



LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL EN FRANCE : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

MARIANNE RUBINSTEIN *

Depuis 1997, on assiste en France à une hausse ininterrompue des prix de l'immobilier résidentiel. Cette hausse, qui excède de beaucoup celle observée lors des précédents cycles haussiers, n'est pas spécifique à la France : de nombreux pays de l'OCDE connaissent des mouvements analogues, d'une ampleur et d'une durée inégalées jusqu'alors (Girouard *et al.*, 2006). Si l'on reconnaît à la bonne tenue du marché de l'immobilier un impact favorable sur la croissance, une telle appréciation du prix des logements a aussi des effets profondément déstructurants sur le tissu social. En outre, elle porte en elle le risque d'une dépréciation brutale, dont les effets pourraient être dévastateurs.

C'est pourquoi, après avoir fourni divers éléments de chiffrage dans une première partie, on s'interroge dans une deuxième partie sur les éléments explicatifs d'un tel mouvement haussier, mais aussi sur ses conséquences en termes de croissance et de répartition des richesses. Reste qu'une augmentation aussi rapide du prix des logements ne peut se poursuivre très longtemps. Se pose alors le problème du point de retournement : s'achemine-t-on vers un atterrissage en douceur du marché ou vers l'éclatement d'une bulle spéculative ? C'est à cette question que nous tenterons de répondre dans la troisième partie de l'article.

* Maître de conférences à l'Université Paris 7-CEPN.

L'auteur remercie les deux rapporteurs anonymes pour leurs commentaires et conseils.

L'ÉVOLUTION DES PRIX SUR LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

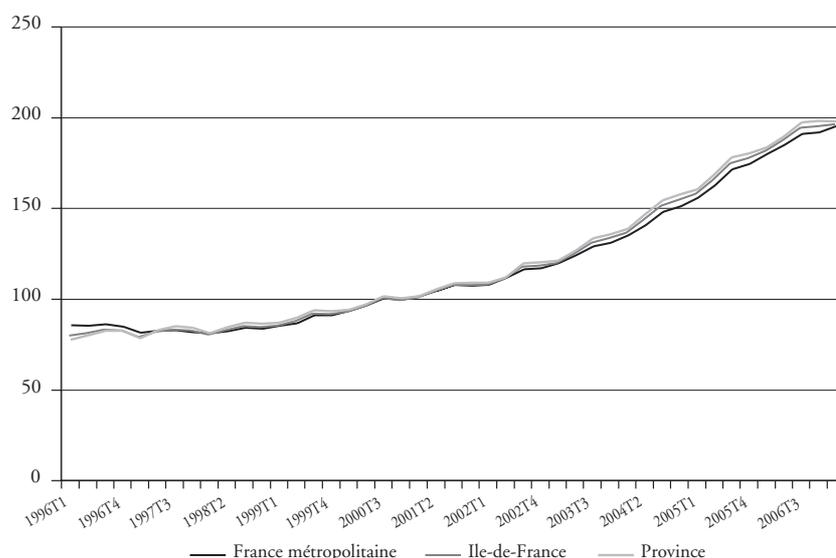
Faits stylisés

Le marché de l'immobilier résidentiel concerne l'ensemble des biens immobiliers à usage d'habitation. Depuis le 1^{er} trimestre 1998, on assiste sur ce marché à un phénomène de hausse des prix aux caractéristiques inédites.

Tout d'abord, alors que le précédent cycle de hausse (1984-1991) en France affectait uniquement quelques micromarchés locaux au premier rang desquels Paris, la hausse actuelle concerne l'ensemble de la France métropolitaine (graphique 1). Selon l'indice trimestriel des prix des logements anciens en euros courants¹, les prix en France métropolitaine augmentent de 142,9 % entre 1998 (1^{er} trimestre) et 2007 (1^{er} trimestre), soit plus d'un doublement des prix en euros constants (110 %). Cela n'exclut pas les disparités régionales, mais celles-ci concernent uniquement les rythmes de hausse : par exemple, sur cette même période, la région PACA voit les prix des logements anciens augmenter en euros courants de 179,6 % (141,8 % en euros constants) et la région Rhône-Alpes de 160,1 % (124,9 % en euros constants).

2

Graphique 1
Évolution trimestrielle du prix des logements anciens
de 1996 à 2007 (T1)



Source : INSEE base 100 au 4^e trimestre 2000, données brutes (non CVS).

Tableau 1
Évolution du prix des logements anciens

	Évolutions annuelles				Du 1 ^{er} trimestre 1998 au 1 ^{er} trimestre 2007	
	2003	2004	2005	2006	Courants	Constants
France	12,5 %	15,9 %	14,8 %	9,9 %	142,9 %	110 %
Province	12,8 %	16,3 %	13,9 %	10 %	144,5 %	111,4 %
Île-de-France	12 %	15 %	15,5 %	9,9 %	139,9 %	107,4 %
Rhône-Alpes	13,9 %	18,2 %	15,25 %	10,5 %	160,1 %	124,9 %
PACA	17,1 %	17,9 %	15,1 %	9,7 %	179,6 %	141,8 %

Champ : logements anciens, France métropolitaine.

Source : INSEE- Indices trimestriels des prix des logements anciens - Données brutes.

Par ailleurs, cette hausse du prix des logements surprend par son ampleur : elle est sans commune mesure avec celle du PIB courant² qui, sur la même période, s'accroît de 40,5 % (21,5 % en euros constants). Elle excède aussi, et de manière très nette, la hausse des prix constatée lors du précédent cycle haussier, du 3^e trimestre 1984 au 2^e trimestre 1991, qui avait atteint, en termes réels, 33 % pour l'ensemble de la France métropolitaine (Girouard *et al.*, 2006), avec des pics locaux très marqués comme Paris où les prix avaient doublé.

Dès lors, ce mouvement peut-il continuer à ce rythme tout en restant supportable pour les ménages ? En d'autres termes, quel scénario peut-on attendre quant à l'évolution du prix des actifs immobiliers ?

