

INTRODUCTION

ANDRÉ BABEAU*
CLAUDE TAFFIN**

Le logement fait partie des biens économiques les plus complexes. C'est évidemment un bien de consommation de première nécessité dont la part dans le budget des ménages tend à croître avec le niveau de développement. C'est aussi un bien d'investissement qui, du côté des ménages, est spécialement apprécié au moment de la retraite ou à l'occasion de transmissions entre générations et, du côté des investisseurs, comme actif de diversification. Le logement est enfin devenu, à plusieurs égards, au cours des dernières décennies – et pas seulement dans les pays avancés – un bien « tutélaire », c'est-à-dire un bien qui appelle des interventions de la part des pouvoirs publics pour en augmenter ou orienter la consommation en raison des externalités positives ou négatives qu'elle induit. Cette dernière caractéristique du logement s'est encore enrichie à l'occasion de la crise qui a jeté de nombreux pays dans la Grande Récession.

L'analyse économique de l'immobilier résidentiel est longtemps restée inexistante. Il faut lire attentivement la *Théorie générale* de Keynes pour y trouver deux ou trois allusions aux logements possédés par les ménages, sans doute parce qu'à cette époque, les Britanniques urbains étaient très majoritairement locataires. Quant à Milton Friedman, en 1968, il ne se préoccupait guère que de savoir comment la propriété du logement principal perturbait le fonctionnement du marché du travail, question qui, comme on sait, fait encore débat aujourd'hui¹. Certes, la publication, en 1952, de la contribution fondatrice d'Harry Markowitz (1952) complétée, en 1965, par l'apport de James Tobin, avait déclenché une série impressionnante de travaux sur

* Professeur, université Paris-Dauphine. Contact : andre.babeau@free.fr.

** Directeur scientifique, association Dinamic. Contact : claude.taffin.csn@notaires.fr.

les choix de portefeuilles ; mais le logement restait étrangement absent des actifs pris en considération dans les différentes publications portant sur ce sujet.

Il fallut attendre les années 1980 pour commencer à voir apparaître une analyse économique de la décision d'acquisition d'un logement par les ménages. Des deux dernières décennies du XX^e siècle, en étant bien sûr très restrictifs, nous retiendrons deux dates. 1983 : Henderson et Ioannides (1983) explicitent la double caractéristique du logement d'être à la fois un bien de consommation et un bien d'investissement avec les incompatibilités que peuvent comporter les demandes de l'un et de l'autre bien. 1990 : Grossman et Laroque (1990), dans un solide article, très souvent cité par la suite, établissent l'existence d'un rapport *optimum (target level)* du montant du logement possédé au patrimoine total. Si l'on se situe trop au-dessous de ce niveau, la consommation de service logement sera insuffisante et si l'on se situe trop au-dessus, la part de l'actif logement dans le patrimoine total sera excessive au regard de la nécessaire diversification des actifs.

Au cours des décennies qui ont suivi, de nombreuses recherches empiriques ont été menées sur les choix de portefeuilles élargis au logement ; elles ne conduisent pas toujours à des réponses aussi claires qu'on pourrait le souhaiter. Ainsi, de la question, qui reste d'actualité, de savoir si, dans la sélection des actifs, la propriété du logement vient en concurrence avec la détention de valeurs mobilières et, en particulier, d'actions. En 2005, João F. Cocco répond par l'affirmative : la détention d'un logement comporte un risque (celui de la baisse des prix) qui rend imprudente la détention simultanée d'un autre actif aussi risqué que les actions (Cocco, 2005). Quelques années plus tard, Beaubrun-Diant et Maury (2011) concluent par la négative : la détention du logement ou d'actions en début de cycle de vie est souvent associée à la détention simultanée de ces deux actifs à un stade plus avancé de ce cycle. Un prix élevé des logements est-il alors susceptible d'empêcher la formation d'un patrimoine financier et donc de réduire les ressources disponibles pour le financement des entreprises ? La réponse à cette question est peut-être moins simple qu'on ne l'imagine.

Dans de nombreux travaux cependant, la détention du logement principal n'est pas envisagée par référence à la théorie des choix de portefeuilles mais, plus simplement, dans le cadre d'une comparaison entre achat et location. L'accession à la propriété comporte évidemment des coûts : droits d'enregistrement, frais d'agence et de notaire, intérêts des emprunts et coût des garanties, puis impôts récurrents et dépenses d'entretien, caractère peu liquide du bien et, au moment de la revente, risque d'une baisse des prix. Mais elle comporte évidemment

aussi des bénéfiques : le service rendu – faut-il citer la fierté d'être propriétaire ? –, l'assurance contre l'évolution imprévisible des loyers, un statut fiscal favorable, la présence d'un collatéral permettant même, dans certains pays, d'emprunter au titre de la consommation, enfin l'existence d'un actif susceptible de faciliter la période de retraite (vente suivie de l'achat d'un logement plus petit, sous-location, éventuelle hypothèque inversée).

