

LA TENDANCE HISTORIQUE DE L'ÉVOLUTION DU PRIX DES LOGEMENTS EN FRANCE

Alain SAUVANT

Globalement, sur longue période, les prix des logements en France suivent les évolutions du revenu disponible par ménage. Ils s'en écartent temporairement, soit lors des guerres mondiales, soit lors de crises ou bulles immobilières.

Alors que le marché parisien a connu des oscillations de prix depuis la fin de l'encadrement du crédit en 1984, le fait nouveau des cinq dernières années est une augmentation marquée des prix en province. Ceux-ci ont augmenté de 35 % de plus que le revenu disponible brut des ménages.

Cette progression est à relier à la faiblesse des taux d'intérêts nominaux qui améliore la solvabilité des ménages. Toutefois, la prise en compte du faible niveau du taux d'inflation, et donc du taux d'effort réel élevé des ménages, pose la question de la soutenabilité du niveau des prix.

Le marché de Londres a également connu de fortes hausses de prix au cours des dernières années, dans un contexte de faibles taux d'intérêt. Plusieurs indicateurs semblent suggérer qu'un point haut a été atteint sur ce marché autour de l'été 2004, ce qui pourrait donner le signal du retournement de cycle, au moins au Royaume-Uni.

Compte tenu des fortes hausses de prix des logements depuis 1997, que ce soit en Île-de-France ou en province, on peut se demander si les niveaux actuels des prix peuvent se maintenir durablement.

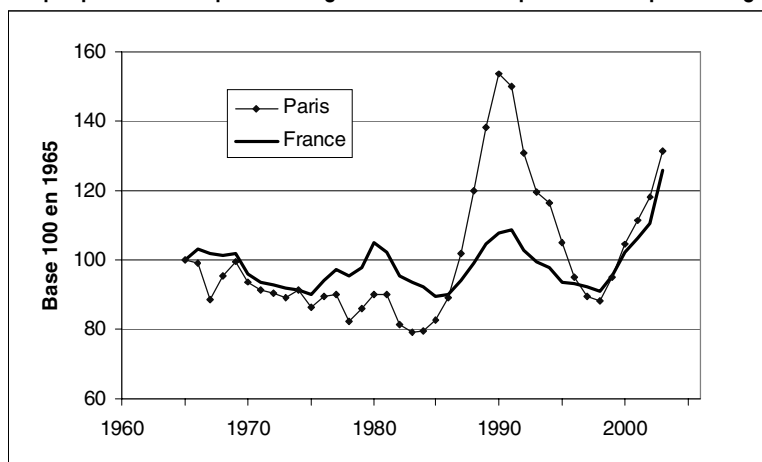
L'examen d'invariants tels que le ratio des prix des logements sur le revenu disponible des ménages peut donner des points de repère (*encadré 1*). Une autre approche passe par l'étude des taux d'effort des ménages.

Les évolutions des prix des logements suivent globalement celles du revenu disponible par ménage

Depuis 1965, qui marque la fin du rattrapage qui a suivi la seconde guerre mondiale, le rapport des prix des logements au revenu disponible brut (RDB) par ménage est resté compris dans des fourchettes assez étroites, tant au niveau national que sur le marché parisien (*graphique 1*) :

- entre 90 % et 110 % du niveau de 1965 pour la moyenne France entière ;
- entre 80 % et 120 % du niveau de 1965 pour les logements parisiens, à l'exception de la pointe de 1987 à 1993.

