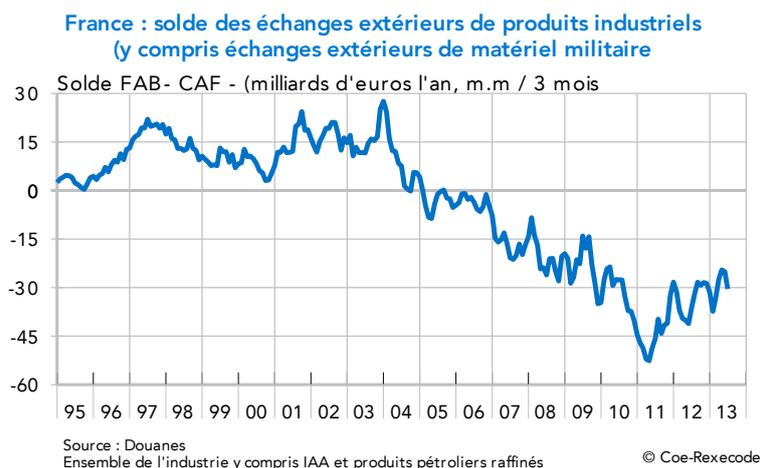


Quel est l'impact des prix de l'immobilier sur la compétitivité en France et sur le comportement de dépense des ménages ?

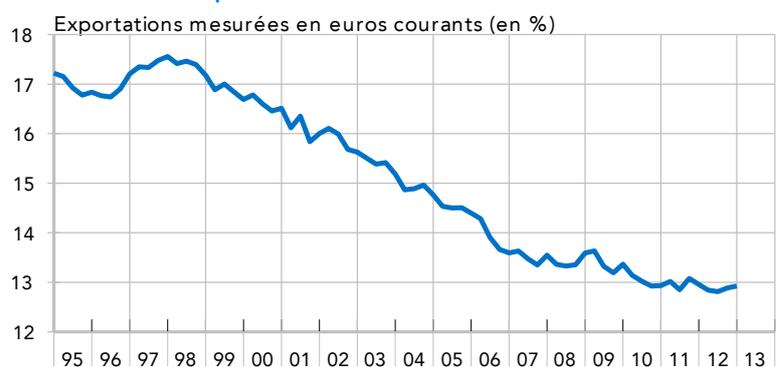
Résumé introductif

Le thème de la compétitivité s'est imposé au cours des derniers trimestres dans le débat public de politique économique en France. La dégradation des performances françaises à l'exportation, sur laquelle Coe-Rexecode n'a cessé d'attirer l'attention depuis plus de dix ans, est telle qu'elle a conduit le gouvernement à soumettre au vote du Parlement un Pacte pour la Compétitivité et l'Emploi.

Ce constat de la perte de compétitivité de l'économie française en général, et des exportations de son secteur industriel en particulier, peut être illustré aussi bien à partir de l'évolution du solde de la balance commerciale qu'à travers le recul tendanciel de la part des exportations françaises dans les exportations de la zone euro.



Part des exportations françaises de biens et services dans les exportations de biens et services de la zone euro



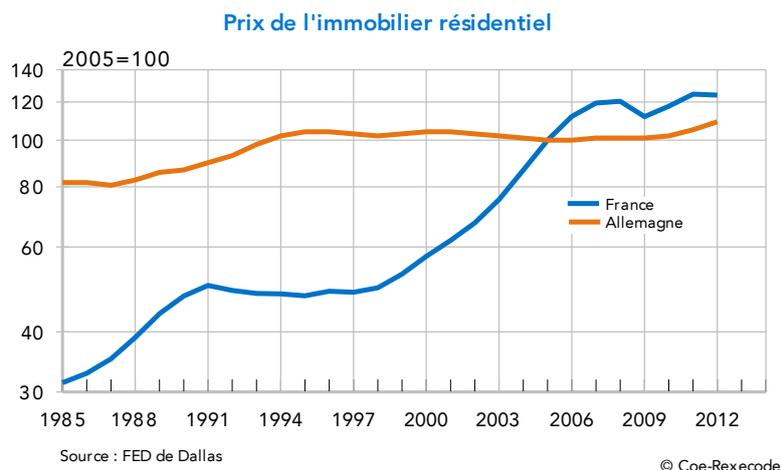
Source : INSEE, Eurostat

© Coe-Rexecode

S'il tend à se modérer depuis quelques années, le recul de ce dernier indicateur, amorcé à partir de 1998, s'est poursuivi tout au long de la décennie 2000.

Pourtant, si le diagnostic de la perte de compétitivité de l'économie française fait désormais l'objet d'un consensus, ce n'est pas le cas pour ce qui concerne l'identification des causes de cette dégradation. Le clivage habituel entre les explications qui pointent sur les divergences des évolutions de coût et l'impact de déterminants supposés hors coût (dépenses de R&D, innovation, taille d'entreprises...) demeure vivace. Toutefois, l'accent mis sur l'enjeu du coût du travail lors de l'annonce du Pacte souligne l'enjeu de la restauration de la compétitivité-coût, préalable indispensable à l'amélioration des conditions hors-coût de la compétitivité.

Dans ces conditions, beaucoup d'économistes se sont penchés sur les éléments susceptibles de peser sur les coûts de production, au-delà des coûts salariaux. Compte-tenu des divergences dans les évolutions des prix de l'immobilier entre la France et l'Allemagne durant la période de dégradation de la compétitivité française à l'exportation, des travaux de nature théorique sont progressivement venus conforter l'intuition que l'augmentation des prix de l'immobilier résidentiel pouvait expliquer le recul des performances françaises à l'exportation relativement à celles de l'Allemagne. Ces analyses reposent, notamment, sur l'hypothèse que la modération salariale intervenue en Allemagne durant les années 2000 était d'autant plus acceptable que les prix de l'immobilier étaient stables ou en légère baisse outre-Rhin et qu'à l'inverse les dérives des prix de l'immobilier auraient contribué à soutenir les hausses de rémunérations en France.



C'est à vérifier la significativité de cette supposée relation que s'attache ce travail. De fait, il apparaît que **les intuitions, mécanismes et hypothèses théoriques qui lient perte de compétitivité à l'exportation et hausses des prix de l'immobilier résidentiel restent difficiles à retracer**. La relation entre ces deux grandeurs n'apparaît pas significative statistiquement et les différentes étapes du raisonnement ne sont pas toujours confirmées dans les faits. En se limitant à la dimension coût, la hausse des prix de l'immobilier ne peut apparaître que comme un facteur marginal de l'explication de la perte de compétitivité. Elle est bien moins significative que ne le sont les évolutions relatives de coûts salariaux directs et indirects dans les fonctions de production du principal secteur exportateur.

Le sens de cette hypothétique relation n'est en outre aucunement évident. On pourrait tout aussi bien retenir que la hausse des prix de l'immobilier résidentiel est une conséquence du ralentissement de croissance associé à la perte de compétitivité extérieure subie par les économies les plus développées au profit des économies émergentes au cours des années 2000. La hausse de l'endettement pour l'acquisition de logements, facteur de hausse des prix de l'immobilier résidentiel, a pu jouer un rôle de soutien d'une croissance qui ne pouvait plus s'appuyer sur un moteur extérieur miné par des pertes de compétitivité. De fait, un recul des parts de marché à l'exportation est intervenu de manière simultanée dans toutes les économies les plus développées qui ont connu une phase de hausse des prix de l'immobilier résidentiel mais pas dans les économies émergentes où les prix ont parfois augmenté encore plus. Dans un tel cas, les évolutions entre perte de compétitivité et prix de l'immobilier relèvent plus de la simultanéité que de la causalité.

Par ailleurs, même sous l'hypothèse où la relation perte de compétitivité et hausse des prix de l'immobilier soit vérifiée, il y a alors de bonne raison de craindre qu'une baisse symétrique des prix de l'immobilier résidentiel serait dommageable pour l'investissement en logement et partant pour la croissance.

Nous reviendrons successivement sur les arguments et hypothèses théoriques qui associent les évolutions de la compétitivité et celle des prix

de l'immobilier résidentiel (1) avant d'apprécier dans quelle mesure les mécanismes théoriques sous-jacents de la relation entre perte de compétitivité et hausse des prix de l'immobilier ont été vérifiés dans les faits (2). Nous testerons ensuite la qualité statistique de la relation entre hausse des prix de l'immobilier et perte de compétitivité. Nous apprécions la nature des relations statistiques entre l'évolution des prix de l'immobilier et celle d'indicateurs de compétitivité. Nous testons les relations entre les variables individuellement et non au sein d'un modèle général de l'évolution de la compétitivité des économies (3). Nous apprécierons enfin le comportement de la dépense de consommation et l'investissement en logement durant les phases de baisses des prix de l'immobilier résidentiel (4).

Les conclusions principales de notre travail peuvent être résumées ainsi :

- les liens entre l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel, d'une part, et la compétitivité des économies d'autre part, sont de faible ampleur. L'évolution des premiers ne peut pas être tenue pour principal responsable de la perte de compétitivité de l'économie française
- les phases de désinflation immobilière sont associées à des phases de recul ou de faible progression de la consommation des ménages. L'investissement en logement mesuré en volume a reculé de manière systématique durant toute phase de baisse des prix. Dans une situation où existe un déficit d'offre de logement, un recul de l'investissement en logement risque ainsi d'amplifier une pénurie préalable créant les conditions d'une accélération ultérieure des prix. Une baisse de prix ne résout pas un problème d'offre. Elle risque même de l'amplifier.

1. Comment les prix de l'immobilier peuvent-ils influencer la compétitivité à l'exportation de l'économie ?

Nous revenons dans cette première partie sur le lien entre prix de l'immobilier résidentiel et compétitivité de l'économie.

Les engrenages théoriques du lien prix de l'immobilier et perte de compétitivité

L'hypothèse selon laquelle les hausses de prix de l'immobilier seraient un facteur clé de la perte de compétitivité des exportations françaises s'appuie sur un travail fondateur de l'OCDE¹, travail lui-même consolidé par un article de la Fed de New York². Le Rapport Economique Social et Financier annexé au Projet de Loi de Finances pour 2013³, retient également que « l'inflation immobilière pèse sur la compétitivité de l'économie française ».

Deux mécanismes sont identifiés dans ce dernier rapport :

- la hausse des prix de l'immobilier a pu dégrader la compétitivité-prix des entreprises en pesant sur leurs coûts, à la fois directement *via* le prix des loyers et des investissements immobiliers, et indirectement par pression sur les salaires nominaux. Le rapport relève ainsi qu'existe une corrélation positive entre évolution des prix de l'immobilier et celle des coûts salariaux unitaires, tout en notant qu'une telle causalité peut jouer dans les deux sens.

- en exerçant un effet d'éviction d'autres formes d'investissement ou de dépenses (investissement en machines-outils, dépenses en R&D...), la hausse du prix de l'investissement en construction a pu contribuer à l'érosion de la compétitivité hors-prix.

Par ailleurs, plusieurs analyses mettent en avant qu'en jouant comme un frein à la mobilité du travail ou à l'implantation d'entreprises, la hausse des prix de l'immobilier peut peser sur la compétitivité, constituer une source de déséquilibres territoriaux⁴ et freiner les processus de réallocation professionnelle de la main d'œuvre entre bassins d'emploi et entre activités.

Notons toutefois que la mobilité des personnes n'apparaît pas particulièrement faible en France par rapport à la plupart des autres pays de l'OCDE ainsi que le souligne le graphique ci-dessous. En ressortant à 8,6 % le pourcentage de ménages ayant changé de résidence au cours de l'année

¹ B. Egert et R. Kierzenkowski : « Exports and property prices in France : are they connected ? » OECD Economics Department Working Paper n° 759, April 2010

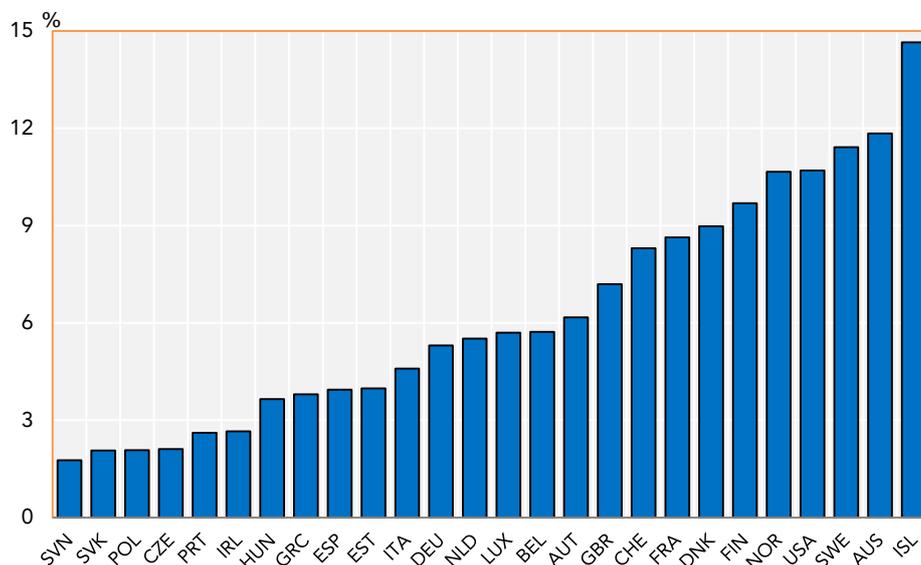
² A. Ferrero : « House price booms, current account deficits and low interest rates » Federal Reserve of New York Staff Reports n°541, January 2012. L'appréciation du patrimoine des agents économiques, liée à la hausse des prix de l'immobilier, elle-même permise notamment par le relâchement des conditions du crédit, joue dans le sens d'une hausse de la demande de consommation. Elle se traduit par une augmentation des importations compte tenu des délais d'ajustement de la production domestique et ainsi par une dégradation de la balance courante.

