



IV / Les prix de l'immobilier : évolutions de long terme et impacts sur le cycle

*Thomas Grjebine**

Investir dans la pierre est souvent considéré comme l'investissement sûr par excellence : les prix de l'immobilier sont réputés ne jamais baisser sur longue période. La crise actuelle modifiera-t-elle cette perception commune ? Des baisses de prix importantes ont été observées dans de nombreux pays à la suite des booms des années 2000. Aux États-Unis, plus de six ans après l'éclatement de la bulle et une baisse des prix de plus 25 %, l'activité de la construction commence seulement à redémarrer. En Espagne ou en Irlande, les prix de l'immobilier continuent de baisser. La France, qui faisait figure d'exception, semble à son tour connaître un ralentissement du marché : en 2012, la baisse des prix est restée très limitée (– 1,7 %), mais les ventes de logements neufs ont chuté de presque 30 %.

Dans de nombreux pays, les quinze dernières années ont été ainsi marquées par d'importants booms des prix immobiliers suivis d'épisodes de baisse significative. Ces mouvements sont-ils exceptionnels à l'échelle des quarante dernières années ? Quels enseignements peut-on tirer des évolutions de prix depuis la fin du XIX^e siècle ? Les prix de l'immobilier augmentent-ils sur très longue période ou observe-t-on des retours à l'équilibre ? Après avoir répondu à ces questions, nous envisagerons l'enjeu économique des fluctuations des prix immobiliers. Les prix de

* Thomas Grjebine est économiste au CEPII.

l'immobilier constitue un déterminant essentiel du cycle économique et ont des conséquences directes sur l'emploi. Faut-il se réjouir des baisses de prix lorsque les marges de soutien à l'activité sont faibles ?

Les baisses de prix immobiliers sont-elles un phénomène exceptionnel ?

Des fluctuations fortes au cours des quarante dernières années.

Entre 1997 et 2007, les prix de l'immobilier ont plus que doublé en France, Espagne, Royaume-Uni, Irlande, Suède, presque doublé aux États-Unis ; seuls le Japon (– 27 %) et l'Allemagne (– 13 %) ont connu une évolution divergente (sauf indication contraire, les prix sont indiqués dans ce chapitre en termes réels, c'est-à-dire corrigés de l'inflation).

À partir de 2007, les cycles se sont retournés, les prix baissant de façon significative dans les pays qui avaient connu un boom. Les prix réels ont ainsi chuté entre 2007 et 2012 de 25 % aux États-Unis, 35 % en Espagne, 20 % en Italie ou aux Pays-Bas, 33 % en Irlande. Les baisses de prix peuvent être très importantes y compris dans les grandes villes. Aux États-Unis, entre le pic de juillet 2006 et mi-2012, les prix ont baissé de 27 % à New York, 24 % à Washington DC (– 34 % au plus bas en 2009), de 38 % à Los Angeles, 47 % à Miami, et de 60 % à Las Vegas (indices nominaux Case-Shiller). À l'inverse, non seulement la France n'a pas connu de baisse significative des prix, mais ils ont même continué à augmenter de façon très importante à Paris (+ 47 % entre 2009 et 2012).

Ces variations récentes sont-elles exceptionnelles ? Que nous enseignent les évolutions des prix immobiliers sur une quarantaine d'années ?

Le premier constat est que les prix de l'immobilier sont très cycliques. Tous les pays connaissent des phases de boom et de baisse des prix et les booms intervenus dans les années 2000 n'apparaissent pas exceptionnels à l'échelle des quarante dernières années (tableau 1). Les prix réels ont ainsi davantage augmenté dans les années 1980 en Espagne (+ 141 %) ou en Italie (+ 63 %, et même + 88 % dans les années 1970) que lors du dernier boom (respectivement + 110 % et + 60 %). Au Japon ou au Royaume-Uni, les hausses de prix ont été très fortes dans les années 1970

(respectivement + 140 % et + 64 %) et 1980 (+ 83 % et + 96 %). Sur les quarante dernières années, les pays du G7 (plus l'Espagne) ont tous connu au moins deux épisodes de baisse significative (supérieure à 10 %). Les baisses de prix peuvent être très importantes (il faut en effet mettre en garde contre une comparaison hâtive des chiffres de hausse et de baisse et rappeler que lorsque les prix ont monté de 100 %, une baisse de 50 % les ramène à leur niveau initial). Par exemple, dans les années 1980, l'Italie, le Royaume-Uni et l'Espagne ont connu des baisses des prix réels de l'ordre de 30 %. Les périodes de baisse peuvent aussi être très longues. Les prix ont baissé au Japon de 1991 à 2012 et, en Allemagne, de 1995 à 2008. Les baisses n'ont épargné ni la France ni Paris: entre 1991 et 1997, les prix réels ont baissé de près de 46 % dans la capitale.

