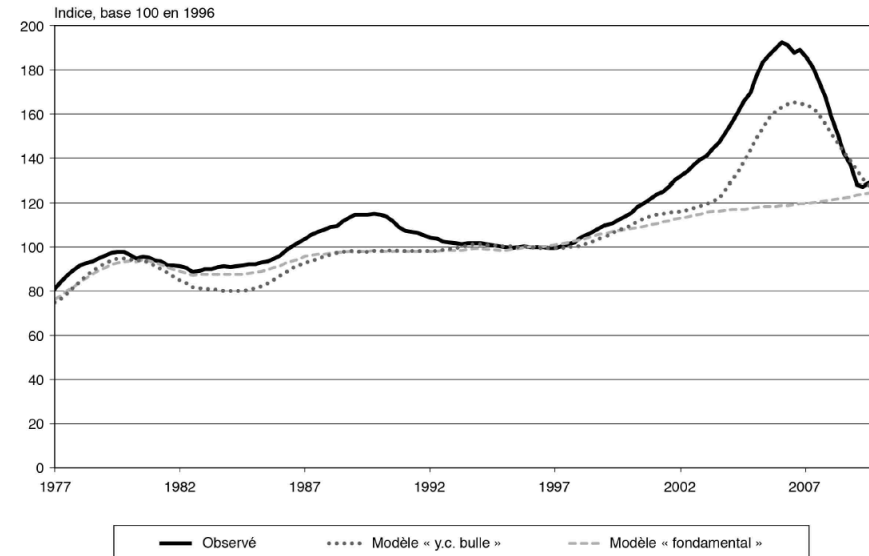
- › Définition d'une bulle : écart durable entre la valeur observée du prix d'un actif et sa valeur fondamentale (déterminée par les revenus futurs)

