



HAL
open science

Représenter les marchés immobiliers en déséquilibre

Christian Tutin

► **To cite this version:**

Christian Tutin. Représenter les marchés immobiliers en déséquilibre. Représenter le marché immobilier, Jul 2017, Paris, France. halshs-01683900

HAL Id: halshs-01683900

<https://shs.hal.science/halshs-01683900>

Submitted on 14 Jan 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Représenter les marchés immobiliers en déséquilibre

Communication à la Journée d'études *Représenter le marché immobilier*
Université de Paris Diderot - 11 juillet 2017

Christian TUTIN, Lab'Urba, professeur d'économie à l'UPEC
christian.tutin@u-pec.fr

De nombreux arguments, empiriques et théoriques, militent en faveur d'une représentation des marchés immobiliers comme fonctionnant en régime permanent de déséquilibre. Violence des processus, valeurs extrêmes atteintes par certains indicateurs, mal logement persistant, alternance de pénuries ou au contraire phénomènes de vacances et d'inventus, les signes ne manquent pas de « désordre » des marchés, dont on peine à penser qu'ils correspondent à des positions « d'équilibre ». Sur le plan théorique, la nature même des biens immobiliers, caractérisés à la fois par leur hétérogénéité et leur double fixité dans l'espace (biens localisés) et dans le temps (biens durables) incite à abandonner l'image du marché comme lieu unique où se rencontreraient une offre et une demande globales, au profit d'une représentation de marchés segmentés, sur lesquels la question de l'ajustement ne se pose plus comme celle de l'égalisation de deux « quantités » offertes et demandées, mais comme celle de l'appariement toujours problématique et jamais achevé entre deux structures d'offre et de demande. L'équilibrage simultané sur tous les segments du marché ne peut dès lors être qu'une situation à la fois rare et très temporaire. La situation normale est celle d'un « déséquilibre » plus ou moins général.

Si malgré tout les modèles d'équilibre restent le camp de base des économistes, en dehors duquel les escapades sont rares et peu suivies, c'est que l'abandon de l'équilibre fait immédiatement surgir de graves difficultés. La représentation de marchés du logement en déséquilibre soulève en effet un double défi, analytique et empirique.

Le défi analytique n'est pas mince : sortir de l'équilibre impose en effet de refonder entièrement les fondements microéconomiques des fonctions d'offre et de demande dont la rencontre est supposée déterminer le prix. A partir du principe de la « décision duale » consistant à distinguer les demandes « virtuelles » et les demandes « effectives », des tentatives en ce sens ont été menées en macroéconomie dans les années 1970, qui ont toutes buté sur d'importantes difficultés liées au fonctionnement des marchés, plus précisément à la nature et à la perception par les individus des contraintes auxquelles ils sont confrontés en déséquilibre.

Au plan empirique, la difficulté tient d'abord à ce que l'on n'observe jamais que des transactions réalisées, qui par définition représentent donc à la fois l'offre et la demande. Elle vient ensuite de la difficulté à définir (et mesurer) les contraintes quantitatives auxquelles se heurtent les individus.

Cette communication vise à poser quelques jalons dans les deux directions. Après avoir précisé les éléments, empiriques et théoriques, qui plaident pour l'hypothèse du déséquilibre (section 1), on s'interrogera dans les sections 2 et 3 sur les difficultés que soulève à ces deux niveaux son exploration.

1. Penser les marchés hors l'équilibre

1.1 Malaise dans la théorie économique

Les trois dernières décennies ont vu se succéder deux « cycles » majeurs¹, et à peu près universels, de fluctuations immobilières au terme desquels les valeurs des logements ont été portées à des niveaux inédits. La dernière vague haussière, engagée dans la seconde moitié des années 1990, est particulièrement troublante pour les approches économiques usuelles. Le soupçon de bulle n'est guère corroboré par les études économétriques, et la forte résilience manifestée par les marchés, en particulier en Europe, malgré une déconnexion persistante entre prix d'un côté et loyers et revenus de l'autre, défie les interprétations. La notion auto-contradictoire de « bulle robuste² » avancée par Xavier Timbaud illustre bien ce trouble persistant.

En tout cas, l'idée d'un prix « naturel » (une valeur « fondamentale ») du logement, qui serait déterminé par la capitalisation des loyers pour un taux « normal » de l'intérêt, à condition qu'une offre neuve suffisamment flexible assure l'ajustement mutuel entre marché du service et marché de l'actif, en ressort passablement entamée. Ce modèle de base des manuels est mal adapté à un monde où le segment locatif est de loin dominé par celui de la propriété occupante, où le taux de construction est très faible (inférieur à 4%) et où l'investissement locatif est de loin dominé par le placement financier. Qui plus est, après les excès inverses des années 1980 et des années 2010, qui saurait dire ce qu'est le taux d'intérêt « naturel » ?

Quant à l'idée générale d'un prix « naturel » du logement, compte tenu du caractère localisé du bien, et si l'on admet que l'échelle des prix se détermine « en cascade » à partir des plus élevés, nul ne sait quelle est la valeur « naturelle » (ou « fondamentale ») des lieux les plus prisés par les individus au plus fort pouvoir d'achat ? Cette valeur, largement fondée sur des anticipations du futur urbain, est tout sauf naturelle.

Bien sûr, on peut toujours imaginer des formes plus ou moins bizarroïdes d'équilibre, afin d'interpréter des situations ne répondant pas aux canons de la théorie. Mais on peut aussi chercher une voie en dehors de l'équilibre. Et de puissants arguments, à la fois empiriques et théoriques, poussent à le faire.

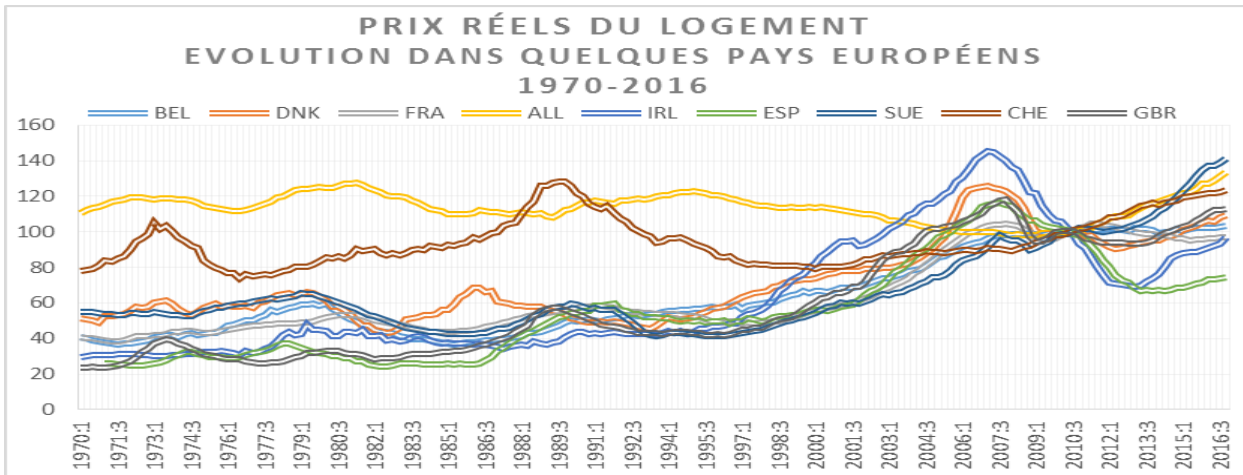
1.2 Déséquilibre : les arguments empiriques

Au plan empirique, il y a évidemment l'extrême violence des processus enregistrés sur les marchés. La force, la rapidité et la durée de la hausse des prix ont été sans précédent. A