³ Rapport Economique Social et Financier annexé au Projet de Loi de Finances pour 2013 : « L'inflation immobilière et ses conséquences pour l'économie française », Octobre 2012.

⁴ Voir Fédération Française du Bâtiment : Document présenté à l'occasion des Rencontres du bâtiment : l'immobilier est-il un handicap pour la France. Chap. 2 : « La hausse des prix de l'immobilier explique-t-elle la perte de compétitivité en France ? » 6 mars 2013, p36. La FFB relève ainsi dans cette note que « la croissance des prix immobiliers constitue, en termes de mobilité et de fluidité des travailleurs, surtout les plus modestes, un lourd handicap », p. 60. Elle relève toutefois aussi que les observations faites à l'étranger appellent à la prudence sur ce sujet.

2007 (dernière année connue) est sensiblement plus élevé en France qu'en Allemagne notamment où il ressortait alors à seulement 5,3 %.

Pourcentage de ménages ayant changé de résidence au cours de l'année 2007¹



Source : OCDE, Réformes économiques : Objectif croissance, 2011 (OCDE) – Ch.4 : le logement et l'économie : des politiques à rénover, p. 10

Une version dérivée de cette analyse met en avant que la hausse des prix de l'immobilier résidentiel conduit à un éloignement croissant des salariés de leur lieu de travail quand celui-ci se situe au sein d'une zone à forte croissance et à niveau élevé de prix. C'est alors la productivité des salariés concernés qui est affectée négativement, une situation qui peut induire *in fine* un affaiblissement de la compétitivité de l'entreprise. Sur ce second point, une enquête du CREDOC menée auprès des entreprises et commandée par le Medef⁵ relevait que 40 % des entreprises se déclaraient confrontées aux difficultés de logement de leur collaborateur et que l'une des principales difficultés était précisément la répercussion des difficultés de logement sur la productivité des salariés concernés. Ce point demeure toutefois délicat à objectiver précisément. Il est ainsi difficile d'apprécier dans quelle ampleur il a pu jouer sur l'évolution de la compétitivité d'autant plus qu'un ralentissement tendanciel des gains de productivité est à l'œuvre dans la plupart des pays développés et ce indifféremment de l'évolution des prix de l'immobilier qu'ils connaissent individuellement.

Les arguments précédents sont repris dans un récent rapport de la mission de l'Assemblée Nationale sur les coûts de production⁶. Une mise en relation des évolutions des prix de l'immobilier résidentiel et de la compétitivité est effectuée, beaucoup plus toutefois sous la forme d'une

⁵⁵ Voir

www.medef.com/fileadmin/www.medef.fr/documents/Logement/Credoc_Rapport_complet_Avril_2012.pdf

⁶ Rapport d'information déposé par la Mission d'Information de l'Assemblée Nationale sur les coûts de production en France et présentée par M. D. Goldberg, mars 2013, pp. 83 - 84

présentation de faits stylisés que d'une analyse de la portée des relations entre les variables⁷.

Des loyers plus élevés et croissants

Il est ainsi noté dans ce dernier rapport que « *l'inflation immobilière observée depuis 15 ans pèse indéniablement sur la compétitivité industrielle de la France, par le biais de différents canaux. [...] les prix de l'immobilier « n'ont pas bougé depuis quinze ans en Allemagne, et ils ont été multipliés par 2,5 en France, c'est-à-dire presque autant qu'en Espagne et dans les pays qui ont connu les bulles immobilières les plus importantes* ». Paris est devenue, en termes de loyers de bureaux, la troisième ville la plus chère d'Europe, après Londres et Genève, et la cinquième ville la plus chère au monde. Le prix du mètre carré de bureau à Paris « *se situe autour de 830 euros par an dans les quartiers les plus en vue* », contre 430 euros à Francfort (classée sixième) et 390 euros à Munich (classée neuvième). En conséquence, le coût du foncier représente une charge directe et incontournable pour les entreprises, qui pénalise leur compétitivité. La hausse du prix de l'immobilier pèse en effet sur les coûts directs des entreprises, au travers de leurs loyers et de leurs investissements immobiliers ».

Une part élevée du logement dans le budget des ménages

Le même rapport parlementaire souligne également que « les Français consacrent une partie croissante de leurs revenus pour se loger. Le poste logement des Français représente désormais 25 % à 28 % du budget des ménages contre 12 % à 15 % en Allemagne. Les difficultés de logement en centre-ville les poussent de plus en plus à la périphérie, entraînant coûts de transport et perte de temps ». Il note encore que : « la flambée des prix immobiliers a également un impact direct au niveau salarial : les entreprises sont contraintes d'en tenir compte dans la détermination de leurs masses salariales. Il en résulte pour les entreprises des tensions à la hausse sur leurs masses salariales, ainsi que des freins pour la mobilité et le recrutement des salariés. [...] À l'inverse, la faiblesse relative des prix de l'immobilier en Allemagne explique en grande partie l'acceptation, au sein de la population allemande, de la politique de modération salariale. [...] « Selon Eurostat, le poste « logement » dans la consommation des ménages était, en 1999, en Allemagne de 18 % supérieur à la moyenne européenne, et en 2011, il était devenu inférieur de 1 %. En France, il est resté stable, à environ 10 % au-dessus de la moyenne européenne. De tels chiffres expliquent pourquoi la modération salariale a été bien acceptée [en Allemagne] ! ». Là encore, cette appréciation fait en creux l'hypothèse que le sens de causalité va des prix de l'immobilier vers les évolutions

⁷ Les auteurs d'un récent rapport du Conseil d'Analyse Economique notent également que « des conséquences en termes de compétitivité peuvent également se faire sentir si le renchérissement des logements se répercute sur les salaires, auquel cas le coût du travail augmente pour les entreprises, d'autant que le coût du foncier est lui-même un des éléments du compte d'exploitation ». Ce point est toutefois évoqué dans la note sans faire l'objet d'une analyse complète. Voir A. Trannoy et E. Wasmer : « Comment modérer les prix de l'immobilier ? », Les Notes du Conseil d'Analyse Economique, n°2, février 2013, p. 2

salariales, alors qu'il est tout aussi probable que ce soit la modération salariale qui soit la cause de la stabilisation des prix du logement, d'autant que celle-ci s'inscrit dans un contexte de déclin démographique.

Les proportions précédentes sont en outre sujettes à débat. Les estimations de l'Insee retiennent ainsi pour leur part que le taux d'effort en logement des ménages en France serait en-deçà de cette proportion de 25 à 28 % du budget. Les données publiées dans le rapport annuel sur les revenus et le patrimoine des ménages en France en 2013 relèvent en effet que le taux d'effort médian en logement des ménages serait de 18,5 % de leurs revenus en 2010. Il aurait progressé d'un peu moins d'un point du revenu des ménages entre 1996 et 2006 et de 0,1 point entre 2008 et 2010⁸. Le taux d'effort médian diverge toutefois fortement selon le statut d'occupation de la résidence principale. Il est de 9,5 % du revenu en ce qui concerne les propriétaires non accédants (les ménages qui n'ont pas ou plus d'emprunt pour l'acquisition de leur résidence principale à rembourser, soit 38 % des ménages) et culmine à 27,2 % en ce qui concerne les accédants à la propriété (23 % des ménages).

France : Dépenses en logement des ménages
Taux d'effort médian des ménages selon le statut d'occupation et le niveau de vie (en %)

	Taux d'effort médian en 2010	Evolution du taux d'effort (points)*		Répartition des ménages par statut d'occupation en 2010
		1996-2006	2008-2010	
Ensemble	18,5	0,8	0,1	100
Locations du secteur privé	26,9	3,1	1,0	21
Locataires du secteur social	20,1	1,0	-0,3	18
Accédants à la propriété	27,2	0,6	0,8	23
Propriétaires non accédants	9,5	-0,5	0,5	38

* Les évolutions mesurées avec l'enquête Statistique sur les Ressources et les Conditions de Vie (SRCV) et l'enquête Logement ne sont pas directement comparables, les taxes d'habitation ne sont pas prises en compte dans l'évolution 1996-2006, n'étant pas connues en 1996.

Champ : France métropolitaine, hors ménages dont la personne de référence est étudiante, logée gratuitement, usufruitière (pour 1996-2006 ; 2008-2010), fermier, métayer (pour 1996-2006).

Sources : Insee, enquêtes nationales sur le Logement 1996 et 2006, enquêtes SRCV 2008 et 2010.

Par ailleurs, selon l'enquête européenne sur les revenus et les conditions de vie des ménages diffusée par Eurostat, la médiane de la charge des coûts du logement (nets des aides reçues) serait de 24,2 % du revenu des ménages allemands résidents dans une zone densément peuplée en 2011 pour une médiane ressortant à 15,1 % en France à la même date et

⁸ Le taux d'effort en logement rapporte les dépenses des ménages liées à leur habitation principale et leurs revenus. Ces dépenses comprennent pour les propriétaires les remboursements d'emprunt pour l'achat du logement et les gros travaux, la taxe foncière et les charges de copropriété. Elles comprennent les loyers et les charges locatives. Pour tous les ménages, elles incluent la taxe d'habitation, les dépenses en eau et en énergie associées au logement. Le taux d'effort est « net », c'est-à-dire calculé en déduisant du montant des dépenses les aides au logement reçues. Ce taux d'effort a été déterminé à partir des enquêtes logement pour les années 1996 et 2006. En attendant les résultats de l'enquête logement conduite en 2012, il est estimé à partir de l'enquête européenne harmonisée sur les conditions de vie pour les années 2008 et 2010, deux sources qui ne sont pas directement comparables.

pour la même catégorie de population⁹. Il s'agit ici d'une enquête et non d'une estimation d'un coefficient budgétaire.

Une analyse précise et objectivée des différences entre la France et l'Allemagne en ce qui concerne à la fois le poids des dépenses de logement dans le budget des ménages et les comparaisons de niveaux de prix des logements reste donc à mener. Cette analyse dépasse l'objet spécifique de notre étude et ne sera pas effectuée dans ce travail.

Quelques éléments préalables d'appréciation

Les analyses précédentes mettent toutefois plus en évidence une simultanéité des relations entre hausse des prix immobiliers et perte de compétitivité qu'elles ne cherchent à en mesurer directement la réalité et l'ampleur.

Ainsi le document de travail de l'OCDE cité précédemment présente-t-il les mécanismes théoriques de l'enchaînement prix de l'immobilier et perte de compétitivité en insistant notamment sur la dimension d'éviction des investissements autres que ceux réalisés en produits de la construction (qu'elle soit résidentielle ou non). Cette étude ne conclut toutefois sur la présence d'une telle relation que sur la seule base des résultats des spécifications des modèles économétriques testés et non pas sur la base de la vérification empirique de la présence d'effets d'éviction. De plus, quelques limites méthodologiques apparaissent : l'étude s'arrête en 2007 ; elle ne traite pas de l'Allemagne ; les pertes de parts de marché semblent généralisées aux pays développés ; une discrimination selon les niveaux de développement fait défaut.

Dans une note parue au printemps 2013, la Fédération Française du Bâtiment (FFB) a également relevé notamment que l'étude de l'OCDE n'indique pas le pouvoir explicatif de chaque variable utilisée dans son modèle pas plus que les éléments de comparaison internationale n'intègrent le cas de grands pays comme l'Allemagne ou le Royaume-Uni. La FFB conclut ainsi en notant que « *la cause des problèmes plus que trentenaires de compétitivité internationale de l'industrie française ne peut se résumer à la hausse des prix immobiliers des quinze à vingt dernières années même si cette dernière y contribue à l'évidence* »¹⁰.

⁹ Voir les résultats des enquêtes européennes sur les revenus et les conditions de vie accessibles sur le site d'Eurostat : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/income_social_inclusion_living_conditions/data/database

¹⁰ Voir FFB, op.cit..