Graphique 1 - Ratio prix des logements/revenu disponible brut par ménage



Sources : Fichier des notaires et Insee

LOGEMENTS

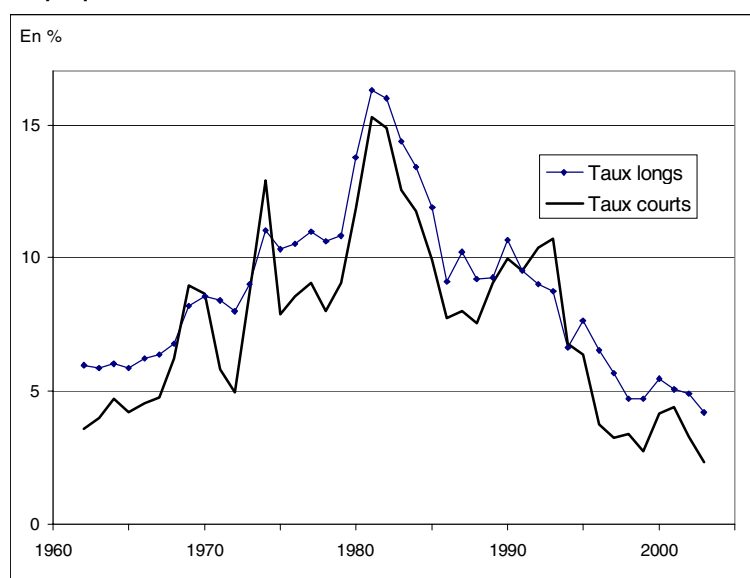
A partir de 1985, le ratio « Paris » oscille ; le ratio « France entière » monte fortement à partir de 1998 et sort pour la première fois de la fourchette ci-dessus à partir de 2002.

A fin 2004, le ratio France entière prix moyens / RDB est 35 % au-dessus de la tendance de long terme

Le retour aux ratios de long terme en France et à Paris supposerait ainsi une baisse des prix de 25 % à 30 % par rapport au niveau de 2003 et de 35 % par rapport au niveau de la fin 2004.

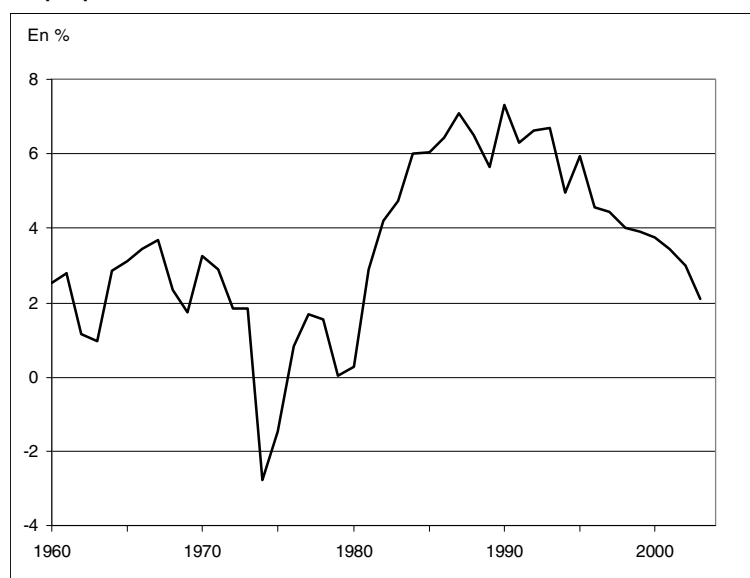
Autant l'évolution des prix parisiens est sans doute à relier à une cyclicité de ce marché depuis la fin de l'encadrement du crédit, autant pour la France prise dans son ensemble, les causes des évolutions des prix sont moins évidentes. Une des explications possibles tient peut être aux faibles taux d'intérêts, qui sont à leur niveau historique le plus bas depuis 1962, tant sur le long que sur le court terme (*graphique 2*). Les taux d'intérêts réels (taux nominaux desquels on retranche l'inflation), sont également à un niveau bas (2 % en 2003), mais des niveaux encore plus bas ont été constatés avant 1980 (*graphique 3*).

Graphique 2 - Taux d'intérêt nominaux



Source : Insee

Graphique 3 - Taux d'intérêt réels



Source : Insee

Encadré 1

Prix des logements, revenu disponible brut des ménages et taux d'intérêt réels

On peut se demander pour quelles raisons les évolutions du prix des logements ont suivi celles des taux d'intérêts réels.