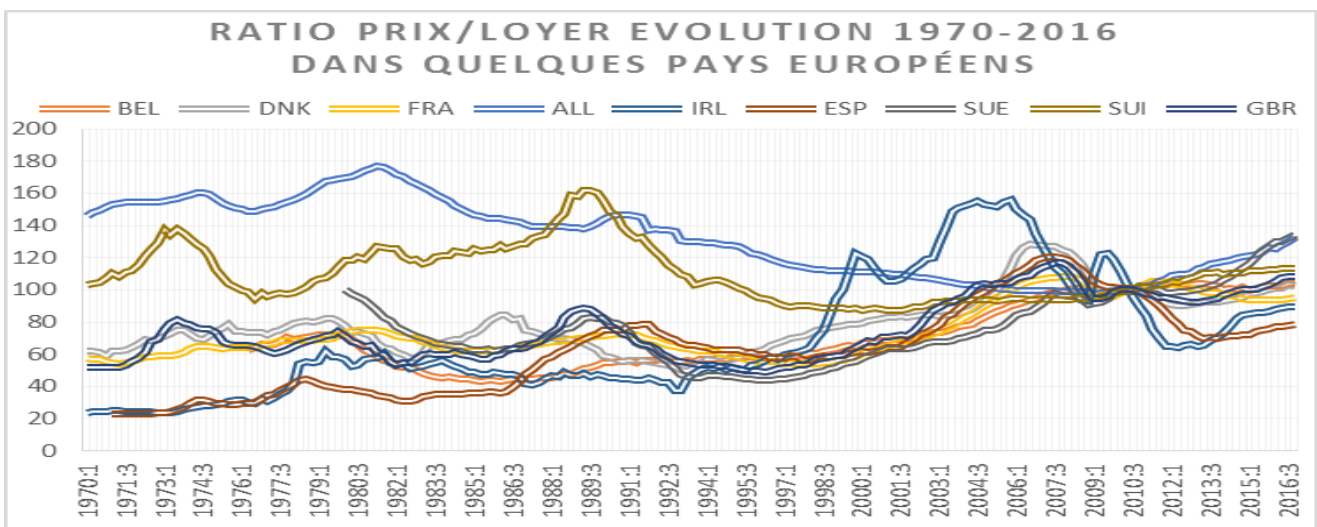
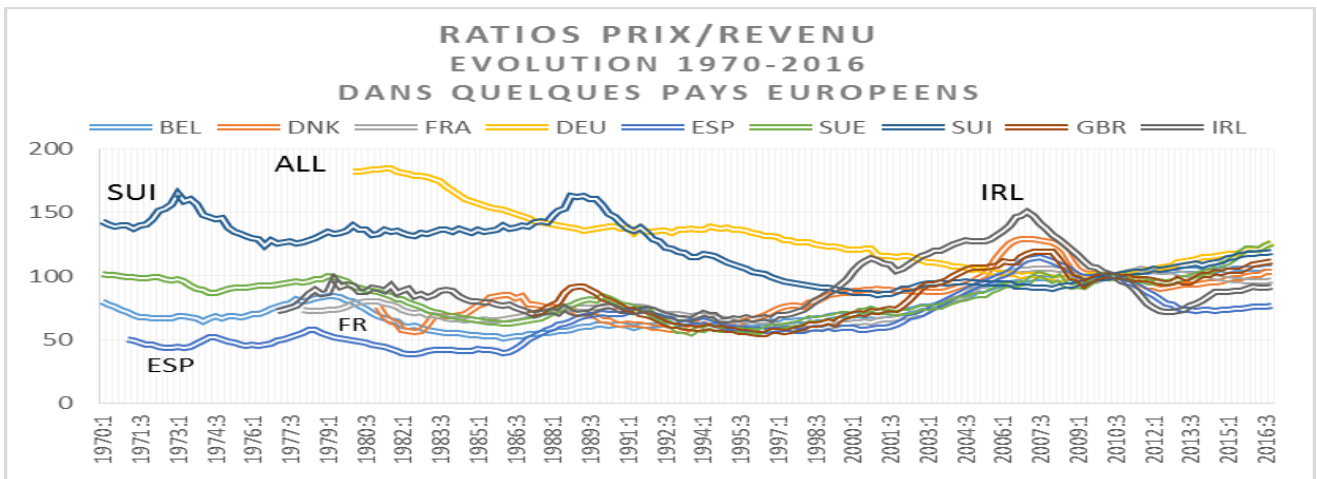
¹ Le terme de « cycle » n'est utilisé ici que par commodité, tant il est vrai qu'il s'agit de deux épisodes singuliers, dont les causes et les caractéristiques sont très différentes, ne serait-ce que dans le rôle respectif des marchés résidentiels et professionnels.

² Puisqu'en effet une bulle est, par définition, appelée à « éclater », ce qui implique un effondrement rapide et profond des valeurs. La preuve empirique ultime de la présence d'une bulle, c'est ... son éclatement.

la lecture des graphiques 1 à 3 ci-dessous, il n'y a aucun doute quant au caractère sans précédent des trajectoires de prix de la décennie 1997-2007.



A la faveur du boom, les ratios P/Y et P/R ont été portés à des niveaux inédits, bien au-dessus de leurs moyennes trentenaires.



On notera la double exception des deux pays qui restent majoritairement locataires, à savoir l'Allemagne et la Suisse.

Enfin, et pour autant qu'une telle situation existe, il ne s'est manifesté, jusqu'à présent, aucune tendance au retour à la « normale » sauf, là encore en Allemagne et en Suisse où la remontée des ratios depuis 2010 pourrait s'interpréter en ce sens. Mais pas plus qu'ils ne prouvent l'existence d'une bulle, les niveaux exceptionnellement élevés des prix et des ratios ne constituent une validation suffisante de l'hypothèse du déséquilibre. En même temps, les conditions exceptionnellement favorables du crédit ne suffisent pas à les expliquer.

1.3 Déséquilibre : les arguments théoriques

D'un point de vue théorique, deux séries d'arguments militent en faveur d'une étude du fonctionnement des marchés hors équilibre.

1) Existence et stabilité de l'équilibre

Un premier argument, extrêmement général, vaut pour toute catégorie de marché : il s'agit du constat selon lequel la notion d'équilibre ne trouve sa pleine signification comme représentation du (des) marché(s) que si l'on est en mesure de montrer comment le (les) marché(s) parvien(nen)t à l'équilibre, c'est-à-dire comment se forment les prix. C'est la question de la stabilité du (des) marché(s), qui doit être distinguée de celle de l'existence. Or, cette question n'a jamais été résolue de façon satisfaisante, en ce sens qu'il n'a jamais pu être démontré à ce jour qu'un système de marchés interdépendants devait toujours converger spontanément vers un équilibre général. A contrario, il n'existe pas non plus de démonstration générale d'instabilité. Le résultat des nombreuses études de cette question menées dans les années 1970 et 1980 débouchent sur une conclusion assez intuitive qui est que « cela dépend des conditions », et que tout est donc possible en la matière. D'où l'intérêt d'étudier les trajectoires de marchés hors équilibre. Cette conclusion vaut évidemment pour les marchés urbains du logement. Or, à de très rares exceptions près, les « grands modèles » urbains (y compris les modèles dits LUTI) ne disent rien de la formation des prix et du degré de stabilité des marchés urbains. Ils supposent la solution d'équilibre toujours atteignable, sans expliquer comment on y parvient.

2) Segmentation et appariement

Un second argument vaut plus particulièrement pour le logement : celui-ci se voit généralement reconnaître une double caractéristique d'hétérogénéité et de fixité dans le temps (bien durable) comme dans l'espace (bien localisé et immobile). L'ancienneté et la localisation d'un logement font partie des caractéristiques qui le rendent non substituable à la plupart des autres logements. La multiplicité des critères de différenciation intrinsèques et extrinsèques est telle qu'elle rend même problématique la notion de « quantité » de

« service logement » offerte par une unité d'habitation, que la surface ou le nombre de pièces ne saisissent que très grossièrement.