Les bilans actualisés des deux situations de propriétaire et de locataire doivent être établis et comparés. Qui dit actualisation renvoie évidemment à la préférence pour le présent. Une très forte préférence pour le présent peut ainsi pousser à rester locataire : le bénéfice net de la propriété n'apparaît en effet en général qu'après plusieurs années². Ce délai est plus long pour les locataires qui paient un loyer bas ; *a contrario*, il peut être raccourci par des aides à l'accession (*Compte du logement 2002*). Une mobilité trop forte peut réduire ce bénéfice à néant en raison des coûts associés, notamment les droits de mutation, d'où l'interférence mentionnée plus haut avec le marché du travail (Brunet et Lesueur, 2004).

D'un point de vue purement empirique, les variables qui expliquent le statut d'occupation du logement sont en général des plus classiques : le revenu « permanent », l'âge, le niveau de formation, le statut du logement des parents, le statut matrimonial, la taille de la famille et, aux États-Unis, l'origine ethnique.

La perception d'un revenu « transitoire » (indemnité reçue à l'occasion d'un changement d'emploi, mais aussi déblocage d'un actif, donation, etc.) joue, de son côté, un rôle important qui a été assez tôt repéré. Le taux d'apport personnel demandé par les banques est en effet, on le sait, un facteur majeur de la décision – voire de la simple possibilité – d'accéder à la propriété du logement. Or le revenu « transitoire » permet de constituer dans de bonnes conditions cet apport personnel dont les banques n'acceptent pas en principe le financement sur prêts (« faux apport personnel »). La présence de ce revenu transitoire est spécialement importante pour les primo-accédants. Aux États-Unis, par exemple, il joue un rôle non seulement dans la décision d'acquisition du logement, mais aussi dans le montant de l'investissement réalisé à cette occasion. Plus tard dans le cycle de vie, c'est évidemment la revente du logement qui financera l'apport personnel lors d'une deuxième phase d'endettement.

Les économistes ont ainsi progressivement découvert l'importance et la complexité de la décision d'accession à la propriété qui est, pour un très grand nombre de ménages, la décision financière la plus lourde de conséquences qu'ils aient à prendre au cours de leur vie. L'économie du logement a de la sorte pu combler son retard et des ouvrages de synthèse

commencent d'apparaître comme cette *International Encyclopedia of Housing and Home* publiée par Elsevier en 2012. On notera cependant que les synthèses disponibles comportent encore de sérieuses lacunes : aussi étonnant que cela puisse paraître, les comportements de remboursement des prêts à l'habitat (les remboursements anticipés notamment), comme d'ailleurs le montant annuel global de ces remboursements, demeurent partout un domaine encore largement inconnu et qui devra donc impérativement faire l'objet d'importants travaux de recherche au cours des années à venir.

Globalement, l'analyse économique du « bien » logement doit être complétée par la prise en compte du caractère « tutélaire » qui lui a été progressivement associé au cours des dernières décennies, avec d'ailleurs certains développements tout récents.

C'est en 1959 que Richard Musgrave publia sa *Théorie des finances publiques* qui, au cours des décennies suivantes, servit souvent de référence pour apprécier le bien-fondé des interventions de l'État. Il y accordait une importance significative à ces biens tutélaire qui correspondent à des biens produits en fonction de la demande, mais à propos desquels l'État considère qu'il doit intervenir pour en stimuler la consommation (par exemple, par des subventions) ou, au contraire, pour la freiner (par exemple, par des impôts). Certes, la souveraineté du consommateur doit être la règle, mais celui-ci peut être mal informé du caractère nocif, pour lui-même et/ou pour la société, du niveau de consommation qui s'instaure spontanément. Il peut aussi, en sens inverse, ignorer ou sous-estimer l'avantage qui résulte pour la société d'une consommation plus élevée du bien considéré (Musgrave, 1959). Dans le premier cas, la consommation d'alcool, de tabac et de drogues est bien sûr souvent citée. Dans le second cas, le niveau des dépenses d'éducation, de santé ou d'hygiène est également cité. Pour être plus précis, Musgrave lui-même mentionnait ici « les repas fournis aux écoles par les collectivités locales, les dépenses correspondant à la gratuité de l'enseignement et les logements à faibles loyers subventionnés ».