2. Prix de l'immobilier et perte de compétitivité : les mécanismes à la loupe

Nous apprécions dans cette deuxième partie dans quelle mesure la hausse des prix de l'immobilier a pu jouer sur les conditions de la compétitivité des entreprises en France. Plus précisément, nous examinons dans quelle mesure les trois principaux mécanismes suivants se sont manifestés en France depuis 1999, date de l'amorce du recul des parts de marché des exportations françaises de marchandises mais également de la hausse des prix de l'immobilier résidentiel.

La hausse des prix de l'immobilier peut affecter la compétitivité des entreprises par trois canaux :

- de manière directe, dans le cas où les entreprises sont confrontées à une hausse des loyers ou des prix des installations qu'elles occupent ou encore si le coût de l'investissement en construction s'accroît sensiblement,

- de manière indirecte, dans le cas où la hausse des prix de l'immobilier résidentiel se traduirait par une accélération des salaires,

- par le canal du financement, car les engagements des banques étant limités par les ratios de solvabilité du système bancaire, leurs capacités de prêt dépendent de leurs fonds propres. Si une part croissante des prêts s'effectue à destination des ménages pour l'acquisition de leur logement, l'offre de fonds prêtables pour les entreprises peut alors se réduire.

2.1. Les dépenses liées à l'immobilier dans la fonction de coût des entreprises

A notre connaissance, il n'existe pas une mesure complète et agrégée du montant que les entreprises versent pour les services immobiliers qu'occasionne leur activité. Celle-ci ne peut être qu'approchée à partir de sources statistiques disparates et non complémentaires. Toutefois trois approches peuvent être adoptées pour apprécier l'évolution relative des coûts liés à l'immobilier :

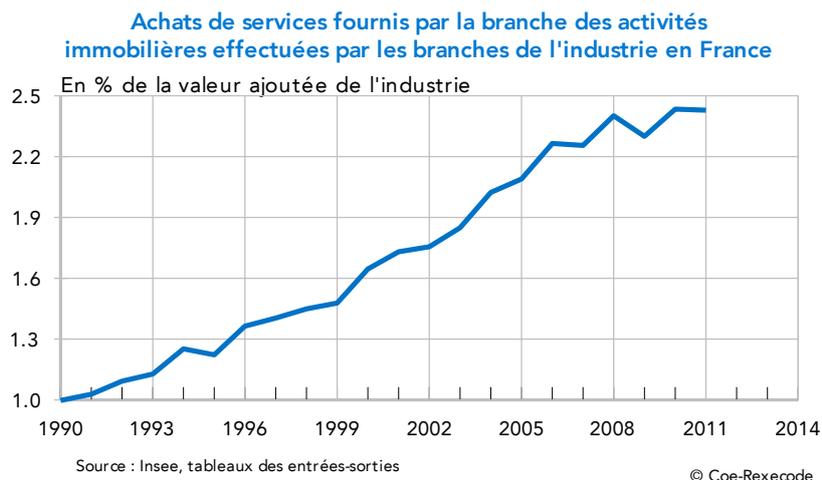
- un examen des coûts des services immobiliers achetés par les entreprises, notamment industrielles, qui sont concernées au premier chef par l'enjeu de compétitivité,

- une analyse comparative des évolutions de loyer et de prix de l'immobilier non résidentiel dans les principales villes,

- l'observation des trajectoires de coûts et de prix liés à l'investissement en produits de la construction effectués par les sociétés non financières.

2.1.1. Le poids des dépenses immobilières dans la fonction de production de l'industrie

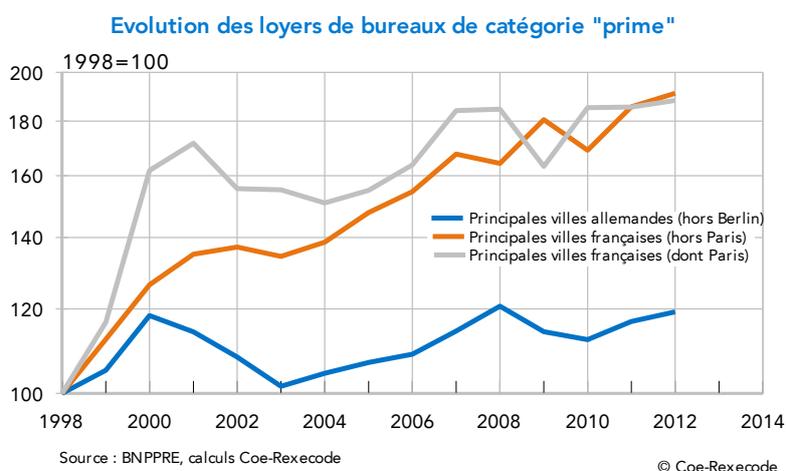
Une première mesure directe consiste à apprécier l'évolution du montant que les différentes branches d'activité versent à la branche des activités immobilières en rémunération des services immobiliers utilisés au cours de leur processus de production. Le recours aux tableaux d'entrées-sorties fournit ainsi une première approche grossière de l'évolution du coût de l'immobilier.



Si l'on restreint l'analyse aux seuls secteurs industriels qui réalisent 80 % des exportations effectuées depuis la France, il apparaît qu'au cours de la période de forte dégradation de la compétitivité de l'économie française, le montant versé par les branches industrielles pour l'achat de services d'activités immobilières est passé d'un niveau équivalent à 1,4 point de la valeur ajoutée de l'industrie à 2,4 point entre 1998 et 2011 (dernière année connue). Rapporté à la valeur de la production de l'industrie manufacturière, l'évolution est de 0,44 à 0,57 %. Ces deux hausses n'ont fait que prolonger un mouvement qui s'observait déjà au cours des années 1990, période durant laquelle les prix de l'immobilier n'étaient pas orientés à la hausse. Cette hausse est à comparer à la progression de sept points du poids des rémunérations des salariés de l'industrie dans la valeur ajoutée de ce secteur intervenue de 1998 à 2011 (dernière année connue). Appréciee à l'aune de cette seule donnée tirée des tableaux d'entrées-sorties, la hausse du coût direct des services immobiliers achetés par l'industrie (hors investissement) n'apparaît ainsi pas comme une explication de premier rang aux évolutions des conditions de coût de l'industrie. Elle peut aussi relever de choix organisationnels de la part d'entreprises qui externaliseraient leurs besoins immobiliers.

2.1.2. Les évolutions des loyers de bureaux et des prix en France et en Allemagne

Des données sur les évolutions de loyers de bureaux sont fournies par les principaux acteurs du secteur. Elles peuvent présenter des ordres de grandeur divergents selon les sources. Elles convergent toutefois pour souligner que les loyers de bureaux sur les parties « prime » du marché ont progressé sensiblement plus vite en France depuis la fin des années 1990 qu'en Allemagne. Selon les sources, la hausse des loyers de bureaux aurait été comprise entre 2,5 et 6 % par an selon les villes en France (y compris Paris) de 1998 à 2012 contre une fourchette allant de -1,5 à +1,5 % par an en Allemagne durant la même période.



Toutefois, malgré leur hausse plus vive au cours des quinze dernières années, le niveau des loyers de bureaux sur la partie « prime » dans les grandes villes de France (hors Paris) reste inférieur ou proche du niveau des loyers pratiqué dans les villes allemandes de taille comparable. Cette observation effectuée sur les loyers de bureaux vaut également pour les prix de l'immobilier non résidentiel qui ne se distinguent pas radicalement dans les villes françaises de province des prix pratiqués dans les principales villes allemandes. Ils apparaissent même plutôt un peu plus faibles qu'en Allemagne.

Evolution et niveaux de loyers de bureaux de catégorie « Prime »

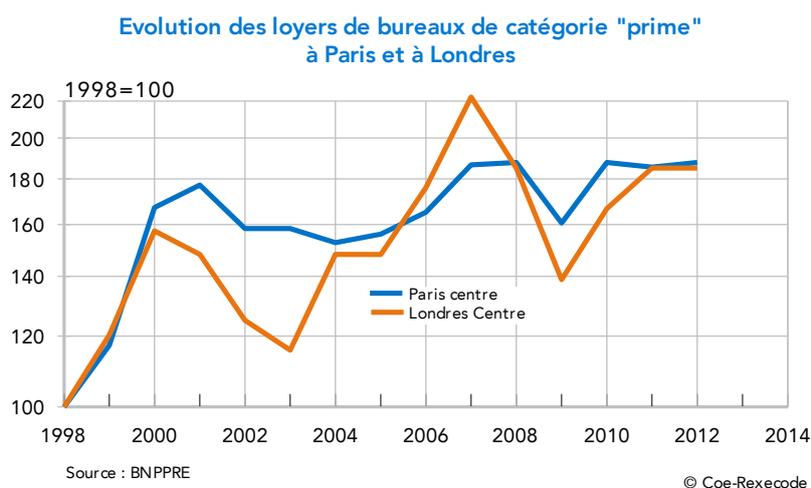
Pays	Loyer prime de bureau en 2012 (euro par m²)	Taux de croissance annuel moyen 1998/2012	Taux de croissance annuel moyen 2008/2012
France			
Paris centre	830	4,6	0
Lyon	285	5,4	5,5
Marseille	270	5,0	5,2
Toulouse	209	4,4	0,5
Lille	200	3,1	1,1
Allemagne			
Hambourg	288	0,5	-2,0
Munich	396	1,5	-0,8
Cologne	258	1,7	0
Francfort	432	0,0	-1,0
Düsseldorf	312	1,7	2,6
Angleterre			
Londres centre	1 333	4,5	0

Source : BNPPRE

Une exception à ce tableau, mais elle est de taille : le cas de Paris. Les loyers de bureaux, comme leurs prix, qu'il s'agisse du segment « prime » ou de secteurs moins bien côtés, y sont au minimum deux fois plus élevés que les loyers et les prix pratiqués dans les villes allemandes les plus chères. Cette situation prévalait avant même le début de la phase de recul de la compétitivité française, de manière toutefois un peu atténuée.

S'il y a une atypie française du point de vue des niveaux des loyers et des prix de l'immobilier de bureau par rapport à l'Allemagne, elle est donc exclusivement parisienne et ne concerne pas la province. Cette situation reflète en grande partie les différences d'organisation spatiale des deux économies : la France se caractérise par une forte centralisation de l'activité économique au sein de la ville capitale quand l'organisation territoriale de l'Allemagne relève plus d'un processus de régionalisation au sein d'un système fédéral.

De ce fait, c'est plutôt avec les évolutions de loyers et de prix de l'immobilier en vigueur à Londres que doivent être comparées à celles relevées à Paris. **Londres et Paris** sont en effet les **deux seules villes européennes** qui apparaissent systématiquement **dans les différents classements internationaux des villes mondiales**¹¹. Il apparaît alors que sur la période 1998 – 2012, les évolutions de loyers entre Paris et Londres (du moins pour les segments les plus chers des marchés immobiliers des deux capitales) ont été relativement proches, les loyers et prix de bureaux à Paris restant plutôt inférieurs sur les parties « prime » à ceux en vigueur à Londres.



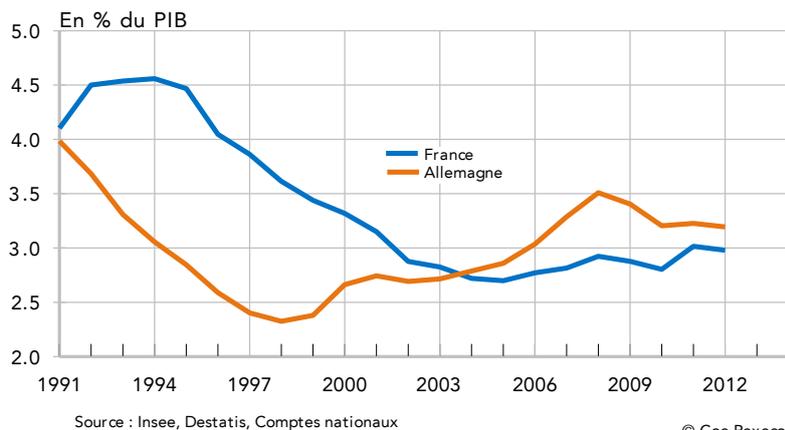
2.1.3. Les évolutions relatives du prix de l'investissement en produits de la construction

Une troisième approche consiste à apprécier l'évolution des dépenses d'investissement en produits de la construction qu'effectuent les entreprises. Signalons toutefois que les données existantes ne permettent pas d'apprécier les évolutions spécifiques à l'investissement en produits de la construction réalisés par les seules entreprises du secteur industriel. Elles concernent l'ensemble des entreprises

Le poids dans le PIB de l'investissement réalisé par les sociétés non financières dans les seuls produits de la construction est comparable entre la France et l'Allemagne. Il est de 3,2 % du PIB en France et de 3 % en Allemagne. Ce poids a toutefois eu tendance à s'accroître en France alors qu'il a plutôt reculé en outre-Rhin. Les niveaux des taux d'investissement productif en produits la construction se sont ainsi croisés à partir de 2004.