Une façon de prendre en compte cette multi-hétérogénéité est d'abandonner l'idée de marché du logement au singulier au profit d'une représentation en sous-marchés différenciés par le fait que s'y échangent un ensemble de logements qui, de par leur panier de caractéristiques (internes et externes) sont aptes à répondre à la demande d'un certain type de clientèle. Un segment est un sous-ensemble de couples habitat/habitants possédant une certaine stabilité dans le temps.

Sur un marché ainsi segmenté, il n'y a pas de « lieu » unique – fût-il abstrait -où se rencontreraient une offre et une demande globales. L'équilibrage « du » marché renvoie ainsi non pas à l'égalisation de deux « quantités » mais à la confrontation de deux structures qui n'ont aucune raison de se correspondre spontanément. La structure de l'offre est un produit de l'histoire du parc, tandis que la structure de la demande dépend – pour faire bref - à tout moment de l'évolution de la démographie et de l'emploi, l'une et l'autre soumis à des influences extérieures aux marchés du logement, et même à l'économie. Le caractère perpétuellement changeant de la structure de la demande contraste avec le caractère relativement inerte – à 95% au moins dans de « vieux » pays comme les pays européens - de la structure de l'offre. Et cette dernière, faite de couches successives de constructions datées, est toujours plus ou moins inadaptées aux demandes contemporaines.

Une position d'équilibre général des sous-marchés ne peut donc être que le fruit du hasard, et maintenue de façon très temporaire. La situation normale doit plutôt être une situation de déséquilibre plus ou moins généralisé. Quelle que soit la force de cette intuition, l'exploitation de l'hypothèse du déséquilibre se heurte cependant à de sérieuses difficultés, qui expliquent pourquoi l'analyse des marchés hors équilibre n'est pas plus développée. Cela est en partie dû à une réticence idéologique, en particulier chez les économistes nord-américains, dont certains ont fait une véritable profession de foi de l'affirmation selon laquelle les déséquilibres n'existent tout simplement pas. La nouvelle économie classique, qui domine la pensée macroéconomique depuis le début des années 1980, s'appuie sur le postulat qui veut que les marchés soient à tout moment à l'équilibre, et donc sur l'évacuation pure et simple de la question de l'ajustement. Plus fondamentalement, la raison en est l'extrême difficulté qu'il y a à traiter du déséquilibre.

Un certain nombre de tentatives en ce sens, faites par des auteurs francophones (Bénassy (1984), Drèze (1975), Malinvaud (1976)) dans les années 1970 et 1980, se sont soldées par un échec³. Et le mépris dans lequel cette école franco-belge a été tenue par les économistes nord-américains a découragé toute velléité de continuer dans cette voie. En économie du logement, les tentatives sont fort peu nombreuses. Curieusement même, alors

³ Voir Tutin (1990) pour une recension critique de ces travaux.

que l'hétérogénéité du « bien logement » est unanimement reconnue dans les manuels, fort peu de conséquences analytiques en ont été tirées. Ou plus exactement, la principale qui en ait été tirée, à savoir le développement des modèles dits « hédoniques », a consisté à préserver à tout prix le paradigme de l'équilibre. L'ouvrage déjà ancien de Rothenberg, Galster et alii (1991) est l'une des rares exceptions.

2 Déséquilibre : les difficultés théoriques⁴

Le défi posé par le déséquilibre est que sa prise en compte impose de reconsidérer tout l'appareillage traditionnel de la microéconomie. Les difficultés rencontrées⁵ concernent en effet à la fois la représentation des comportements, le déroulement des transactions, et la formalisation des contraintes « additionnelles » qui doivent jouer en déséquilibre.

1) Les comportements individuels

a) *Demandes effectives et décision duale*

La première exigence porte sur une reformulation complète des comportements : en effet, à moins de supposer des individus muets, aveugles et sourds, il n'est pas raisonnable d'imaginer qu'en présence de déséquilibres plus ou moins permanents, ces derniers continuent de présenter au marché des offres et des demandes « walrasiennes », c'est-à-dire obtenues par un calcul de maximisation, sous les seules contraintes techniques et budgétaires, et sans s'interroger sur l'état du marché et les possibles limites à l'expression de leurs demandes. Ils doivent prendre conscience de leur incapacité à *optimiser*, qui se traduit par le fait que leur demande finale (ou *effective*) n'est pas leur demande initiale (ou *virtuelle*)⁶. Robert Clower (1967) avait exprimé cela dans le « principe de décision duale », consistant à introduire un calcul « sous-optimal », qui tienne compte des contraintes subies.

b) *Signaux quantitatifs et schémas de rationnement*

La mise en œuvre de ce principe pose immédiatement la question des signaux que les individus sont en mesure d'observer. Dans les approches macroéconomiques des années 1970, il s'agissait de concevoir des « schémas de rationnement » s'imposant aux individus, et des « règles de perception » par eux de ces schémas. Leur introduction débouchait sur un tâtonnement sur les quantités en lieu et place du tâtonnement sur les prix du schéma walrasien, mais qui soulevait des difficultés de nature identique. Cette incapacité à imaginer

⁴ Cette section reprend le contenu d'une communication au colloque annuel 2006 de l'ENHR (Filippi et Tutin(2006)).

⁵ Clairement exposées dans Fisher (1989).

⁶ Dans un monde en déséquilibre, il faut distinguer entre demandes (et transactions) désirées (ou "notionnelles"), demandes formulées (ou "contraintes"), et demandes effectuées (ou réalisées), sous contrainte des demandes recevables (ou admissibles) c'est-à-dire les contraintes quantitatives, représentatives des rationnements subis. Si l'on raisonne en termes réels (sur des quantités) il faut imaginer une procédure d'affichage de ces quantités limites. Seul un raisonnement en termes nominaux permet de s'affranchir de cette difficulté, les disponibilités monétaires fixant alors la limite supérieure des demandes. C'est alors le montant du crédit accessible qui détermine celui de la demande adressée au marché.

un modèle réaliste de formation des demandes effectives a beaucoup contribué au déclin de ces approches, avec le fait que les situations envisagées étaient des équilibres « à prix fixes ». Même dans un capitalisme monopoliste, cela n'est guère réaliste, et peut tout au plus être considéré comme une première approche permettant, comme le suggérait Hicks, d'isoler les mouvements de quantités⁷.

2) Le déroulement des transactions

Par définition, le déroulement des échanges en déséquilibre ne respecte ni la simultanéité ni la continuité nécessaires à l'obtention d'un équilibre et d'un prix uniques. Dès lors, la « technologie » des échanges doit être entièrement repensée.

a) *Irréversibilités.*

Au moins pour un certain temps, les relocalisations sont irréversibles. Sauf à renoncer à l'idée même de chaîne, toute transaction (achat ou location) implique un déménagement effectif. Les achats de logements ne peuvent être ni reportés ni reconsidérés. Aucun « tâtonnement » n'est envisageable. Les villes ne sont pas des campements où chacun pourrait replanter sa tente tous les matins (Richardson [1973]). Des échanges ont lieu à des prix de déséquilibre, et le vecteur final de prix va dépendre de la séquence complète de transactions dont il résulte. Le point d'arrivée dépend du chemin pris. Même si elle est stable, et peut donc être considérée comme un « équilibre » au sens faible, la position « finale » atteinte par le marché (pour autant qu'existe une chose pareille) ne peut plus être considérée comme optimale, i.e. de maximisation du bien être social. En raison de ces effets de sentier, c'est au moins un « second best », car certains échangistes auraient eu intérêt à attendre (mais d'autres non). Les plans individuels n'ont pas été rendus compatibles.

b) *Séquentialité*

Toutes les transactions n'interviennent pas en même temps, de sorte que les individus n'achètent pas tous au même prix, celui-ci étant fonction du moment où ils ont rejoint le marché, et à moins d'être irrationnels ils doivent être conscients de ce que le prix devrait encore changer dans un avenir proche (ce qui peut expliquer l'enclenchement de processus d'accélération des mouvements de prix, à la hausse comme à la baisse). Parmi les questions soulevées figure celle de l'ordonnement des opérations économiques et de l'ordre de succession des marchés. On a coutume de raisonner en temps continu sur des marchés qui se tiennent simultanément, et où toutes les opérations (financement, production, échange) sont contemporaines. Cela oblige à raisonner sur un temps abstrait – ie aussi court ou aussi long que de besoin – dépourvu de tout contenu empirique. A cette représentation, on doit préférer celle d'un fonctionnement séquentiel, en temps discret, où d'importants effets de sentier (*path dependancy*) sont à attendre.

c) *Discontinuités*

⁷ D'où les travaux engagés par les nouveaux keynésiens – tendance Stiglitz - pour explorer les fondements microéconomiques des rigidités, nominales ou réelles, des prix.