Le logement figure donc bien, à l'origine, dans la catégorie des biens tutélaire, mais uniquement au titre des logements locatifs sociaux. Sa place dans cette catégorie va, par divers cheminements, croître considérablement au cours de la seconde moitié du XX^e siècle. Le secteur locatif social a été développé dans plusieurs pays. Plus globalement, la pénurie de logements a été, dans de nombreux pays, considérée à juste titre comme un fléau pour la société, fléau nécessitant l'intervention de l'État ou des collectivités locales. Ces derniers ont donc mis en œuvre, sous des formes diverses, des politiques encourageant la construction ou la réhabilitation de logements. Le développement de la propriété du

logement principal a, de son côté, été considéré, dans plusieurs pays, comme un facteur de progrès social et de stabilisation de la société. Cette propriété a dès lors été encouragée, par divers moyens, parfois même pour des ménages dont les ressources étaient spécialement modestes. On sait que les graves imprudences commises dans ce domaine aux États-Unis ont été à l'origine de la crise qui a secoué le monde au cours des six dernières années. On a donc vu apparaître en matière de logements une nouvelle fonction « tutélaire », celle de la surveillance des marchés du logement et de leur recours au crédit. Elle a pour but d'éviter que ne surgisse chez les ménages, par exemple à l'occasion d'un retournement des prix des logements, un grand nombre d'« actifs nets négatifs », c'est-à-dire de logements grevés d'une dette supérieure à leur valeur de revente, ce qui constitue un facteur potentiel de risque systémique. Cette nouvelle fonction « tutélaire », confiée aux autorités de contrôle, a été baptisée « surveillance macroprudentielle » et ne se limite d'ailleurs pas à celle du marché du logement. Entre-temps, on s'était d'ailleurs aperçu que la construction et la rénovation de logements étaient de gros pourvoyeurs d'emplois, le plus souvent domestiques et même locaux, d'où, dans les pays à taux de chômage élevé, la volonté de soutenir ces deux types d'opérations. S'y ajoutait encore le fait que le secteur du logement dans son ensemble est souvent aussi un gros pourvoyeur de rentrées fiscales et qu'à ce titre, il a sans doute droit à quelques égards.

En ce début du XXI^e siècle, les formes de tutelle exercées par les pouvoirs publics sur les marchés du logement apparaissent donc comme fort diverses.

L'objectif visé par le Conseil d'orientation de la *Revue d'économie financière* en retenant le thème du logement pour ce numéro était principalement de fournir aux lecteurs une synthèse aussi complète que possible des connaissances concernant, en France ou à l'étranger, les différents marchés du logement et leur financement. On a en effet souvent affaire dans ce domaine à des connaissances éparses et qui ne traitent que tel ou tel aspect bien particulier de la socioéconomie du logement. Grâce à la qualité et à la complémentarité des textes qui ont été sollicités et qui nous ont été adressés, il nous semble que cet objectif a été largement atteint.

Ce numéro de la *Revue d'économie financière* ne voulait négliger aucune des caractéristiques du « bien » logement évoquées plus haut. Il est centré sur les marchés du logement en France, mais sans s'interdire pour autant de faire référence au fonctionnement de ces marchés à l'étranger.

Son sommaire fait apparaître quatre groupes de contributions : le premier traite, en flux et en stock, de la macroéconomie du logement

en France. Le deuxième fournit un large panorama de l'évolution des statuts d'occupation non seulement en France, mais aussi au sein de l'Union européenne. Le troisième donne des informations détaillées sur les différents marchés de l'accession et de la location et sur les politiques les concernant. Enfin, le dernier rassemble des contributions traitant du financement de ces marchés et de la surveillance à laquelle il sera dorénavant soumis.

C'est dans le premier groupe de contributions que se situent les articles de Sabine Baïetto-Beysson et de Xavier Timbeau.

Sabine Baïetto-Beysson utilise cet outil original et précieux qu'est le compte satellite du logement pour replacer les dépenses courantes de logement ainsi que les dépenses en capital dans les grands agrégats des comptes nationaux. On constatera que la définition des dépenses courantes de logement des ménages est moins simple qu'on ne pouvait le penser. Son poids dans la consommation totale en France est en forte augmentation au cours des dernières décennies, sous le double effet de la croissance relative des loyers et de l'amélioration des conditions de logement. Ce poids est par ailleurs nettement plus élevé pour les ménages à revenus modestes que pour les ménages aisés. La relative inertie de cette part dans le temps contraste avec les fluctuations que font apparaître les dépenses en capital. S'agissant des aides au logement (42 Md€ en 2012), on trouvera dans cette contribution une très intéressante analyse mettant bien en valeur leur diversité et leur complexité : au total, leur répartition entre l'offre (les aides aux producteurs) et la demande (les aides aux consommateurs) paraît cependant bien équilibrée. En ce qui a trait enfin aux grandeurs patrimoniales, en 2010, le patrimoine immobilier de l'ensemble des ménages était légèrement supérieur aux trois cinquièmes du total, dont les trois quarts – soit un peu plus de 46 % du patrimoine total – correspondaient à des résidences principales, le quart restant se ventilant entre résidences secondaires, logements donnés à bail ou mis à disposition gratuitement, logements vacants et parkings.

