

Le secteur du logement et son financement: après le krach boursier

Bruno LEFÈBVRE et Michel MOUILLART
Université de Paris X Nanterre

200

Le niveau de la construction n'a cessé de se réduire : de 556 000 logements mis en chantier chaque année depuis 1975, il est descendu à 295 500 en 1985 et 1986. Il s'est cependant redressé, pour atteindre 310 100 en 1987, marquant en cela un retournement. Quels seront, dans ce contexte, les effets du krach boursier d'octobre 1987 sur ce secteur ? Afin d'examiner ces effets, nous analyserons ici les causes qui ont autorisé sa formidable expansion de 1954 à 1975. Cela permet en effet de souligner la part de l'intervention de l'État, tant en ce qui concerne les moyens budgétaires mis à la disposition du secteur que la volonté des pouvoirs publics d'organiser et d'améliorer son système de financement.

En 1977, la mise en place de la réforme du financement du logement a marqué un tournant : l'État cherche à se désengager dans ce domaine et l'expose, de plus en plus, au jeu des fluctuations économiques et monétaires. Ainsi, la chute de la construction observée depuis 1978 s'explique, à parts égales, par le désengagement budgétaire de l'État et par des facteurs économiques et monétaires ne laissant que peu de place aux facteurs démographiques. Les perturbations monétaires et financières de ces derniers mois risquent alors d'enrayer la reprise de la construction observée durant l'année 1987.

L'ÉMERGENCE DES CONTRAINTES

Au lendemain de la Seconde guerre mondiale, le parc de logements est insuffisant, en taille et en qualité : carence des équipements sanitaires, vétusté, voire insalubrité. Les destructions de la Première guerre (un million de logements détruits et 600 000 endommagés) n'ont pas encore été compensées par la construction, qui a stagné de 1919 à 1939 ; et le parc a souffert du dernier conflit (un million de logements détruits ou gravement endommagés). Dans un premier temps, les efforts de la reconstruction sont en effet concentrés sur la relance de l'appareil de production (1^{er} Plan) et le secteur du logement n'est pas prioritaire : les ressources, tant

budgétaires que matérielles, lui échappent. Ainsi, entre 1946 et 1954, bien que la population s'accroisse de 2 200 000 personnes, le parc de résidences principales ne s'élève que de 370 000 logements (voir tableau ci-dessous). Le parc vieillit (voir tableau ci-dessous). Une crise du logement éclate alors¹ durant les années 1953-1954 et contraint les pouvoirs publics à un réengagement rapide et massif dans le secteur de la construction.

« Baby boom », exode rural, rapatriements et immigration

L'effort de construction qui est alors consenti durant vingt ans est à la mesure de l'effort d'intervention budgétaire et réglementaire dans le secteur². Cet effort est suffisant pour répondre à la pression démographique : *baby boom*, exode rural, rapatriements d'Algérie, puis, enfin, immigration de travailleurs étrangers.

LE PARC DE LOGEMENTS D'APRÈS LES RECENSEMENTS GÉNÉRAUX DE LA POPULATION

Année de recensement	Population totale	Parc de résidences principales ¹	Parc total
1946	40 503	13 052	13 945
1954	42 777	13 427	14 410
1962	45 294	14 565	16 392
1968	48 311	15 777	18 260
1975	51 142	17 744	21 073
1982	54 335	19 505	23 624

1— C'est-à-dire nombre de ménages.

201

LA STRUCTURE DU PARC PAR GÉNÉRATIONS DE CONSTRUCTION*

Année de construction	1946	1954	1962	1968	1975	1982
Avant 1871	40,8	38,1	33,0	27,2	21,0	15,6
De 1871 à 1914	34,4	32,5	28,4	24,2	19,7	16,1
De 1915 à 1946	24,8	23,8	21,6	19,1	16,2	14,1
De 1947 à 1954	—	5,6	3,3	2,9	12,8	11,4
De 1955 à 1961	—	—	13,7	12,0	—	—
De 1962 à 1967	—	—	—	14,6	12,2	10,8
De 1968 à 1974	—	—	—	—	18,1	15,7
De 1975 à 1981	—	—	—	—	—	16,3
Âge moyen apparent (en années)	64,5	68,2	66,8	61,8	55,6	50,6

*En % du parc total.

Source : d'après R. VERGES-ESCUIN, 1987.

L'évaluation des besoins en logements neufs à construire chaque année est en effet réalisée dans le cadre de la préparation des Plans suivant la démarche suivante : Évaluation de la progression du parc de résidences principales sur la base de projections démographiques pures et d'hypothèses de décohabitation ; évaluation de la progression du parc de résidences secondaires et de logements vacants sur la base d'hypothèses économiques générales ; fixation d'un objectif de désaffectation

1— En dépit de mesures telles la loi de 1948, la création de l'allocation-logement et du régime des HLM en 1950, l'ampleur du déséquilibre est telle que ces interventions s'avèrent insuffisantes.