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

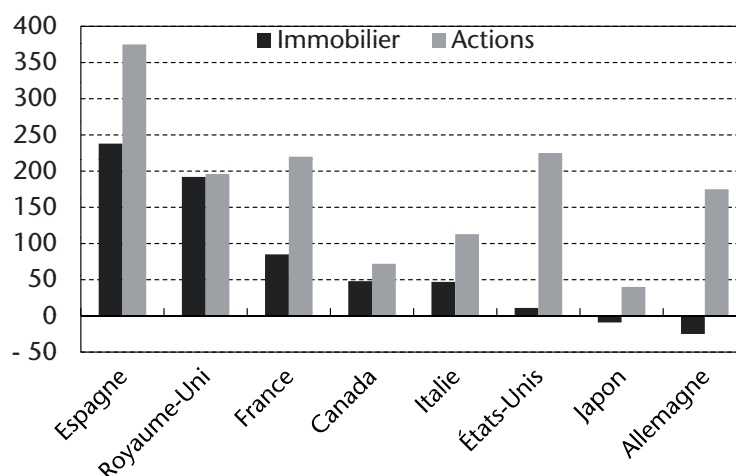
	1970	1980	1990	2000	2010		
Allemagne		+15%	-13%	+10%	-23%	4%	
Canada	+42%	-20%	+57%	-15%	+98%		
Espagne		-33%	+141%	-20%	+110%	-35%	
Etats-Unis		+16%	-14%	+21%	-14%	+85%	-25%
Italie		+88%	-33%	+63%	-28%	+60%	-19%
France		+32%	-16%	+33%	-13%	+125%	-5%
Japon	+140%	-23%	+83%		-46%		
Royaume-Uni		+64%	-33%	+96%	-27%	+168%	-17%

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

En raison de ces fluctuations de prix de long terme, l'investissement dans l'immobilier peut se révéler risqué. Sur les trente dernières années, il n'est pas la garantie d'une plus-value (graphique 1). Par rapport à son niveau de 1980, l'indice des prix de l'immobilier avait, en 2009, perdu 9 % au Japon, 25 % en Allemagne. Dans tous les pays du G7, la progression des indices boursiers a été très supérieure à celle des indices immobiliers. Aux États-Unis, l'indice boursier a augmenté de 225 %, quand il augmentait de 11 % seulement dans l'immobilier. En France, la hausse de la Bourse a été plus de deux fois plus élevée que celle de l'immobilier. Moins liquide sur une période courte, l'investissement immobilier est aussi moins rentable à long terme que l'investissement sous forme d'actions.

Graphique 1. Croissance des indices immobiliers et boursiers sur trente ans

(en %)

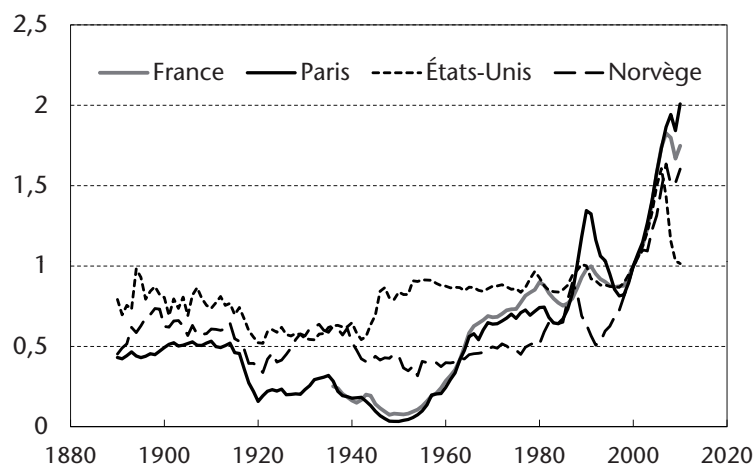


Sources: BRI, OCDE. Calculs de l'auteur. Indices réels. Comparaison entre indices réels qui ne prend en compte ni les loyers ni les dividendes. Période: 1980-2009.

Des prix qui n'augmentent pas significativement sur longue période

Les prix de l'immobilier ont été très cycliques sur les quarante dernières années, mais connaissent-ils une tendance haussière sur très longue période? Les séries historiques qui permettraient de répondre à cette question sont rares. Celles dont on dispose pour la France, les États-Unis, les Pays-Bas et la Norvège permettent cependant de tirer plusieurs enseignements (graphique 2).

Graphique 2. Évolution des prix de l'immobilier en France, aux États-Unis et en Norvège (1890-2010)



Source: calculs de l'auteur à partir des données de Friggitt, Shiller et de la Norges Bank. Indices en termes réels. Base 1 = 2000.