Xavier Timbeau analyse la relation entre le cycle économique et le cycle du logement et tire les leçons de la Grande Récession que nous venons de connaître. Edward Leamer avait montré qu'aux États-Unis le cycle de la construction, notamment celui de l'investissement résidentiel, expliquait pour une large part le cycle économique, malgré son poids modeste dans le PIB (6 %). Ce secteur connaît en effet des soubresauts qui jouent un rôle important lors des mouvements conjoncturels violents. L'auteur retrouve les principaux résultats de Leamer pour la plupart des récessions aux États-Unis. Pour la zone euro, son diagnostic est moins clair en raison du comportement hétérogène des pays qui la composent. Si le lien est fort pour la Grèce ou

l'Irlande, il apparaît tenu pour la France où l'investissement résidentiel semble répondre à un cycle plus long que la conjoncture générale. Hors zone euro, le lien conjoncturel paraît fort pour le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie.

Le rôle de l'endettement des ménages dans le cycle du logement est spécialement important dans les pays où la contrainte foncière est lourde et où, en conséquence, l'élasticité de l'offre est moindre. La hausse des prix immobiliers réagit alors plus vigoureusement à une hausse du crédit et, en retour, accroît la valeur du collatéral ; l'effet d'« accélérateur financier » du crédit sera encore amplifié. Ce phénomène s'est produit dans de nombreux pays au début des années 2000, à l'exception notable de l'Allemagne et du Japon. Quand survient la Grande Récession, on assiste au contraire à une diversification des comportements des prix immobiliers : ils chutent aux États-Unis avant la récession, au Royaume-Uni et en Irlande juste après celle-ci, et ils résistent au Canada et en Australie ; la France se situe dans une position intermédiaire.

La Grande Récession ne peut certes se résumer à un cycle immobilier, mais une bonne part de cette récession s'explique par le jeu d'un accélérateur financier qui, du fait de la hausse du collatéral et du relâchement de contraintes sur la dette des ménages, a produit des effets réels par la hausse de l'investissement logement, la baisse du taux d'épargne ou l'extraction hypothécaire. Sur le long terme, en revanche, l'existence même d'un effet de richesse immobilière sur la consommation des ménages fait débat.

Viennent ensuite, dans une deuxième partie, deux contributions traitant de l'évolution des statuts d'occupation en France ou ailleurs.

Bernard Vorms, pour la France et l'étranger, analyse en longue période l'évolution des statuts d'occupation du logement. Au cours des trente dernières années, il observe dans tous les pays développés une nette progression de la proportion de propriétaires occupants. Cette progression est aussi observée dans les ex-pays socialistes d'Europe centrale où les logements locatifs publics ont été souvent cédés massivement à leurs occupants. Le cas des pays émergents avec un très fort exode rural est moins net. Et, de toute façon, la propriété du logement principal ne saurait correspondre à toutes les catégories de besoins rencontrés. De son côté, le rôle du locatif social a connu de sensibles évolutions. Quant au locatif privé, à part la Suisse et dans une moindre mesure l'Allemagne, son rôle a eu tendance sur le long terme à se réduire dans tous les pays européens. Cependant, c'est cette dernière forme de locatif qui, à l'occasion de la crise, connaît un regain d'intérêt en raison du renchérissement de l'accès à la propriété et des restrictions budgétaires et parfois idéologiques qui pèsent sur le logement locatif social.

Utilisant une série d'enquêtes sur les revenus et les conditions de vie des ménages menées par Eurostat en 2002, 2006 et 2011, Sabine Le Bayon et Pierre Madec étudient plus spécifiquement l'évolution du profil des propriétaires dans cinq pays européens au cours de la Grande Récession. De façon assez générale, la crise a freiné la mobilité des ménages en Europe, quel que soit le statut d'occupation considéré. En ce qui a trait à la probabilité pour un ménage de référence (couple, entre trente et trente-neuf ans, deux enfants) de devenir acquéreur de son logement, on observe dans quatre pays sur cinq une baisse très nette entre les cinq années précédant la crise et les cinq années qui la suivent. Ce n'est pas le cas de l'Allemagne qui a bénéficié d'un environnement spécifique bien connu avec l'absence de bulle immobilière et la poursuite de l'augmentation des revenus après 2007. Il n'en reste pas moins que, dans les cinq pays considérés, ce sont les ménages les plus fragiles et les jeunes qui ont, du point de vue de l'accession à la propriété, subi le plus fortement les effets de la crise. Les différences entre classes d'âge se sont beaucoup creusées. Cependant, en France, en raison de l'allongement des durées d'emprunt, de mesures favorables à l'accession et de l'augmentation des transferts entre générations, le nombre de primo-accédants a pu se maintenir. Pour l'avenir, les auteurs font observer qu'avec des prix immobiliers qui demeurent élevés et des revenus en baisse, la question de la solvabilité des ménages reste entière.