2— Sur ces points M. Moullart, 1986, P. Lanco, 1987 et D. Sicot, 1987.

2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

(rajeunissement et renouvellement du parc) ; détermination des besoins en construction et des moyens associés pour atteindre cet objectif.

L'adéquation entre les besoins et le niveau de la construction a jusqu'à un passé récent, toujours été assurée (voir tableau ci-dessous). C'est par l'engagement des moyens budgétaires nécessaires (aides à la construction, allocations logement, etc.) et la mise en place de circuits de financement appropriés (réorganisation du Crédit foncier de France et du Comptoir des entrepreneurs ; modification du régime des avances à taux réduit du Trésor ; création de la Caisse des prêts aux organismes HLM ; réglementation puis extension du 1% logement ; création puis extension du régime de l'épargne-logement, etc.), que les pouvoirs publics sont parvenus à cet ajustement, au moins de 1954 à 1975. L'effort de construction des années soixante et soixante-dix a donc permis la résorption de la situation de pénurie de l'après-guerre puis la détente générale du marché : le parc s'améliore et se rajeunit (voir tableau ci-dessous)

BESOINS EN LOGEMENTS ET NIVEAU DE LA CONSTRUCTION

	Plans	Périodes	(En milliers de logements)	
			Niveau annuel des besoins	Niveau annuel de la construction
202 1 - Évaluation du groupe « Financement du logement » de préparation du 9 ^e plan (La Documentation Française, 1983). 2 - Niveau annuel moyen observé pour la sous-période 1984-1987. Source : d'après M. Mouillart et P. Salmon, 1987.	2 ^e	1954-1957	240	293,1
	3 ^e	1958-1961	300	326,2
	4 ^e	1962-1965	375	399,0
	5 ^e	1966-1970	480	455,2
	6 ^e	1971-1975	510	538,7
	7 ^e	1976-1980	510	447,1
	8 ^e	1981-1985	450	333,3
	9 ^e	1984-1988	400 à 450 (1)	299,1 (2)

Le logement sacrifié devant l'impératif industriel

Bien que la politique d'aide à la pierre s'avère efficace, le coût d'une telle intervention semble de plus en plus difficile à supporter pour les finances publiques, notamment à partir du milieu des années soixante où l'économie française s'internationalise et se transforme. L'objectif prioritaire de la politique économique est d'adapter l'appareil de production aux exigences de la concurrence internationale. Dans ce contexte, le 6^e Plan consacre l'impératif industriel et sacrifie le logement : sa préparation donne lieu à la première remise en cause des aides au logement dans le cadre du groupe « interventions publiques » (ou Consigny) de la Commission habitation.

Pour le groupe, l'avenir du secteur repose sur la croissance des revenus et doit connaître la disparition des interventions publiques. La croissance économique semble en effet suffisante pour solvabiliser les ménages et permettre le développement de l'accession à la propriété. Le désengagement budgétaire de l'État du secteur de la construction commence alors : il s'appuie sur la mise en place des circuits de financement monétaire qu'autorise le développement de l'épargne des ménages. Il prend véritablement forme dès la fin du 6^e Plan (voir tableau ci-dessus) : la réduction de la construction va provoquer un divorce croissant entre besoins et niveau de la construction. Le lien qui unissait démographie et construction, et qui avait présidé à vingt années d'expansion se distend pour de pures raisons économiques et budgétaires. Et la conjoncture du secteur de la construction s'ouvre aux déterminants économiques, monétaires et financiers.

LA CHUTE DE LA CONSTRUCTION

Le désengagement budgétaire de l'État du secteur de la construction s'accélère dès 1977, avec la réforme du financement du logement. Partant d'un constat provisoire — la pénurie de logements semble résorbée et il est possible de suivre les conclusions du groupe Consigny — la réforme initie le système actuel de financement du logement. Elle crée les Prêts pour la location aidée (PLA) ; les Prêts pour l'accession aidée à la propriété (PAP) ; les Prêts conventionnés (PC) et l'Aide personnalisée au logement (APL). La commission d'études présidée par Raymond Barre retient, pour préparer la réforme, trois hypothèses économiques générales pour les années quatre-vingt :

- la poursuite de la croissance économique ;
- la poursuite de la progression du pouvoir d'achat des ménages (2,5 % par an) ;
- la poursuite de l'inflation à un niveau élevé (8 voire 11 % par an).

Le désengagement budgétaire de l'État

Elle considère ainsi que l'expansion rapide du secteur des PC — dont les taux d'intérêt ne sont pas bonifiés par des « subventions » (aides à la pierre) mais déterminés par convention³, et qui bénéficie en outre de l'APL — va autoriser la diminution rapide du nombre des PAP et donc faciliter le désengagement budgétaire de l'État. Dans les faits, l'expansion du secteur des PC (*voir tableau ci-dessous*) a été rapide ; mais elle s'est surtout opérée par transfert en provenance du secteur libre, compte tenu du niveau des taux d'intérêt et de ce qu'en outre le secteur des PC bénéficie de l'APL. À plusieurs reprises, et surtout en 1980, les autorités monétaires ont été obligées de freiner cette expansion, provoquant ainsi un ralentissement du rythme de la construction. Car, dans un contexte effectif de désolvabilisation des ménages accédants, les pouvoirs publics ont presque stabilisé leur niveau d'intervention budgétaire ; de 1978 à 1982 : d'autant que la construction aidée (PAP et PLA) a toujours constitué un puissant moyen de soutien de l'activité économique.