Les effets d'imitation et la formation d'une bulle « rationnelle »



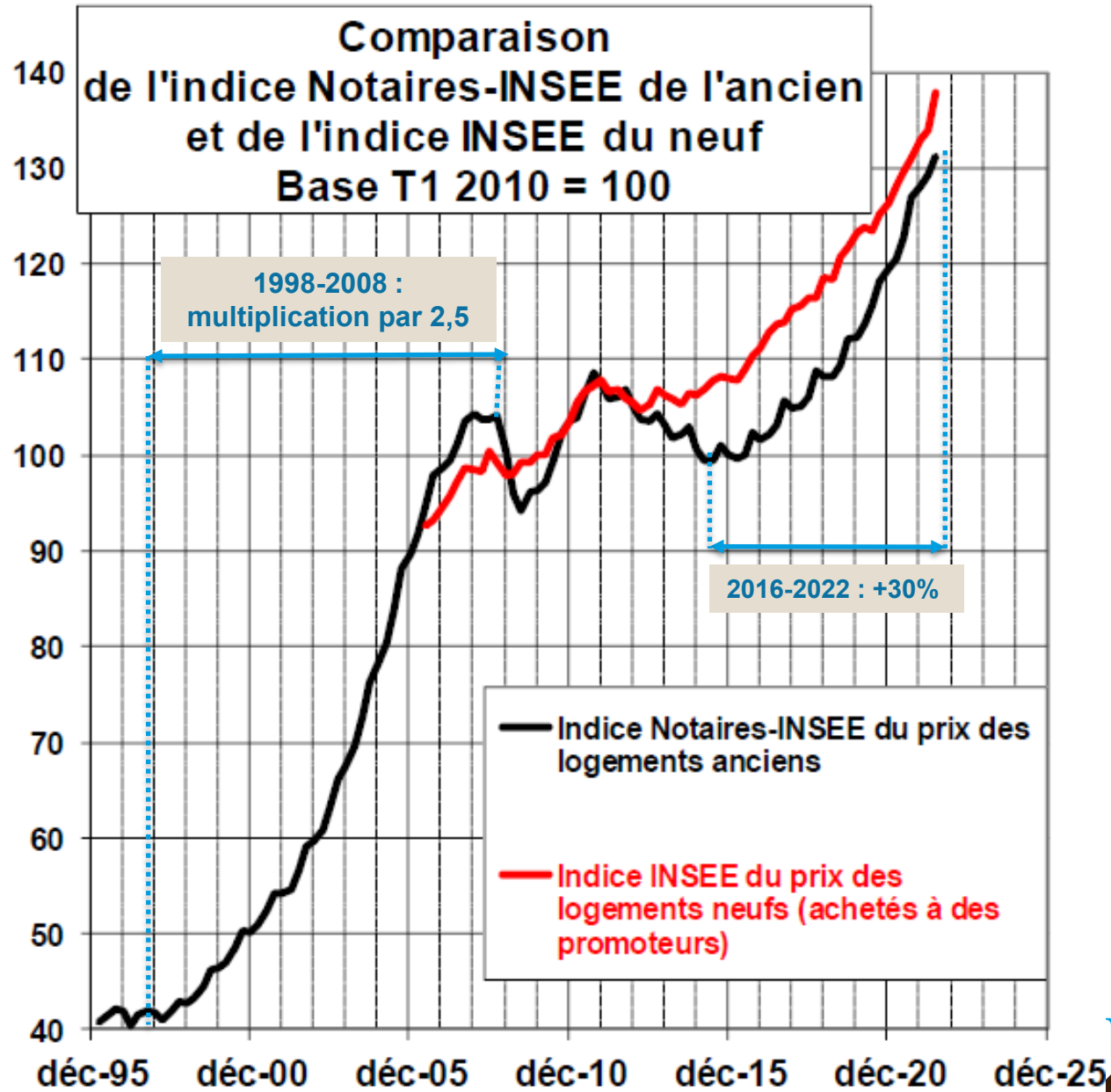
## La crise des « subprimes » aux EU : l'éclatement d'une bulle immobilière