Aux États-Unis, le niveau de prix est aujourd'hui le même qu'à la fin du XIX^e siècle! Pour retrouver le niveau de prix de 1894, il a même fallu attendre 1990, soit presque un siècle! Sur les cinquante ans qui suivirent le pic de 1894, la baisse presque continue des prix réels a été de 50%. Il est intéressant d'observer que ce niveau de 1894 et 1990 a de nouveau été atteint aux États-Unis en 2000, au démarrage de la bulle immobilière, puis en 2010, après le krach.

Concernant la France et Paris, il est plus difficile de tirer des enseignements sur très longue période, en raison des destructions causées par les deux guerres mondiales et du contrôle des loyers entre 1914 et 1948 qui affecta fortement les prix. La forte hausse du prix des logements entre 1948 et 1965 apparaît alors comme un rattrapage, à la suite des trente ans de blocage des loyers (la célèbre loi de 1948 ne fut pas une loi de blocage des loyers, mais de sortie du contrôle des loyers): en 1965, les prix de l'immobilier parisien retrouvaient leur niveau d'avant la Première Guerre mondiale. Au cours des trente ans suivants (1968-1998), les prix réels n'ont augmenté au niveau national que de 1% par an. À partir de 1998, l'évolution des prix s'éloigne significativement de cette tendance. Fin 2012, les prix réels étaient 43% au-dessus du niveau correspondant à la poursuite de la tendance longue!

En Norvège, il est étonnant de constater que, sur cent ans (1890-1990), les prix de l'immobilier sont fréquemment revenus au niveau atteint en 1890 (en 1917, 1940, 1970, 1992). Les variations ont néanmoins été de grande amplitude. Lors du boom des années 1980, les prix réels de l'immobilier ont augmenté de près de 100% (entre 1976 et 1987), avant de revenir, au début des années 1990, à leur niveau antérieur (baisse de 45% de 1987 à 1992). Seul le dernier boom semble s'éloigner de cette très longue tendance.

Des enseignements proches peuvent être dégagés dans le cas hollandais. À partir de données portant sur un quartier du centre d'Amsterdam (Herengracht) sur plus de trois cent cinquante ans, B. Ambrose, P. Eichholtz et T. Lindenthal [2013] ont montré que les phases de baisse pouvaient être très longues et importantes. Par exemple, les prix réels ont baissé de façon continue pendant quarante ans entre 1770 et 1810 (- 80% au total).

En résumé, contrairement à l'idée reçue, les prix de l'immobilier ne connaissent pas une tendance haussière sur longue période. Les prix ne sont pas significativement plus élevés aujourd'hui

qu'il y a un siècle. Aux États-Unis, le niveau des prix était le même en 2010 qu'en 1894; en Norvège, le même dans les années 1990 qu'un siècle plus tôt. En France, les prix ont retrouvé, à la suite de la période de rattrapage, le niveau qui existait avant la Première Guerre mondiale et n'ont augmenté ensuite, pendant trente ans, que de 1 % par an.

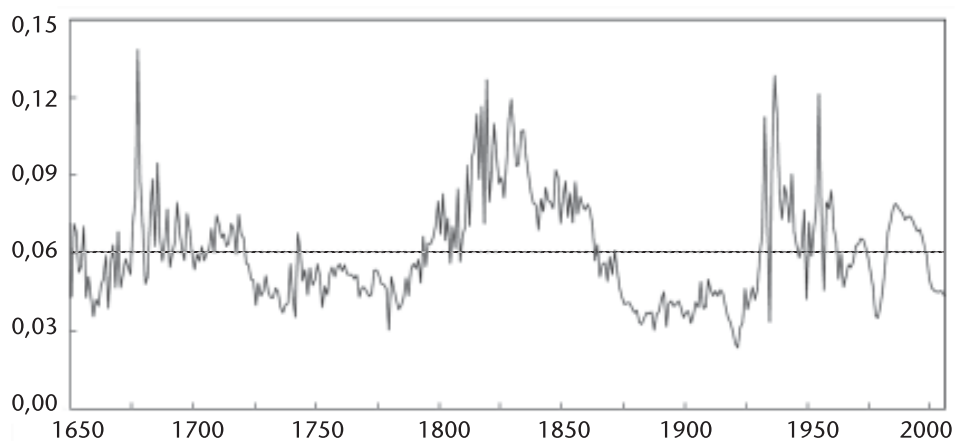
Prix d'équilibre et formation des bulles

L'existence d'un prix d'équilibre

Si les prix immobiliers peuvent baisser durablement et n'augmentent pas forcément sur longue période, existe-t-il un niveau d'équilibre vers lequel les prix tendent à revenir ?