Dernières tendances

En 2006, le marché immobilier connaît encore une hausse des prix soutenue, de l'ordre de 10 % (tableau 1). Par rapport aux années précédentes, ce taux montre toutefois que les prix entrent en phase de décélération, une tendance confirmée par les dernières données publiées :

- selon la Chambre des notaires de Paris (Conjoncture immobilière, octobre 2007), les prix augmentent de 1,6 % à Paris au 2^e trimestre 2007 (contre 2,2 % au 2^e trimestre 2006), de 1,3 % en petite couronne (contre 1,6 %) et de 0,8 % en grande couronne (contre 2,8 %). En moyenne annuelle, la variation de prix est de 8,3 % à Paris (contre 9,9 % l'année précédente), de 7,1 % en petite couronne (contre 11,1 %) et de 5,9 % en grande couronne (contre 13,3 %). Le rapport pointe aussi une érosion de 3 % du nombre de transactions sur la première moitié de l'année 2007 comparée à la même période en 2006 ;
- selon la FNAIM, pour la France entière, les prix de l'immobilier ancien enregistrent une baisse de 0,9 % au cours du 3^e trimestre 2007, qui fait

suite à trois mois de légère hausse (0,7 % en avril, 0,2 % en mai et 1 % en juin). Au total, l'évolution de l'indice mensuel des prix de l'ancien de la FNAIM montre que les prix connaissent, depuis novembre 2006, des petits mouvements de yoyo, laissant présager au final des variations de prix qui se rapprochent du taux d'inflation (en octobre 2007, + 4,7 % en moyenne annuelle) ;

- enfin, sans que cela remette en cause la tendance générale à la décélération, certains micromarchés continuent de connaître de fortes hausses. C'est le cas du « marché du luxe » qui, parce qu'il combine des caractéristiques spécifiques (mondialisation de la demande, offre rare, absence de contraintes de liquidité et de solvabilité des acquéreurs) a vu ses prix augmenter de 14 % en 2006 contre 9 % sur le marché dit « classique » (Knight Frank & Citi Private Bank, 2007), avec des pics locaux de 30 % à Londres, et 40 % voire 50 % en Russie, Inde et Chine. En France, ce segment de l'immobilier haut de gamme concerne en particulier les localités de Cannes, Saint-Tropez et Paris.

À ces exceptions près, on observe donc en France, depuis 2006, une décélération notable du rythme de hausse des prix sans que l'on sache à ce stade si elle est le signe de « l'atterrissage en douceur » tant attendu du marché ou le prélude à son effondrement.

4

Éléments de comparaison internationale

Cette hausse exceptionnelle des prix de l'immobilier résidentiel n'est pas spécifique à la France. Une grande partie de l'Europe - à l'exception notable de l'Allemagne où, depuis 1995, les prix sont restés quasiment stables - est affectée par le même phénomène. En Europe, les plus fortes hausses sont concentrées au Royaume-Uni, en Norvège, en Espagne et en Irlande (tableau 2).

Tableau 2
Évolution des prix de l'immobilier en Europe en termes réels
sur la dernière période haussière

Pays	Période considérée	Hausse des prix (en %)
France	1997T1 - 2005T1	74,2
Italie	1998T2 - 2005T1	49,6
Royaume-Uni	1995T4 - 2005T2	137,4
Danemark	1993T2 - 2004T3	93,4
Irlande	1992T3 - 2005T1	242,7
Norvège	1993T1 - 2005T2	136,3
Espagne	1996T4 - 2004T4	114,2
Suède	1996T2 - 2005T2	80,1

Source : Girouard *et al.* (2006).

Pour l'année 2006, l'enquête annuelle d'Era Immobilier (2007) fait état d'un « ralentissement de la hausse » des prix de l'immobilier en Europe. Néanmoins, dans la plupart des cas, cette hausse reste bien supérieure à l'inflation. Mesurée par l'évolution du prix moyen d'un logement sur le territoire national durant l'année 2006, elle est de 13 % en Belgique, de 8,4 % en Grande-Bretagne, de 7 % en France et en Espagne, de 11,8 % en Irlande, de 13 % aux Pays-Bas, de 14,8 % en Suède. À l'inverse, le prix moyen d'un logement baisse de 3 % au Portugal et de 1,2 % en Autriche. Enfin, en Allemagne, les prix restent stables. Certaines capitales connaissent en outre des hausses de prix « décrochées » du marché national : c'est le cas de Berlin (+ 5,4 %), de Vienne (+ 4,8 %), de Paris (+ 9,1 %), de Londres (+ 11,3 %) de Dublin (+ 15,9 %), et de Lisbonne (+ 20,7 %).

Aux États-Unis, où la tendance haussière a été moins vive - du 1^{er} trimestre 1995 au 2^e trimestre 2005, les prix ont augmenté de 52,7 % en termes réels, cf. Girouard *et al.*, 2006 -, le point de retournement du marché est déjà dépassé : selon l'indice *Standard and Poor's/Case-Shilley* qui mesure le prix d'un bien immobilier résidentiel dans l'ancien, après un sommet atteint en juillet 2006, les prix ont baissé de 3,2 % entre le 2^e trimestre 2006 et le 2^e trimestre 2007. En outre, les stocks de logements neufs invendus diminuent faiblement en dépit de la forte baisse des mises en chantier (- 38,3 % entre janvier 2006 et juillet 2007). Quant aux stocks de logements anciens invendus, ils continuent d'augmenter : en juillet 2007, ils s'élèvent à 4,6 millions de logements, ce qui représente 9,6 mois de vente. Au-delà des secousses financières créées par la crise des *subprimes* (encadré 1), et dans la mesure où les actifs immobiliers constituent 53 % du patrimoine net des Américains au 1^{er} trimestre 2007 (source : Federal Reserve Board), la baisse des prix de l'immobilier a un impact négatif sur la croissance via une érosion de l'effet de richesse.

Encadré 1 :

La crise des *subprimes* américains

Le *subprime* est une technique née aux États-Unis dans les années 1990 qui permet de consentir des prêts immobiliers à une clientèle se caractérisant par un historique de crédit détérioré ou une faible solvabilité (en opposition à la clientèle « traditionnelle », dite « *prime* » ou A). Ce marché, largement titrisé, s'est beaucoup



développé depuis 2004 : il représenterait environ 13 % de l'encours total des prêts immobiliers américains, soit 1300 milliards de dollars (cf. *Bulletin de la Banque de France*, n° 163, juillet 2007). Depuis fin 2006, la concomitance de la hausse des taux de crédit et de la baisse des prix immobiliers a créé un véritable effet de ciseau, rendant insolubles les ménages les plus fragiles. Du fait du manque de visibilité des marchés sur les véhicules de titrisation adossés aux créances *subprime* (du type *Residential Mortgage-backed securities*, eux-mêmes « restructurés » dans des *Collateralised Debt Obligations*), la réévaluation à la hausse du risque de défaut des débiteurs sur le segment *subprime* a entraîné dans la tourmente l'ensemble du marché monétaire. Il en a résulté un assèchement brutal de la liquidité jusqu'au niveau interbancaire, conduisant les Banques centrales à jouer leur rôle de prêteur en dernier ressort (injections massives de liquidité, baisse du taux d'escompte aux États-Unis) pour contenir la crise et contrecarrer le risque d'un resserrement généralisé et indifférencié des conditions d'accès au crédit du type *credit crunch*.

6

Cette crise financière internationale, dont l'épicentre est le segment *subprime* du marché du crédit américain, n'aurait pas pu démarrer en France. En effet, les caractéristiques du marché du crédit français ne permettent pas le développement d'un tel segment. En France, l'octroi d'un prêt habitat dépend principalement de la solvabilité de l'acquéreur (la charge annuelle de la dette ne doit pas dépasser de beaucoup le tiers de son revenu) et les prêts sont généralement à taux fixe, à l'inverse des États-Unis où l'endettement à taux variable est fréquent et où les prêts sont accordés en fonction de la qualité et de la valeur du bien.