16

On aborde ensuite la troisième partie de la livraison, qui rassemble les contributions traitant de secteurs spécifiques : marché du neuf, marché de l'ancien, marché locatif, logement social, chacun à replacer dans le cadre des politiques qui le concernent.

Bernard Coloos traite de la construction et du marché du logement neuf en France. Au cours des vingt dernières années, plus de 7 millions de logements ont été construits, soit plus du quart du parc existant en 1993. Pourtant, l'ensemble des besoins n'est pas couvert. À la veille de la crise, en 2006, un pic de mise en chantier a été atteint, à plus de 470 000 unités, mais on est retombé au-dessous de 300 000 en 2009. Selon l'auteur, les besoins de construction se situent aux alentours de 450 000 logements par an, sur un nombre d'années à préciser. Or il semble que la réalisation pour 2014 soit plus proche de l'étiage de 2009 que de l'objectif retenu par le gouvernement de 500 000 logements. Plus encore que sur le niveau souhaitable de construction, à propos duquel les avis sont finalement plutôt convergents, le débat porte sur la localisation des constructions : on est ici encore loin de l'*optimum*. L'auteur, autant qu'une politique parfois hésitante, pointe de nombreux blocages : le retrait des investisseurs institutionnels qui apprécient davantage l'immobilier commercial, la désolvabilisation des ménages les plus pauvres malgré de faibles taux d'intérêt et des durées de prêt relativement

longues, enfin et surtout la pénurie du foncier. À ce dernier égard, l'auteur s'élève contre le malthusianisme de certains élus locaux qui ont tendance à privilégier l'immobilier commercial générateur de rentrées fiscales élevées au détriment du logement dont ils craignent les coûts associés (accompagnement social, équipements supplémentaires).

Claude Taffin s'intéresse au marché de l'ancien. S'il constitue désormais la majorité du marché du logement, son développement est relativement récent : il a accompagné, avec un décalage, la montée de l'accession à la propriété. Longtemps négligé par les pouvoirs publics et les économistes, il doit au notariat d'avoir mis en place les bases de données qui permettent de calculer les indices de prix Notaires-Insee et d'informer sur la consistance des biens échangés et les parties prenantes aux transactions. Au plan national, les bases informatisées n'ont qu'une vingtaine d'années d'existence et restent renseignées sur le principe du volontariat : les textes d'application de la loi de 2011 qui font entrer les données notariales dans le cadre de la statistique publique ne sont pas encore tous publiés.

La source notariale permet donc une description détaillée du cycle commencé en 1998. À l'inverse du précédent, celui-ci se caractérise par une flambée des prix présente sinon uniforme sur tout le territoire, du moins jusqu'en 2008. Ce n'est qu'après la crise qu'apparaît une forte différenciation entre les métropoles, Paris en tête, et le reste du territoire. Comme le soulignent plusieurs autres auteurs, le crédit facile et bon marché explique une bonne part de la hausse des prix. La croissance de la part des détentions de courte durée sur la période allant de 2005 à 2007 laisse cependant soupçonner la présence de comportements spéculatifs. Le rôle des acquéreurs étrangers dans la hausse des prix doit par ailleurs être ramené à sa juste proportion : les étrangers non-résidents, britanniques à près de 40 %, n'ont représenté en moyenne que 2,3 % des acquéreurs personnes physiques sur les quinze dernières années.

L'approche de Christine M. E. Whitehead est européenne et focalisée sur le locatif privé. Encore dominant au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, le locatif privé a ensuite subi la concurrence du locatif social et de l'accession à la propriété. Ces deux secteurs ont bénéficié de l'essentiel des aides à la pierre tandis que le locatif privé, fortement réglementé et imposé, était réduit à la portion congrue, moins de 25 % du parc, voire moins de 15 %, selon l'importance prise par le parc social, à l'exception déjà mentionnée de l'Allemagne et de la Suisse.

Depuis le début de ce siècle et plus encore depuis la crise financière, le locatif privé suscite un regain d'intérêt de la part des gouvernements inquiets du coût budgétaire du logement social, du poids de la dette privée résultant de l'expansion de l'accession et des obstacles à la mobilité inhérents à chacun de ces deux statuts.