Prix de l'immobilier réels : observé, fondamental et « y.c. bulle »



Lecture : prix de l'immobilier observés et simulés selon les modèles « fondamental » et « y.c. bulle ».  
Champ : prix de l'immobilier résidentiel (ménages) aux États-Unis.  
Source : CoreLogic, Census Bureau, calculs des auteurs.

# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

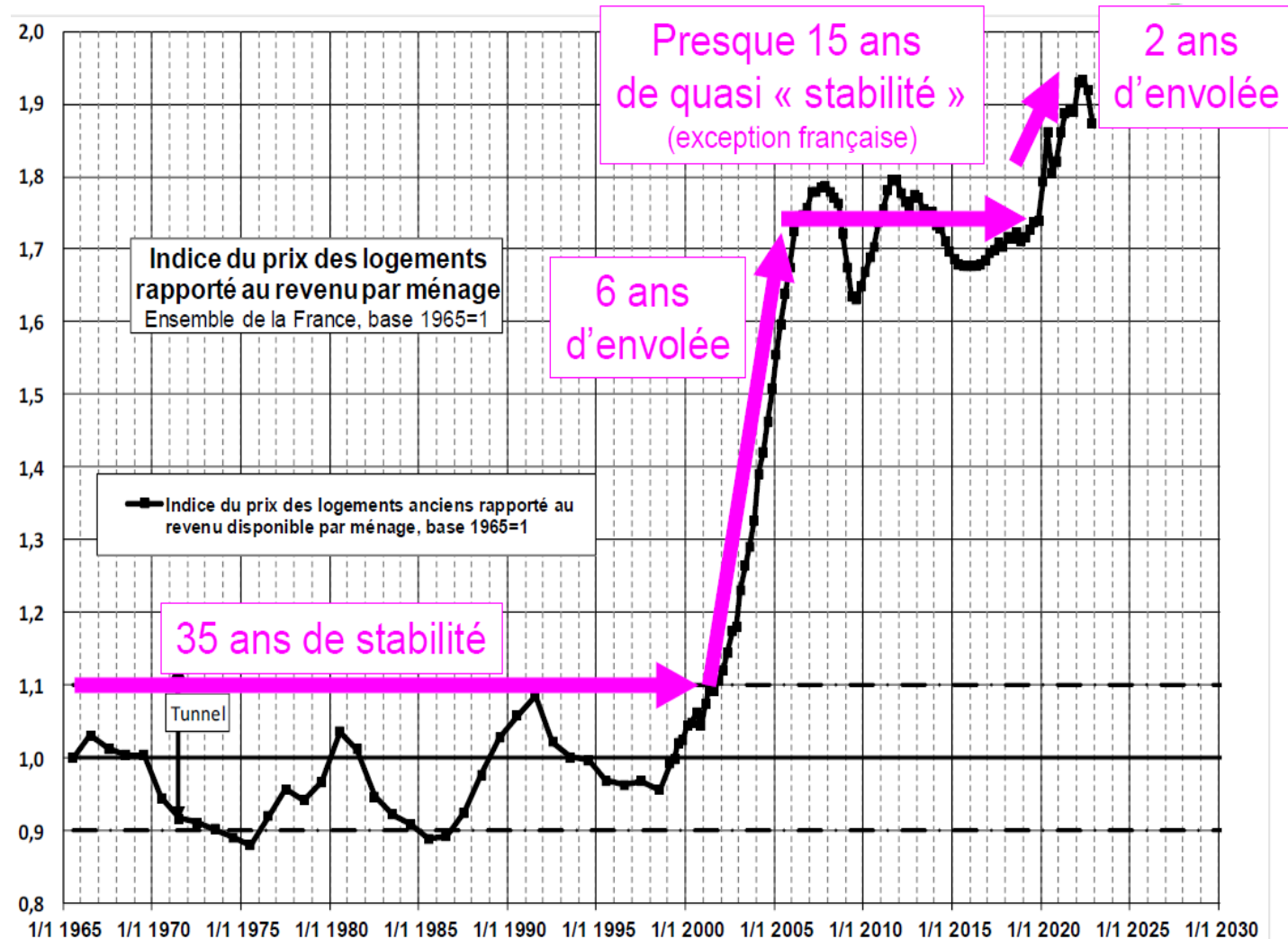


→ Trois phases :

- › Cycle haussier 1998-2008: +150%
- › Crise de 2009 et reprise 2010-2015
- › Un nouveau cycle haussier 2016-2022: +30%

# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

→ Une inflation immobilière déconnectée des revenus : La sortie du « tunnel » de J. Friggitt



Source : J. Friggitt

<http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-a-long-terme-a1048.html#a1>