CAUSES ET CONSÉQUENCES DE LA HAUSSE DES PRIX SUR LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Une hausse des prix aux causes multiples...

La hausse du prix des logements s'explique en premier lieu par l'augmentation, particulièrement vigoureuse et non anticipée, du nombre de ménages sur la période récente. Selon la définition de l'INSEE (2006), « un ménage est l'ensemble des personnes qui partagent une même résidence principale, sans qu'elles soient nécessairement unies par des liens familiaux (filiation ou alliance) ». La demande potentielle de

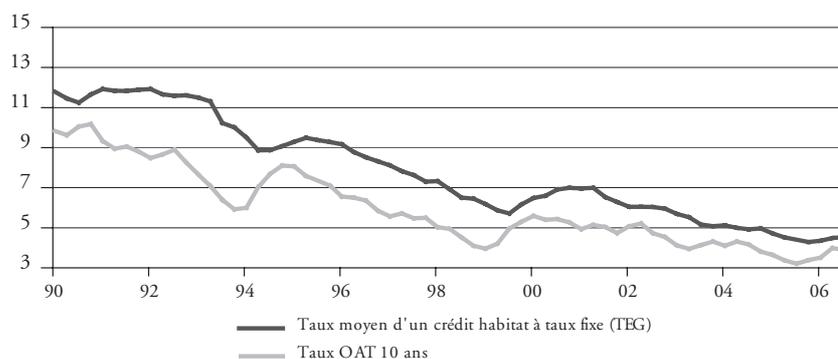
résidences principales dépend donc en premier lieu de l'évolution du nombre de ménages.

Or, entre 1999 et 2005, on compte en moyenne 336 000 ménages supplémentaires chaque année, ce qui constitue la variation la plus élevée depuis le milieu des années 1970³, bien au-delà des prévisions de l'INSEE (2002) de 240 000 ménages par an pour 2000-2005. Cette évolution rapide tient à la concomitance de raisons démographiques et sociologiques : entre les deux recensements de 1999 et 2004, la population augmente de 0,6 % par an et la taille moyenne du ménage français diminue, pour de multiples raisons (réduction du nombre d'enfants par famille, accroissement des familles monoparentales, vieillissement de la population et autonomie plus grande des personnes âgées, etc.). Cette taille, qui était de 3,5 personnes en 1950, passe de 2,4 en 1999 à 2,3 en 2004, soit une différence de 0,1 point qui peut paraître négligeable mais qui signifie, à l'échelle de la France, une demande supplémentaire d'un million de logements (Lacaze, 2006).

Pour les années à venir, la demande potentielle de logements devrait rester vigoureuse : les projections de l'INSEE (2006) pour la période 2005-2030 tablent en effet sur une progression annuelle moyenne du nombre de ménages comprise entre 236 000 et 261 000, avec une croissance plus vive en début de période : de 270 000 à 288 000 entre 2005 et 2009. L'étude réalisée par l'Université Paris-Dauphine à la demande du Crédit foncier (2006) anticipe des besoins en logements encore bien supérieurs du fait de diverses mutations sociologiques : ce sont en effet 500 000 logements supplémentaires qu'il faudrait construire chaque année pour répondre à la demande, sous l'effet conjugué de changements dans les comportements résidentiels des seniors à l'ère du papy-boom (par exemple la double résidence), de l'éclatement de la cellule familiale et de l'exploration de nouveaux modes de vie, de l'instabilité croissante des trajectoires professionnelles (pouvant conduire à la double résidence ou au recours à la location meublée), et enfin de l'apparition de nouveaux flux migratoires en provenance du nord de l'Europe qui s'ajoutent à ceux du sud et concernent généralement des populations plutôt aisées et souvent désireuses d'acquiescer une résidence en France.

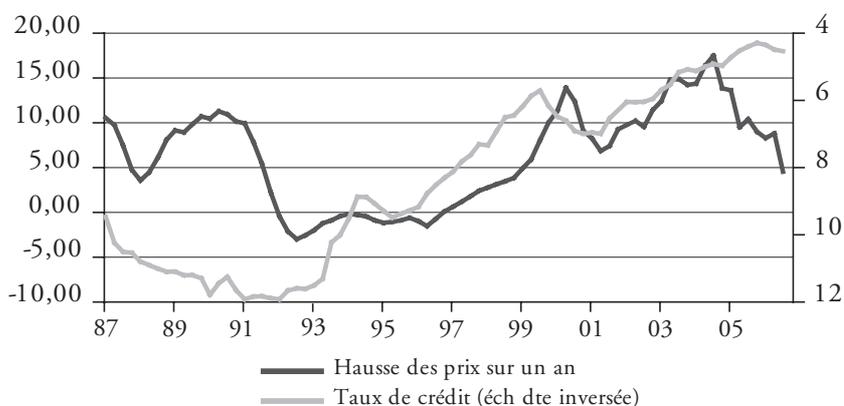
Deuxième élément explicatif de la hausse des prix, cette demande de logements s'exprime dans un contexte particulièrement favorable sur le plan du crédit : de 2001 à 2005, le taux moyen d'un crédit habitat à taux fixe ne cesse de décroître, pour s'établir durablement au-dessous de 4 % (graphiques 2 et 2 bis).

Graphique 2
Taux de crédit habitat
 (Moyenne trimestrielle en %)



Source : BdF, Crédit agricole.

Graphique 2 bis
Prix des logements anciens et taux de crédit habitat



Source : FNAIM, BdF.

Toutes choses égales par ailleurs, de tels rythmes de hausse des prix n'auraient toutefois pas pu se maintenir sans venir buter sur les contraintes de solvabilité des ménages : en France, un ménage ne peut dépasser de beaucoup un tiers de son revenu en remboursement de la dette (principal et intérêts). C'était sans compter sur l'allongement de la durée moyenne des prêts qui est passé de 12,3 ans en 1995 à 15,9 ans en 2004 (FNAIM, 2005) pour frôler les 19 ans en août 2007 (Crédit Logement/CSA, 2007). De surcroît, cet allongement se fait à



un rythme de plus en plus soutenu : de 6 mois par an entre 2001 et 2003, la durée moyenne d'un prêt s'allonge de 12 mois par an entre 2004 à 2006. En conséquence, le taux d'endettement hypothécaire (égal à l'encours de l'ensemble des crédits habitat rapporté aux revenus des ménages) passe de 30 % en 1998 à 49,2 % du revenu à la fin 2006 (Eluere, 2007), très en deçà toutefois des niveaux au Royaume-Uni (130 %), aux États-Unis (100 %) ou en Espagne (72 %). Cette hausse du taux d'endettement hypothécaire se retrouve intégralement dans le taux d'endettement des ménages qui progresse fortement de 1997 à 2006, avec une accélération notable sur les quatre dernières années : entre 1997 et 2002, il passe de 50,6 à 54,3 % du revenu brut disponible, avant d'augmenter de quatorze points de 2002 à 2006 pour s'établir à 68,4 % (source : INSEE, comptes nationaux base 2000).