Cela amène l'auteur à s'interroger sur la relation entre la réglementation et la taille du secteur, et sur la meilleure façon d'encadrer les loyers et leur progression. Entre les principes, le rejet des règles trop rigides en raison des distorsions qu'elles créent et les faits, à savoir qu'assouplir le cadre réglementaire permet la fuite des bailleurs, l'expérience de onze pays ne dégage pas de conclusion bien nette. Celle-ci souligne l'importance des aides fiscales octroyées aux bailleurs (Allemagne, puis France) et de la mise en place de financements *ad hoc* (Royaume-Uni). Au final, c'est un cadre réglementaire stable et assurant des rapports locatifs équilibrés qui se révèle être le mieux à même de permettre le développement du parc locatif privé.

Passant des flux aux stocks, Bérénice Bouculat nous propose, de façon originale, une étude à la fois historique et géographique du parc de logements sociaux en France. Du point de vue historique, ce parc est fortement marqué par l'importance de la construction au cours des Trente Glorieuses, mais aussi par une certaine relance de l'activité depuis le début du siècle. Il apparaît au cours du temps que la production de logement social s'est présentée tantôt comme un accompagnement de l'effort national de construction, tantôt – tout spécialement au cours de la période récente – comme un volet contracyclique visant à soutenir un trop faible niveau de construction. Quant à la géographie, le parc apparaît comme inégalement réparti sur le territoire : il s'est en effet développé en suivant les mutations démographiques, sociales et économiques des différentes régions. Au cours de la période de « reconstruction » après la Seconde Guerre mondiale, c'est l'est et le nord-est de la France qui ont attiré une production exceptionnelle. Le milieu des années 1970 marque, en revanche, une rupture à la fois en termes d'activité – le rythme de construction devient moins intense – et de localisation – ce sont les zones littorales à flux migratoires positifs de l'ouest et du sud qui regroupent le plus grand nombre d'initiatives. Pour l'avenir, les dynamiques de construction et de réhabilitation – notamment thermique – du parc social dans chacun des territoires doivent naturellement continuer d'assurer son adéquation aux mutations de la société.

Il faut replacer le logement social dans le cadre plus général des politiques menées dans le secteur du logement. Jean-Claude Driant traite, quant à lui, de l'ensemble des politiques du logement en France dans toute leur complexité. Il rappelle d'abord le poids associé à ce secteur en termes d'activités, d'emploi (près de 1,5 million de personnes), de fiscalité et de prélèvements sociaux. Il détaille la multiplicité des enjeux sociaux attachés à un bien essentiellement marchand, mais qui a finalement donné naissance en 1989 au « droit au logement » dont une fonction ministérielle reste la principale garante. On est ici dans un

domaine où les grands principes définis au niveau national doivent nécessairement se traduire par des actions territoriales. L'énumération des acteurs impliqués dans ces politiques est impressionnante : départements, intercommunalités, organismes publics d'HLM, métropoles et autres villes, sans oublier naturellement le rôle de l'État avec ses agences telles que l'Agence nationale pour l'habitat (ANAH) ou l'Agence nationale pour la rénovation urbaine (ANRU). Au total, on est en face d'un « millefeuille » dont le degré réel de décentralisation reste faible. L'auteur souligne ici l'absence – pour combien de temps ? – des régions dans la répartition des responsabilités, régions qui jouent en ce domaine un rôle si important dans plusieurs autres pays européens. Dans la seconde partie de sa contribution, il revient utilement sur quatre problèmes qui font encore à ce jour l'objet de débats animés (il s'agit bien sûr d'un euphémisme) : la construction de 500 000 logements par an, l'objectif d'une France de propriétaires, le mode de régulation du secteur locatif privé et, enfin, le véritable rôle du secteur social. Il conclut en appelant de ses vœux une réflexion approfondie sur les modalités d'évaluation des politiques du logement.

La quatrième et dernière partie de ce numéro est consacrée à l'évolution du financement des différents marchés du logement et à sa surveillance.

Jérôme Coffinet et Jérémie Montornès analysent le financement de l'habitat à partir des statistiques disponibles à la Banque de France sur une période de dix ans, entre la fin de 2003 et la fin de 2013, comprenant les cinq années qui précèdent la crise et les cinq qui la suivent. En moyenne, les crédits nouveaux à l'habitat (y compris rachats et renégociations) se sont élevés à quelque 120 Md€ par an, mais évidemment avec de fortes fluctuations : on notera plus particulièrement les deux points bas du troisième trimestre 2009 et du quatrième trimestre 2012. Dans ces nouveaux crédits, la part des prêts amélioration-travaux a été stable aux environs de 10 %, celle des prêts à l'acquisition de logements anciens a augmenté, passant de 60 % en 2003 à 65 % en 2013, symétriquement celle des prêts au logement neuf s'est réduite de 30 % à 25 %, traduisant le reflux de la construction pendant les années de crise. Au cours de cette période, les conditions de financement ont été particulièrement favorables aux ménages. D'un côté, la durée des prêts au moment de la souscription est passée d'environ seize ans en 2004 à près de vingt ans au début de 2008, pour se stabiliser ensuite à dix-huit ans. De l'autre, les taux d'intérêt, malgré de nettes fluctuations (pic au-dessus de 5 % au début de 2009), sont retombés à quelque 3 % en 2013. Ces coûts d'emprunt modérés ont été permis par des marges faibles, mais aussi par la diversification des ressources des banques et, en particulier, par un développement raisonnable de la titrisation et du recours aux