A mesure que les individus parcourent les marchés, ils « sautent » d'un segment à un autre, ce qui signifie d'un secteur (géographique) à un autre. L'espace résidentiel est discontinu, marqué par des frontières. Ce n'est pas un continuum de points, mais une mosaïque de quartiers et de « pâtés ». La ville n'est pas marginaliste : l'espace urbain est « visqueux ». La segmentation des marchés a nécessairement un contenu spatial. Cela pose la question des changements de régime, le sens et la nature du déséquilibre pouvant varier d'un espace résidentiel à un autre.

2-3 La dynamique des déséquilibres

Une troisième difficulté a trait à la représentation des processus engagés par un déséquilibre. Par définition, une situation de déséquilibre est en effet instable. A moins qu'elle reste ignorée des individus, des forces doivent pousser au changement, des prix comme des quantités. Mais où vont des marchés fonctionnant en déséquilibre ? Peut-on se passer d'une notion de « point fixe » où cesserait tout mouvement ? L'équilibre général suppose l'annulation des demandes nettes sur tous les marchés et pour tous les individus. Tant que cette coordination parfaite n'est pas atteinte, une « pression » doit se manifester.

1) Evictions et reports : la transmission des déséquilibres

Le mécanisme de transmission des déséquilibres consiste en reports successifs de demande d'un segment de marché à un autre, et donc aussi d'un secteur immobilier à un autre. Il n'est nul besoin d'un déséquilibre quantitatif massif pour enclencher une dynamique cumulative de déséquilibre.

Les transactions réalisées ne correspondent pas aux désirs de tous. Certains individus doivent accepter :

- Un prix plus élevé pour le même espace désiré ;
- ou moins d'espace pour le même prix ;
- ou une moindre qualité (confort, environnement) pour le même prix et la même superficie ;
- ou une localisation moins recherchée pour le même prix.

Ou bien encore toute combinaison de ces solutions de "second rang" : un peu plus cher pour « un peu moins bien ».

Les ajustements « de quantité » impliquent des révisions *de qualité*, portant soit sur le bien lui-même, soit sur son environnement urbain : changements de localisations résidentielles. Pour nombre de ménages, le changement de lieu peut être le seul moyen de répondre à leur besoin de logement, ce qui conduit (dans un contexte Européen) à un plus grand étalement urbain.

Au niveau du marché, ces différentes formes d'adaptation individuelle de la demande à l'offre vont provoquer à court terme des combinaisons :

- de hausse des prix ;
- de mobilité résidentielle forcée ou de « cantonnement » ;

Du côté de l'offre, une recomposition des segments de parc aura lieu à moyen terme, qui passe à son tour :

- par la production de logements neufs,
- par la transformation du parc existant : réhabilitation (reclassement), dégradation (déclassement), ou démolition.

2) Le mouvement des prix : une notion de gravitation.

Mais la question la plus importante est celle de savoir si le système converge vers une forme quelconque d'état stable ; et dans ce cas, pourquoi ne pas le qualifier d'équilibre⁸ ?

Cela appelle un réexamen de la notion de stabilité. Si l'on entend par là le fait d'atteindre un « point fixe » connu d'avance (c'est-à-dire déterminable avant la tenue des marchés) il n'y a aucune raison de refuser le vocable d'équilibre. Mais si l'on envisage des successions d'états sans que les mouvements ne cessent jamais (donc une instabilité permanente) la question n'est plus de savoir si l'on atteint à une date quelconque un point donné, mais si la *reproduction* du système continue d'être assurée. Si l'instabilité au sens usuel est compatible avec la reproductibilité, il est pertinent de maintenir la notion de déséquilibre.

On ne « tend pas » vers l'équilibre, on « tourne autour » sans jamais l'atteindre ; cela correspond à la notion smithienne de « gravitation », formellement moins exigeante, car elle n'a pas besoin de convergence stricte. Il suffit que le mouvement soit contenu dans des bornes : une notion de viabilité se substitue alors à la stabilité entendue comme convergence. Pour se représenter un tel fonctionnement, on doit plutôt viser, comme nous le suggérons dans Filippi et Tutin (2006), des modèles de simulation que des modèles analytiques, la différence entre les premiers et les seconds étant que l'on renonce à l'idée d'un résultat « final » associé de façon univoque à un ensemble de conditions initiales. Une pluralité de chemins est possible.

3) Marchés et reproduction : du court au long terme

Dans la dynamique telle que nous l'envisageons, il n'y a guère de place pour une notion de longue période, entendue comme une durée suffisamment longue pour que le système trouve des positions qualitativement supérieures justifiant par exemple le qualificatif d'équilibre « naturel ». Le long terme n'existe pas en tant que niveau analytique différent : il n'est que le résultat d'une suite de positions de courte période. Parce que la cible se déplace au cours du processus d'ajustement, il n'y a pas de niveau « naturel » des valeurs immobilières.

⁸ Dans la littérature macroéconomique francophone évoquée plus haut, l'usage s'était d'ailleurs établi de parler d'*équilibres non walrasiens* plutôt que de « déséquilibre », dans la mesure où ces situations sous-optimales correspondaient à des points de blocage du système, les salariés ne trouvant pas les emplois que les entrepreneurs ne pouvaient leur offrir faute de demande globale.

Les effets de trajectoires sont inévitables. Plutôt que d'atteindre un point d'équilibre prédéfini par la théorie, la stabilité consiste à rester sur une trajectoire soutenable.

3 Instrumentation du déséquilibre : des principes aux repères empiriques

Au niveau empirique, les difficultés ne sont pas moindres. Elles sont d'ailleurs en partie liées aux difficultés théoriques mentionnées plus haut. Comme indiqué dans la section 2, la première exigence d'une analyse de déséquilibre est d'explicitier les contraintes « additionnelles » (autres que leur revenu) subies par les individus. Celles-ci sont au moins de deux ordres :

- des contraintes de liquidité ;
- des contraintes quantitatives, qui s'agissant des marchés du logement consistent en un rationnement spatial.

Ceci nous amène à la seconde exigence : se représenter la dynamique issue des effets d'éviction et de report.

3.1 De la contrainte de revenu à la contrainte de liquidité

Outre le surcroît de réalisme qu'elle apporte, la représentation monétaire permet également de s'affranchir de certaines difficultés. La présence de la monnaie facilite la représentation des comportements en déséquilibre. Sa fonction de réserve de valeur évite d'avoir à suspendre les échanges. Le pouvoir d'achat présent au marché est toujours dépensé. La confrontation avec le marché détermine à la fois à quelle quantité il correspond, et à quel segment il est affecté.

1) Une vision nominaliste

Dans le monde monétaire qui est celui des marchés immobiliers réels, les ménages sont soumis à des contraintes de liquidité qui s'ajoutent aux contraintes de revenu. Le pouvoir d'achat immobilier dépend non seulement du revenu mais également de la capacité d'emprunt qui s'en déduit, et de la richesse patrimoniale mobilisable, immobilière ou financière. Dans certains cas, c'est le couple revenu + crédit qui fixe la limite des capacités d'achat ; dans d'autres, c'est le couple patrimoine + crédit.