203

LA CONSTRUCTION DE 1978 À 1987

Années	Ensemble de la construction	PLA	PAP	PC	Accession non aidée	Location non aidée
1978	440.2	66.6	154.0	25.3	177.7	16.6
1979	430.5	60.3	145.6	94.0	112.1	18.5
1980	397.4	60.0	120.0	100.0	99.9	17.5
1981	399.5	56.0	126.0	82.0	119.4	16.1
1982	343.8	64.0	127.0	81.0	66.8	5.0
1983	332.7	57.9	115.0	90.0	64.8	5.0
1984	295.0	55.1	113.0	92.0	29.9	5.0
1985	295.5	65.0	93.0	105.0	29.3	3.2
1986	295.5	60.0	86.0	99.0	45.8	4.7
1987	310.1	54.0	78.1	117.4	52.4	8.2

3—Entre les établissements distributeurs et le CFF, sur la base du coût des ressources, essentiellement obligataires (l'épargne longue obligatoire est encore largement sous-rémunérée). Ce qui permet alors aux établissements distributeurs de bénéficier d'un traitement spécifique en matière d'encadrement du crédit et de pouvoir utiliser la trésorerie de l'épargne-logement pour financer leurs prêts (ce qui autorise un abaissement considérable du coût des ressources).

Le modèle Fanie : une place privilégiée aux stratégies et contraintes de financement par endettement

Fanie est un modèle économétrique trimestriel d'analyse et de prévision conjoncturelle de l'activité du secteur du logement. Conçu initialement pour la direction de la construction (B. Lefebvre et M. Mouillart, 1986), puis reconstruit et actualisé pour le commissariat général du plan (B. Lefebvre et M. Mouillart 1988), il autorise l'analyse des évolutions du niveau de la construction à court et à moyen terme ; l'examen des interactions dynamiques qui opèrent entre épargne financière et dépenses en logements neufs (substitution à court terme mais complémentarité à moyen terme) ; l'étude des instruments de politique économique dont disposent les pouvoirs publics pour orienter l'activité du secteur (politique budgétaire, fiscale, du crédit, de l'épargne, des revenus). Construit sur la période 1978-1986, donc dans le contexte homogène de l'actuel système de financement du logement, le modèle Fanie accorde une place privilégiée aux stratégies et contraintes de financement par endettement. Il distingue donc trois « marchés » principaux de l'endettement et de la construction :

- les secteurs des PAP et des PLA essentiellement dominés par des déterminants budgétaires (aides à la pierre, aides à la personne) ;
- le secteur des PC gouverné par le niveau des taux d'intérêt (politique du crédit et politiques fiscale et budgétaire d'aide à la personne) et la croissance du pouvoir d'achat ;
- les secteurs libres de l'accession et de la location, sensibles à la politique du crédit et à celle des revenus, mais aussi aux arbitrages qu'opèrent les investisseurs entre placements financiers et immobiliers.

204

Puis à partir de 1983, la réduction des programmes aidés⁴ a provoqué l'effondrement du niveau de la construction. La chute de la construction observée de 1978 à 1986 peut alors se décomposer par simulation rétrospective du modèle Fanie (voir encadré et tableau pages 204 et 205). Elle semble bien s'expliquer par quatre facteurs principaux :

- le niveau de l'intervention budgétaire (PAP et PLA) ;
- les conditions de formation du pouvoir d'achat (revenu et chômage) ;
- les taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat ;
- et les conditions du transfert entre placements financiers et immobiliers (le rendement des placements alternatifs tels les obligations).

4— Le désengagement se double, dans le cadre de la réforme du financement de l'économie entreprise dès 1984, d'un adossement du système de financement du logement aux ressources obligataires : ouvrant ainsi de plus en plus le secteur aux fluctuations monétaires et financières (B. Lefebvre, 1986). La refonte des circuits de financement répondant notamment à la modification de la structure de l'épargne qui se manifeste depuis le début des années quatre-vingt : abandon relatif des placements liquides au bénéfice des obligations (début 1980) puis des actions (1985-1986) ; et désaffectation pour les produits traditionnels (livret A) victimes de la stagnation du pouvoir d'achat.