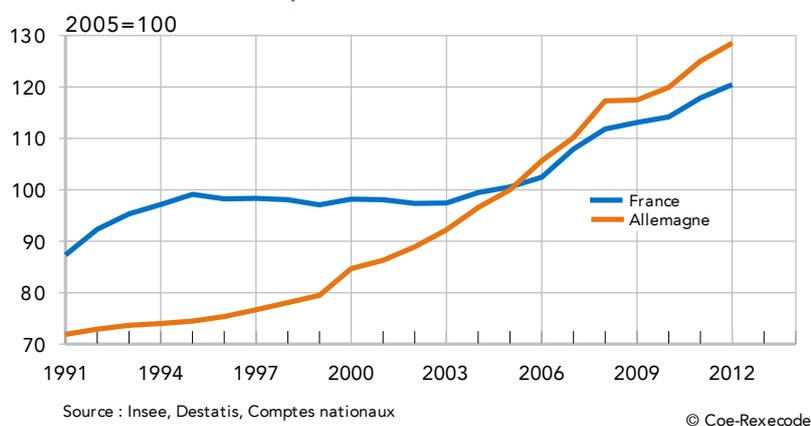
¹¹ Différents classements proposent une hiérarchie des principales villes mondiales. Le plus fréquemment utilisé d'entre eux est celui établi par Foreign Policy qui, sur la base de cinq ensembles de données relatives au capital humain, à l'activité économique, au rayonnement culturel, à l'échange d'informations et à centre de décisions politiques classe successivement New York, Londres, Paris, Tokyo, Hong Kong comme les cinq principales villes mondiales. La première ville allemande figurant dans le classement est Francfort. Elle figure au 23^{ème} rang.

Investissement des sociétés non financières en produits de la construction



Cette progression s'explique à la fois par un effet de volume (+1,7 % par an pour l'investissement productif en construction en France de 1998 à 2012 contre -0,7 % par an en Allemagne) et par les évolutions divergentes des déflateurs de l'investissement en construction entre les deux économies. Le « prix » de l'investissement des sociétés non financières en produits de la construction a progressé au rythme annuel moyen de 3,6 % en France de 1998 à 2012 contre une hausse limitée à 1,4 % en Allemagne. Notons toutefois que cette divergence paraît s'atténuer sur la période récente.

Déflateur de l'investissement en produits de la construction effectué par les sociétés non financières



Cette divergence sur longue période des évolutions de prix et de coûts de l'investissement en construction a fait l'objet de travaux de décomposition menés notamment par les principales organisations professionnelles du secteur. Une synthèse de ces travaux a été récemment publiée par la FFB¹². Elle souligne notamment que les divergences

¹² Voir le Rapport du Groupe de Travail présidé par Olivier Tommasini sur l'analyse de l'évolution comparée des prix et des coûts dans le bâtiment. FFB, juillet 2013. www.ffbatiment.fr/Files/pub/Fede_N00/NAT_ACTUALITES_3218/138d9a1adf8c434c95e26dd3fba65a19/PJ/rapport-preconisations-simplifications-reglementaires.pdf

d'évolution des prix de matériaux et des coûts salariaux¹³ entre la France et l'Allemagne sont les principaux éléments d'explication des divergences des prix totaux de la construction. Dans le cas plus précis de la France, cette synthèse souligne également l'impact des nouvelles réglementations mises en place sur l'évolution des prix des biens construits. La hausse du coût du foncier, très sensible en France, a également joué dans le d'un alourdissement des coûts de l'investissement pour une entreprise.

En résumé, les évolutions des coûts directs de l'immobilier ont bien été plus vives en France qu'en Allemagne au cours des quinze dernières années. En l'absence d'informations homogènes, l'ampleur de l'impact d'une telle divergence sur les coûts de production des secteurs exportateurs reste difficile à estimer. En tout état de cause cet impact reste secondaire comme le suggère la comparaison de la hausse du montant des services immobiliers acquittés par l'industrie et celle de ses coûts salariaux directs exprimés en parts de valeur ajoutée.

2.2. Des évolutions salariales en France insensibles aux phases du dernier cycle en date des prix de l'immobilier

Les différences d'évolutions de coûts salariaux entre la France et l'Allemagne sont un des facteurs explicatifs de la perte de compétitivité de la France vis-à-vis de l'Allemagne¹⁴. Selon les sources statistiques utilisées, l'écart d'évolution des coûts salariaux entre la France et l'Allemagne aurait été de 15 et 20 points entre les années 2000 et 2008, soit la période de fort recul des performances françaises à l'exportation tout autant que de vive hausse des prix de l'immobilier résidentiel en France.

Les évolutions salariales apparaissent donc comme un bon candidat pour expliquer les évolutions relatives de compétitivité. Toutefois, cela ne dit rien quant au rôle joué hypothétique jouée par les prix de l'immobilier dans leur trajectoire spécifique.

Une première approche consiste à apprécier dans quelle mesure les évolutions de prix de l'immobilier peuvent intervenir dans la fixation du salaire.

L'étude du Credoc déjà mentionnée¹⁵ a montré en 2012 que les problèmes de logement affecteraient 40 % des entreprises interrogées dans le cadre de cette enquête. Ces problèmes étaient fortement ressentis dans les grandes métropoles, surtout Paris. Toutefois, les problèmes de logement n'entreraient dans la négociation salariale que dans le cas de 15 % des entreprises selon cette même enquête. Cet aspect serait bien moins prononcé que l'impact des problèmes de logement sur la productivité des salariés concernés.

¹³ Le coût salarial horaire dans la construction en France a ainsi progressé de 3,1 % par an en France de 1998 à 2012 contre 1,6 % en Allemagne. Sa hausse a été de 3,5 % par an sur la seule période allant de 1998 à 2007 en France contre 1,3 % en Allemagne.

¹⁴ Pour une analyse des enchaînements à l'origine de la perte de compétitivité, voir M. Didier et G. Koleda : « *Compétitivité France-Allemagne : le grand écart* », Economica, Paris, 2011.

¹⁵ op.cit.

Une deuxième approche consiste à apprécier le jeu d'élasticité des salaires aux prix de l'immobilier. Selon des travaux conduits par P. Artus, l'élasticité des salaires aux prix de l'immobilier serait de 0,06. Un doublement des prix de l'immobilier occasionnerait donc une hausse des salaires de 6 %. Si l'on retient cette élasticité, l'écart d'évolution des prix de l'immobilier résidentiel entre la France et l'Allemagne ayant été d'environ 100 % de 1998 à 2007 et les différences d'évolution des coûts salariaux de 15 à 20 %, l'écart d'évolution de salaire imputable à l'immobilier serait d'un quart à un tiers de l'évolution des coûts salariaux¹⁶.

Une troisième approche consiste à comparer l'évolution des coûts salariaux horaires dans le secteur marchand en France selon les phases suivies par les prix de l'immobilier résidentiel.

Il apparaît que la hausse du salaire horaire, en termes nominaux comme réels s'est opérée au même rythme au cours de la période allant de 1991 à 1998, période de baisse des prix immobiliers, et au cours des périodes allant de 2003 à 2007 ou de 2003 à 2011. La seule période pendant laquelle le coût salarial horaire a fortement progressé (3,5 % par an selon les comptes nationaux) est celle allant de 1998 à 2003, période durant laquelle est intervenue la réduction administrative du temps de travail et durant laquelle la hausse des prix immobiliers ne faisait que s'amorcer. Plus précisément, la progression du coût salarial horaire a été 2,7 % par an de 1991 à 1998 en France et de 2,8 % par an de 2003 à 2007. Les coûts salariaux horaires ont ainsi progressé à un rythme identique lors de la phase de baisse puis lors de la phase de hausse des prix de l'immobilier résidentiel.

Ce constat vaut également si l'on restreint l'analyse au principal secteur exportateur, à savoir le secteur industriel. Exprimée en termes réels, la hausse du salaire horaire brut moyen a été identique durant les périodes 2003-2007 et 1991-98 (+ 1,5 % par an). Là encore, la seule période pendant laquelle le salaire horaire a augmenté un peu plus vite que lors des deux périodes précédentes est intervenue entre 1998 et 2003, phase marquée par la réduction administrative de la durée du travail.

En revanche, les coûts salariaux unitaires, soit le montant des salaires chargés versés par unité de PIB, ont eu tendance à accélérer en France au cours de la période de hausse des prix de l'immobilier résidentiel. De 1991 à 1998, le coût salarial unitaire dans l'ensemble de l'économie, soit le montant des salaires chargés rapportés au PIB en volume, a progressé de 1,2 % par an. Sa hausse s'est accélérée à 2 % entre 1998 et 2012 et à 1,9 % entre 1998 et 2007.

L'explication d'une telle simultanéité avec la hausse des prix de l'immobilier ne s'explique pas par les évolutions de salaire dont nous avons vu qu'elles n'avaient pas marqué de rupture durant le dernier cycle complet des prix de l'immobilier résidentiel. Elle tient de manière exclusive au ralentissement des gains de productivité. Ce ralentissement est un phénomène avant tout tendanciel tout autant que généralisé à la plupart des

¹⁶ Voir sur ces points P. Artus « Recul des prix de l'immobilier lorsqu'ils sont trop élevés : effets à court terme et à long terme », Flash économie n°59, 21 janvier 2013, Natixis

économies les plus développées. Dans le cas de la France, la croissance annuelle moyenne de la productivité horaire du travail a ainsi été divisée quasiment par deux entre la période 1991-1998 (elle progressait alors au rythme annuel moyen de 2,3 %) et la période 1998-2012 (1,2 % par an et 1,7 % par an de 1998 à 2007). Les évolutions de salaire en France, comme dans la plupart des économies européennes, Allemagne exceptée, n'ayant pas répercuté cette décélération des gains de productivité, une hausse des coûts salariaux unitaires s'en est suivie. Ce ralentissement tendanciel des gains de productivité n'est aucunement un phénomène spécifique à la France. Il concerne la plupart des économies les plus développées, Allemagne comprise¹⁷.

Retenons au total que l'existence d'une relation directe entre inflations immobilière et salariale ne s'est pas vérifiée au cours du dernier cycle de hausse des prix de l'immobilier en France.

2.3. Des effets d'éviction du financement des entreprises non démontrés

Reprenant certaines observations du Rapport Economique Social et Financier pour 2012-2013, le rapport de la Mission de l'Assemblée Nationale sur les coûts de production avait noté que « la flambée des prix de l'immobilier et du foncier a un impact sur l'ensemble de l'économie, en orientant l'épargne vers les crédits immobiliers plutôt que vers le financement des entreprises. [...] *« on observe entre 1993 et 2012 que la part des crédits aux entreprises dans les crédits au secteur privé (entreprises et ménages) a diminué de 13 points (de PIB) au profit des crédits à l'habitat »*. Ce sont donc bien les investissements productifs – et donc la préparation de notre avenir – qui *in fine* « paient le prix » de la flambée des prix de l'immobilier et du foncier. L'inflation immobilière est ainsi devenue un frein à la compétitivité de l'économie française »¹⁸.

L'observation d'une recomposition de la structure du crédit ne donne cependant pas d'indication sur l'évolution de chacune des composantes, pas plus qu'elle ne fournit une lecture globale du financement des entreprises. Le crédit aux entreprises est un moyen de financement de l'investissement productif. Or, sur la période 2000-2007, qui correspond à la phase de la plus vive hausse des prix de l'immobilier, le montant des émissions nettes d'actions a été de 89 milliards d'euros chaque année en moyenne, à comparer avec un montant annuel moyen de flux nets de crédits à long terme inscrits au passif des sociétés non financières d'un montant de 63 milliards d'euros par an. La baisse de la part du crédit aux entreprises dans l'ensemble des crédits au secteur privé masque le phénomène de désintermédiation du financement des entreprises. En outre, la progression de l'encours de l'endettement intérieur total des ménages (+164 % entre 1998 et 2012 et +81 % entre 2000 et 2007) n'a pas empêché une

¹⁷ Sur ce point, voir notamment Coe-Rexecode, « Doit-on se résigner au ralentissement des gains de productivité dans les pays de la zone euro ? », *Perspectives de l'économie mondiale 2013-2017*, juin 2013. Document réservé aux adhérents de Coe-Rexecode.

¹⁸ Op.cit. p. 84-85

progression de celui des sociétés non financières en France (+ 107 % entre 1998 et 2012 et + 30 % entre 2000 et 2007).

Par ailleurs, si l'endettement des ménages en France s'est sensiblement accru depuis la fin des années 1990 (hausse de 32 points de revenu disponible brut entre 1999 et 2012 en France alors qu'il est en baisse en baisse de 20 points de RDB des ménages en Allemagne sur la même période, leur taux d'endettement reste légèrement inférieur en France (82,4 points de RDB au premier trimestre 2013) à celui observé en Allemagne (84,7 %)¹⁹. Surtout, rapporté aux fonds propres des établissements financiers, l'encours du crédit aux ménages pèse d'un poids moins élevé en France que cela n'est le cas en Allemagne. L'encours du crédit immobilier aux ménages représente en effet quatre fois le capital et les réserves des institutions financières et monétaires en France, ce rapport est de plus de six fois en Allemagne²⁰.