Pour acquérir un logement dans ce contexte de hausse des prix, les ménages font donc le choix économique de s'endetter davantage et sur une durée plus longue. Un tel choix ne s'explique pas seulement par la vigueur de la demande et par les conditions de crédit : il est fort probable que la promesse sans cesse renouvelée, sur un marché durablement haussier, d'une revente à un prix supérieur à celui de l'achat contribue à nourrir la hausse. Au-delà des raisons structurelle (vigueur de la demande potentielle de logements) et conjoncturelle (faible coût du crédit), le rôle des anticipations ne doit donc pas être négligé.

De même, l'arbitrage entre marchés d'actifs a sans doute un effet positif sur les prix de l'immobilier résidentiel : après le krach de 2000-2002 sur le marché des actions, le marché immobilier profite du regain d'intérêt des ménages pour lesquels la pierre symbolise traditionnellement la valeur « refuge » (Cordier et Rougerie, 2004). Cet effet d'arbitrage favorable à la pierre est accentué par la faible attractivité des obligations, dont les prix élevés sur la période sont à la mesure de la faiblesse des taux d'intérêt longs. Enfin, des mesures fiscales incitatives, tel le dispositif Robien pour l'investissement locatif dans le neuf ou l'ancien réhabilité, en application d'avril 2003 à septembre 2006, contribuent à rendre le placement immobilier particulièrement attractif : en 2003, les ventes de logement neuf augmentent de 20,8 %, puis de 8,7 % en 2004. Pour la seule année 2005, les promoteurs vendent 120 000 logements, dont 56 % dans le cadre du dispositif Robien.

Notons enfin que les investisseurs institutionnels, régulièrement accusés de ne plus jouer leur rôle de « régulateur » sur le marché du logement, contribuent plutôt à freiner la hausse des prix en se portant globalement vendeurs nets de leur immobilier résidentiel sur la période :

propriétaires de 195 000 logements en 1995, ils n'en détiennent plus que 128 000 en 2002, soit une baisse de 35 %, avec une accélération des ventes entre 2000 et 2002 (Sénat, 2003). Au total, la part du logement dans le patrimoine des investisseurs institutionnels serait passée de 34,8 % en 1998 à 20,7 % en 2004 (CB Richard Ellis Bourdais, 2005). Cet impact de la stratégie des investisseurs institutionnels sur l'offre de logements a pu toutefois être amoindri par un effet indirect sur la demande. En effet, en déstabilisant le marché locatif sur lequel ils représentaient 17 % du parc locatif privé en 1995, contre seulement 10 % en 2002, ils ont aussi accru le nombre de candidats à la propriété, rebutés par la difficulté de louer un logement.

... et aux conséquences économiques et sociales importantes

La hausse des prix de l'immobilier peut, sous certaines conditions, avoir un impact positif sur la croissance en stimulant la consommation via l'effet de richesse. Mais, en modifiant profondément la répartition des richesses, elle crée des fractures profondes dans la société française.

L'impact de la hausse des prix de l'immobilier sur la croissance transite par l'effet de richesse. De ce point de vue, on peut distinguer deux canaux de transmission distincts :

- un canal « traditionnel » par lequel l'augmentation de la valeur patrimoniale détenue par les ménages les conduit à consommer davantage (modèles de cycle de vie) ;
- un canal lié aux caractéristiques institutionnelles des marchés hypothécaires, en particulier la possibilité ou non de contracter un emprunt adossé à un actif immobilier pour un achat ou un placement autre qu'un investissement immobilier.

L'existence ou non de ce deuxième canal conditionne très fortement l'effet total sur la croissance. Ainsi, aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, en Australie et aux Pays-Bas, où le marché des crédits hypothécaires est très développé, l'étude économétrique de Catte *et al.* (2004) montre que la hausse des prix de l'immobilier a un impact positif sur la croissance, ce qui explique *a contrario*, dans le cas des États-Unis, les effets négatifs sur la croissance de la baisse actuelle des prix : celle-ci aurait déjà amputé le taux de croissance de l'économie américaine de 0,8 point (d'Arvisenet, 2007).

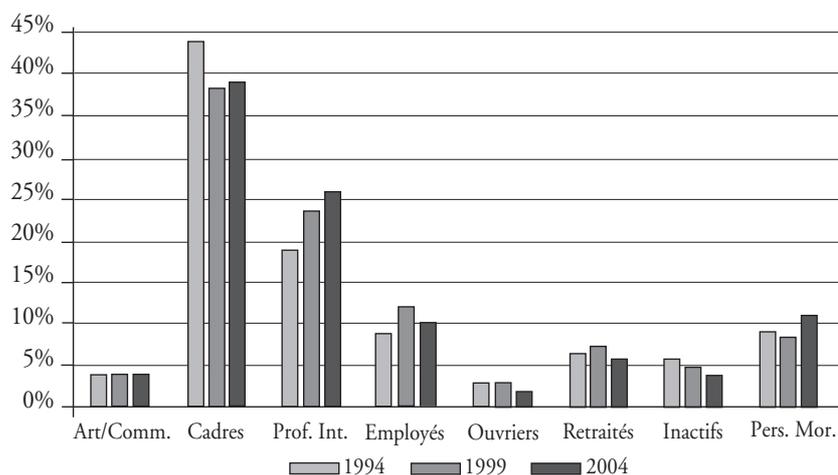
À l'inverse, dans les pays où les crédits hypothécaires sont embryonnaires comme la France, l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie et le Japon, l'influence des prix de l'immobilier sur la consommation, et donc sur la croissance, demeure faible. Dans le cas de la France, cette influence n'apparaît pas significative statistiquement (Catte *et al.*, 2004). Mais cela pourrait changer : depuis le 8 décembre 2006 (décret d'application sur le prêt hypothécaire rechargeable et sur le

prêt viager hypothécaire), les banques ont en effet la possibilité de proposer des crédits hypothécaires à leurs clients. Reste que dans l'immédiat, elles sont encore plutôt réticentes à développer ce type de produits.

Les conséquences du cycle immobilier sur la répartition des richesses sont considérables. La hausse des prix, en conduisant les primo-accédants à payer un droit d'entrée beaucoup plus élevé qu'auparavant, accroît fortement les inégalités intergénérationnelles entre la génération des *baby-boomers* et celles qui suivent, renforçant un phénomène qui existe déjà sur le front de l'emploi, des retraites et de la charge de la dette. L'âge moyen des primo-accédants étant de 35 ans (source : Bipe-Empruntis, 2006), la hausse des prix de l'immobilier favorise mécaniquement les classes d'âge plus âgées déjà détentrices d'actifs immobiliers, en particulier les fameux *baby-boomers* qui ont pu accumuler un patrimoine dans des conditions économiques particulièrement favorables (Artus et Virard, 2006 ; Chauvel, 2006). En outre, les primo-accédants, lorsqu'ils deviennent propriétaires, le font à des taux d'intérêt plus élevés (3,7 % au deuxième trimestre 2006 contre 3,6 % en moyenne. Source : Bipe-Empruntis) et sur une durée de prêt plus longue (20,7 ans au deuxième trimestre 2006 contre 17,9 ans en moyenne. Source : Bipe-Empruntis), ce qui renchérit encore le coût du crédit. La part des actifs immobiliers dans le patrimoine des ménages représentant plus de 50 % du total, la hausse des prix de l'immobilier agit sur les inégalités de patrimoine : en 2004, les plus de 50 ans possèdent plus qu'en 1992 en termes relatifs, alors que les moins de 30 ans ont moins (Cordier *et al.*, 2006).