On sait que dans la décennie 1997-2017, et de nouveau après 2010, les deux facteurs essentiels d'entretien de la hausse ont été la baisse des taux d'intérêt et l'allongement des durées d'emprunt qui lui est corrélatif. Le cumul des deux mouvements, en élevant mécaniquement la capacité d'emprunt des ménages, augmente en même temps leur capacité d'enchère sur le marché. Pour les primo-accédants ne disposant pas au préalable d'un patrimoine susceptible d'être investi, leur pouvoir d'achat est un certain multiple de leur revenu, déterminé par les conditions du crédit. Si la hausse a également affecté les

marchés détendus où le phénomène d'enchères joue moins, c'est en raison de cet « accélérateur financier », et de l'éviction des ménages concernés des marchés les plus tendus, sur lesquels l'effet patrimoine a joué à plein.

Cela nous amène à souligner un point décisif, sur lequel nous nous séparons des théories du « déséquilibre » des années 80 : il s'agit de la façon de compter des individus. L'école française du déséquilibre raisonnait en termes réels. Si cela s'entend parfaitement concernant l'emploi, c'est beaucoup moins acceptable s'agissant des marchés de biens, y compris bien sûr les biens immobiliers. Contre cette vision « réaliste », nous affirmons au contraire un point de vue nominaliste. Il faut penser la demande de logements non comme une quantité, mais comme un pouvoir d'achat présent sur le marché⁹. La « rencontre » entre l'offre et la demande ne se fait pas entre deux quantités, mais entre ce pouvoir d'achat et l'offre qui au moins dans les pays de vieille urbanisation ne représente qu'une fraction minimale du stock existant.

Sur un plan théorique, l'approche monétaire des transactions présente par ailleurs deux avantages par rapport à la vision réaliste qui est celle des théories usuelles de l'équilibre :

a) D'une part, elle permet de s'affranchir de ce qui avait été l'une des principales difficultés des théories dites du déséquilibre dans les années 1980, et qui fut à l'origine de leur discrédit dans la profession, à savoir le problème de la fixation des contraintes quantitatives, et de leur mode de perception par les individus. De fait, les auteurs avaient été amenés à substituer un tâtonnement sur les quantités au traditionnel tâtonnement walrasien sur les prix.

b) D'autre part, le fait que les individus raisonnent en termes nominaux (sur des montants) explique certains aspects apparemment paradoxaux du fonctionnement marchand ; ainsi des fonctions de demande « mal élevées », c'est-à-dire croissantes avec les prix, peuvent s'expliquer par la forte proportion des demandes courantes qui s'appuie sur des décisions préalables de vente. Les acheteurs concernés sont vendeurs en même temps, et ils n'offrent que pour pouvoir demander¹⁰, de sorte qu'une hausse du prix n'a que peu d'effet sur le niveau (le montant) de la demande. Les courbes de demande ont alors l'allure de courbes d'offre, affichant une corrélation positive entre prix et quantités. Cette relation procyclique s'observe régulièrement au cours des booms immobiliers (voir Hort 2000]), où l'on voit les volumes échangés croître de concert avec les prix, et s'effondrer avec eux.

c) Enfin, on pourrait s'interroger sur la nécessité de redéfinir la fonction objectif ?

S'il s'agit d'un comportement économique, et conformément à notre vision nominaliste, il doit porter sur des valeurs patrimoniales ou des flux de revenus monétaires. A

⁹ Cette vision ancienne de la demande monétaire était celle des économistes préclassiques : largement partagée chez les mercantilistes, son expression la plus claire se trouve sans doute chez Cantillon, dans son *Essai sur la nature générale du commerce* de 1731 ; elle est encore présente chez Adam Smith, et disparaît chez Ricardo, pour ne plus subsister ensuite que chez certains économistes « hétérodoxes ».

¹⁰ On est dans ce que Walras (1870) appelait un modèle « d'échange pur ».

la fonction d'utilité, on pourrait songer à substituer une fonction de non perte ? dans laquelle l'objectif des individus serait de ne pas enregistrer de perte en capital, ou de préserver leur pouvoir d'achat immobilier futur. Il s'agirait de ne pas être évincé du marché (ou du quartier) dans l'avenir.

L'ensemble de ces considérations nous amène à la question des rapports entre stocks et flux. Négligeable lorsque les transactions portent majoritairement sur les logements neufs, elle devient cruciale dans les pays comme les pays européens où les transactions sur l'ancien sont 2 à 10 fois plus importantes que les achats de logements neufs¹¹.

2) Valorisation des stocks et détermination des flux de transactions

Le montant monétaire de la demande potentielle dépend autant de la valeur du patrimoine accumulé que du revenu et de la capacité d'emprunt qu'il implique. La hausse des prix, en augmentant cette valeur, autorise, pour les ménages déjà propriétaires, une hausse de leur pouvoir d'achat immobilier, qui à son tour pousse les prix à la hausse.

Le schéma 1 ci-dessous¹² illustre la possibilité ainsi créée par le bouclage avec le patrimoine de processus cumulatifs, à la hausse comme à la baisse.

Sont donnés de façon exogène d'une part le système productif local qui fixe la population des ménages et sa composition socioprofessionnelle, ainsi que la structure urbaine¹³, et d'autre part la conjoncture macroéconomique, qui détermine l'état du crédit et celui de la répartition des revenus.

3) Vers une modélisation SFC

Les modèles dits SFC (pour *stock flow consistent*) ont été développés au cours des deux dernières décennies comme alternative post-keynésienne aux modèles dits DGSE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*). Issus à l'origine des travaux de J. Tobin¹⁴ (1969, 1982) et de H. Minsky (1990), ils ont été instrumentés par Godley (2007) et Lavoie (2014)¹⁵. Leurs principales différences avec les modèles d'équilibre général ont trait à la représentation des individus, et au rôle attribué aux stocks : les individus sont représentés par leurs comptes de bilan, et les flux courants de revenu et d'épargne sont commandés par l'évaluation des stocks. L'offre potentielle d'actifs consiste dans la totalité du fonds de richesses accumulé. Evidemment, il s'agit là d'une pure virtualité, mais la possibilité que les vendeurs soient nombreux et les acheteurs rares, de sorte que l'immobilier devienne illiquide, n'est pas une vue de l'esprit.