La présence d'un effet d'éviction de l'investissement des sociétés non financières par une surabondance du crédit à l'immobilier des ménages en France n'apparaît ainsi pas forcément évidente au regard des indications précédentes.

*
* *

Au total, si la dérive de certains coûts liés à l'activité immobilière a pu peser relativement sur les conditions de formation du prix et de la rentabilité du secteur exportateur, cette dérive intervient bien après toute explication de la dérive de la compétitivité liée aux conditions d'activité propres à chaque secteur et notamment à la dérive relative de leurs coûts salariaux dans un contexte de divergence des politiques économiques entre la France et l'Allemagne. Cette proposition prend d'autant plus de sens quand on constate que la relation statistique entre performances à l'exportation et évolution des prix de l'immobilier résidentiel n'est pas forcément évidente.

3. Prix de l'immobilier et perte de compétitivité : quelle relation statistique ?

Nous apprécions désormais dans quelle mesure les évolutions des indicateurs de compétitivité révélée par les parts de marché ou les soldes courants, d'une part, et des prix de l'immobilier résidentiel, d'autre part, peuvent être associées. Notre objectif n'est pas d'élaborer un modèle explicatif de la perte de compétitivité qui inclurait les évolutions des prix de l'immobilier mais plus simplement de vérifier si une relation statistique entre les évolutions des prix de l'immobilier et celles d'indicateurs de compétitivité prises individuellement peut être établie.

¹⁹ Source : Banque de France, Comparaison internationale des taux d'endettement des agents non financiers www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfstatistiquescalendrier/StatInfoTauxEndettementANF_2013T1.pdf

²⁰ Source : Bilan des institutions financières et monétaires, Banque de France et Bundesbank.

3.1. Hausse des prix de l'immobilier et solde de la balance des paiements courants

Une mesure directe de la relation entre indicateur des prix de l'immobilier et évolution de la compétitivité a été effectuée dans l'étude précitée de la Fed. Celle-ci met en lumière une relation entre l'évolution des prix de l'immobilier et la dégradation du solde de la balance des paiements courants au moyen d'une corrélation relativement étroite et significative entre ces deux variables.

Cette relation est expliquée par l'exercice du mécanisme suivant : un relâchement des conditions d'accès au crédit aboutit à une hausse des prix de l'immobilier résidentiel du fait d'une accélération de l'endettement notamment auprès de l'extérieur. La stimulation de la demande associée à la baisse du taux d'intérêt ainsi qu'à la présence d'un effet de richesse permis par la hausse de la valeur du patrimoine aboutit *in fine* à une dégradation du solde de la balance des paiements courants.

Nous avons vérifié la robustesse de la relation entre hausse des prix de l'immobilier et évolution des soldes courants et d'un indicateur de compétitivité en appliquant la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO)²¹. Nous nous sommes appuyés pour cela sur la base de données de prix de l'immobilier résidentiel construite par la Banque des Règlements Internationaux et sur celle diffusée par la FED de Dallas. Nous avons isolé à partir de ces bases de données les cas de 25 pays ayant connu des phases de hausses significatives et prolongées de prix de l'immobilier²², des phases qui concernent 19 économies développées et 6 économies émergentes (Corée, Pologne, Bulgarie, République tchèque, Afrique du Sud, Hong Kong). A l'exception de la France pour laquelle le comportement d'indicateurs macroéconomiques est examiné lors de deux phases de hausses de prix (de 1985 à 1990 et de 1998 à 2008), nous ne retenons dans notre échantillon qu'une seule phase de hausse des prix de l'immobilier pour chaque pays, la dernière en date, et imposons comme contrainte que seules les hausses de prix observées jusqu'à 2008 sont retenues et comparées aux évolutions des échanges extérieurs²³. Outre le fait

²¹ La méthode des moindres carrés ordinaires est une méthode d'estimation statistique qui représente une relation linéaire entre deux variables.

²² Nous retenons comme critère limite, une hausse des prix de l'immobilier résidentiel maintenue sur au moins cinq années et supérieure à 4 % par an en termes nominaux. Au regard de la problématique de ce travail, nous avons toutefois intégré le cas allemand bien que la hausse de prix de l'immobilier résidentiel intervenue outre-Rhin de 1990 à 1995 n'ait pas dépassé le seuil limite arbitraire de 4% par an.

²³ Outre les deux phases de hausses de prix traversées par l'économie française, nous avons intégré dans notre échantillon les phases de hausses de prix suivantes : Bulgarie (1997-2008), Canada (1997-2008), Suisse (1999-2012), Allemagne (1990-1995), Danemark (1997-2006), Espagne (1997-2008), Royaume-Uni (1999-2007), Irlande (1998-2008), Corée du Sud (2000-2008), Hong-Kong (2003-2012), Japon (1981-1990), Pays-Bas (1998-2008), Suède (1997-2008), Islande (2000-2008), République tchèque (2003-2008), Etats-Unis (1998-2006), Australie (1998-2008), Belgique (1998-2008), Finlande (1996-2008), Italie (1998-2008), Norvège (1993-2007), Afrique du Sud (1991-2008), Luxembourg (1996-2006), Pologne (2003-2008). Dans le cas de ces deux derniers pays, nous ne disposons d'éléments d'évolutions de prix que depuis le début des années 2000, l'évolution de leurs indicateurs de compétitivité et de balance courante ne sera donc menée que sur une période de cinq ans et non de dix et de cinq ans ainsi que cela est le cas pour tous les autres pays.

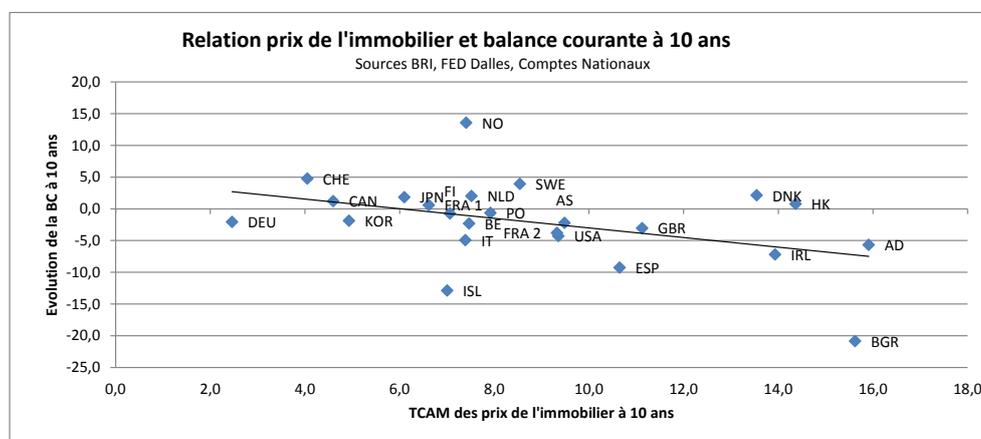
que dans de nombreux cas l'année 2008 marque un point haut des prix de l'immobilier résidentiel, la profondeur de la crise économique intervenue à partir de cette date exerce probablement une influence telle sur les grandeurs macroéconomiques qu'elle surdétermine l'influence qu'aurait pu exercer l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel.

Nous avons apprécié comment avaient évolué les soldes de la balance des paiements courants durant ces phases de hausse des prix de l'immobilier. Cette démarche est conduite en mesurant l'écart entre le solde courant moyen (exprimé en points de PIB) observé au moment du pic des prix de l'immobilier (ou au plus tard en 2008) et le solde qui avait été observé cinq ans et dix ans auparavant. Afin de lisser tout éventuel choc conjoncturel qui aurait pu se manifester au cours d'une année, nous prenons une moyenne des soldes courants mesurés lors des trois années précédant l'atteinte du point haut. Nous prenons également une moyenne sur trois ans des soldes courants observés cinq ans avant l'atteinte du point haut, d'une part, et dix ans avant l'atteinte du point haut des prix, d'autre part. A titre d'exemple, les prix de l'immobilier résidentiel en Espagne ont atteint un point haut en 2008, le niveau moyen du solde courant observé en 2006, 2007 et 2008 est alors comparé à celui qui avait été observé en 2001, 2002 et 2003, d'une part et en 1996, 1997 et 1998, d'autre part.

Bien qu'un échantillon de 25 pays (et 26 observations) reste relativement étroit pour tirer des conclusions statistiques, il apparaît que **les phases de hausses des prix de l'immobilier résidentiel coïncident avec des périodes de dégradation du solde de la balance courante mais que la qualité statistique de la relation reste faible.**

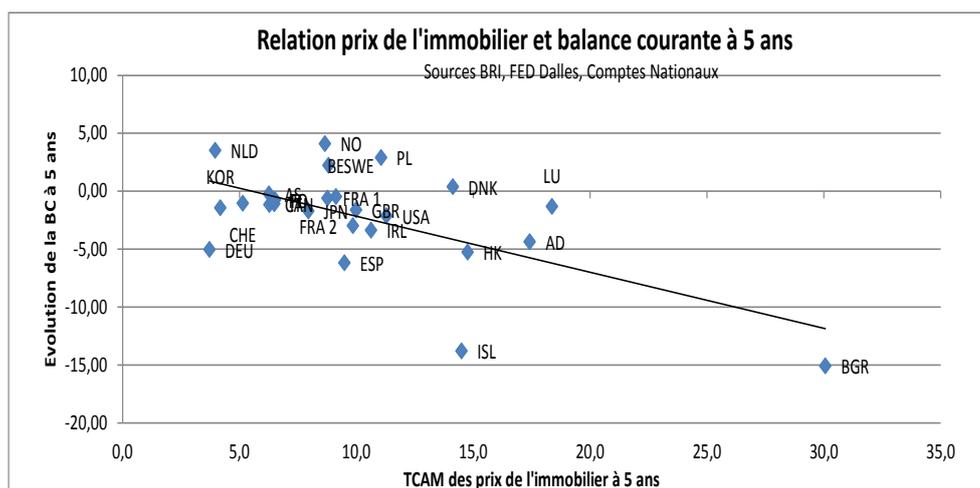
Sur l'échantillon prenant en compte les **dix années** qui ont précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier, une progression de 1 point du taux de croissance annuel moyen (noté TCAM) des prix de l'immobilier serait associée à une baisse de 0,76 point de PIB du solde de la balance courante sur dix ans. Ce paramètre de 0,76 représente le coefficient directeur de la droite de régression représentée dans le graphique ci-dessous. Ce coefficient est statistiquement significatif au seuil de 5 %.

Une hausse des prix de l'immobilier a été associée dans 15 cas sur 24 à une dégradation du solde de la balance courante intervenue en l'espace des dix années ayant précédé l'atteinte du point haut des prix



Si l'exercice est conduit sur une période de **cinq années**, il apparaît qu'une progression de 1 point du taux de croissance annuel moyen des prix de l'immobilier serait associée à une baisse de 0,48 point de PIB du solde de la balance courante. Comme précédemment, ce paramètre est statistiquement significatif au seuil de 5 %.

Une hausse des prix de l'immobilier a été associée dans 21 cas sur 26 à une dégradation du solde de la balance courante intervenue en l'espace des cinq années ayant précédé l'atteinte du point haut des prix



On notera cependant que le coefficient de détermination (R^2) associé à ces deux exercices est peu élevé (0,19 pour l'analyse menée à dix ans et 0,4 pour celle menée à cinq ans). Cette observation suggère que la relation statistique linéaire entre les deux variables est faible.

Il est à noter que la phase de hausse des prix de l'immobilier qui était intervenue en France à la fin des années 1980 a coïncidé avec une période de légère dégradation du solde de la balance courante (recul limité à 0,6 point de PIB entre le solde courant observé en moyenne en 1989-90-91 et celui observé en moyenne en 1984-85-86). A contrario, le solde courant s'est significativement amélioré par rapport à son niveau de la période 1979-80-81. La phase de hausse de prix de l'immobilier de la fin des années 1980 n'a donc pas été associée à une phase de dégradation des conditions de l'équilibre extérieur. En revanche, la dégradation a été beaucoup plus marquée au cours de la phase récente de hausse des prix de l'immobilier résidentiel. Le solde de la balance courante est passé d'une situation excédentaire à hauteur de 2,2 points de PIB sur les trois années allant de 1996 à 1998 et à hauteur de 1,4 point de PIB sur les trois années allant de 2001 à 2003 à un déficit de 1,6 point de PIB en moyenne sur les trois années allant de 2006 à 2008. On peut également noter que durant la phase de baisse des prix intervenue de 1991 à 1998, le solde de la balance courante a eu tendance à s'améliorer, en passant de -0,6 point de PIB en moyenne entre 1989 et 1991 à 2,5 points de PIB en moyenne de 1998 à 2000²⁴.