obligations sécurisées. Est ensuite présentée une intéressante étude des relations entre le cycle du crédit et celui de l'activité : l'élasticité des crédits nouveaux à la variation du PIB ressort à 1,5, mais avec, aux points de retournement, un certain déphasage du cycle des crédits par rapport à celui de l'activité. Les auteurs concluent leur article en affirmant qu'en France, contrairement à d'autres pays, la dynamique des crédits à l'habitat présente peu de risques pour la stabilité financière, parce qu'ils y sont distribués de façon prudente.

Parfois jugé obsolète, en raison de son caractère public et centralisé, le système français de financement du logement locatif social que décrit Dominique Hoorens se distingue par la longévité et la robustesse que lui confèrent la stabilité de sa ressource, le toujours populaire livret A, et sa gestion prudente au sein des fonds d'épargne de la Caisse des dépôts (CDC). En témoigne l'importance du parc ainsi financé, y compris sur la période récente : les logements locatifs sociaux représentent plus du quart des mises en chantier des années 2009-2012.

Les organismes de logement social recueillent aussi 37 % des aides à la pierre tandis que les occupants de ce parc perçoivent une part égale des aides personnelles. De quoi susciter des questions légitimes sur l'efficacité de l'utilisation de cette forte proportion des 42 Md€ d'aides publiques déjà mentionnés. La principale interrogation porte sur le ciblage de l'aide à la pierre : le parc social loge-t-il bien les plus pauvres ? Il faut bien rappeler, d'une part, que l'objectif est certes de loger les plus pauvres, mais dans la mixité, et, d'autre part, que le droit au maintien dans les lieux n'est remis en cause que depuis peu et pour des cas de dépassement extrêmes des plafonds en vigueur, les autres cas de dépassement étant sanctionnés par un surloyer. Les plus aisés concourent ainsi à l'équilibre social du parc, mais aussi à l'équilibre économique des bailleurs.

L'auteur met en avant les points forts du modèle sans cacher ses faiblesses. Celles-ci tiennent à l'effet de ciseau entre les coûts de production, foncier et construction, dont la hausse est accentuée par la concentration des besoins sur les zones les plus chères et la capacité contributive des occupants. Aux prêts de la CDC doivent s'ajouter les aides de l'État, des collectivités territoriales, d'Action Logement (anciennement, 1 % logement) et des organismes eux-mêmes dont les fonds propres sont ainsi de plus en plus sollicités. La vente de patrimoine n'est dès lors qu'une solution très partielle tant elle répond à des objectifs divers, sinon contradictoires. Elle se situe de ce fait à un niveau annuel qui reste modeste, de l'ordre de 0,1 % à 0,2 % du parc.

La « surveillance macroprudentielle » des marchés du logement et du crédit à l'habitat, nouvelle fonction « tutélaire » des pouvoirs publics, fait l'objet des deux contributions suivantes.

Il revient à Olivier de Bandt et Dominique Durant de détailler les grands principes retenus en ce domaine et de décrire le dispositif mis en place au niveau européen pour assurer cette nouvelle fonction. Deux types d'interventions sont visés : le premier tend à restreindre si nécessaire l'offre de crédit et passe donc par le coût du capital supporté par les établissements de crédit, le second a pour but de freiner, le cas échéant, la demande en imposant des plafonds à certains ratios qui font intervenir la valeur du bien financé ou le revenu de l'emprunteur. Les auteurs font observer que, si des initiatives ont été prises ici au cours de la première décennie du siècle, les pays émergents ont joué un rôle précurseur, suivis bien sûr par les pays développés. Il est encore trop tôt pour faire un bilan de l'efficacité des mesures prises, dont plusieurs comportent d'ailleurs de sérieuses limites. L'une des difficultés majeures de la mise en œuvre de telles interventions est la coordination entre les institutions responsables. Au niveau européen, selon les directives ou les règlements pertinents, à côté de la Banque centrale européenne, sont susceptibles d'intervenir, d'une façon ou d'une autre, l'Autorité bancaire européenne (ABE) et le Conseil européen du risque systémique (CERS). En France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) devra coordonner son action avec celle du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) créé en juillet 2013. S'agissant de notre pays, un très utile tableau de synthèse est proposé en fin d'article qui, pour sept « outils » macroprudentiels, indique les autorités compétentes ainsi que les champs concernés.