La valorisation d'un logement est une actualisation des flux futurs reçus par le propriétaire. Il s'agit des loyers s'il est bailleur ou d'un coût d'opportunité s'il est lui-même occupant.

Ainsi :

$$p_n = \sum_{t \geq n} \frac{f_t}{(1 + i_n)^{t-n}}$$

où l'on a noté p_n le prix de l'année n , f_t le flux reçu de l'année t (t supérieur ou égal à n), et i_n le taux d'actualisation utilisé à l'année n .

Si l'on suppose une croissance des flux f reçus au taux annuel anticipé c_n , on a :

$$p_n = \sum_{t \geq n} \frac{f_n * (1 + c_n)^{t-n}}{(1 + i_n)^{t-n}} = f_n * \frac{1 + i_n}{i_n - c_n}$$

Une hypothèse d'évolution parallèle des flux f et du revenu disponible des ménages paraît raisonnable : en effet les flux sont eux mêmes liés à une valorisation de l'accessibilité du logement. A temps de transport inchangé (d'après la loi de Zahavi, l'augmentation de la taille des villes, et donc des distances de transport, est compensée par de plus grandes vitesses de transport), ceux-ci doivent en première approche évoluer comme le revenu disponible des ménages¹.

On a donc, à deux horizons m et n :

$$\frac{f_m}{f_n} = \frac{RDB_m}{RDB_n}$$

$$\frac{p_m}{p_n} = \frac{RDB_m}{RDB_n} * \frac{1 + i_m}{1 + i_n} * \frac{i_n - c_n}{i_m - c_m}$$

Il est également raisonnable de prendre comme taux d'actualisation i les taux d'intérêts nominaux de long terme. Dans ce cas, dans un environnement où les taux d'intérêts et de croissance restent constants, le ratio prix des logements sur revenu disponible brut reste également constant.

En revanche, si les anticipations du facteur $i - c$ évoluent, il peut en aller différemment. Si l'on note v la croissance en volume et j l'inflation, on a $c = v + j$; d'où $i - c = (i - j) - v$; ce terme est donc la différence entre les taux d'intérêts réels et la croissance en volume.

On obtient donc en première approche, sous les hypothèses énoncées ci-dessus, que les prix des logements devraient être proportionnels :

- au revenu disponible des ménages ;
- à l'inverse de la différence entre les taux d'intérêts réels et la croissance économique en volume.

Or sur le long terme, la différence entre les taux d'intérêts réels et le taux de croissance de l'économie doit rester stable (golden rule²). On retrouve alors la proportionnalité entre prix des logements et revenu disponible brut des ménages, comme conséquence conjointe de la loi de Zahavi et de la « golden rule ».

¹ Pour plus de détails, on se reportera à « Prix des logements et coûts de transports : un modèle global d'équilibre en Île-de-France », Didier ROUCHAUD, Alain SAUVANT, Notes de synthèse du SES, juillet-août 2004.

² Edmund Phelps, Golden rules of economic growth, Norton, 1966.