²⁴ Notons qu'une rupture de la série statistique de la balance des paiements est intervenue en 1994 ce qui ne permet pas a priori de comparer des grandeurs antérieures et postérieures à cette date. Cette rupture ne s'est cependant pas traduite par un décrochage important de la série entre 1994 et 1995.

Retenons que, dans le cas précis de la France, la **simultanéité théorique de la hausse des prix de l'immobilier et de la dégradation de la balance courante a été plutôt vérifiée. Les mouvements ont en revanche été d'ampleur très variable. D'une manière générale, la relation entre hausse des prix de l'immobilier et dégradation du solde de la balance courante paraît confirmée mais elle est plutôt friable.**

3.2. Prix de l'immobilier résidentiel et perte de compétitivité à l'exportation

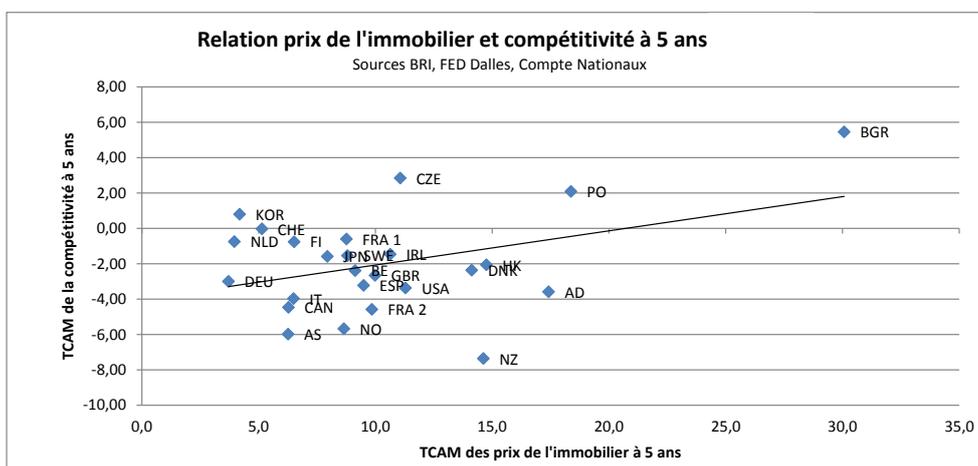
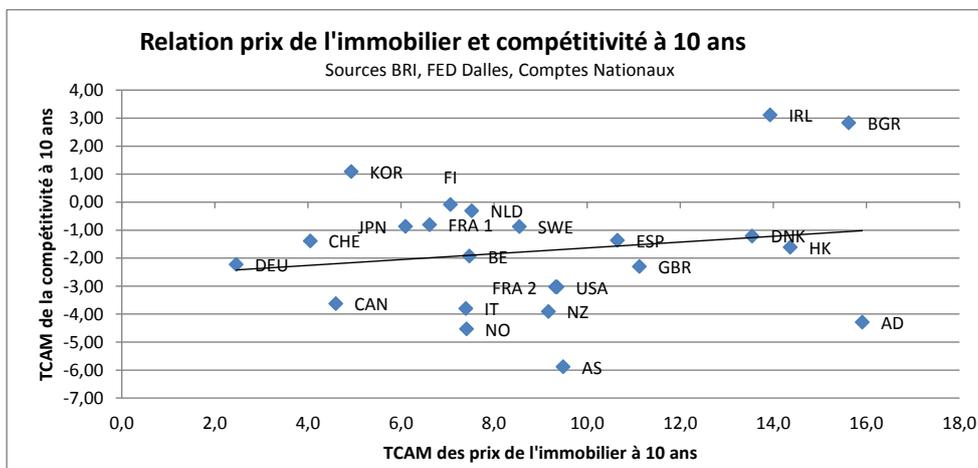
L'évolution du solde de la balance des paiements courants demeure toutefois un indicateur seulement partiel de compétitivité extérieure. Elle peut notamment être très dépendante de l'évolution des prix de matières premières (notamment énergétiques) importées par les pays sous revue. L'évolution du solde de la balance courante peut aussi illustrer le décalage existant entre une demande interne dynamique et une production et des revenus qui progressent à un rythme moins soutenu. C'est du reste l'explication privilégiée par la FED qui voit dans la hausse des prix de l'immobilier une explication *demand-driven* de l'évolution de la balance courante. Les performances à l'exportation d'une économie et ses parts de marché peuvent être maintenues et pour autant le solde de la balance courante peut se dégrader.

Dans le cas particulier de la France, le trait spécifique de la perte de compétitivité de l'économie tient au décalage qui s'est installée entre la progression de ses exportations et celle des marchés mondiaux. Un indicateur de compétitivité pertinent consiste alors à rapprocher la progression des exportations d'une économie à celle des marchés à l'importation de ses partenaires (indicateur de compétitivité révélée). Une économie maintient en effet ses parts de marché et présente ainsi une compétitivité à l'exportation satisfaisante quand les exportations évoluent de concert et dans la même ampleur que la demande mondiale qui lui est adressée du fait de la croissance des importations des partenaires. Exportations et demande mondiale sont estimées en volume.

Dans une seconde étape, nous apprécions alors le comportement de l'indicateur de compétitivité révélée qui rapproche la dérive des exportations d'une économie à celle de la demande mondiale qui lui est adressée durant les phases de hausses des prix de l'immobilier. Nous prenons un échantillon comparable de pays²⁵ à celui retenu lors de l'exercice précédent appliqué au solde des balances courantes et adoptons la même démarche que précédemment. Nous apprécions ainsi l'évolution de l'indicateur de compétitivité durant les cinq et les dix années qui ont précédé l'atteinte d'un point haut des prix de l'immobilier, années qui coïncident avec des phases de hausse des prix de l'immobilier. La démarche est conduite sur un échantillon de vingt-cinq observations de hausse marquée et prolongée de prix de

²⁵ En raison de l'absence d'estimations de demande mondiale qui leur est adressée, nous avons été amenés à retrancher de notre échantillon l'Islande et le Luxembourg. Nous avons en revanche intégré la Nouvelle-Zélande pour laquelle nous ne disposons pas de données de balance courante. L'indicateur de demande mondiale est calculé par Coe-Rexecode sur la base d'une matrice des échanges internationaux de marchandises.

l'immobilier résidentiel quand l'analyse est conduite sur cinq années et de vingt-trois cas quand elle est conduite sur dix années).



L'analyse des données par la méthode des MCO permet d'estimer la relation entre notre indicateur de compétitivité et les prix de l'immobilier. Quel que soit l'échantillon retenu (prenant en compte soit les dix années, soit les cinq années qui ont précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier), le coefficient de la variable « prix de l'immobilier » n'est pas statistiquement significatif au seuil de 5 %. Il ne l'est qu'au seuil de 10 % lorsque l'analyse est menée sur cinq ans. Le coefficient de détermination (R^2) associé aux deux régressions est de plus très faible et même quasiment nul (0,03) quand l'analyse est menée sur dix ans. Il est de 0,15 dans l'analyse menée sur cinq ans. L'exclusion des points extrêmes n'améliore pas de manière significative la qualité de la relation. Le test de Spearman conduit également à rejeter l'hypothèse d'existence d'une relation entre ces deux variables.

Ces informations suggèrent ainsi que **la qualité de la relation statistique entre les deux variables est particulièrement médiocre**. En outre, de manière contre-intuitive, la droite de régression entre les deux variables présente une pente ascendante, une situation qui suggère que **plus la hausse des prix de l'immobilier résidentiel est forte, moins la perte de**

compétitivité sera élevée. Cette observation est valable quand l'analyse est menée à cinq comme à dix ans.

Au cours des dix années de hausse ayant précédé l'atteinte d'un point haut des prix de l'immobilier, 3 économies sur 23 ont connu une croissance des exportations supérieure à celle de la demande mondiale qui leur était adressée. Ces pays (Bulgarie, Corée du sud et Irlande) partageaient la caractéristique d'être inscrit dans une phase de rattrapage de niveau de vie avant la phase d'accélération des prix de l'immobilier. Toutes les autres économies ont connu un recul de leur indicateur de compétitivité, y compris l'Allemagne, au cours des périodes de hausses des prix de l'immobilier. Durant la phase de baisse de ses prix de l'immobilier (de 1996 à 2008), l'Allemagne a connu en outre une simple stabilisation de son indicateur de parts de marché et non un regain de celles-ci. Elle est la seule économie développée dans ce cas. Quand l'analyse est conduite sur les cinq années ayant précédé l'atteinte d'un point haut des prix de l'immobilier résidentiel, 4 économies sur 25 ont connu une progression de leurs parts de marché mondial durant la phase de hausse des prix de l'immobilier résidentiel, Il s'agit de la Bulgarie, de la Pologne, de la République Tchèque et de la Corée du Sud²⁶.

Outre que la relation n'apparaisse pas statistiquement des plus robustes, loin s'en faut, elle ne dit rien sur le sens de causalité. Il est en fait tout aussi possible de retenir que la hausse des prix de l'immobilier permise par une accélération de l'endettement privé a été le moyen de soutenir une croissance qui, dans les économies développées, était minée par des pertes de parts de marché à l'export. Toutes les économies dites développées de notre panel ont en effet connu un tel mouvement de repli des parts de marché simultanément à la hausse des prix de l'immobilier résidentiel. A l'inverse, les économies « émergentes », ou celles dont le niveau de vie était décalé vers le bas par rapport au niveau de vie moyen, par exemple, en Union européenne et qui sont intégrés dans notre panel, sont celles qui ont connu des gains de parts de marché simultanément à la hausse des prix de leurs logements.

Au total, ces comportements spécifiques suggèrent que les évolutions des parts de marché par catégories de pays semblent plus refléter le mouvement de redistribution mondiale des parts de marché au détriment des pays les plus avancés et en faveur des économies émergentes qu'elles ne sont expliquées par les évolutions des prix de l'immobilier.

Si l'on restreint l'analyse au seul cas de la France, il apparaît qu'un recul des parts de marché s'est manifesté aussi bien durant la phase de hausse des prix de l'immobilier intervenue dans la seconde partie des années 1980 que lors de la phase de hausse des prix des années 2000. Toutefois, le recul de l'indicateur d'évolution des parts de marché a été beaucoup plus vif (de l'ordre de 3 % par an sur dix ans) durant la phase de hausse des prix des années 2000 que lors de la précédente période de hausse des prix (-0,8 % par an). Le constat est encore plus marqué si l'on restreint l'analyse au comportement des parts de marché au cours des

²⁶ Rappelons que la Pologne et la République Tchèque n'ont pu être intégrés dans notre échantillon que lorsque l'analyse est menée sur les cinq années ayant précédé l'atteinte d'un point haut des prix de l'immobilier.

seules cinq années ayant précédé le point haut des prix de l'immobilier : -4,6 % par an pour l'indicateur de compétitivité de 2003 à 2008 contre -0,6 % par an pour ce même indicateur lors de la période 1986-1991. Par ailleurs, cet indicateur n'a fait que se stabiliser lors de la période de baisse des prix de l'immobilier résidentiel qui est intervenue en France, et singulièrement à Paris, au cours de la période allant de 1991 à 1998 (+0,2 % par an pour l'indicateur de compétitivité). Signalons enfin que **la France est**, après la Nouvelle-Zélande, l'Australie et la Norvège (trois pays fortement exportateurs de matières premières), **l'économie qui a enregistré les plus fortes contre-performances à l'exportation parmi celles figurant dans le panel, sans pour autant avoir connu les plus fortes hausses de prix de l'immobilier**. Ces dernières observations doivent cependant être lues en gardant en mémoire que les corrélations s'avèrent très faibles.

Par ailleurs, il est à rappeler que dans le cas de l'économie française, la **perte de compétitivité** attestée par le recul des parts de marché de ses exportations par rapport à celles des exportations de la zone euro **a débuté à la fin des années 1990, au moment même où les prix de l'immobilier étaient à un point bas**. Elle a donc débuté à un moment où la question de l'impact de prix élevés de l'immobilier était encore loin de se poser.

*
* *

Au total, la relation statistique entre évolution à la hausse des prix de l'immobilier et perte de compétitivité de l'économie apparaît faible. La hausse des prix de l'immobilier n'est pas ainsi significativement associée à une situation dans laquelle les exportations des économies concernées auraient progressé moins vite que la demande mondiale qui leur était adressée.

Symétriquement, une baisse des prix de l'immobilier pourrait bien rester sans effet majeur sur la compétitivité des entreprises.