Le ratio des prix immobiliers sur les loyers est souvent utilisé comme indicateur de la valeur d'équilibre d'un bien immobilier. La valeur d'un actif (maison) peut en effet être évaluée comme la somme actualisée de ses rendements futurs, c'est-à-dire comme la somme actualisée des loyers. Un décalage important et persistant entre l'évolution des prix et l'évolution des loyers est ainsi le signe d'un déséquilibre, et plus précisément d'une bulle si les prix augmentent beaucoup plus fortement que les loyers. Ambrose, Eichholtz et Lindenthal ont montré, en étudiant les séries historiques existant sur Amsterdam, que, sur trois cent cinquante ans, le ratio loyer/prix a tendance à revenir à sa moyenne de long terme (graphique 3). Des écarts peuvent néanmoins durablement persister (par exemple, ratio sous la moyenne pendant tout le

Graphique 3. Ratio des loyers sur les prix de l'immobilier, Amsterdam, 1650-2005



Source: Ambrose, Eichholtz et Lindenthal [2013].

xviii^e siècle, ou au-dessus de la moyenne de 1800 à 1860), avant le retour à la moyenne, qui s'opère davantage par un ajustement des prix que des loyers.

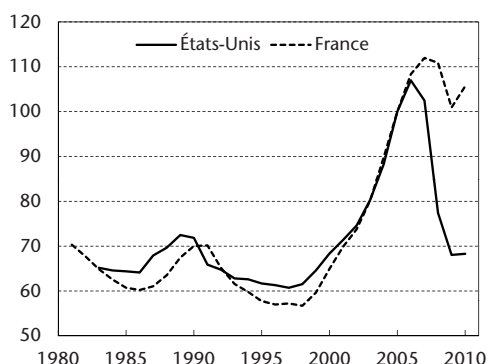
L'hypothèse d'un prix d'équilibre est essentielle si l'on veut prévoir les évolutions futures, en particulier l'ampleur d'une baisse à venir. Si les indicateurs montrent que les prix s'éloignent de leur valeur d'équilibre, on peut parler de « bulle »; dans ce cas, la baisse pourrait être très importante pour revenir au niveau de long terme. En revanche, si la hausse s'explique par une pénurie de logements, il n'y a pas lieu de s'attendre à ce qu'ils baissent de façon significative. L'évolution du marché immobilier français depuis 1997 permet d'explicitier ce point.

Illustration sur le cas de la France

Quels sont les facteurs incriminés dans la hausse des prix immobiliers en France? L'augmentation des coûts de la construction? Mais l'indice réel des prix à la construction a augmenté de 16% entre 1997 et 2007, les prix de l'immobilier de 125%! La pénurie de logements? En France métropolitaine, de 1975 à 2010, le nombre de ménages a augmenté de 1,23% par an en moyenne et le nombre de logements de 1,26% [Jacquot, 2012]. En ne regardant que les résidences principales, leur nombre a augmenté de 11,3 millions d'unités entre 1968 et 2010 pendant que le nombre de ménages augmentait de 10,8 millions [INSEE, 2013]. C'est en France que le stock de logements rapporté à la population est le plus élevé parmi tous les pays d'Europe de l'Ouest [Jacquot, 2011]. Même en Île-de-France, le nombre de résidences principales a augmenté de 1,5 million d'unités entre 1968 et 2007 [Desjardins, 2011], tandis que le nombre de ménages augmentait de 700 000 unités. Les achats par les étrangers? La proportion des transactions réalisées par des acquéreurs de nationalité étrangère est stable depuis plusieurs années: 5,6% en 2012 contre 6,4% en 2004 [Notaires de France, 2013]. De plus, la croissance des achats nets des ventes par les étrangers non résidents n'a représenté qu'une fraction marginale (de l'ordre de 1%) des transactions de logements de 2000 à 2010 [Friggit, 2011]. Même à Paris, les étrangers auraient été responsables au plus d'une augmentation des prix de 2% entre 1997 et 2008, soit 1/50^e de la hausse effective [Sotura, 2013].

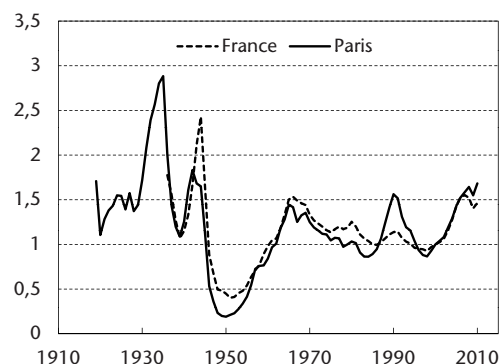
Si la pénurie de logements expliquait le boom des prix immobiliers, elle aurait eu aussi un impact sur le prix des loyers. Or la

Graphique 4. Ratio des prix immobiliers sur les loyers en France et aux États-Unis



Sources: Calculs de l'auteur à partir des données de Friggitt, Shiller et de l'OCDE. Base 100 en 2005. En termes réels.