Cet effet intergénérationnel se double d'un effet intragénérationnel qui accroît l'inégalité patrimoniale dans une même classe d'âge entre ceux qui ont accédé à la propriété et ceux qui ne l'ont pas fait. Cela contribue à expliquer pourquoi les inégalités de patrimoine sont stables parmi les ménages propriétaires de leur résidence principale, alors qu'elles se sont accrues parmi les ménages âgés de 30 à 50 ans (Cordier *et al.*, 2006). En outre, ce renchérissement de l'immobilier favorise la « ghettoïsation » entre villes ou quartiers cossus, bien dotés en infrastructures (en particulier en établissements scolaires de bon niveau), et villes ou quartiers pauvres qui apparaissent comme des lieux de relégation où l'espoir de mobilité sociale n'existe plus. C'est le cas par exemple à Paris où entre 1999 et 2004 les artisans, les commerçants, les employés, les ouvriers, les inactifs et les retraités ont été progressivement évincés du marché au profit des cadres, des professions intermédiaires et des personnes morales (graphique 3).

Graphique 3
Structure par CSP des acquéreurs à Paris



Source : Chambre des notaires de Paris.

ÉCLATEMENT D'UNE BULLE OU ATTERRISSAGE EN DOUCEUR ?

12

On appelle « bulle spéculative » un écart important et durable entre l'évolution du prix d'un actif et celle de ses déterminants fondamentaux. En France, la durée et l'ampleur de la hausse des prix de l'immobilier conduisent à s'interroger sur l'existence d'une telle bulle. Deux approches sont en général mobilisées pour répondre à cette question.

Dans la première approche, par analogie avec la valeur fondamentale d'une action, on pose que la valeur fondamentale d'un actif immobilier est égale à la somme des rendements futurs anticipés (ici les loyers, par analogie avec les dividendes versés), en valeur actualisée. Le taux d'actualisation est égal au taux de rémunération d'un actif sans risque (en général le taux d'intérêt d'une obligation d'État) auquel on adjoint une prime de risque spécifique à l'investissement immobilier. L'objectif de cette approche est d'évaluer cette prime de risque. Si celle-ci se dégrade jusqu'à devenir nulle ou négative, on conclut à l'existence d'une bulle immobilière. Une variante à cette approche consiste à fixer une prime de risque raisonnable - par exemple 2 %, *cf.* Moëc (2006), Quignon (2005), Eluere (2006) - afin de calculer la valeur fondamentale de l'actif immobilier : si les prix de marché s'écartent durablement de cette valeur fondamentale, on conclut à l'existence d'une bulle spéculative. Une telle approche a été menée par Moëc (2004), Bessone, Heitz et Boissinot (2005), Quignon (2005) et Eluere (2006). Les quatre

études présentent des résultats analogues, à savoir l'absence d'une telle bulle dans la phase haussière actuelle, alors même qu'elle était décelable sur le marché parisien au début des années 1990. Dans une logique similaire, on peut aussi s'interroger sur l'évolution du rendement locatif, comparé à celui d'autres placements financiers. C'est l'approche menée par Heyer *et al.* (2005) et Moëc (2006) qui constatent une baisse limitée de ce rendement dans la période récente, ne permettant pas d'étayer l'hypothèse de bulle spéculative.

Les dernières études en date, si elles infléchissent ces résultats, ne les remettent pas fondamentalement en cause. En effet, selon Quignon (2006), les prix seraient depuis 2006 surévalués de 18 % par rapport à leur valeur fondamentale, ce qui reste très en deçà des surévaluations de 90 à 100 % observées au début des années 1990 sur le marché parisien. De même, pour Eluere (2007) et HSBC (2007), la prime de risque sur un investissement immobilier se serait réduite mais demeurerait significativement proche de 2 %.

Une deuxième approche, dite « structurelle », consiste à déterminer les équations d'offre et de demande de logements, qui représentent « l'équilibre de long terme » du marché du logement. L'offre dépend de variables comme le prix des terrains, le coût de la construction, l'investissement des ménages en logement, ou encore le niveau des taux d'intérêt (dans la mesure où la construction nécessite aussi le recours à l'emprunt).

La demande fait intervenir le revenu des ménages, les conditions financières et/ou fiscales auxquelles les acquéreurs font face (au premier rang desquelles le niveau des taux d'intérêt), le nombre de ménages, etc. Les relations de long terme peuvent être complétées par une dynamique de court terme, dans le cadre d'un modèle à correction d'erreurs (*cf.* McCarthy et Peach, 2004). Pour la France, Quignon (2005), Bessone, Heitz et Boissinot (2005) ont utilisé ce type d'approche qui les conduit, de nouveau, à réfuter l'hypothèse d'une bulle spéculative. L'étude comparative de l'OCDE menée par Girouard *et al.* (2006) confirme ce résultat dans le cas français où, à la différence de l'Irlande, la Grande-Bretagne et l'Espagne, les prix de marché ne seraient pas surévalués par rapport aux fondamentaux.

Il convient toutefois de relativiser le rôle des déterminants strictement sectoriels et/ou nationaux sur le marché de l'immobilier. En effet, selon une étude du FMI (2004), environ 40 % des évolutions des prix des logements doivent être attribuées à des facteurs globaux, au premier rang desquels l'environnement macroéconomique et financier. Quant à Girard *et al.* (2006), ils mettent en évidence la tendance des cycles de l'immobilier à se mondialiser. De ce point de vue, la perspective n'est pas très claire. On peut en effet faire l'hypothèse que la crise immobilière