4. Une baisse des prix de l'immobilier est-elle favorable à l'activité ?

Il ressort des observations précédentes que les liens entre l'évolution des prix de l'immobilier et la perte de compétitivité à l'exportation apparaissent plutôt ténus. Toutefois, à supposer même que l'on retienne l'hypothèse d'un lien entre ces deux grandeurs, il convient alors d'examiner les conséquences que pourrait avoir sur la croissance du PIB une baisse des prix de l'immobilier résidentiel. Il apparaît en fait que **les phases de baisse des prix de l'immobilier ne sont pas significativement associées à une restauration de la compétitivité extérieure. Elles sont surtout associées à des périodes de ralentissement de l'évolution de l'activité en général, ainsi que de la consommation des ménages et de l'investissement en logement en particulier**. C'est ce qu'il ressort de notre analyse qui examine le comportement de ces dernières grandeurs économiques durant les phases de baisse des prix de l'immobilier résidentiel.

Les résultats de la démarche empirique adoptée suggèrent que la consommation des ménages et l'investissement en logement connaissent

une progression bien moins vive lors des phases de baisse des prix de l'immobilier que lors des années qui ont précédé l'atteinte du point haut des prix. Il apparaît surtout qu'à une exception près, toutes les économies ayant connu un recul des prix de l'immobilier résidentiel ont vu les dépenses d'investissement en logement ou d'investissement des ménages reculer, en volume, durant l'épisode de baisse des prix ; ce recul pouvant parfois être très prononcé.

Sous l'hypothèse que la hausse des prix de l'immobilier s'explique en partie par une insuffisance de l'offre de logement, l'observation précédente suggère alors que ce déficit initial d'offre pourrait s'amplifier au cours d'une phase de baisse des prix de l'immobilier résidentiel. **Une baisse de prix peut ainsi conduire à accentuer une situation initiale de pénurie de logements et créer les conditions favorables à la manifestation d'une nouvelle phase ultérieure de hausse des prix.**

4.1. Les mécanismes économiques à l'œuvre lors d'une phase de baisse des prix

Les handicaps associés à des prix élevés et croissants de l'immobilier sont de plusieurs ordres : difficulté accrue que rencontre un ménage pour acheter un logement du fait d'un taux d'effort élevé et croissant, transferts intergénérationnels de ressources en défaveur de la population la plus jeune, réduction de la consommation avec le poids élevé du service de la dette immobilière...

En atténuant de tels handicaps, une baisse des prix de l'immobilier pourrait donc s'avérer favorable en théorie à la dépense des ménages, au moins à long terme. P. Artus note en effet qu'à court terme, la transition vers des prix plus bas de l'immobilier peut avoir des effets très pénalisants pour l'activité économique générale : la perte de richesse associée au recul de la valeur du bien immobilier peut déclencher une hausse de l'épargne et donc un recul de la demande des ménages. Une hausse des défauts des ménages emprunteurs peut intervenir dans le cas où la valeur de la dette immobilière viendrait à dépasser celle du bien qui lui est associé. Dans une telle situation, les banques pourraient être amenées à accroître leurs provisions, ce qui viendrait peser sur leurs fonds propres et réduire leur capacité de prêt. Le recul des prix peut enfin se traduire par une moindre liquidité du marché de l'immobilier et un recul des transactions, ce qui freinerait la mobilité géographique des salariés²⁷.

Le cadre d'analyse qui sous-tend l'examen des canaux d'influence de la valeur du patrimoine immobilier sur la dynamique de consommation est celui de la théorie du revenu permanent ou du cycle de vie. Outre qu'il constitue un actif pouvant faire l'objet d'un investissement, l'immobilier génère des services de logement dont le prix reflète le budget que les locataires consacrent à se loger et celui que les propriétaires occupants auraient dépensé s'ils avaient été locataires. La hausse des prix des logements accroît non seulement la richesse des propriétaires, mais également le prix des services de logement. Les consommateurs peuvent alors réduire leur demande pour ce type de services. L'effet global d'une

²⁷ Voir sur ces points P. Artus (2013) op.cit.

hausse des prix des logements sur les dépenses totales de consommation est donc en théorie ambigu.

De fait, la réponse de la macroéconomie aux chocs pouvant intervenir sur les prix de l'immobilier est déterminée en grande partie par les réactions des ménages considérés isolément, réactions qui diffèrent de manière significative en fonction de leur patrimoine, du profil des revenus attendus, de leur endettement, de leur statut résidentiel et de la démographie.

Les locataires et les propriétaires réagissent différemment aux chocs sur les prix de l'immobilier. Dans le cas d'une hausse, les premiers sont affectés négativement par les hausses des loyers et doivent réduire les dépenses consacrées à d'autres biens de consommation. Les seconds, en revanche, peuvent dépenser davantage à mesure que leur patrimoine se revalorise, l'incitation à épargner se réduisant.

Dans le cas d'une baisse des prix de l'immobilier, un effet de richesse négatif peut s'exercer en même temps qu'un gel des transactions. Un ménage détenteur d'un bien immobilier qu'il souhaite vendre peut rester dans une position d'attente et ne pas se dessaisir de son bien immobilier qu'il estime sous-valorisé. Ce faisant, il peut être conduit à reporter une décision d'investissement dans un nouveau logement. Ce phénomène souligne la forte connexion qu'il existe entre les différents marchés du logement : en France environ un tiers des constructions neuves est précédé de la vente d'un logement ancien selon les estimations de la FFB²⁸.

Les réactions de la macroéconomie aux évolutions des prix de l'immobilier dépendent aussi selon les pays du caractère plus ou moins « complet » des institutions du marché des prêts immobiliers. La BCE²⁹ note ainsi que les dépenses de consommation réagissent en général plus fortement aux chocs sur les prix des logements dans les économies dont le marché des prêts immobiliers est plus complet, c'est-à-dire les marchés où le patrimoine immobilier est plus liquide. Cette remarque s'applique notamment aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou encore aux Pays-Bas.

La vigueur avec laquelle les chocs sur les prix des logements se transmettent à l'économie dépend encore, entre autres, de la part de la population qui est propriétaire de son logement, de la quotité de financement standard, des possibilités de remboursement anticipé, du développement des mécanismes d'assurance et de cautionnement du crédit...

Au total, s'il apparaît que les effets de richesse sur la consommation sont de relativement faible ampleur dans le cas de la plupart des pays de la zone euro, et de la France en particulier³⁰, dans les phases de hausse de prix de l'immobilier, ils sont aussi probablement asymétriques. La BCE relève ainsi que les ménages semblent réagir davantage aux pertes de patrimoine immobilier qu'aux gains. Cette caractéristique pourrait être liée à l'existence

²⁸ Sur la base des données de l'Observatoire du financement du logement du CSA.

²⁹ « *Patrimoine immobilier et consommation privée dans la zone euro* », Banque Centrale Européenne, Bulletin mensuel, janvier 2009.

³⁰ Voir notamment A. Aviat, JC Bricongne et PA Pionnier : « *Richesse patrimoniale et consommation : un lien tenu en France, fort aux Etats-Unis* », Note de conjoncture de l'Insee, décembre 2007.

d'une épargne de précaution ainsi qu'à des contraintes de liquidité. Ne pas prendre en compte cette asymétrie vient biaiser les estimations de la propension marginale à consommer associée à un effet de richesse³¹.

4.2. L'observation empirique des comportements de la compétitivité, des dépenses de consommation et d'investissement en logement durant les phases de baisse des prix de l'immobilier

Nous observons empiriquement le comportement des dépenses de consommation et d'investissement en logement des ménages lors des phases de baisse des prix de l'immobilier résidentiel. Pour ce faire, les données de prix immobiliers collectés pour 43 pays par la Banque des Règlements Internationaux sont privilégiées. Dans le cas de la France, nous avons retenu l'évolution des prix de l'immobilier résidentiel fournie par la FED de Dallas sur la base de données nationales.

Nous isolons les phases de baisse de prix et ne retenons que la dernière en date pour chacun des pays du panel suivi par la BRI. Nous prenons également comme condition limite que cette phase de baisse s'est étendue sur au moins deux années successives. Nous utilisons des séries de prix observés et donc non corrigées par l'évolution des prix à la consommation ou des revenus disponibles des ménages.

Nous observons ensuite le comportement des indicateurs macroéconomiques en vérifiant s'ils connaissent une évolution de même sens que celle des prix de l'immobilier entre les années qui vont du point haut au point bas des prix de l'immobilier résidentiel. Nous comparons ensuite l'évolution des grandeurs macroéconomiques concernées avec la progression qu'elles avaient affichée durant les cinq années qui ont précédé la phase de baisse des prix de l'immobilier résidentiel.

4.2.1 Les épisodes de baisses des prix de l'immobilier résidentiel

Les données de la BRI et de la FED permettent d'isoler **27 épisodes de baisses des prix de l'immobilier résidentiel**. La plupart sont intervenues à la fin des années 2000 et certaines d'entre elles étaient toujours en cours en 2012 (Espagne, Pays-Bas, Irlande, Grèce, Bulgarie, R. slovaque, Japon où cette phase a débuté en 1991). Quelques-unes sont intervenues au début des années 1990 (Canada, Suisse, Suède, Corée du Sud, France³²).

³¹ Voir R. Berben, K. Bernoth et M. Mastrogiacomo: « Households' response to wealth changes : do gains or losses make a difference ? » CPB Discussion Paper, n° 63, Février 2006.

³² Ces 27 épisodes de baisse de prix de l'immobilier résidentiel sont les suivants : Allemagne (1995-2006), Australie (2010-2012), Bulgarie (2008-2012), Canada (1990-1992), Corée du Sud (1991-1999), Danemark (2006-2009), Espagne (2008-2012), Estonie (2007-2009), Etats-Unis (2006-2011), Finlande (1990-1995), France (1991-1995), Grèce (2008-2012), Hong Kong (1997-2003), Irlande (2007-2012), Islande (2008-2010), Italie (2008-2012) Japon (1991-2012), Lettonie (2007-2010), Nouvelle-Zélande (2007-2009), Pays-Bas (2008-2012), Portugal (2010-2012), Rép. Slovaque (2008-2012), Rép. Tchèque (2008-2011), Royaume-Uni (2007-2009), Slovénie (2008-2010), Suède (1991-1993), Suisse (1990-1998).

En moyenne, ces épisodes de baisse se sont prolongés pendant cinq ans. L'ampleur moyenne de baisse observée entre l'année du point haut et celle du point bas du prix de l'immobilier résidentiel a été de 25 %. C'est en France que la dernière phase de baisse de prix d'une durée d'au moins deux ans a été de la plus faible ampleur (-4 % entre 1991 et 1995) et à Hong Kong qu'elle a été la plus prononcée (-62 % de 1997 à 2003). Elle aurait été de 50 % au Japon depuis 1991 et de 49 % en Irlande depuis 2007.

4.2.2 L'évolution des parts de marché à l'exportation pendant les phases de baisse des prix de l'immobilier résidentiel

Une hausse de l'indice de compétitivité, qui rapporte les exportations de biens et services à la demande mondiale, est intervenue dans 11 des 27 épisodes de baisses de prix de l'immobilier retenus. Des économies comme celles du Royaume-Uni, l'Espagne, les Pays-Bas ou encore la Suède ou les Etats-Unis ont ainsi vu leurs performances à l'exportation se renforcer lors de tels épisodes. Ce n'est pas le cas en France où l'indice de compétitivité n'a fait que se stabiliser durant l'épisode de baisse de prix de l'immobilier résidentiel intervenu de 1991 à 1995. Toutefois, sur l'ensemble du panel, la relation statistique entre ces deux variables n'est pas significative et le coefficient de détermination calculé sur l'échantillon retenu ressort à 0,02. Plus fondamentalement, plusieurs des cas d'amélioration de la compétitivité coïncidents de phases de baisse des prix de l'immobilier peuvent plus sûrement s'expliquer par des évolutions de change (dévaluation en Suède, dépréciation de la livre au Royaume-Uni), un recul des coûts salariaux unitaires (Espagne notamment), et une baisse des coûts de l'énergie (Etats-Unis...) que par des éléments associés aux trajectoires de l'immobilier résidentiel.

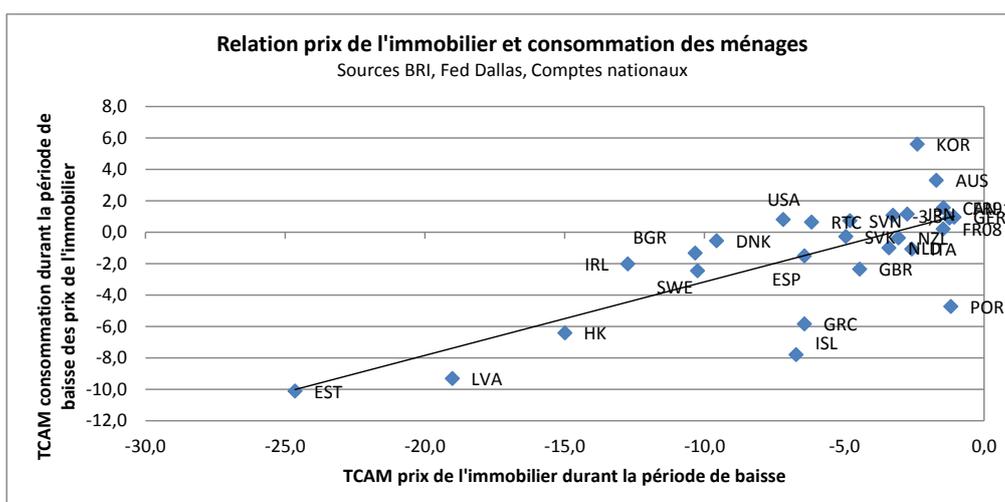
Comme c'était déjà le cas en ce qui concerne les phases de hausse des prix, les périodes de baisse des prix de l'immobilier ne sont pas significativement reliées à une évolution particulière de l'indice de compétitivité à l'exportation retenu.