Le modèle Melo : un modèle de formation de la demande solvable

Melo est un modèle économétrique trimestriel de simulation et de prévision du niveau de la construction de logements, à moyen et long terme. Construit sur la période 1963-1986 (M. Mouillart et P. Salmon, 1987) il privilégie des déterminants économiques (revenu, prix et chômage) ou monétaires et financiers (taux d'intérêt) pour expliquer l'évolution de la construction, sans référence aux facteurs démographiques. Il exogénéise cependant les secteurs aidés de la construction (PAP et PLA) en substituant une « composante budgétaire » à la « composante démographique » habituelle : le niveau de l'intervention budgétaire dans la construction a, en effet, toujours très précisément épousé celui des besoins en logements qui faisait naître la pression démographique. Le modèle Melo est donc un modèle de formation de la demande solvable et permet d'établir que, durant les vingt-cinq dernières années, ce sont essentiellement les conditions économiques et budgétaires qui ont prévalu dans la détermination du niveau de la construction.

La chute de la construction non aidée

De 1978 à 1982 la réduction d'activité résulte, pour l'essentiel, de la chute de la construction non aidée qui perd plus de 66 000 logements.

205

LA CHUTE DE LA CONSTRUCTION (1978-1986)

Niveau de la construction	1978	1982	1982	1986	1978	1986
Ensemble	440.1	343.8	343.8	295.5	440.1	295.5
dont PAP et PLA	220.6	191.0	191.0	146.0	220.6	146.0
autres secteurs	219.5	152.8	152.8	149.5	219.5	149.5
Variations du niveau de la construction observées		1978-1982	1982-1986		1978-1986	
Ensemble		- 93.3	- 48.3		- 144.6	
dont PAP et PLA		- 29.6	- 45.0		- 74.6	
autres secteurs		- 66.7	- 3.3		- 70.0	
Variations du niveau de la construction (simulées par le modèle Fanie)						
Ensemble		- 99.3	- 44.9		- 144.2	
dont PAP et PLA		- 29.6	- 45.0		- 74.6	
autres secteurs		- 69.7	+ 0.1		- 69.6	
● Désolvabilisation des accédants		- 42.9	+ 14.7		- 28.2	
— Montée du chômage et perte de pouvoir d'achat		(- 23.4)	(- 15.3)		(- 38.7)	
--- Coût du crédit		(- 19.5)	(+ 30.0)		(+ 10.5)	
● Désengagement des investisseurs (transferts entre placements financiers et placements immobiliers)		- 26.8	- 14.6		- 41.4	

Le modèle Delphe : un moyen d'évaluer les besoins en logements neufs

Les modèles Fanie et Melo expliquent le niveau de la construction sans référence aux facteurs démographiques : ce sont des modèles de formation de la demande solvable qui s'inscrit à moyen terme, dans le système de financement du logement (Fanie) ou, à long terme, dans le processus du développement économique et budgétaire (Melo). Le modèle Delphe est un modèle économétrique trimestriel d'évaluation des besoins en logements neufs conçu dans la tradition de la méthodologie développée par les planificateurs français (A.S. Convain et M. Moullart). Construit sur la période 1963-1986, il permet de déterminer le nombre de ménages et donc le parc de résidences principales, sur la base d'hypothèses économiques et démographiques ; il modélise ensuite le parc de résidences secondaires, le taux de vacance et le taux de désaffectation sur la base d'hypothèses économiques et financières ; il détermine enfin le niveau des besoins. *Ex post*, les besoins sont toujours « satisfaits » par la construction, même si son niveau peut paraître insuffisant : l'ajustement s'opère sur le taux de désaffectation du parc. En projection, le modèle Delphe utilisé en interaction avec le modèle Melo permet de mesurer le niveau de l'intervention budgétaire nécessaire pour satisfaire les besoins.

206

■ La baisse du pouvoir d'achat et la montée des taux d'intérêt nominaux « désolvabilisent » les ménages candidats à l'accession à la propriété. D'autant que le ralentissement du pouvoir d'achat et l'inflation provoquent une réduction de leur capacité d'épargne ; donc de leur capacité à constituer un apport personnel suffisant. Ce qui les contraint, lorsqu'ils conservent leur projet immobilier, à une élévation conséquente du recours à l'endettement⁵. Ce mouvement général de progression des taux d'endettement ouvre encore plus le secteur de la construction aux fluctuations monétaires et financières retransmises par les taux d'intérêt.

■ La revalorisation des taux de placements en valeurs mobilières — et notamment en obligations — amorcée depuis 1980, a de plus en plus attiré les ménages vers la bourse (par exemple, M. Deterne et E. Icole, 1987, ou D.M. Duverger, 1987). Les investisseurs⁶ se sont ainsi détournés de l'immobilier en réponse aux différences de rentabilité.

De 1983 à 1986, la réduction d'activité est essentiellement portée par les secteurs de la construction aidée (désengagement de l'État) ; bien sûr, le désengagement des investisseurs se poursuit, en réponse à l'élévation du taux de rendement réel des placements financiers ; et les pertes du pouvoir d'achat désolvabilisent toujours les accédants en réduisant notamment leur capacité de constitution d'un apport personnel ; mais la réduction des taux d'intérêt nominaux⁷ enregistrée depuis 1983 a largement compensé les effets précédents dans les secteurs libres et les PC.