LOGEMENTS

**Des taux d'efforts
qui restent
raisonnables
en apparence...**

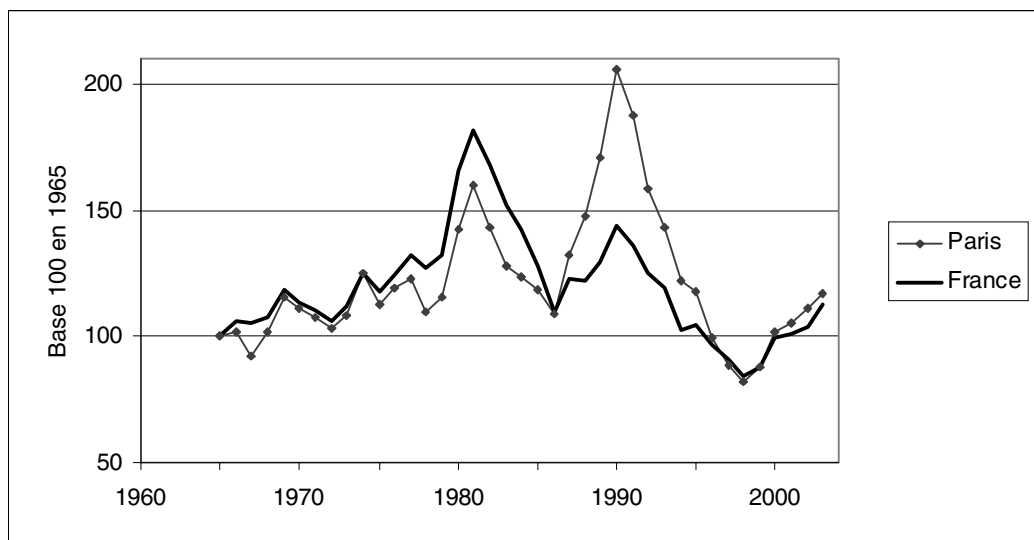
Le taux d'effort rapporte l'annualité d'un emprunt servant à financer un logement (produit du prix moyen par l'annualité par euro emprunté pour un emprunt à taux fixe de 15 ans) au revenu disponible brut par ménage.

Cet indicateur peut être calculé soit sur la base des taux nominaux, soit sur la base des taux réels : les taux nominaux pour mesurer le degré de la contrainte de solvabilité pesant sur les ménages accédants au début de l'emprunt ; les taux réels pour prendre en compte l'effet de l'inflation qui réduit au cours de l'emprunt les mensualités en monnaie constante.

Le taux d'effort calculé sur la base des taux longs nominaux (taux d'effort apparent) se situe à un niveau historique relativement bas, proche de la moyenne relevée depuis 1965 (*graphique 4*).

À l'aune de cet indicateur, les prix des logements, tant à Paris³ que France entière restent raisonnables. Et la contrainte de solvabilité peut également être assouplie par une augmentation des durées d'emprunt, ce qui est une tendance en cours.

Graphique 4 - Taux d'effort apparent (accession)



Sources : Calculs d'après fichier des notaires et Insee

**... mais qui sont
élevés si on tient
compte de la faible
inflation**

En revanche, le taux d'effort réel (utilisant les taux d'intérêts réels, i.e. inflation déduite) se situe à un niveau historiquement élevé déjà atteint en 1980 et qui n'a été dépassé que lors du pic de 1988 à 1993 (*graphique 5*).

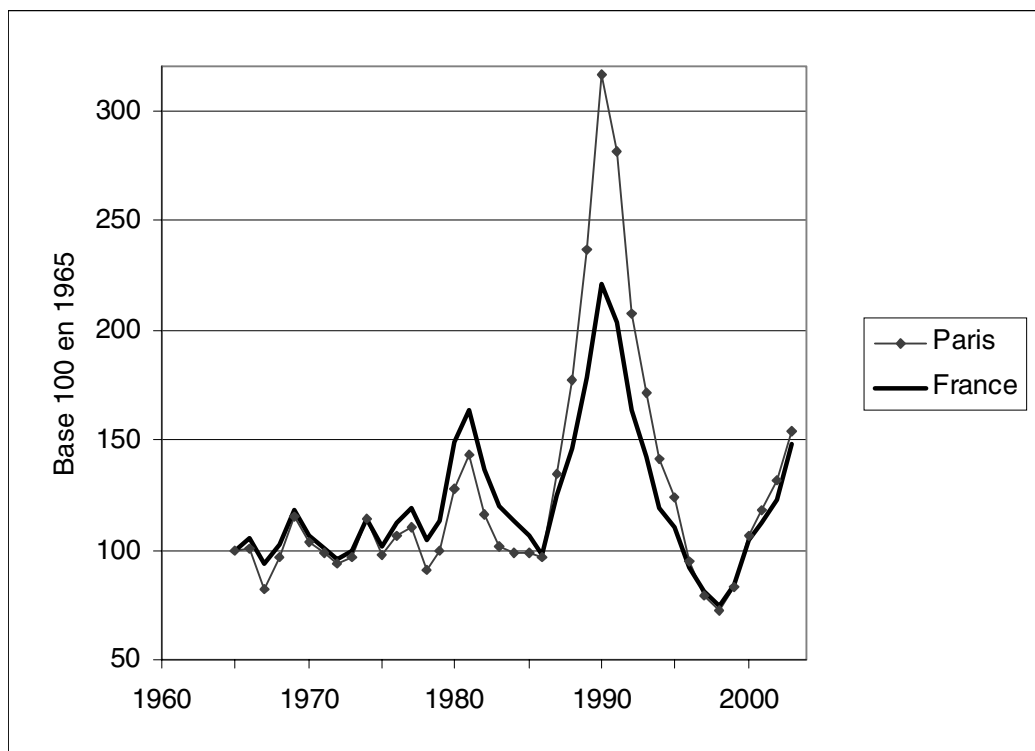
L'effort actuel réel des accédants, compte tenu du faible niveau de l'inflation est donc élevé.