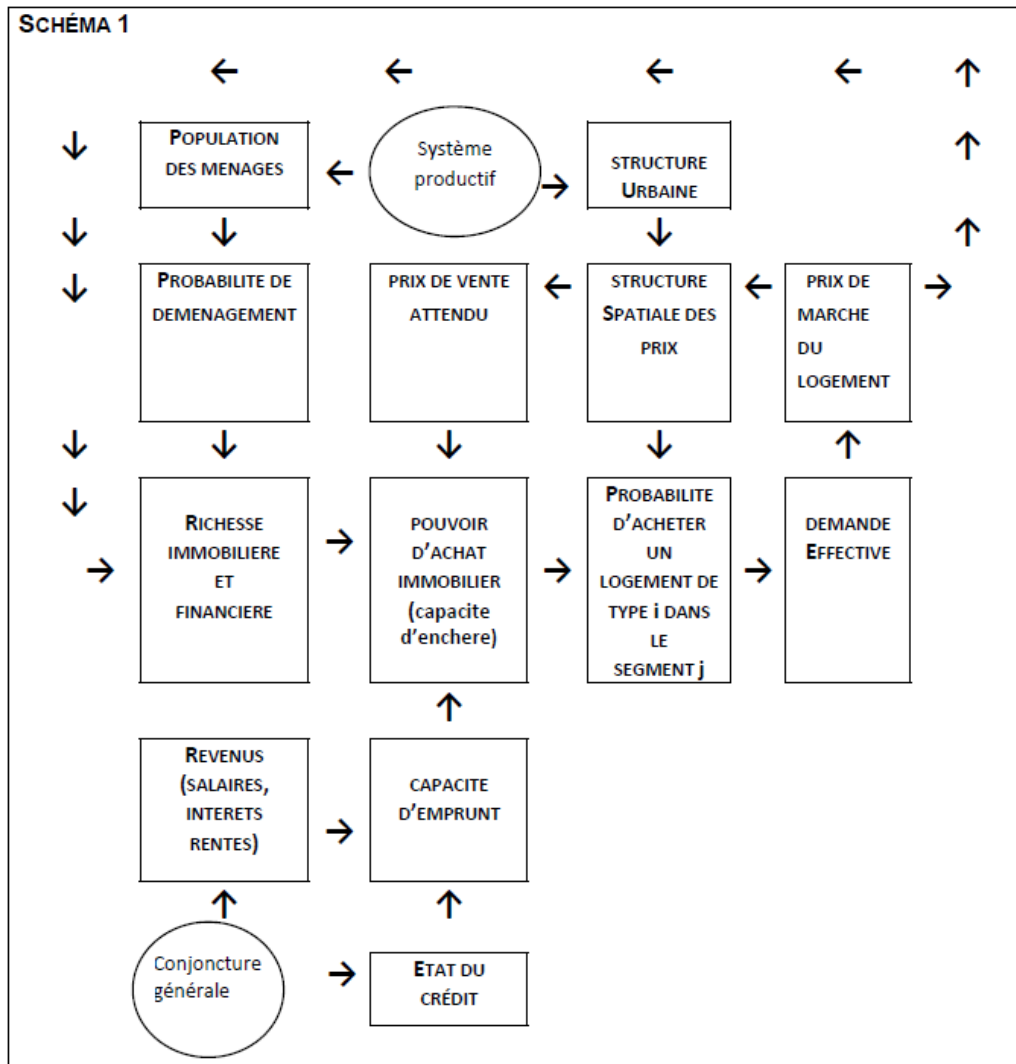
¹¹ En France, il s'échange deux fois plus de logements anciens qu'il ne s'achète de logements neufs. En Angleterre, la proportion est de 10 pour un.

¹² Schéma très incomplet.

¹³ Par structure urbaine il faut entendre le découpage en quartiers et la composition du parc de logements.

¹⁴ Lequel a jugé le thème suffisamment important, et représentatif de l'ensemble de son oeuvre, pour y consacrer sa conférence Nobel de 1981 (Tobin 1982).

¹⁵ Voir Nikiforos et Zezza (2017) pour une présentation récente.



Cette approche est compatible avec la vision nominaliste défendue plus haut : engagements et contrats (y compris les contrats de travail) sont libellés en termes monétaires, et les relations marchandes ne sont rien d'autre qu'un système de flux monétaires. Les modèles SFC sont particulièrement intéressants pour traiter de systèmes urbains "matures" où l'évaluation du stock de logements et le montant de l'encours de dette logement sont les principaux moteurs de la dynamique des prix.

A condition qu'elle soit entretenue par le système de crédit, une boucle prix-patrimoine peut s'enclencher sous l'effet d'une altération, qui n'a pas besoin d'être considérable, de la composition sociale, des préférences résidentielles, de la répartition des revenus ou de tout facteur affectant l'appariement entre fractions de parc et groupes de population. Par les effets de chaîne qui s'ensuivent, les marchés de la propriété peuvent s'engager dans une spirale auto-entretenue.

3.2 Choix individuels et contraintes spatiales systémiques

Le marché fonctionne comme processus d'affectation des ménages aux différents secteurs de la ville, dans lequel la structure socio-spatiale oriente et limite les choix des ménages. En même temps, les déterminismes socio-spatiaux ne sont pas absolus : en dehors de situations de pénurie extrême, comme les pays européens en ont connues au sortir de la seconde guerre mondiale, un certain éventail de choix est ouvert, même aux ménages les plus défavorisés. Le statut d'occupation, le type d'habitat et le quartier font l'objet de choix séquentiels emboîtés.

1) Des choix emboîtés

Dans ce cadre, *trois niveaux de choix au moins* doivent être distingués, une fois prise la décision de mobilité résidentielle :

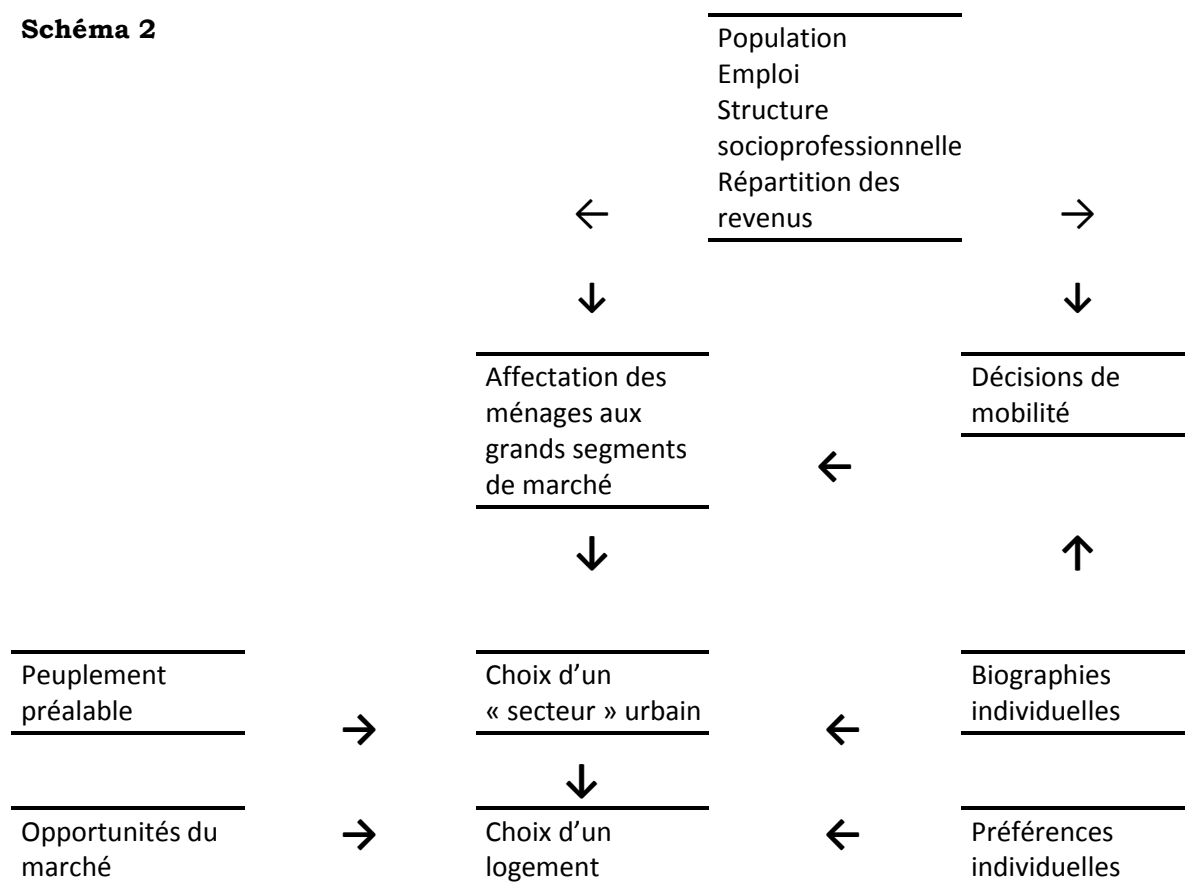
- A un niveau très global, les ménages sont contraints, par leur statut socioprofessionnel et leur niveau de revenu, de se positionner sur un certain segment de marché, défini à la fois en termes de qualité du logement et de classe de prix.
- A un niveau intermédiaire, vont s'exercer un certain nombre de grands choix de localisation, en fonction de préférences, ou de normes de consommation, en termes de type d'habitat (individuel ou collectif), de distance au centre, ou d'environnement urbain (densité, équipements publics, espaces verts, etc).
- Le troisième et dernier niveau est donc celui du choix du logement lui-même dans une certaine aire géographique, même s'il est difficile à dissocier du précédent. A ce niveau clairement microéconomique, interviennent un certain nombre de considérations relevant du choix des caractéristiques internes du logement.