5— Par exemple, sur ce point, M. Moullart et S. Occhipinti, 1988.

6— Sur les principes de la rationalité des investisseurs immobiliers, M. Moullart 1987.

7— Même si cette réduction s'est accompagnée d'une élévation des taux réels, en réponse au relèvement des conditions de rémunération de l'épargne (livret A, obligations...)

■ L'ouverture du secteur sur le jeu des contraintes économiques, monétaires et financières⁸, en réponse au désengagement budgétaire de l'État et à la mise en place de nouvelles règles de financement du logement semble ainsi largement responsable de la chute de la construction observée entre 1978 et 1986. D'ailleurs, les travaux de simulation rétrospective réalisés avec le modèle Melo (*voir encadré page 205*) confirment bien une telle analyse : de 1963 à 1986, les fluctuations du niveau de la construction non aidée répondent parfaitement aux modifications de l'activité économique (revenu et chômage) et aux variations du niveau des taux d'intérêt. De ce point de vue, le facteur démographique, bien médiatisé par le niveau de l'engagement budgétaire jusqu'en 1975, ne semble pas expliquer les modifications du rythme de la construction survenues ensuite : la chute de la construction de logements, depuis 1978, ne s'explique que de manière très accessoire par la réduction de la pression démographique. Bien plus, les besoins estimés lors de la préparation des 7^e, puis des 8^e et 9^e Plans sont très largement supérieurs aux niveaux observés de la construction. La distorsion de plus en plus forte entre besoins et construction se solde au niveau du parc de logements, par une réduction préoccupante du taux de désaffectation, comme le modèle Delphe (*voir encadré page 206*) permet de préciser l'établir.

L'APRÈS-KRACH BOURSIER

La modification des comportements d'épargne observée ces dernières années, notamment en réponse aux stratégies publiques de réorientation de l'épargne vers le financement du développement industriel, ne semble pas remise en cause par la chute que la Bourse a enregistrée depuis avril⁹.

Les études que le CREP a réalisées sur « l'impact général de la crise boursière », en novembre 1987 et en février 1988 permettent en effet d'établir trois propositions :

- la réaction des porteurs à la crise serait de faible ampleur dans l'immédiat (93 % d'entre eux déclarent même ne rien changer à leurs engagements actuels) ;
- dans les prochains mois, 79 % des porteurs ne modifieront pas leurs comportements d'épargne financière (volume et structure) ;
- ces décisions ne semblent pas affectées par les mouvements ultérieurs de la Bourse.

Bien sûr, des réaffectations peuvent encore s'opérer au sein du patrimoine financier des ménages : reconstitution des placements en livret A, ou tout au moins atténuation des transferts¹⁰ vers les valeurs mobilières... mais en conséquence des mouvements habituels d'épargne (ralentissement du pouvoir d'achat, différences de rentabilité entre placements, etc.) et non par suite d'une modification des habitudes des épargnants. Ces réaffectations concernent les flux d'épargne nouvelle et non pas les stocks de produits financiers.

Pas de bouleversement dans les arbitrages des ménages entre placement, financiers et immobiliers

De ce point de vue, le krach ne va certainement pas, à la différence d'une impression largement répandue, bouleverser les arbitrages que les ménages opèrent entre placements financiers et placements immobiliers ; ou ramener les investisseurs

8—Ainsi que la modification des habitudes de financement des logements par disparition de l'épargne préalable et recours massif à l'endettement : de ce point de vue, la réforme de 1977 puis le Plan Méhaignerie de juin 1986 constituent de puissantes incitations à l'endettement (M. Mouillart, 1986, et B. Lefebvre et M. Mouillart, 1987).

9—Effritement en avril ; chute de 10 % des cours de bourse fin mai, rapidement récupérée (au moins en partie) ; seconde chute de plus faible ampleur début juin, puis krach en octobre et déprime depuis.

10—Tels ceux observés lors du mouvement des privatisations.

2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

institutionnels vers le logement (même s'il les ramène vers l'immobilier d'entreprises ou de bureaux) :

■ L'immobilier est un placement sûr mais à faible rentabilité¹¹ compensée jusqu'au début des années quatre-vingt par l'occurrence de plus-value ; depuis, ces plus values s'estompent sous l'effet de l'atonie des marchés de l'ancien, même si celle-ci est cachée par le dérèglement de micromarchés tels le marché parisien. Les mesures en faveur de l'investissement locatif (plan Méhaignerie) ont relevé la rentabilité des opérations nouvelles ; mais, comme dans le même temps, le taux de rendement des placements alternatifs (les obligations, par exemple) s'est relevé, les ménages n'ont pas encore réarbitré durablement en faveur de l'immobilier¹². D'autant qu'une conséquence du krach pourrait être la remontée des taux de rendement des placements financiers ;

■ Les investisseurs institutionnels ne semblent pas se « ruer » vers l'immobilier. En effet, pour eux, c'est surtout l'évolution prévisible des taux d'intérêt à long terme¹³ et l'état du marché immobilier et ses perspectives qui constituent les critères déterminants de leur décision. Le krach, en relevant les taux, devrait avoir les mêmes conséquences que pour les ménages. Il est en outre paradoxal de constater que pour eux, plus le marché immobilier est tendu — donc moins le niveau de la construction est élevé — plus l'immobilier est attractif (assurance de loyers élevés, donc d'une bonne rentabilité). Surtout si un marché tendu provoque la flambée des prix de l'immobilier puisqu'alors les accédants découragés par le niveau de l'opération se tourneront vers le marché locatif.