Evidemment, en cas de remontée des taux d'intérêt, ce taux d'effort serait susceptible d'augmenter encore, compte tenu des prix élevés actuels des logements.

³ Par défaut, les évolutions du revenu disponible brut par ménage moyen français ont été utilisées pour le calcul du taux d'effort à Paris, en l'absence de séries longues parisiennes.

LOGEMENTS

Graphique 5 - Taux d'effort réel



Sources : Calculs d'après fichier des notaires et Insee

Cet effet des taux d'effort sur les prix se retrouve dans la plupart des marchés du logement. En règle générale, une baisse des taux d'intérêt amène des hausses des prix des logements, du fait de la solvabilisation des ménages qu'elle entraîne.

L'exemple des Etats-Unis (*encadré 2*) est tout à fait illustratif de ce point, les taux d'intérêts particulièrement bas, notamment à court terme qu'a connu ce pays jusqu'en début 2004, ont contribué à rendre des prix élevés de l'immobilier supportables par les ménages.

Encadré 2

Un aperçu sur les évolutions des prix des logements aux Etats-Unis

L'OFHEO⁴ collecte des données sur les prix des logements aux Etats-Unis, en vue d'une surveillance des aléas liés aux prêts hypothécaires. Il publie un indice de prix national, par région statistique, par Etat, et par aire statistique (MSA).

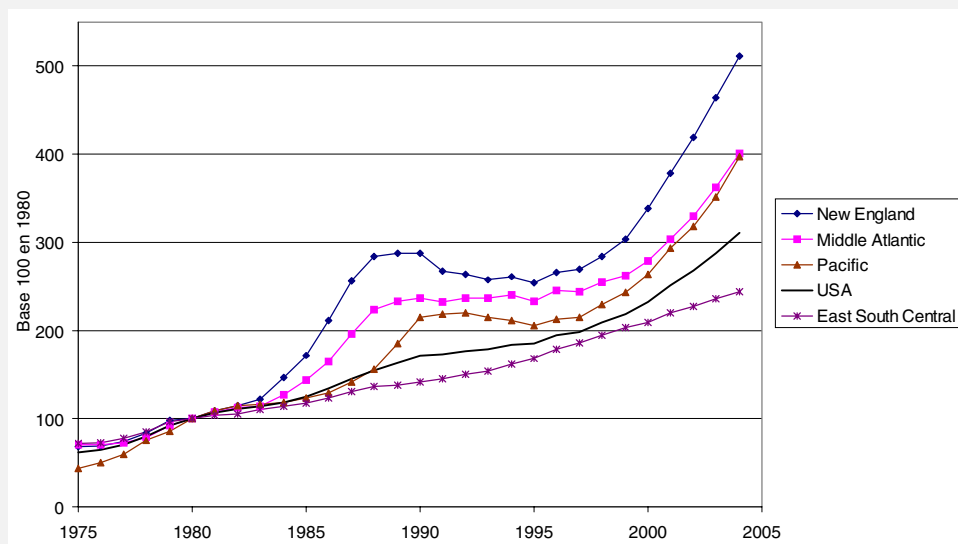
Les prix des logements ont assez fortement augmenté du premier trimestre 1998 au deuxième trimestre 2004 (+ 52 % en moyenne nationale). Les augmentations ont été les plus fortes dans les régions de la Nouvelle Angleterre (+ 84 %), du Pacifique (+ 80 %), et du « Middle Atlantic » (+ 61 %), contre + 27 % pour l'East South Central (*graphique 6*). Ceci correspond à des taux de croissance annuels moyens de 9,8 % à 3,7 %.