Graphique 5. Prix des logements rapporté au revenu par ménage en France



Sources: Friggitt [2013]. Calculs de l'auteur. Indices réels, base 1=2000, calculé avec le revenu disponible par ménage en France.

France a connu ces dix dernières années un décrochage important des loyers par rapport aux prix immobiliers (graphique 4).

Entre 1997 et 2007, les prix ont augmenté de 125 % (145 % en nominal) tandis que les loyers augmentaient de 7 % (25 % en nominal). Ce décrochage – qui signifie que les rendements locatifs se sont effondrés et que l'on s'est éloigné du prix d'équilibre – indique la formation d'une bulle immobilière (on remarque sur le graphique 4 qu'aux États-Unis cette divergence entre les prix et les loyers s'est considérablement résorbée à partir de 2007 pour revenir au niveau qui existait en 2000; la bulle a éclaté et les prix sont revenus à leur valeur d'équilibre).

Une autre indication est fournie par l'évolution du revenu des ménages: sur longue période, les prix de l'immobilier tendent à évoluer en parallèle avec le revenu moyen des ménages. Des fluctuations fortes peuvent être observées, mais le ratio entre les prix et les revenus a tendance à revenir à sa moyenne de long terme (graphique 5). Or on observe que l'écart entre l'évolution des prix de l'immobilier et celle des revenus des ménages s'élargit en France depuis 1997. Selon *The Economist* [2013], avec une surévaluation de 35 %, la France est le pays où les prix de l'immobilier seraient les plus surévalués par rapport aux revenus.

Si les revenus ont sensiblement moins progressé que les prix, comment la capacité d'achat immobilier des ménages a-t-elle pu augmenter à un rythme comparable à la progression des prix (55 % entre 2003 et 2010) ? Sur cette période, le volume des crédits à

l'habitat s'est accru de façon très importante: l'encours des prêts immobiliers (par ménage) a doublé [DG Trésor, 2013]. Comme le souligne J. Friggitt [2011], «seul l'environnement financier, combiné à une certaine myopie des investisseurs, semble pouvoir expliquer l'envolée de 2000 à 2010 du prix des logements». Cette envolée n'aurait pas été possible sans une forte augmentation de l'endettement des ménages (+ 42% entre 2000 et 2010).

Endettement et anticipations

La relation entre conditions de crédit et boom immobilier n'est pas systématique. En France, par exemple, les taux d'intérêt réels de long terme ont commencé à baisser dès 1991, mais les prix de l'immobilier n'ont commencé à augmenter qu'à partir de 1997. Cependant, au-delà des facteurs spécifiques à chaque pays, les booms immobiliers des années 2000 peuvent s'expliquer par un environnement monétaire et financier qui a favorisé la baisse des taux d'intérêt réels et les booms du crédit.

D'une façon générale, les prix de l'immobilier sont très positivement corrélés à l'endettement privé: une hausse des prix de 10% est associée à une augmentation du ratio d'endettement des ménages de 2% dans les pays de l'OCDE (calculs de l'auteur pour la période 1970-2010). Au cours du dernier boom immobilier (2000-2007), l'endettement des ménages a ainsi augmenté de façon importante aux États-Unis (+ 36%, de 100% à 136% du revenu disponible brut des ménages), en Espagne (+ 71%, de 82% à 140%) ou au Royaume-Uni (+ 54%, de 112% à 172%). En France, si l'endettement des ménages a augmenté de façon significative (+ 32%), le ratio d'endettement reste plus limité que dans les pays cités (passant de 66% à 87%). Les règles de distribution du crédit immobilier en France sont plus strictes que les règles anglo-saxonnes: il s'agit essentiellement de prêts à taux fixe (85% des prêts sont à taux fixe et annuité constante), avec un ratio maîtrisé des mensualités du crédit et du revenu du ménage.

Les booms immobiliers reposent aussi sur des anticipations de hausse persistante des prix de la part des agents, anticipations alimentant elles-mêmes la hausse. En s'appuyant sur des questionnaires adressés à des accédants à la propriété aux États-Unis en 2002 et 2003, Case et Shiller [2004] ont montré que 90% des répondants anticipaient une hausse des prix immobiliers au cours des années suivantes. Plus surprenant, ils s'attendaient sur les dix années suivantes à une hausse annuelle moyenne

comprise entre 12% et 16%, ce qui signifiait un triplement ou un quadruplement des prix! Une telle persistance des anticipations est également vérifiée en période de baisse [Case, Shiller et Thompson, 2012], en particulier lorsque les agents ont connu des booms suivis de krachs immobiliers qui les mettent en garde durablement contre la spéculation immobilière (cas du Japon et de l'ex-Allemagne de l'Est dans les années 1990). La hausse nourrit la hausse, la baisse nourrit la baisse.