Les conséquences que le krach va faire peser sur le secteur de la construction semblent plutôt s'apprécier au regard des causes qui ont permis d'expliquer la chute de la construction entre 1978 et 1986 :

■ Il va provoquer un ralentissement de la croissance économique générale et donc une moindre progression du pouvoir d'achat du revenu des ménages et une montée plus rapide du chômage¹⁴ (difficultés de constitution d'un apport personnel pour les ménages accédant à la propriété).

■ Par suite des politiques monétaires restrictives (rééquilibrage des marchés financiers) et des conséquences prévisibles sur les taux d'intérêt à long terme, il risque d'aggraver le déséquilibre entre placements financiers et placements immobiliers au détriment de ces derniers (prudence des investisseurs).

■ En causant la remontée des taux longs, il va déclencher¹⁵ la remontée des taux

11— Sur ces points voir M. Mouillart, 1987. On peut d'ailleurs remarquer (tableau) que l'année 1987 amorce une reprise de la construction dans un contexte économique et financier toujours difficile. Cette reprise ne concerne que les secteurs non aidés puisque la réduction de l'intervention budgétaire se traduit par une perte de 13 900 logements en PAP et PLA. Ainsi, le secteur des PC progresse de 18 400 logements, le secteur de l'accession non aidée de 6 600 logements et le secteur locatif non aidé de 3 500 logements :

— les secteurs de l'accession ont ainsi bénéficié de la stabilité des taux d'intérêt et de l'élargissement des déductions fiscales du Plan Méhaignerie de juin 1986 ;

— les secteurs locatifs ont bénéficié des programmes de Prêt locatifs intermédiaires et des mesures fiscales du Plan Méhaignerie.

12— Surtout si les investisseurs ont réellement perdu en bourse : il faudra en effet attendre qu'ils reconstituent leur capacité d'intervention sur les marchés immobiliers.

13— Et non la chute des cours de la bourse.

14— Non pas par suite du jeu de l'effet Pigou qui devrait affecter négativement la consommation des ménages, comme le suppose le GAMA dans son compte de novembre 1987 destiné à évaluer l'impact de la crise boursière et monétaire (les résultats de l'enquête du CREP infirment une telle hypothèse) ; mais par suite des conséquences macro-économiques générales : augmentation des taux d'intérêt, ralentissement des investissements, pertes de revenu du capital... et politique de resserrement monétaire freinant la croissance économique mondiale.

15— Durant les années 1986 et 1987, le système de l'épargne-logement s'est rapidement développé. Ce produit semble avoir perdu sa fonction traditionnelle (le financement du logement) pour une fonction nouvelle (un produit de placement). Dans ces conditions, la désaffectation relative des nouveaux flux d'épargne à l'égard des actions (et non des obligations dont les conditions de rémunération sont toujours très attractives) pourrait, dans une mesure encore difficile à apprécier, accélérer le rythme de progression des dépôts d'épargne-logement. Mais les effets à en attendre sur les taux des PC (la trésorerie de l'épargne-logement permet d'en assurer le financement) semblent assez limités : durant l'année 1987, les tensions sur les taux des PC se sont exprimées alors que la trésorerie de l'épargne-logement se gonflait rapidement.

d'intérêt sur les crédits à l'habitat (le système de financement du logement est adossé au marché obligataire): mouvement que la concurrence entre établissements distributeurs (à l'occasion de la renégociation des prêts, par exemple) ne pourra longtemps contenir; sauf à provoquer une nouvelle dégradation de la rentabilité des établissements; (difficultés d'endettement des ménages accédant à la propriété).

■ En pesant sur les finances publiques (ralentissement économique, montée du chômage, etc.) il va confirmer le désengagement budgétaire de l'État (poursuite de la réduction des programmes PAP et PLA).

Afin d'évaluer les conséquences du krach, deux scénarios ont été construits autour d'un cadre central pour les années 1988 à 1990. Le compte central, établi à partir d'hypothèses macro-économiques proches de celle du compte CGP d'octobre 1987, est un compte de lente reprise¹⁶.