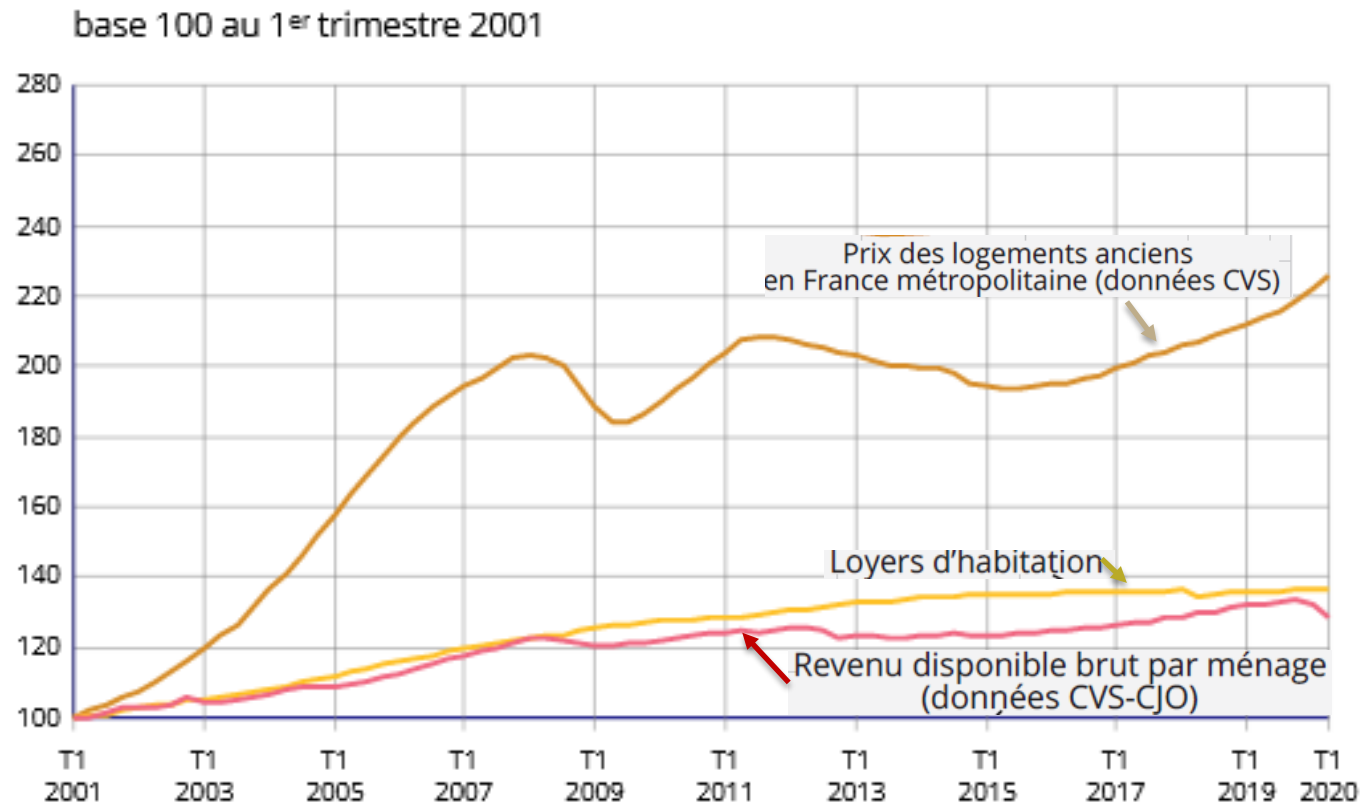


# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

## Indice des prix des logements anciens, des loyers et revenu disponible brut par ménage

→ Une inflation immobilière déconnectée des loyers

- › L'indice des loyers a augmenté de moins de 40% entre 2001 et 2020
- › contre 123% pour les prix immobiliers



**Champ :** France métropolitaine, France pour le revenu disponible brut par ménage.  
*Sources :* Insee ; Notaires du Grand Paris, ADSN-BIEN ; Notaires de France, Perval.

# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

## Les facteurs explicatifs

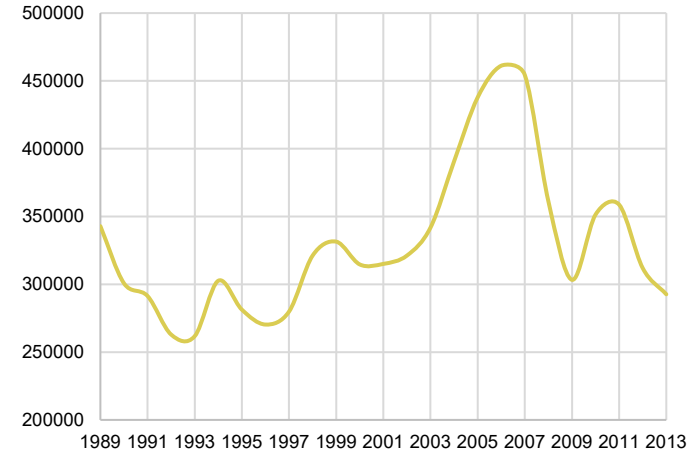
### → Pas de choc d'offre

- › Coûts de construction : +25% entre 2000 et 2008
- › Croissance des prix combinée à une **poussée de la construction neuve**