⁴ Office of federal housing enterprise oversight

LOGEMENTS

Lors du précédent retournement, le premier marché à se retourner fut la Nouvelle Angleterre au quatrième trimestre 1989. La zone pacifique a culminé deux ans plus tard (quatrième trimestre 1991) ; le « Middle Atlantic » a stagné sur le début des années quatre-vingt-dix ; les autres marchés n'ont pas connu d'évolutions très significatives. On retrouve ici le fait que ce sont les marchés où les amplitudes de cycles sont les plus élevés qui se retournent d'abord.

Graphique 6 - Evolution des prix des logements aux Etats-Unis dans quelques régions



Source : OFHEO

Vers un retournement du cycle ?

La situation du marché britannique constitue un élément d'anticipation des évolutions des prix des logements à Paris⁵.

Plusieurs indicateurs laissent pressentir un renversement de tendance sur le marché britannique, avec des prix des logements légèrement en baisse au cours des derniers mois.

Les dernières données publiées par la « building society » Halifax, en novembre 2004, montrent, pour la première fois depuis fin 2000, une évolution négative des prix des logements britanniques (prix standard Halifax) entre juillet et octobre 2004 : - 0,4 % en données CVS (graphique 7). Les évolutions des prix du mois d'octobre 2004 sont elles aussi orientées à la baisse (-1,1 %).

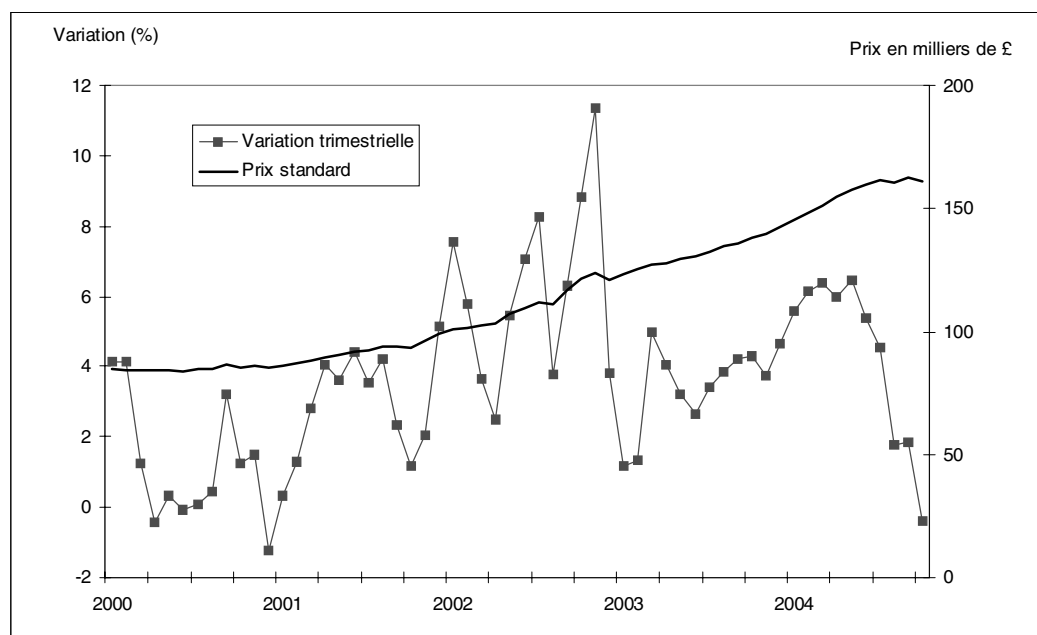
De son côté, la NAEA (National association of estate agents) a également publié de juin à août 2004 trois indices de prix à évolution négative. En général l'indice de la NAEA est plus avancé car basé sur les prix demandés par les vendeurs, au lieu des prix de transaction réels constatés quelques mois plus tard, lors de la vente effective.