Le schéma 2 ci-dessous propose une représentation schématique de ces emboîtements de décisions.

2) La perception des déséquilibres

Au premier niveau, il s'agit d'identifier le nombre de segments pertinents, qui dépend évidemment en grande partie de la façon de partitionner les ménages en groupes sociaux, et ces derniers en clientèles. Le choix du statut d'occupation relève de ce niveau « macro-social ». A lui seul, le secteur du logement social représente, dans une agglomération de grande taille, avec la complexité que cela implique, deux ou trois « segments de marché » distincts, jouant chacun un rôle particulier dans la régulation d'ensemble des marchés. Ces segments de marché ont un contenu spatial : chacun d'eux est composé d'un ensemble de quartiers, considérés comme jouant le même rôle du point de vue de l'accueil des populations.

Schéma 2



C'est d'abord au niveau du *système de prix* immobiliers que le déséquilibre trouve sa traduction. La distinction entre niveau et proportion est ici cruciale. Une variation, même importante, des prix n'est pas en elle-même l'indice d'un déséquilibre entendu comme « disproportion ». Une disproportion peut signifier soit que les types de logements offerts ne correspondent pas à la demande, soit qu'ils ne sont pas offerts dans les secteurs de la ville où celle-ci se porte. Une situation de déséquilibre en ce sens va se traduire par une déformation du système de prix relatifs, aussi bien entre types de logement qu'entre « secteurs » urbains.

Dans le neuf, il existe pour chaque catégorie de logements un prix normal de production, celui qui garantit un taux (ou une marge) de profit suffisant à maintenir le même niveau de production dans le temps. Dans l'ancien, il existe un taux normal de décote par rapport au neuf, qui dépend à la fois de l'âge du parc, des conditions techniques d'entretien et des différentiels éventuels de fiscalité. Sur chaque segment de marché, les déséquilibres, et leurs déplacements, peuvent donc s'apprécier à travers l'écart entre les prix effectifs et les prix normaux ainsi définis. Il n'est pas exorbitant de supposer que les individus se font une idée (bonne ou mauvaise, peu importe¹⁶, mais il en ressort une opinion moyenne) de l'écart normal, dont la réduction sera considérée comme le signal d'une probable hausse du

¹⁶ La seule chose qui compte étant l'écart constaté par rapport à cette moyenne, peu importe que celle-ci soit la moyenne effective.

prix du neuf dans un avenir proche. Empiriquement, les écarts normaux peuvent être déterminés à partir de moyennes établies sur la durée d'un cycle complet (d'un creux conjoncturel à l'autre).

Sur l'Ile-de-France, nous avons ainsi pu établir (Tutin [2005]) qu'il existait un mouvement d'accordéon de la grille des prix en fonction de la conjoncture : les périodes de tension sont marquées à la fois par un resserrement des écarts entre prix du sol, prix du neuf et prix de l'ancien, et par un élargissement de l'éventail spatial des prix, tandis que les périodes de détente des marchés voient au contraire les prix relatifs des différents produits s'écarter plus nettement, et la hiérarchie spatiale se resserrer. Sur la période la plus récente (1997-2005) le resserrement général des écarts, entre produits comme entre secteurs, pourrait s'interpréter comme le signe d'une généralisation des pénuries « sectorielles ».

Au niveau des indicateurs quantitatifs, on retiendra assez classiquement :

- les taux de vacance ;
- les taux de mobilité résidentielle ;
- les taux de construction et de transaction, qui ;
- les délais de commercialisation des logements neufs ;
- la formation de friches urbaines, enfin, peut être considérée comme l'indice d'un déséquilibre localisé.

Tous ces indicateurs connaissent des valeurs normales ou « ordinaires » (pour ne pas dire « naturelles ») autour desquelles gravitent les valeurs effectives. Une hausse de la vacance, une chute de la mobilité résidentielle ou du taux de construction, un allongement des délais de commercialisation très au-delà de leurs valeurs ordinaires peuvent être considérés comme autant de signaux de « déséquilibre ».

3.3 Quelle vraisemblance empirique ?

Pour terminer, nous voudrions montrer l'intérêt d'une approche en termes de déséquilibre pour l'analyse des marchés franciliens du logement.

1) Qu'est-ce qui manque ? Où et pour qui ?

La première exigence est d'identifier les "déformations" de la structure de l'offre et/ou de la demande qui ont pu engendrer une dynamique de déséquilibre. Du côté de la demande, elles peuvent avoir deux origines : dans la structure des emplois et donc de la population active et de la répartition des revenus, ou bien dans un changement des préférences spatiales et des comportements résidentiels. Les deux types de déformations sont sans doute intervenus dans les années 2000, dans le prolongement d'ailleurs de changements déjà à l'œuvre dans les années 1980 : montée en puissance des cadres et des professions intermédiaires, surreprésentés en Ile-de-France, désindustrialisation et déclin de la classe ouvrière, avec en conséquence une raréfaction des espaces libres pour les classes moyennes supérieures (déciles 6 à 8). La réponse à cette « contrainte spatiale » a été la

gentrification des quartiers populaires, avec l'ouverture d'un premier « front de gentrification » dans les 10° et 11° arrondissements¹⁷ dans les années 1980, puis d'un second dans les années 1990 et 2000, dans le 20° et en première couronne. Ce mouvement a été renforcé par un phénomène de fuite des espaces populaires périphériques de la part des couches supérieures, conduisant au renforcement de la sélectivité des quartiers « bourgeois ». En même temps, en raison de leur éviction des espaces centraux, les classes populaires soit trouvent refuge dans le secteur du logement social, soit sont contraintes de se relocaliser sur des couronnes de plus en plus lointaines, entretenant ainsi le processus de péri-urbanisation. Loin d'être exclusivement parisien, ce double mouvement de gentrification d'un côté et d'étalement urbain de l'autre peut être constaté dans d'autres agglomérations, en France mais plus largement en Europe.

2) Un double régime de déséquilibre

A ces deux évolutions-types correspondent deux types de « régimes » immobiliers que l'on peut qualifier respectivement de « central » et « périphérique ».

a) *Le régime "central-patrimonial"*

Le premier, qui fonctionne sur les villes centres et les premières couronnes, est impulsé par les ménages des classes moyennes supérieures. La gentrification naît du manqué d'espaces résidentiels intermédiaires, dans des sociétés urbaines où les classes moyennes supérieures représentent une proportion croissante des actifs résidents. Elle se traduit par une réhabilitation du parc de logements anciens dans les anciens quartiers populaires, et de proche en proche par une restructuration d'ensemble de la hiérarchie des espaces résidentiels. C'est ce mouvement de fond qui explique la force et la longueur du boom immobilier. Ce régime de marché est tiré par le patrimoine, et s'auto-entretient des gains en capital réalisés sur les actifs immobiliers. Comme le relevait la BCE, dans un tel régime "patrimonial", contrairement à un régime contraint par le revenu, la dynamique d'accumulation de la richesse immobilière est *"driven by capital gains/losses on real and financial assets rather than the accumulation of active saving by households. Consequently, the relationship between the historical (aggregate) saving rates of net wealth across countries is often quite noisy"* (HFCN 2013, p. 15), et les prix du logement sont gouvernés par des arbitrages sur des stocks, et non sur des flux de revenu et d'épargne. Il n'y a pas de limite à la hausse du ratio prix/revenu. Ce qui plaide pour une analyse de processus de marché fondés sur les interactions entre stock et flux, plutôt que par la confrontation instantanée entre l'offre et la demande.