Immobilier et cycle

L'immobilier joue un rôle important dans l'économie des pays développés car les dépenses consacrées au logement représentent une part très significative du produit intérieur brut. En France, la dépense en logement, qui mesure l'ensemble des investissements et dépenses courantes (loyers) consacrés au logement, s'établissait en 2011 à 22% du PIB, soit 444 milliards d'euros [Commissariat général au développement durable, 2012]. Surtout, l'immobilier est un déterminant important du cycle économique du fait de son impact sur l'investissement, la consommation et l'emploi. «*Housing is the business cycle*», le cycle économique, c'est l'immobilier, selon l'économiste américain E. Leamer [2007].

Prix de l'immobilier et investissement

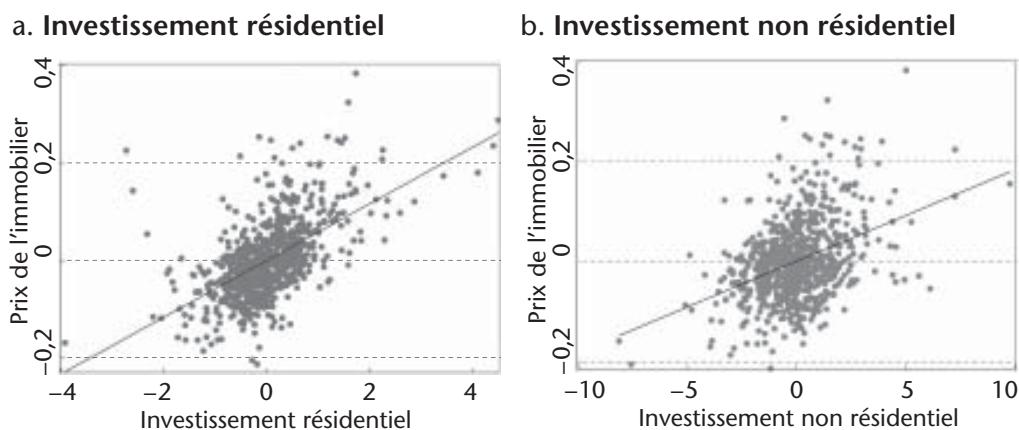
Le premier canal par lequel les prix de l'immobilier impactent le cycle économique est celui de l'investissement. L'investissement résidentiel – la construction – est très positivement corrélé aux prix de l'immobilier (graphique 6a). Du côté de l'offre de logements, une hausse des prix rend la décision d'investissement plus attractive puisqu'elle augmente la marge entre le prix de vente et le coût de la construction. La hausse des prix provoque aussi une hausse de la demande de logements de la part des ménages qui voient dans la hausse présente le signe d'une hausse dans les années à venir, et donc la perspective d'une forte plus-value (symétriquement, ils déduisent des baisses présentes des baisses futures et une moins-value). Le rôle de ces anticipations sur les prix et l'investissement est d'autant plus important qu'elles sont, comme on l'a vu, très persistantes.

L'investissement résidentiel qui représente une part significative de l'investissement total (29% en France en 2011) joue un

rôle très important comme facteur contribuant aux récessions et reprises économiques. Par exemple, Leamer [2007] a montré qu'aux États-Unis, sur les dix récessions intervenues depuis 1945, huit ont été précédées d'une baisse importante de l'investissement résidentiel l'année précédant la récession. Sur six de ces dix récessions, l'investissement résidentiel fut même le principal contributeur des récessions. Si l'investissement résidentiel est la composante du PIB qui s'effondre en premier, c'est aussi celle qui redémarre en premier lors des reprises.

Les prix de l'immobilier n'exercent pas seulement une influence sur la construction, mais également sur l'investissement dans son ensemble. Si la corrélation entre les prix de l'immobilier et l'investissement résidentiel est relativement connue, plus surprenante est la relation positive entre ces prix et l'investissement non résidentiel (graphique 6b). Une explication possible de cette corrélation est l'utilisation par les firmes de leurs biens immobiliers comme collatéral de leurs emprunts bancaires. Les économistes T. Chaney, D. Sraer et D. Thesmar [2012] ont récemment montré à partir de données américaines qu'une hausse des prix de l'immobilier de 10% permettait d'obtenir une augmentation de l'investissement de l'ordre de 1,2% du PIB grâce à l'utilisation des biens immobiliers comme collatéral par les firmes contraintes financièrement (effet calculé à partir des résultats sur des données microéconomiques). Ce résultat est généralisable aux pays de l'OCDE [Geerolf et Grjebine, 2013].

Graphique 6. Corrélation entre la variation des prix immobiliers et le taux de croissance de l'investissement dans les pays de l'OCDE, 1970-2010



Séries filtrées pour enlever la tendance de long terme. Prix réels de l'immobilier.