Un premier scénario de coopération monétaire minimale avec entente immédiate

— Après sa lente progression des années 1988 et 1989, le pouvoir d'achat du revenu disponible¹⁷ remonte lentement pour s'élever de 2,5 % par an dès 1990; le taux de chômage continue son ascension dans un contexte de croissance ralentie (les exportations françaises sont peu dynamiques, la rigueur des finances publiques pèse sur de nombreux secteurs, etc.); et les tensions sur les taux d'intérêt ne s'estompent que lentement, dans un contexte d'incertitude sur les marchés des changes;

— Le secteur de la construction (*voir tableau ci-dessous*) ne dispose plus, alors, que de marges de manœuvre très étroites; le développement des secteurs non aidés (et principalement celui des PC) permet encore, en 1988, de compenser la poursuite de la réduction des programmes PAP et PLA¹⁸ mais s'avère insuffisant en 1989¹⁹. Seule une véritable résolvabilisation des accédants (hausse du pouvoir d'achat et baisse des taux d'intérêt) et un renversement des arbitrages des investisseurs (baisse du taux des obligations) permettraient, à partir de 1990, d'assurer un redémarrage durable de la construction.

Le premier scénario est alors un scénario de coopération monétaire minimale avec entente immédiate: pour maintenir le cours du dollar, les États-Unis élèvent leurs taux à long terme au second semestre de 1988 et font preuve de rigueur monétaire. La récession consécutive au krach est alors immédiate, compte tenu de l'inertie des économies industrielles et opère dès le second semestre 1988. La reprise de 1989 est ainsi beaucoup plus lente que dans le compte central²⁰.

209

LES EFFETS DU KRACH : SCÉNARIO D'ENTENTE MONÉTAIRE

moyenne annuelle (en points par rapport au compte central)	1988	1989	1990
Effet revenu	- 0.5	- 0.3	-
Effet chômage	+ 0.1	+ 0.3	-
Effet taux d'intérêt	+ 0.5	-	-

16—Progression associée à une perte de pouvoir d'achat des revenus salariaux (rigueur salariale, augmentation de la contribution des salariés à l'effort de rééquilibrage des comptes sociaux...).

17—Ce compte est construit « avant » intégration des effets du krach boursier.

18—90 000 PAP budgétaires en 1988, 1989 et 1990; 60 000 PLA budgétaires en 1988, puis 55 000 en 1989 et 1990.

19—Ce scénario est construit en supposant la prolongation des mesures fiscales du Plan Méhaignerie au-delà de 1989.

20—Le chiffrage des effets macro-économiques (revenu, chômage) a été réalisé à partir de l'analyse présentée par le GAMA dans son compte de novembre 1987.

2/LA CRISE: CAUSES ET CONSÉQUENCES

Le niveau de la construction (*voir tableau ci-dessus*) rechuterait en 1988 et 1989: il ne se relèverait qu'en 1990, en même temps que l'activité économique générale.

Un second scénario: un après-krach sans entente immédiate

Le second scénario est celui d'un après-krach sans entente immédiate: la chute (l'effritement du dollar) se poursuivant lentement en 1988 et 1989; une douce récession s'ouvrirait à partir du second semestre 1988 et se poursuivrait en 1989.

LES EFFETS DU KRACH: SCÉNARIO D'EFFRITEMENT

moyenne annuelle (en points par rapport au compte central)	1988	1989	1990
Effet revenu	- 0.5	- 0.5	- 0.3
Effet chômage	+ 0.1	+ 0.3	+ 0.3
Effet taux d'intérêt	+ 0.5	+ 0.5	+ 0.5

Dans ce contexte, la rechute de la construction serait plus marquée en 1989 et le redémarrage plus lent en 1990: l'atonie de la construction poserait alors certainement la question de la poursuite du désengagement de l'État.

Un avenir préoccupant

La réforme du financement du logement de 1977 puis la réforme du financement de l'économie de 1985 ont largement fragilisé le secteur de la construction en l'ouvrant sur les perturbations économiques et financières. Dans ce contexte, les désordres monétaires et financiers de 1987 pour le krach et les incertitudes qui s'ensuivent semblent affecter le niveau de la construction pour les deux ou trois années à venir, surtout si l'État poursuit son désengagement.

Cette situation est préoccupante, notamment au regard de la couverture de ce que les planificateurs appellent des besoins en logements. Sur la base du scénario démographique à long terme présenté par C. Louvot (1986), le modèle Delphe permet en effet d'évaluer le niveau de ces besoins.

LES BESOINS EN LOGEMENT Moyenne annuelle (en milliers de logements)

	NIVEAU DE LA CONSTRUCTION			NIVEAU DES BESOINS	
	Scénario central	Scénario d'entente monétaire	Scénario d'effritement	Scénario au fil de l'eau	Scénario avec contrainte de renouvellement
1988-1990	321.6	314.2	309.9	316.1	429.2

La reprise amorcée en 1987 et décrite par le compte central assurerait juste la satisfaction des besoins en logements pour les trois années à venir (scénario au fil de l'eau): mais au prix d'un vieillissement accéléré du parc (le taux de remplacement serait de 2/1000 contre 1/150 vers la fin des années soixante-dix), qui est préoccupant dans le contexte d'atonie de la construction observé depuis dix ans. Il faudrait même retrouver un rythme annuel de construction de près de 430 000 logements pour satisfaire les besoins dans des conditions comparables à celles qui s'observaient encore en 1978.