4.2.3 Le comportement des dépenses de consommation durant les phases de baisse des prix de l'immobilier résidentiel

Les dépenses de consommation des ménages en volume se sont contractées au cours de 17 épisodes de baisse des prix de l'immobilier résidentiel sur 27 observés. Dans chacun des dix épisodes de baisse de prix de l'immobilier qui se sont accompagnés d'une progression des dépenses de consommation des ménages (Australie, Canada, Suisse, R. tchèque, Allemagne, Japon, Corée du sud, Slovaquie, Etats-Unis, France), **celle-ci a été très sensiblement inférieure au taux de croissance annuel moyen de la consommation observée durant les cinq années ayant précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier résidentiel**. En moyenne non pondérée, et dans le seul cas de ces dix épisodes, le **taux de croissance annuel moyen** de la consommation des ménages a été **divisé par un peu plus de deux** entre la période des cinq années ayant précédé la phase de baisse des prix (+ 3,6 % par an) et la phase de baisse (1,4 % par an). Seule l'Australie fait exception avec une progression des dépenses de consommation des ménages plus vive durant la phase de baisse des prix que durant les cinq années qui avaient précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier résidentiel.

En appliquant la méthode des MCO, on obtient pour la variable « prix de l'immobilier » un coefficient de 0,5 qui est statistiquement significatif au seuil de 1 %. Cela signifie qu'un recul d'un point du taux de croissance annuel moyen des prix de l'immobilier est associé à un recul de 0,5 point du taux de croissance moyen annuel de la consommation des ménages.

Au total, en présentant un coefficient de détermination de 0,53, la relation statistique entre l'ampleur de la baisse des prix de l'immobilier résidentiel et la consommation en volume paraît plus solide que celles examinées jusqu'à présent. Elle est en outre du signe attendu : **la progression de la consommation étant de plus en plus faible à mesure que la baisse des prix de l'immobilier s'accroît.**



Il est toutefois probablement trop rapide d'établir sur la base de ces seules observations une corrélation stricte entre baisse des prix de l'immobilier résidentiel et recul (ou ralentissement) des dépenses de consommation des ménages. Les baisses des prix de l'immobilier sont intervenues dans tous les cas durant des phases de vif ralentissement de la croissance, que ces baisses de prix en aient été la cause ou la conséquence. Cette juxtaposition entre baisse des prix et recul/ralentissement des dépenses de consommation tient probablement plus à une simultanéité, dans un contexte économique déprimé, qu'il ne s'agit d'une stricte causalité.

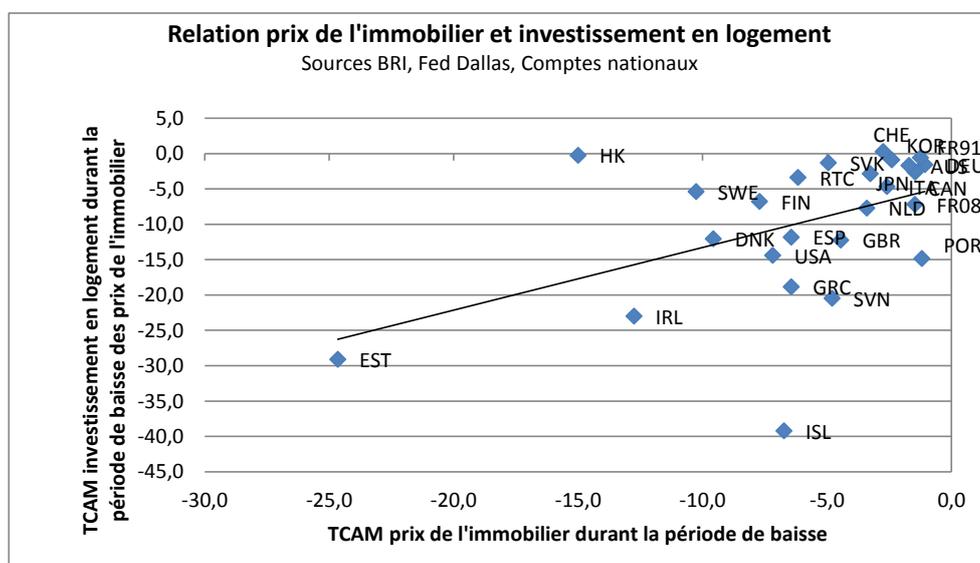
4.2.4. Le comportement des dépenses d'investissement en logement durant les phases de baisse des prix de l'immobilier résidentiel

Nous avons ensuite examiné le comportement des dépenses d'investissement en logement lors des 24 épisodes de baisses des prix de l'immobilier résidentiel (la Nouvelle-Zélande, la Lettonie et la Bulgarie sont exclues de notre échantillon en raison d'un manque de données sur l'investissement en logement en volume).

A l'exception de la Suisse au cours de la période allant de 1990 à 1998, toutes les économies ayant connu une baisse des prix de l'immobilier résidentiel ont vu le volume de l'investissement en logement reculer durant la même période. En moyenne (non pondérée) le taux de croissance annuel moyen de l'investissement en logement a reculé de 16 points entre la phase

de hausse et la phase de baisse. Il était en moyenne de 5,9 % par an durant les cinq années ayant précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier. Il a été de -9,7 % par an en moyenne pendant les phases de baisse des prix.

La France affiche la plus grande inertie avec une progression annuelle moyenne de 1,5 % par an de l'investissement des ménages au cours des cinq années ayant précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier résidentiel. Le recul intervenu de 1991 à 1995 s'est ensuite opéré au rythme annuel moyen de 0,6 % par an. Le recul de l'investissement des ménages avait même débuté avant le début de la phase de baisse des prix de l'immobilier résidentiel ; le point haut de l'investissement ayant été atteint en 1989.



L'application de la méthode des MCO à ces données montre l'existence d'une relation statistique significative au seuil de 5 % entre les prix de l'immobilier et les investissements en logement. Un recul du taux de croissance annuel moyen des prix de l'immobilier d'un point est associé à un recul de 0,93 point du taux de croissance annuel moyen des investissements en logement. Le coefficient de détermination entre les deux évolutions est plus faible que dans le cas précédent. Il ressort à 0,22, signalant ainsi une très faible significativité. Signalons toutefois qu'il remonte à 0,58 une fois les deux points extrêmes que sont Hong Kong et l'Islande sortis de l'échantillon.

Là encore, il convient de se garder d'établir sur la base de ces seules observations un strict lien de causalité entre baisse des prix de l'immobilier résidentiel et recul des dépenses d'investissement en logement (ou d'investissement des ménages selon les statistiques disponibles). Toutefois du strict point de vue de l'analyse économique, la relation paraît *a priori* plus forte que dans le cas de la relation entre prix de l'immobilier résidentiel et dépenses de consommation. Une phase de baisse des prix peut conduire un propriétaire désireux de vendre le bien qu'il occupe pour effectuer une construction neuve (et donc à investir au sens de la comptabilité nationale) à retarder cette opération de vente dans le cas où il anticipe une baisse seulement temporaire. Les ménages désireux d'acheter un logement

peuvent anticiper, pour leur part, la poursuite de la baisse des prix. Dans une telle situation, une phase de désinflation immobilière est associée au ralentissement, voire à la contraction du nombre de transactions.

Les marchés du logement sont en outre étroitement imbriqués comme le montre bien l'estimation de la FFB selon laquelle un investissement dans le neuf sur trois est précédé par une vente dans l'ancien en France²⁸. Le logement, et en particulier l'investissement dans le logement neuf, s'inscrit souvent dans un parcours résidentiel type qui conduit un ménage à louer puis acquérir un bien initialement dans l'ancien, avant de le céder et d'acquérir un nouveau logement plus onéreux ou de construire son propre bien, donc à investir. Pour segmentés qu'ils apparaissent, les marchés du logement sont en fait fortement interconnectés.

Dans cette optique, et au regard des leçons tirées des différents cas de baisse des prix de l'immobilier résidentiel examinés, miser sur une baisse des prix pour résoudre les difficultés patentes d'accès au logement associées à un déficit d'offre risque fort de s'avérer un pari extrêmement hasardeux. Parce qu'un recul de l'investissement en logement s'opère systématiquement durant les phases de baisse de prix, la cible visée a alors de bonnes chances de ne pas être atteinte.

4.3. Quel rythme de croissance durant les phases de baisse des prix de l'immobilier ?

En relation avec les évolutions précédentes de la consommation et de l'investissement en logement observées durant les phases de recul des prix de l'immobilier résidentiel, il n'est pas surprenant de constater que la croissance du PIB a fléchi voire est devenue négative dans toutes les phases de recul des prix observées. Au total, au cours des 27 phases de baisse de prix de l'immobilier retenus dans notre échantillon, un recul du PIB de l'économie concerné est intervenu à 17 reprises. Dans les 10 cas de baisse des prix de l'immobilier au cours desquels le PIB a poursuivi sa progression, celle-ci a fortement décéléré, passant d'une croissance annuelle moyenne de 4,3 % au cours des cinq années ayant précédé l'atteinte du point haut des prix de l'immobilier résidentiel à une progression limitée à 1,7 % par an.

L'application de la méthode des MCO montre une relation statistique robuste et significative au seuil de 1 % entre les deux variables, avec un coefficient de 0,33 pour le taux de croissance annuel moyen des prix de l'immobilier. Le coefficient de détermination associé à cette régression est de 0,37.

Là encore, le sens de la causalité paraît difficile à établir entre croissance du PIB et baisse des prix de l'immobilier ; le recul de l'activité en général occasionnant un recul des revenus des agents qui pénalise les choix d'investissement dans l'acquisition ou la construction de logements et joue dans le sens d'une baisse des prix. Un recul des prix peut également être à l'origine ou contribuer à une rupture de croissance comme l'exemple américain récent le souligne. Retenons toutefois que **dans tous les cas examinés (à l'exception de l'Australie), une baisse des prix de l'immobilier résidentiel a toujours été associée à une croissance affaiblie.**

*
* *

En conclusion, la relation entre la hausse des prix de l'immobilier et la perte de compétitivité illustrée par les évolutions de parts de marché à l'exportation reste plutôt ténue sinon absente du strict point de vue statistique. Cette conclusion s'appuie sur une analyse statistique univariée de la perte de compétitivité. De fait, l'analyse conduite ici n'a pas vocation à expliquer cette dernière tendance de manière exhaustive, ce qui nécessiterait l'analyse du processus global de formation du prix de production du secteur exportateur. Elle repose également sur l'observation que les mécanismes économiques qui, en théorie, associent évolution des prix de l'immobilier et évolution des parts de marché (accélération salariale, effet d'éviction du crédit aux entreprises...) ne se sont pas manifestés ou sont restés d'une ampleur limitée.

L'inscription durable à la hausse de ces prix pose cependant de manière criante la question de l'effort que les ménages doivent effectuer pour accéder à un logement. Il convient donc plutôt de s'interroger sur les déséquilibres de marché qu'une telle hausse révèle, ainsi que sur les causes des évolutions des prix de production du logement³³ et sur la présence de rigidités. De ce point de vue, si l'on admet que la hausse des prix de l'immobilier résidentiel a pour origine une pénurie d'offre de logements³⁴, le recul de l'investissement en logement qui est systématiquement associé aux phases de baisse des prix ne pourrait qu'accentuer la situation initiale de pénurie et créer ainsi les conditions d'une nouvelle phase ultérieure de hausse soutenue des prix.

Miser sur une baisse des prix de l'immobilier pour restaurer la compétitivité dégradée au cours des vingt dernières années apparaît au total comme un pari hasardeux sans pour autant apporter les réponses fondamentales aux déséquilibres de marché sur lesquels s'est échafaudée la hausse des prix de l'immobilier résidentiel en France.

³³ L'OCDE a ainsi montré dans le chapitre consacré aux politiques du logement dans son ouvrage de 2011 intitulé « Réformes économiques, Objectif Croissance » que la France connaissait l'une des plus faibles élasticités de l'offre de logement à l'évolution des prix de l'immobilier.

³⁴ Voir notamment M. Mouillart : « Comment faire face à la pénurie de logements » www.youtube.com/watch?v=eJHhoZzCHFU