américaine est le prélude à un retournement mondial des prix de l'immobilier dont on verrait apparaître les premiers signes en Autriche ou au Portugal, à l'exception toutefois de leurs capitales (Era, 2007). On peut aussi, à l'instar de Sauvart (2002), observer que sur la période 1980-2001 les évolutions du marché immobilier parisien suivent, avec un retard de deux à trois ans, celles du marché londonien : ces dernières ont une forte capacité explicative ($R^2=0,90$) alors qu'une donnée locale comme le taux d'effort (soit l'annualité d'un emprunt servant à financer un logement de prix moyen rapporté au revenu brut disponible des ménages) explique très faiblement l'évolution des prix parisiens (R^2 compris entre 0,02 et 0,07). Ce phénomène, qui met en exergue le rôle des anticipations dans la formation des prix sur les marchés secondaires d'actifs, ne plaide pas pour l'accalmie du marché parisien. En effet, après un ralentissement entre 2003 et 2005 (4,7 % en 2003, 7,1 % en 2004, 2,4 % en 2005) le marché immobilier du grand Londres (*Greater London Council*) est reparti à la hausse depuis 2006 avec 10,2 % de croissance des prix en 2006 et 16,7 % en moyenne annuelle au mois d'août 2007 (9,4 % pour l'ensemble de la Grande-Bretagne. Source : Land Registry House Price Index). Sur le segment du luxe, cette hausse est encore plus vive puisqu'elle atteint 30 % en 2006 (Knight Frank & Citi Private Bank, 2007), et qu'elle se situerait aux alentours de 20 % pour 2007 (Knight Frank, 2007). Au total, sauf à considérer que la transmission d'informations sur l'évolution des marchés européens de l'immobilier - et en particulier du marché londonien - pèse plus rapidement qu'auparavant sur la formation des anticipations sur le marché français, l'hypothèse d'un retournement du marché parisien dans un avenir proche est plutôt infirmée par ce raisonnement. Au vu du marché londonien, l'immobilier parisien devrait plutôt connaître un infléchissement temporaire, suivi d'une forte reprise.

Il n'en reste pas moins que l'écart entre la croissance du PIB et celle des prix de l'immobilier ne peut continuer à se creuser bien longtemps, que la durée des prêts n'est pas extensible à l'infini et que les taux longs augmentent depuis 2006, même s'ils restent à des niveaux raisonnables. En outre, en dépit de l'allongement de la durée des prêts, le ratio de solvabilité⁴ ne cesse de se dégrader : il passe de 21 % en 1998 à 31 % début 2007 (Eluere, 2007). Comme le dit le vieil adage, les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Se pose alors le problème du point de retournement : s'achemine-t-on vers un atterrissage en douceur du marché ou vers l'éclatement d'une bulle spéculative ? Au vu des différents éléments dont nous disposons, le premier scénario nous semble le plus probable. La vigueur des mises en chantier (+ 13,6 % entre juin et août 2007 par rapport à la même période en 2006) en est d'ailleurs un



signe. En outre, le paquet fiscal 2007 - avec la déductibilité des intérêts d'emprunt sur la résidence principale et l'allègement des droits de succession - devrait contribuer à vivifier le marché.

Cet atterrissage en douceur, qui prend d'ores et déjà la forme d'un ralentissement général de la hausse des prix - voire d'une baisse modérée à l'avenir ? - ne doit toutefois pas conduire à exclure des situations locales plus contrastées. Sur le marché du haut de gamme par exemple, où le resserrement des contraintes de solvabilité des ménages ne joue quasiment pas, il est possible que les prix continuent de croître à un rythme élevé du fait de la rareté structurelle de l'offre par rapport à la demande. D'ailleurs, les hausses de prix constatées dans de nombreuses capitales européennes, lorsqu'elles sont en net décrochage par rapport à la moyenne nationale, sont peut-être le signe que le marché, arrivé à son point haut, discrimine davantage en fonction de la qualité et de la localisation des biens. Dans le même ordre d'idées, il est à noter que les prix parisiens augmentent d'autant plus vite que les quartiers affichent déjà des prix élevés. Ainsi, entre le 2^e trimestre 2006 et le 2^e trimestre 2007, les arrondissements qui enregistrent les plus fortes progressions de prix sont, dans l'ordre : le 4^e (8348 €/m², soit + 13 %), le 1^{er} (7535 €/m², soit + 12,9 %), le 3^e (7010 €/m², soit + 12,9 %), le 2^e (6597 €/m², soit + 12,9 %), le 16^e (6962 €/m², soit + 10,4 %), le 18^e (5247 €/m², soit + 9,6 %), le 6^e (8818 €/m², soit + 9,3 %) et enfin le 7^e (8829 €/m², soit + 9,2 %). Or, à l'exception du 18^e, tous ces arrondissements ont des prix supérieurs à la moyenne parisienne de 5970 €/m² ; en outre, les 7^e, 6^e, 4^e arrondissements sont déjà les plus chers de Paris. Ce phénomène est extensible à l'Île-de-France dans son ensemble : à la fin du 2^e trimestre 2007, les prix parisiens ont augmenté en moyenne annuelle de 8,3 %, contre 7,1 % pour la petite couronne et 5,9 % pour la grande couronne.

Les différents éléments évoqués ci-dessus font qu'il est à notre sens peu probable que l'on assiste à un phénomène de dépréciation rapide du prix des actifs immobiliers conforme au scénario d'éclatement d'une bulle spéculative. Reste que celui-ci ne doit pas être totalement exclu, en particulier en cas de remontée plus rapide que prévu des taux longs qui pourrait conduire les ménages à modifier brutalement leurs anticipations sur les prix et les acheteurs potentiels à différer leur achat de logement afin d'éviter le risque d'une moins-value. Paradoxalement, ce risque pourrait s'éloigner dans le court terme suite à la crise des *subprimes*, via un *flight to quality* vers les titres obligataires sans risque qui conduirait à un repli des taux longs. Notons pour finir que dans ce scénario d'éclatement d'une bulle spéculative, la crise immobilière ne devrait pas endommager l'ensemble du système bancaire, comme cela s'était passé au Japon (*cf.* encadré 2) et dans une moindre mesure en



France durant la décennie 1990. Rappelons qu'alors les banques avaient dû faire face à un montant important de créances douteuses, liées à leurs engagements inconsidérés dans l'immobilier auprès des professionnels du secteur, en particulier les marchands de biens. Dans le cas actuel, un tel effet de contagion ne pourrait se reproduire dans la mesure où les banques, fortes de leur expérience, ont prêté directement aux ménages, qui constituent une clientèle peu risquée et très rentable (Whilhelm, 2005). D'ailleurs, le ratio encours de créances douteuses et litigieuses/encours de crédits est historiquement faible et continue à se réduire : il est de 3 % fin 2006 contre 3,4 % fin 2005 (Eluere, 2007).

Encadré 2

Éclatement de la bulle immobilière et effets de contagion à la sphère financière : le cas japonais

En termes réels, les prix de l'immobilier japonais ont augmenté de 77,6 % entre le 3^e trimestre 1977 et le 1^{er} trimestre 1991, pour chuter ensuite de 40,7 % du 1^{er} trimestre 1991 au 1^{er} trimestre 2005 (Girouard *et al.*, 2006). Ce cycle immobilier, conjugué à la chute brutale du marché des actions à partir de 1989, a précipité le Japon dans la crise financière (Rubinstein, 2004).