Encadré 1. Immobilier et finances publiques : le cas de la France

En France, les droits de mutation à titre onéreux représentent près de 8% du montant des taxes perçues par les collectivités locales. Ces recettes sont très dépendantes du cycle immobilier. Par exemple, en 2009, avec le ralentissement du volume des transactions, elles ont baissé de 26% avant d'augmenter de 35% l'année suivante, avec la reprise du marché immobilier. D'autres recettes fiscales comme la fiscalité sur les plus-values sont également directement dépendantes des prix immobiliers.

De façon générale, l'immobilier représente un enjeu très important pour les finances de l'État. L'effort public en faveur du logement, mesuré par les avantages conférés aux producteurs et aux consommateurs de services de logement, représente 45 milliards d'euros en 2011,

soit 2,25% du PIB (Commissariat général au développement durable, 2012], soit un pourcentage deux fois plus élevé qu'en moyenne dans la zone euro. Ces financements publics sont constitués pour 40% d'avantages conférés aux consommateurs de logements (essentiellement aux locataires) et pour 60% aux producteurs (les «aides à la pierre»). Les aides à la pierre représentent près du quart des aides et subventions distribuées par les pouvoirs publics. Leur efficacité est parfois contestée dans la mesure où elles sont en grande partie capturées par les offreurs sous la forme de hausses des prix. Surtout, face à ces enjeux financiers, on peut comprendre l'importance pour le secteur du bâtiment de convaincre les pouvoirs publics de l'existence d'une pénurie de logements. Il est du reste assez paradoxal que, avec des prix encore si élevés en France, le secteur de la construction continue de réclamer des aides toujours plus importantes.

Prix de l'immobilier et consommation : l'effet-richeesse

Les actifs immobiliers sont la principale composante du patrimoine des ménages (62% du patrimoine en France en 2010, où six ménages sur dix sont propriétaires de leur résidence principale ou accédants à la propriété). Les mouvements des prix affectent la valeur de ces actifs, laquelle, par un «effet-richeesse», influence la consommation des ménages propriétaires : ceux-ci augmentent leur consommation lorsque les prix immobiliers montent et les diminuent lorsque ces prix baissent. Les économistes Case, Quigley et Shiller [2013] ont récemment montré que l'effet des prix de l'immobilier sur la consommation des ménages était large et significatif aux États-Unis. Une hausse de la richesse immobilière réelle de l'ordre de celle enregistrée entre 2001 et 2005 (30%) augmenterait la consommation des ménages de 4,3% ; une baisse de l'ordre de celle qui s'est produite entre 2006 et 2009 (35%) la ferait diminuer de 3,5%, soit 350 milliards de dollars (la consommation représente aux États-Unis 10000 milliards de dollars)!

Notons que la hausse des prix immobiliers provoque un accroissement significatif des inégalités de patrimoine et des inégalités

générationnelles, les primo-accédants, jeunes en moyenne, étant les grands perdants de l'envolée du prix des logements. J. Friggit [2013] a montré comment, en France, les plus de 56 ans (seuil moyen à partir duquel on devient vendeur net dans ce pays) ont été les grands gagnants de la hausse des prix intervenue depuis 2000.

Prix de l'immobilier et chômage

Les prix de l'immobilier ont enfin un impact significatif sur le chômage, en particulier *via* les effets sur l'emploi dans le secteur du bâtiment. À l'emploi dans la construction (12% de l'emploi total en Espagne, 8% aux États-Unis, 7% au Royaume-Uni, 6% en France en 2005) s'ajoutent tous les emplois dans des secteurs fournissant des intrants à la construction (ciment) et des équipements (ascenseurs). Ainsi en Espagne en 2005, 23% des personnes employées travaillaient directement ou indirectement pour le secteur du bâtiment (12% aux États-Unis et au Royaume-Uni, 11% en France).

Surtout, l'emploi dans la construction est une composante très volatile de l'emploi. Ce sont des emplois peu protégés et très dépendants de l'activité du secteur. Des estimations économétriques permettent de montrer que les variations de l'emploi dans la construction représentent près de la moitié des variations de l'emploi (calculs de l'auteur pour les pays de l'OCDE sur la période 1970-2010).

En période de hausse des prix de l'immobilier, l'augmentation de l'activité de la construction et, plus largement, la hausse de la demande globale ont une forte incidence sur la demande de travail de la part des entreprises et permettent de réduire le chômage. À l'inverse, une baisse des prix entraîne une baisse de la demande qui a des conséquences très négatives sur l'emploi. En Espagne où, en 2007, les emplois dans l'immobilier représentaient 23% de l'emploi total, la construction a perdu 1,6 million d'emplois (il y en avait 2,7 millions en 2007), le taux de chômage est passé de 8,3% à 26% fin 2012. Aux États-Unis, ce sont près de 3 millions d'emplois dans la construction qui ont disparu pendant cette même période.