### → Pas de choc de demande à la hauteur de l'inflation constatée

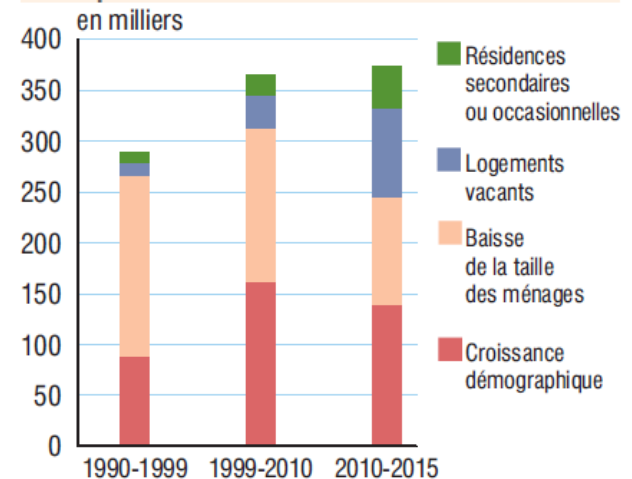
- › Pas de choc particulier sur le niveau des revenus (+31% 2000-2009)
- › Une poussée démographique limitée

Logements commencés de 1989 à 2013



Source: SITADEL, calculs F Gaschet

2 Logements supplémentaires selon la période et les facteurs d'évolution



# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

## *Les facteurs explicatifs*

→ L'environnement financier: seul facteur « à l'échelle » du cycle haussier

- › baisse historique des taux d'intérêt
- › assouplissement des conditions de crédit immobilier
  - Allongement de la durée des emprunts
  - Baisse des exigences d'apport

Crédits nouveaux à l'habitat des particuliers, taux d'intérêt annuel



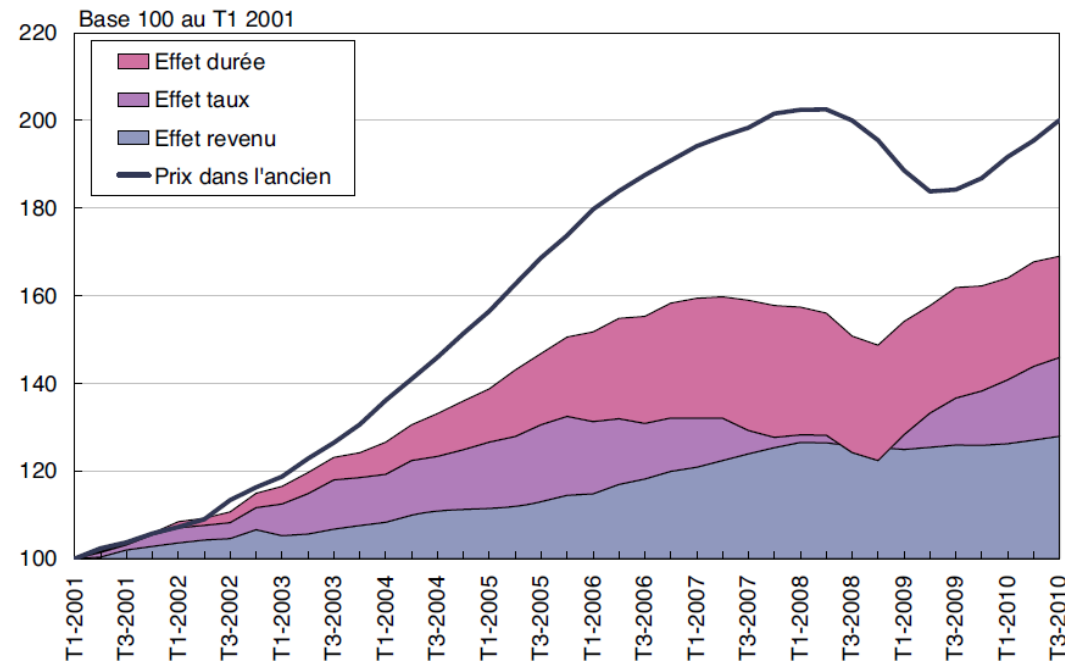
Source : Banque de France

# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

## *Les facteurs explicatifs*

- Les conditions de financement (revenu + emprunt) :
  - › Expliquent environ 2/3 de la hausse observée entre 2001 et 2010
  - › Expliquent la déconnexion loyers/prix observée
- Les autres facteurs explicatifs
  - › L'effet « pré-papy boom » (Simon et Essafi, 2016)
  - › Les anticipations haussières
  - › L'effet de cliquet de la propriété immobilière
  - › Les enjeux de l'accession à la propriété : entre soi et retraites