Sanvi Avouyi-Dovi, Claire Labonne et Rémy Lecat présentent alors, dans le détail, les divers outils de suivi des risques. Ces outils sont *a priori* nombreux, mais certains doivent être éliminés parce qu'ils sont trop tardifs ou risquent d'être trompeurs. De façon générale, les développements des auteurs témoignent de l'importance des recherches réalisées au cours des cinq dernières années, en particulier dans l'estimation de modèles de comportement couvrant aussi bien la demande de logements que le recours au crédit. Mais ils concluent en soulignant que l'emploi de ces outils impliquera toujours un arbitrage entre la commodité de leur utilisation et la précision des résultats auxquels ils conduisent. L'exercice de modélisation du marché du logement et de celui du crédit, auquel ils se sont livrés pour la France, conduit cependant à des conclusions qui paraissent robustes : l'évolution de la démographie, celle du crédit et celle du revenu disponible sont les principaux déterminants de la dynamique des prix du logement.

Au total, il ressort bien que l'économie et le financement du logement restent ainsi, dans beaucoup de pays du monde, au centre des préoccupations concernant la croissance ou le développement. Il s'agit en effet d'un lieu de convergence où se rencontrent, d'un côté, un

besoin premier et les préférences spécifiques des ménages et, de l'autre, une activité importante par sa place dans la production, l'emploi, la fiscalité, l'équilibre écologique et la stabilité financière de nombreux pays. De cette rencontre peuvent certes naître des situations de pénurie, mais aussi des déséquilibres dangereux du fait de la conjonction d'un crédit parfois accordé à mauvais escient et de « bulles » de prix qui peuvent tromper la confiance. À ces titres très divers, on comprend que les pouvoirs publics (gouvernements, banques centrales, collectivités locales, autorités de contrôle nationales et internationales) soient amenés à pratiquer de multiples sortes d'interventions dont certaines peuvent apparaître comme contradictoires. Leur « mix » souhaitable est donc rapidement changeant selon les circonstances et, à un moment donné, rien moins qu'aisé à déterminer.

NOTES

1. Voir, par exemple, Blanchflower et Oswald (2013).
2. Voir Hood (1999) et Diazet et Luengo-Prado (2012).

BIBLIOGRAPHIE

- BEAUBRUN-DIANT K. et MAURY T.-P. (2011), « Assessing the Interaction between Real Estate and Equity in Households Portfolio Choice », Université Paris-Dauphine, LEDa (Laboratoire d'économie de Dauphine), version provisoire, 24 octobre.
- BLANCHFLOWER D. G. et OSWALD A. J. (2013), « Does High Home-Ownership Impair the Labor-Market? », Person Institute for International Economics, *Working Paper Series*, mai.
- BRUNET C. et LESUEUR J.-Y. (2004), « Le statut résidentiel affecte-t-il la durée de chômage ? Une estimation micro-économétrique sur données françaises », *Revue économique*, vol. 55, n° 3, pp. 569-578.
- COCCO J. F. (2005), « Portfolio Choice in the Presence of Housing », *Review of Financial Studies*, vol. 18, n° 2, pp. 535-567.
- DIAZET A. et LUENGO-PRADO M. J. (2012), « The User Cost, Home Ownership and Housing Prices, Theory and Evidence from the US », in *The International Encyclopedia of Housing and Home*, Elsevier.
- DYNARSKI M. et SHEFFRIN S. M. (1985), « Housing Purchases and Transitory Income: a Study with Panel Data », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n° 2, mai.
- GROSSMAN S. J. et LAROQUE G. (1990), « Asset Pricing and Optimal Portfolio Choice in the Presence of Illiquid Durable Consumption Goods », *Econometrica*, vol. 58, n° 1, janvier. (cette contribution existait depuis 1987 sous forme de *Working Paper*, n° 2369, du National Bureau of Economic Research).
- HENDERSON J. V. et IOANNIDES Y. M. (1983), « A Model of Housing Tenure Choice », *The American Economic Review*, vol. 73, n° 1, mars, pp. 98-113.
- HOOD J. K. (1999), « The Determinants of Home Ownership », *The Park Place Economist*, vol. 7, n° 1.
- KEYNES J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, éditions Payot.
- MARKOWITZ H. (1952), « Portfolio Selection », *The Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, mars, pp. 77-91.
- MUSGRAVE R. A. (1959), *The Theory of Public Finance*, Mc Graw Hill, chap. 1.
- SMITH S. (éd.) (2012), *International Encyclopedia of Housing and Home*, Elsevier.