Ainsi, si les conséquences du krach se manifestaient dans les conditions décrites par ces scénarios, le divorce accéléré entre besoins et construction nécessiterait certainement un arrêt du désengagement de l'État (stabilisation des programmes PAP et PLA) et une réforme du financement du logement. □

LES EFFETS DU KRACH BOURSIER SUR LE NIVEAU DE LA CONSTRUCTION (SIMULATION DU MODÈLE FANIE)

	OBSERVATIONS		COMPTE CENTRAL		SCÉNARIO D'ENTENTE MONÉTAIRE			SCÉNARIO D'EFFRÈTEMENT			
	1986	1987	1988	1989	1988	1989	1990	1988	1989	1990	
	ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER (en %)										
Taux de progression du pouvoir d'achat (base 1980)	3.7	0.5	0.5	1.1	2.5	0.0	0.8	2.5	0.0	0.6	2.2
Taux de chômage en fin d'année	10.6	11.1	12.1	12.9	13.6	12.2	13.2	13.6	12.2	13.2	13.9
Taux de rendement des obligations, seconde catégorie	9.7	10.5	9.5	9.0	8.5	10.0	9.0	8.5	10.0	9.5	9.0
Taux des PC	10.7	10.1	10.0	10.0	9.5	10.5	10.0	9.5	10.5	10.5	10.0
	NIVEAU DE LA CONSTRUCTION (en milliers de logements)										
Ensemble	295.5	310.1	321.2	316.6	326.9	313.4	307.5	321.7	313.4	304.2	312.1
dont PAP et PLA	146.0	132.1	129.0	116.0	115.0	129.0	116.0	115.0	129.0	116.0	115.0
secteurs non aidés	149.5	178.0	192.2	200.6	211.9	184.4	191.5	206.7	184.4	188.2	197.1

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BLANCHET D. et BONVALET C. — Croissance démographique et marché du logement en France depuis 1954. — *Population* n°6, (Revue de l'INED), 1985, pp. 870-897.
- CONVAIN A.S. et MOUILLART M. — Démographie et construction de logements : le modèle Delfe. — Document de recherche du Cereve, n°4, déc. 1987, broché, 62 p.
- DETERNE M. et ICOLE E. — Les ménages et leur épargne : nouveaux comportements. — *Cahiers du Crédit mutuel* n°59, mai 1987, pp. 2-7.
- DUVERGER D.M. — Les ménages et leur épargne : la nouvelle donne. — *Cahiers du Crédit mutuel* n°59, mai 1987, pp. 9-13.
- LANCO P. — Du budgétaire au monétaire. — *Journal des Caisses d'Épargne* n°2, mars-avril 1987, pp. 8-10.
- LANCO P. — Financement du logement : l'heure des choix. — *Journal des Caisses d'Épargne* n°2, mars-avril 1987, pp. 11-15.
- LEFEBVRE B. — Financement du logement : vive la banalisation. — *Cahiers du Crédit mutuel* n°57, déc. 1986, pp. 19-27.
- LEFEBVRE B. et MOUILLART M. — Logement et épargne des ménages : le modèle Fanie. — *Revue Économique* n°3, mai 1986, pp. 521-570.
- LEFEBVRE B. et MOUILLART M. — Et si les taux d'intérêt remontaient. — *Cahiers du Crédit mutuel* n°59, mai 1987, pp. 17-22.
- LEFEBVRE B. et MOUILLART M. — Actualisation et reconstruction du modèle Fanie. — *Commissariat général du plan en 1988* (à paraître).
- LOUVOT C. — Projection jusqu'en 2010 du nombre des ménages. — Document du département « Population-ménages », Insee, juil. 1986.
- MOUILLART M. — Quelles perspectives pour une relance de la construction. — *Cahiers du Crédit mutuel* n°55, juin 1986, pp. 29-36.
- MOUILLART M. — Le Plan Mehaignerle, bain de jouvence du secteur locatif privé ? — *L'Observateur de l'immobilier*, janv.-mars 1987, pp. 23-29.
- MOUILLART M. et OCCHIPINTI S. — Accéder à la propriété, à quel risque ! — *HLM, Aujourd'hui*, 1988 (à paraître).
- MOUILLART M. et SALMON P. — Melo : un modèle économétrique à long terme du secteur du logement. — *Cahiers Lillois d'Économie et de Sociologie* n°10, 2° sem. 1987, pp. 35-50.
- SICOT D. — L'État peut-il lâcher le logement ? — *Science et Vie Économique* n°31, sept. 1987, pp. 27-31.
- VERGES-ESCUIN R. — Le capital-logement en France. Direction de la Construction, — 1987, 31.