Ce régime « central-patrimonial » prévaut sur les zones dites « tendues » des grandes agglomérations, dans lesquelles, paradoxalement, l'endettement des ménages est plus faible que dans les zones détendues concernées par le second type de régime. Pour cette

¹⁷ Diverses études économétriques ont identifié le 11° comme l'arrondissement pilote sur cette période, et il l'est sans doute resté ultérieurement.

raison, c'est aussi le moins fragile, car il est très largement auto-entretenu par la hausse même des valeurs immobilières.

Dans la décennie 1997-2007, les espaces pilotes de la hausse des prix ont été les espaces anciennement ouvriers qui ont accueilli le débordement des quartiers déjà gentrifiés du Nord-Est parisien.

b) Le régime "périphérique" (ou "crédit-revenu")

Le régime « périphérique », quant à lui est porté par la double dynamique du revenu et du crédit (voir Tutin & Vorms (2014)) la seconde l'emportant nettement sur la première à partir de 2003-2004. Il nourrit le développement du marché de la propriété occupante bon marché, destination des ménages modestes, sur les franges urbaines. Ce régime est soutenu à la fois par l'état très favorable du crédit (taux et durées) et par les politiques publiques (prêt à taux zéro). Il est évidemment plus fragile que le régime "central", gouverné par les "gentrificateurs", qui est évidemment dominant. Dans les zones soumises à ce régime, le niveau d'endettement des nouveaux acquéreurs est en effet sensiblement plus élevé que dans les zones tendues soumises au régime « central ».

Cela rend assez bien compte de la dynamique spatiale très différente observée sur 1997-2007, et après 2009 : dans la phase de reprise à partir de 2010, on observe en effet des évolutions beaucoup plus contrastées des prix, certains espaces voyant se poursuivre la baisse de 2008-2009, tandis que d'autres

Ces deux régimes n'épuisent sans doute pas l'ensemble des possibilités. Mais il ne fait guère de doute qu'avec les espaces-types qui leur correspondent, ils ont été au cœur de la dynamique des marchés du logement au cours des deux dernières décennies. Les espaces bourgeois comme les espaces ouvriers ont été « suivistes ».

3) Contraintes spatiales et formation des prix : de l'Ile-de-France aux régions

Ce qui vient d'être dit de l'Ile-de-France est-il généralisable à d'autres régions métropolitaines, voire à l'ensemble des villes de France ? Il convient sans doute de nuancer la réponse selon le moment conjoncturel auquel on s'intéresse. Sur la décennie 1997-2007, il est assez tentant de généraliser, compte tenu de la relative uniformité des conjonctures entre villes et entre régions.

Depuis la crise de 2007-2008, on a par contre une claire différenciation des conjonctures, entre les villes où les prix n'ont pas baissé, voire ont recommencé à monter à partir de 2010, et celles qui au contraire ont connu une stagnation, voire une forte dévalorisation. Bordeaux, Paris et Lyon relèvent du premier groupe, et sans doute d'une logique identique, tandis que Le Havre ou Toulon relèvent du second.

Conclusions : Les chemins escarpés du déséquilibre

De forts arguments plaident, tant au niveau empirique que d'un point de vue théorique, en faveur d'une analyse des marchés immobiliers en termes de déséquilibre. Mais les situations de « vrai » déséquilibre, c'est-à-dire où les individus le savent et utilisent cette connaissance pour prendre leurs décisions, restent des zones largement inexplorées de la théorie économique. Tous les fondements de la microéconomie usuelle ont été établis « comme si » les individus étaient à l'équilibre, ou à tout le moins considéraient les prix observés par eux comme des prix d'équilibre. Dans le domaine du logement, les courbes d'enchères foncières du modèle dit d'Alonso-Muth ou les fonctions de demande de caractéristiques des modèles hédoniques représentent toutes un ensemble de points d'équilibre individuels. Mais la prise au sérieux des situations hors équilibre exige une véritable refondation

Plusieurs pistes ont été suggérées pour faire sortir de l'enfance les approches des marchés immobiliers en déséquilibre.

Au niveau analytique, il s'agit de prendre au sérieux le caractère monétaire de la demande effective, et donc la contrainte de liquidité, qui joue nécessairement dès lors que la capacité d'endettement n'est pas illimitée.

Au niveau empirique, il s'agit de fournir une représentation spatialisée de la segmentation, et sur cette base de mesurer les effets d'éviction et de report affectant les différentes catégories de ménages.

L'hypothèse de la coexistence d'au moins deux « régimes » de déséquilibre fournit en tout cas une grille de lecture possible des conjonctures immobilières franciliennes depuis les années 1980, qui donne toute sa place à la différenciation des trajectoires spatiales.

Bibliographie

BCE (2013), "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the First Wave », *Statistics Paper Series*, N°2, April.

BENASSY J.-P. (1984), *Macroéconomie et théorie du déséquilibre*, "Modules", Dunod, Paris, 220 p.

CLOWER R. (1967), "A reconsideration of the microfoundations of monetary theory", *Western Economic Journal*, Vol. 6, pp. 1-9, Repris in Clower (ed.) (1969), *Monetary Theory*, Penguin Books, London, p. 202-211.

DREZE J. (1975), "Existence of an Exchange Equilibrium under Price rigidities", *International Economic Review*, 16, 2, 301-320.

FILIPPI B. et TUTIN CH. (2006), "Housing markets out of equilibrium - An institutionalist approach", Communication au *Colloque annuel de l'ENHR*, Ljubjana, 2-5 juillet.

- FISHER Franklin (1989), "La formation des grandeurs économiques : déséquilibre et instabilité", in Cartelier (ed.), *La formation des grandeurs économiques*, Nouvelle Encyclopédie Diderot, P.U.F., Paris.
- HORT K. (2000), "Prices and turnover in the market for owner-occupied homes", *Regional Science and Urban Economics*, 30, 99–119.
- GODLEY W. (2007), *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. London: Palgrave MacMillan.
- LAVOIE M. (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- MALINVAUD E. (1976), *Réexamen de la théorie du chômage*, Trad. fr, Calmann-Lévy, Paris, 1980.
- MINSKY H. (1990), *Stabilizing an Unstable Economy*, Réédition 2008, Trad. fr. 2014.
- NIKIFOROS M. ET ZEZZA G. (2017), Stock-flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey, *Working Paper* No. 891, Levy Economics Institute of Bard College, May 2017.
- RICHARDSON H. (1973), *Urban Economics*, Penguin Books, London.
- ROTHENBERG J., GALSTER G., BUTLER R. & PITKIN J. (1991), *The Maze of Urban Housing Markets: Theory, Evidence and Policy*, Chicago: The Chicago University Press.
- TOBIN J. (1981), "Money and finance in the macro-economic process", Nobel Memorial Lecture, 8 December, 1981, in *American Economic Review*, 1982.
- TUTIN, Ch. (1989), « Les équilibres non walrasiens : nouvelle synthèse ou impasse analytique ? », Communication au 3^e colloque de l'ACGEPE : *Emergence et fondements des concepts d'équilibre en économie*, Strasbourg, Conseil de l'Europe, 21 et 22 septembre.
- TUTIN, Ch. (2005), *The spatial dimension in housing markets fluctuations : the case of French real-estate markets*, ENHR Annual Conference, Reykjavic 29 June-3 July.
- TUTIN, Ch. (2008), « Marchés du logement et structures urbaines », Intervention au séminaire *Economie du logement* du GIS Socioéconomie de l'habitat, PUCA, Paris, La Défense, 16 mai.
- TUTIN Ch. et VORMS B. (2014), "French housing markets after the subprime crisis: from exuberance to resilience", *Journal of Housing and the Built Environment*, Volume 29, N° 2, p. 277-298.
- WALRAS L. (1870), *Eléments d'économie politique pure*, Réédition LGDJ, Paris.