Le pilotage des prix

Encourager la baisse des prix immobiliers pour corriger les déséquilibres nés des booms se révèle être un pari très risqué. De la

même façon qu'un boom peut durer de nombreuses années, un retournement des anticipations peut entraîner une baisse des prix très persistante. L'exemple récent du Japon est significatif à cet égard puisque la baisse des prix de l'immobilier, continue depuis plus de vingt ans, y atteint désormais 45 %. Comme le montrent les évolutions historiques, les baisses de prix peuvent être significatives (jusqu'à - 80 %) et durer parfois plusieurs décennies. Elles peuvent être très douloureuses économiquement.

Les prix de l'immobilier doivent ainsi être « pilotés » avec précaution, ce qui nécessite de lisser les cycles et d'éviter les politiques trop procycliques. Par exemple, si les aides à la pierre peuvent être réduites en période de bulle, les politiques visant à faire baisser les prix sont plus problématiques en période de retournement du cycle. Aussi bien les États-Unis que la Chine mènent aujourd'hui des politiques contra-cycliques. Le gouvernement chinois a ainsi mis en place depuis 2010 des mesures restrictives pour limiter la spéculation et l'ampleur du boom immobilier (instauration de taxes foncières, restrictions du crédit, etc.). De son côté, l'administration Obama mène une politique visant à faire redémarrer le marché immobilier américain, en encourageant une reprise des crédits immobiliers à destination notamment de publics n'ayant pas accès au crédit. Inciter les banques à prêter à des ménages moins solvables n'est évidemment pas sans risque. Mais il s'agit ici d'amorcer une reprise et non de mener une politique procyclique comme c'était le cas, avant 2007, avec le développement des crédits *subprime*.

Repères bibliographiques

- AMBROSE B., EICHHOLTZ P. et LINDENTHAL T. [2013], « House prices and fundamentals : 355 years of evidence », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, n° 2-3, mars-avril, p. 477-491.
- CASE K. E., QUIGLEY J. et SHILLER R. J. [2013], « Wealth effects revisited : 1975-2012 », *NBER Working Paper*, vol. 18667.
- CASE K. E. et SHILLER R. J. [2004], « Is there a bubble in the housing market ? », *Brookings Papers on Economic Activity*.
- CASE K. E., SHILLER R. J. et THOMPSON A. [2012], « What have they been thinking ? Home buyer behavior in hot and cold markets », *NBER Working Paper*, vol. 18400.
- CHANEY T., SRAER D. et THESMAR D. [2012], « The collateral channel : how real estate shocks affect corporate investment », *American Economic Review*, vol. 102, n° 6, octobre, p. 2381-2409.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL AU DÉVELOPPEMENT DURABLE [2012], *Comptes du logement 2011*, décembre.

- DESJARDINS X. [2011], « Une lecture territoriale de la crise du logement en Île-de-France », *Regards croisés sur l'économie*, n° 9, mai.
- DG TRÉSOR [2013], « La hausse des prix de l'immobilier est-elle associée à une "bulle" de crédit en France ? ».
- FRIGGIT J. [2010], « Le prix des logements sur le long terme », CGEDD, mars.
- [2011], « Quelles perspectives pour le prix des logements après son envolée ? », *Regards croisés sur l'économie*, n° 9, mai.
- [2013], « Le prix des logements sur le long terme », CGEDD, support de cours à l'ENTPE, 18 mars.
- GEEROLF F. et GRJEBINE T. [2013], « House prices drive current accounts : evidence from property tax variations », *CEPII Working Paper*, n° 2013-18.
- INSEE [2013], Statistiques du logement, <http://www.insee.fr/fr/themes/theme.asp?theme=5&sous_theme=2>.
- JACQUOT A. [2011], « Doit-on et peut-on produire davantage de logements ? », *Regards croisés sur l'économie*, n° 9, mai.
- [2012], « La demande potentielle de logements à l'horizon 2030 : une estimation par la croissance attendue du nombre des ménages », *Le Point sur*, n° 135, août.
- LEAMER E. [2007], « Housing is the business cycle », *NBER Working Paper*, vol. 13428, septembre.
- NOTAIRES DE FRANCE [2013], « Note de conjoncture immobilière des notaires de France », n° 19, avril.
- SOTURA A. [2013], « Les étrangers font-ils monter les prix de l'immobilier ? Estimation à partir de la base de la chambre des Notaires de Paris, 1993-2008 », mémoire de master, École d'économie de Paris, EHESS, 20 mars.
- The Economist* [2013], « Global house prices : home truths », 12 janvier.