En effet, les banques s'étaient engagées massivement dans le secteur immobilier durant les années 1980, soit directement via des crédits immobiliers à leurs clients, soit indirectement en prêtant aux sociétés financières non bancaires spécialisées dans l'immobilier. Au total, l'ensemble des engagements bancaires dans l'immobilier, directs ou indirects - en particulier via les *Jusen*, filiales des banques spécialisées dans le crédit immobilier -, représentait 25,7 % des prêts en 1990, contre 9,9 % en 1975 (sources : Banque du Japon et Guichard, 1999). Or, plutôt qu'intensifier le contrôle, les banques avaient eu recours aux collatéraux⁵, dont on connaît le rôle dans le déclenchement et la propagation d'un cycle financier : en phase de hausse du prix des actifs, les collatéraux alimentent le développement du crédit. En phase baissière, ils augmentent la fragilité bancaire car s'il y a défaut du débiteur, leur valeur dépréciée augmente encore le poids des pertes (Scialom, 1999). Une explication possible de cette attitude tient au sous-développement de l'analyse du risque au sein des banques à cette époque, dans un contexte marqué depuis l'après-guerre par un faible risque d'activité. On retrouve là un des éléments clés du scénario de « myopie au désastre » de Guttentag et

Herring (1986) dont on sait qu'il dépend positivement du temps écoulé depuis le dernier choc financier et du degré de concurrence entre institutions financières.

Par ailleurs, durant les années 80, le Japon s'engageait dans un mouvement de déréglementation financière qui ne prendra fin qu'au début des années 2000. Dans ce contexte, on aurait pu s'attendre à un surcroît de vigilance des autorités de tutelle. Mais à l'inverse, elles fermèrent les yeux sur les comportements et l'exposition au risque des banques, en modifiant à la marge les modalités de surveillance des établissements bancaires et le dispositif prudentiel. Outre la faiblesse de leur expertise dans ce nouvel environnement financier, l'inertie des autorités de tutelle tenait aussi au rôle des *amakaduri* - ces anciens cadres du ministère des Finances et de la Banque du Japon embauchés dans les banques commerciales avec des rémunérations élevées - qui auraient facilité l'obtention de l'accord implicite des autorités de tutelle à la conduite de stratégies plus risquées de la part des banques (Van Rixtel et Hassink, 2002).

La fragilité financière sera révélée à partir de l'effondrement des bulles boursière et immobilière, effondrement déclenché par le resserrement brutal de la politique monétaire : entre avril 1989 et août 1990, le taux d'escompte augmente de 2,5 à 6 %. Durant la période fortement haussière des années 1987-1989, les autorités de tutelle avaient facilité le développement de telles bulles par une politique monétaire accommodante. Cette politique monétaire expansive paraissait justifiée dans les années 1985-86 - il s'agissait alors de contenir l'appréciation du yen par rapport au dollar tout en réduisant l'excédent commercial nippon par une stimulation de la demande interne. En 1987, la même politique avait été reconduite pour contribuer à la résorption du krach boursier américain du mois d'octobre. Mais en 1988-89 elle perd de sa raison d'être sans pour autant être remise en cause (Jinushi, Kuroki et Miyao, 2000). Dès lors, l'éclatement de la bulle est d'autant plus brutal que celle-ci a eu tout le loisir de se développer. Dans un premier temps, les institutions financières et les autorités de tutelle ne prennent pas la mesure de la crise et la situation des banques continue de se dégrader durant les années 1990 : pour donner une mesure de l'ampleur du désastre, en mars 2002, le montant cumulé sur dix ans des pertes déclarées par les banques sur leurs créances équivaut à 16 % du PIB, soit 82 000 milliards de yens (Fukao, 2003).

La crise financière se propagera à l'ensemble de la sphère économique par des mécanismes de transmission bien connus (en particulier le rationnement du crédit et la déflation par la dette) et,



durant la décennie qui suivra, le Japon connaîtra la crise économique la plus longue et la plus profonde de l'après-guerre. Entre 1992 et 2002, le PIB n'augmentera que de 0,7 % l'an, contre 3 % aux États-Unis sur la même période. Il faudra attendre 2003 pour que le Japon commence à renouer avec la croissance.

L'atterrissage en douceur du marché de l'immobilier est donc la perspective la plus probable pour les années à venir. En effet, la demande potentielle restera vigoureuse, mais elle butera, comme c'est déjà le cas, sur les contraintes de solvabilité des ménages, ce qui aura pour conséquence de canaliser les rythmes d'évolution des prix dans des limites raisonnables, à la hausse comme à la baisse. Cet atterrissage en douceur devrait donc prendre la forme d'une décélération générale de la hausse des prix, voire d'une légère baisse. Parallèlement à cette tendance, certains micromarchés devraient connaître une poursuite de la hausse des prix : c'est le cas par exemple du segment haut de gamme, où la rareté risque de primer sur les contraintes de solvabilité, dans un contexte d'excès de liquidité au niveau mondial (Artus et Virard, 2006).

18

Dans ce scénario de « l'atterrissage en douceur », il est à noter que les effets déstructurants de cette dernière phase haussière perdureront : ceux qui, pour diverses raisons, n'ont pas acquis de logement au début ou au cours du mouvement haussier continueront à subir un décrochage de leur patrimoine par rapport aux propriétaires de leur logement. Ce décrochage - d'autant plus massif que l'immobilier est, pour les ménages, un des seuls actifs sur lequel peut jouer l'effet de levier lié à l'endettement - risque d'être irréversible. Il accroîtra notamment les effets délétères de l'inéquité intergénérationnelle sur les fronts de l'emploi, des retraites et de la charge de la dette publique, dont les mouvements sociaux de 2005-2006 (soulèvement des banlieues, lutte anti-CPE) ne sont peut-être que les premières manifestations.

NOTES

1. Cet indice trimestriel, construit par l'INSEE, s'appuie sur l'ensemble des transactions enregistrées par les notaires qui portent sur les logements anciens, c'est-à-dire de plus de cinq ans d'âge. Afin de ne pas prendre en compte les transactions « atypiques », sont exclus du calcul de l'indice les biens non standard, comme les chambres, lofts, ateliers ou châteaux, et les acquisitions effectuées par des professionnels de l'immobilier. Cet indice est incomplet dans la mesure où il ne prend pas en compte les transactions sur les logements neufs. En revanche, il présente l'avantage d'être basé sur les méthodes hédoniques qui permettent de neutraliser, dans la variation des prix, ce qui relève de celle de la qualité des biens vendus. Au total, il est à notre avis l'indice le plus fiable dont on dispose sur les données françaises.
2. Les calculs sont effectués par l'auteur sur la base des comptes nationaux trimestriels de l'INSEE. Les données utilisées sont le PIB-valeurs aux prix courants et le PIB-volumes aux prix de l'année précédente chaînés. Les prix de l'immobilier en valeur et en volume sont calculés avec le même déflateur de prix que celui utilisé pour le PIB.
3. Par exemple, le nombre de ménages avait augmenté de 244 000 par an de 1982 à 1989, et de 248 000 par an de 1990 à 1998.
4. Le ratio de solvabilité est la part du revenu disponible brut annuel moyen consacré au remboursement annuel (capital et intérêts) pour un nouvel acquéreur d'un crédit habitat à taux fixe pour un logement ancien en France.
5. Les collatéraux sont les garanties que donne l'emprunteur au prêteur lors d'une opération de prêt (hypothèques, cautions, gages, titres, etc.). En cas de défaut de l'emprunteur, le collatéral revient au prêteur et réduit donc ses pertes.

BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. et VIRARD M.-P. (2006), *Comment nous avons ruiné nos enfants*, Paris : La découverte.
- ARVISENET (D') P. (2007), « Crise financière, scénarios conjoncturels et politique monétaire », *Informations économiques et financières BNP-Paribas*, septembre.
- BENOIST J.-M. (2007), « Sweet home in London ? », *La vie immobilière*, septembre.
- BESSONNE A.-J., BOISSINOT J., HEITZ B. (2005), « Marché immobilier : voit-on une bulle ? », *Note de conjoncture INSEE*, mars.
- CATTE P., GIROUARD N., PRICE R., ANDRÉ C. (2004), « La contribution des marchés du logement à la résilience économique », *Revue économique de l'OCDE*, n° 38.
- CB RICHARD ELLIS BOURDAIS (2005), « Market view. Résidentiel. Île-de-France/France », novembre.
- CHAUVEL L. (2006), *Les classes moyennes à la dérive*, Paris : Éditions du Seuil.
- CORDIER M. ET ROUGERIE C. (2004) « Patrimoine des ménages début 2004. Le déploiement de l'épargne salariale », *Insee première*, n° 985, septembre.
- CORDIER M., HOUDRÉ C., ROUGERIE C. (2006), « Les inégalités de patrimoine des ménages entre 1992 et 2004 », *Données sociales-La société française*, Paris : Insee.
- CRÉDIT FONCIER (2006), « Demande de logement : la réalité du choc sociologique », *L'Observateur de l'immobilier-Revue du Crédit foncier*, novembre.
- CRÉDIT LOGEMENT/CSA (2007), « Tableau de bord mensuel : Août 2007 », *L'observatoire du financement des marchés résidentiels*, 3 septembre.
- ELUERE O. (2006), « En 2007, croissance zéro des prix de l'ancien », *Crédit Agricole Eco Immobilier*, Direction des études économiques, note trimestrielle, octobre.

- ELUERE O. (2007), « Redynamisation temporaire liée à l'aide fiscale », *Crédit Agricole Eco Immobilier*, Direction des Études Économiques, note trimestrielle n° 13, juillet.
- ERA IMMOBILIER (2007), *Le marché européen de la transaction immobilière*, Enquête 2007, septembre.
- FMI (2004), *World Economic Outlook*, chapitre 2, septembre.
- FNAIM (2005), « 1995-2004. Dix années d'observation pour mieux préparer l'avenir ».
- FONDATION ABBÉ PIERRE (2006), L'État du mal-logement en France, rapport annuel.
- FUKAO M. (2003), « Financial Sector-Profitability and Double-Gearing », in BLOMSTRÖM M., CORBETT C, HAYASHI F. et KASHYAP A. (ed.), *Structural Impediments to Growth in Japan*, NBER-PR.
- GIROUARD N., KENNEDY M., VAN DEN NOORD P., ANDRÉ C. (2006), « Recent House Price Developments : The Role of Fundamentals », Economic Department Working Paper n° 475, OCDE.
- GORDON M.J. ET SHAPIRO E. (1956), « Capital Equipment Analysis : The Required Rate of Profit », *Management Science*, 31 octobre, pp. 102-10.
- GUICHARD S. (1999), *La défaite financière du Japon*, Paris : Economica.
- GUTTENTAG J.M. et HERRING R.J. (1986), « Disaster Myopia in International Banking », *Essays in International Finance*, septembre, p. 164.
- HEYER E., LE BAYON S., PÉLÉRAUX H., TIMBEAU X. (2005), « L'immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès », Étude OFCE, Département Analyse et Prévision.
- HSBC (2007), « Le retournement immobilier est-il inéluctable ? », *France : Marché immobilier*, 24 janvier.
- INSEE (2002), « La demande potentielle de logements, l'impact du vieillissement de la population », *Insee première*, décembre.
- INSEE (2006), « Des ménages toujours plus petits », *Insee première*, n° 1106, octobre.
- INSEE (2007), « Bilan démographique 2006 : un excédent naturel record », *Insee première*, n° 1118, janvier.
- JINUSHI T., KUROKI Y. et MIYAO R. (2000), « Monetary Policy in Japan since the late 1980s : Delayed Policy Actions and Some Explanations », in POSEN A.S. et MIKITANI R. (ed.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US Experience*, Special Report 13, Institute for International Economics, Washington, pp. 115-148.
- KNIGHT FRANK & CITI PRIVATE BANK (2007), *Wealth Report*, 8 mai.
- KNIGHT FRANK (2007), *London Residential Review*, summer.
- LACAZE J.-P. (2006), « La crise du logement en France », *Futuribles*, n° 317, mars.
- LECAT R. et MESONNIER J.-S. (2005), « Dynamique des prix des logements : le rôle des facteurs financiers ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 133, janvier, pp. 29-47.
- MCCARTHY J. et PEACH R.W. (2004), « Are home prices the next « bubble » ? », *Economic Policy Review*, FED, décembre, pp. 1-17.
- MOËC G. (2004), « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 129, septembre.
- MOËC G. (2006), « La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », *Bulletin de la Banque de France*, n° 148, avril.
- QUIGNON L. (2005), « Immobilier résidentiel : y a-t-il péril en la demeure ? », *Études Économiques BNP-Paribas*, juin-juillet.
- QUIGNON L. (2006), « Quelle fin de cycle pour l'immobilier résidentiel français ? », *Ecoweek BNP-Paribas*, 6 novembre.
- RUBINSTEIN M. (2004), « Le Japon : du miracle économique à la débâcle financière », in CHESNAIS F. (ed.), *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris : La découverte.
- SAUVANT A. (2002), « Y a-t-il une bulle des prix des logements à Londres et à Paris ? », *Notes de synthèse du SES*, juillet-août.
- SAUVANT A. (2004), « La tendance historique de l'évolution du prix des logements en France », DAEI-SES, document de travail, décembre.
- SCIALOM L. (1999), *Économie bancaire*, Paris : La découverte, collection Repères.



LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL EN FRANCE : ÉVOLUTIONS RÉCENTES ET PERSPECTIVES

SÉNAT (2003), Rapport d'information « Logement et habitat », session 2003-2004.

VAN REXTEL A. ET HASSINK W. (2002), « Monitoring the monitors : Are old boys networks being used to monitor japanese private banks », *Journal of the Japanese and International Economics*, 16(1), pp. 1-30.

WILHELM F. (2005), « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », *Bulletin de la Banque de France*, août, pp. 37-51.