### Capacité de financement et prix de l'ancien



Source : Insee, Observatoire du financement des marchés résidentiels, calculs des auteurs

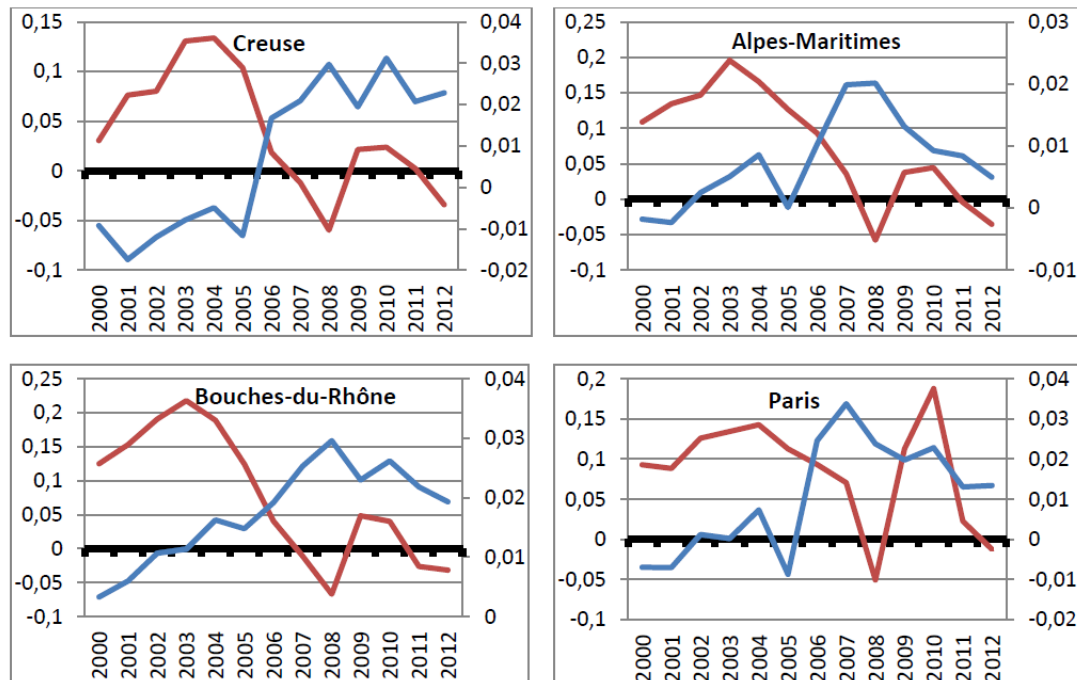
Source: CAS, 2021, L'évolution des prix du logement en France sur 25 ans, note d'analyse n°221

# C. L'inflation immobilière depuis 25 ans

## *Les facteurs explicatifs*

- Un facteur démographique : l'effet « pré papy boom »
  - Achats massifs de la génération du baby-boom dans une phase de préparation de leur retraite
  - génération nombreuse et solvable

Figure 4 : Prix immobiliers et OLD DEP pour 4 départements sur la période [2000 ;2013] (Source INSEE)



Nombre de retraités (+ de 60 ans) par « actif » (20-60 ans)

— : variations des prix immobiliers, déflatés de l'inflation (échelle de gauche)  
— : variation du ratio OLD DEP (échelle de droite)

Arnaud Simon et Yasmine Essafi, 2015, « Concurrence générationnelle et prix immobiliers en France », Université PARIS DAUPHINE