Un troisième indicateur de retournement est le niveau des contrats de pari à terme (septembre 2005) sur le niveau des prix à Londres, qui était, le 22 septembre 2004, en recul de 8 % par rapport au niveau d'août 2004.

⁵ Y a-t-il une bulle des prix des logements à Londres et à Paris ?, Alain SAUVANT, Notes de synthèse SES, juillet août 2002.

LOGEMENTS

Graphique 7 - Prix des logements au Royaume-Uni



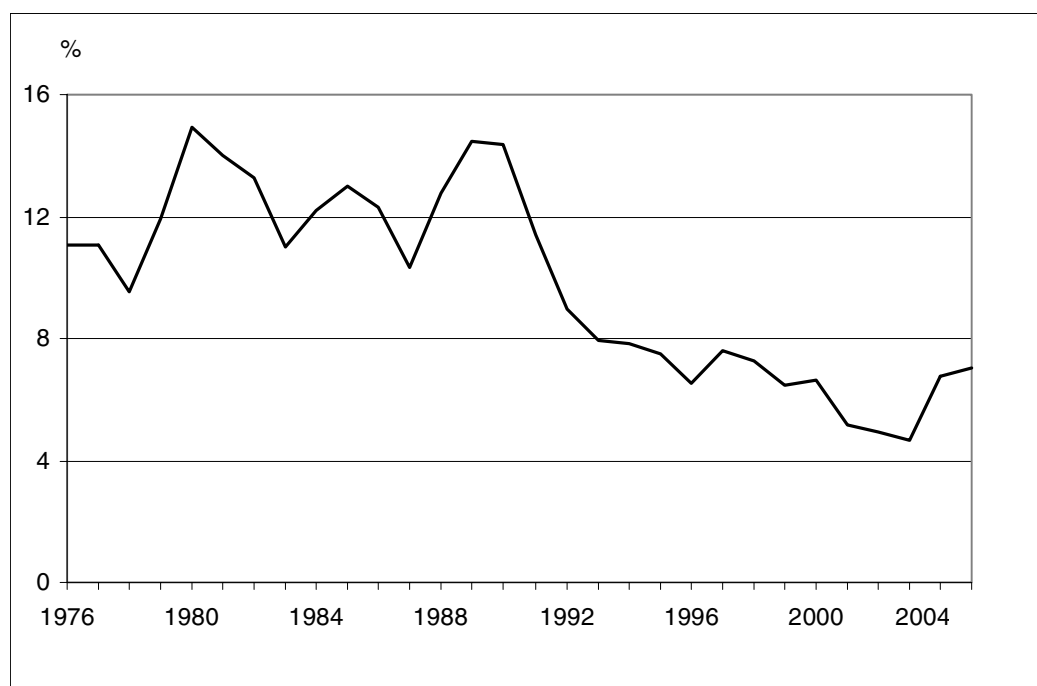
Source : Halifax

Un autre indicateur intéressant est le taux d'effort moyen des ménages, calculé comme suit :

Taux d'effort = Prix standard Halifax / revenu par ménage * annualité d'un emprunt de 25 ans pour une livre au taux moyen de prêt immobilier des « building societies » britanniques.

Lorsque ce taux d'effort est élevé, les ménages consacrent une part plus importante de leur revenu aux remboursements des emprunts. Compte tenu des remontées de taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre et du niveau élevé des prix, cet indicateur est à la hausse (graphiques 8 et 9).

Graphique 8 - Niveau moyen des taux d'intérêt des prêts des « building societies »



Source : Halifax

