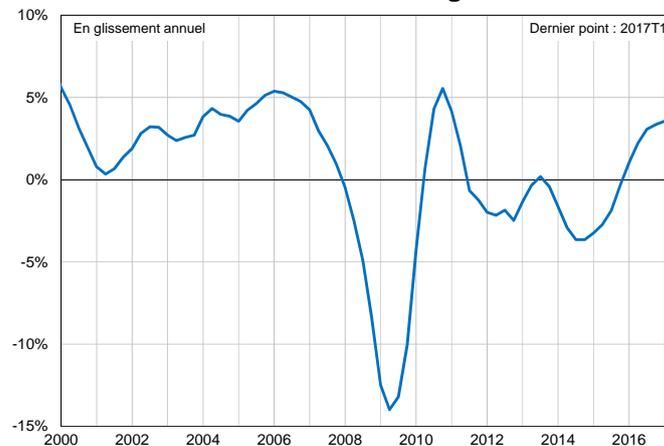


## Le redressement de l'investissement immobilier résidentiel est-il durable ?

- L'investissement immobilier des ménages a progressé fortement de 2000 à 2007 avant de se replier brutalement au cours de la crise de 2008-2009. Après un bref rebond en 2010-11, il a ensuite recommencé à baisser, retrouvant en 2015 un niveau comparable à celui atteint au début des années 2000. Cette orientation défavorable de l'immobilier résidentiel explique une part importante du différentiel de croissance du PIB entre la France et l'Allemagne sur la période 2008-2015.
- La phase d'expansion de 2000 à 2007 s'explique surtout par la progression du pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, la hausse des prix immobiliers a aussi pu soutenir l'acquisition de logements, les ménages anticipant des plus-values immobilières. Le fort repli de l'investissement au cours de la crise s'est accompagné d'une baisse des prix immobiliers dans un contexte de forte incertitude et d'importantes destructions d'emploi. Le rebond en 2010-11 a reflété la meilleure orientation de ces fondamentaux et le soutien apporté par la nette baisse des taux d'intérêt, qui a facilité l'accès au crédit. Enfin, la phase baissière sur la période 2012-15 est pour partie liée au moindre dynamisme du pouvoir d'achat tandis que la baisse des prix immobiliers pouvait favoriser les comportements attentistes.
- Le cadre réglementaire et les politiques publiques visant à soutenir l'accession à la propriété jouent aussi sur les décisions d'investissement. À court terme, les dispositifs de soutien à la demande de logement se traduisent en effet notamment par des effets d'anticipation.
- L'investissement des ménages a retrouvé une dynamique favorable en France depuis la mi-2015. L'embellie devrait se poursuivre en 2017 et en 2018, étant donné la bonne orientation des indicateurs les plus avancés de la construction neuve, la hausse des prix immobiliers et un contexte économique porteur.

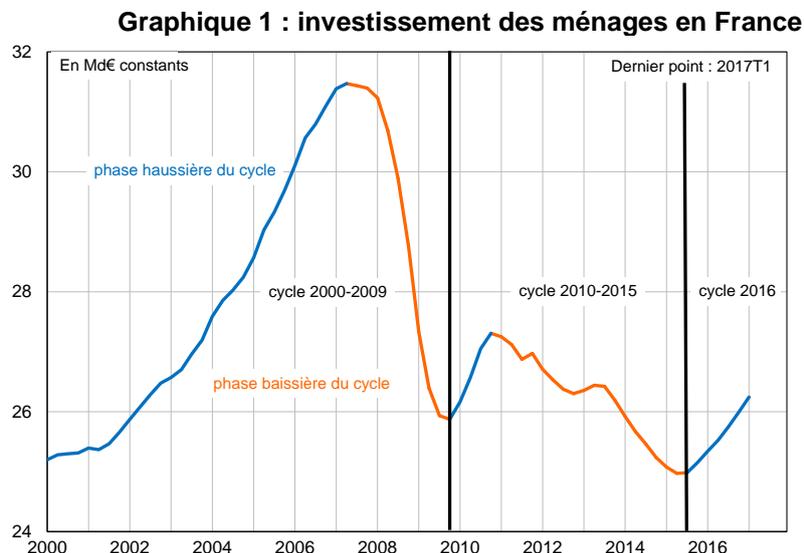
Investissement des ménages en France



Source : Insee, calculs : DG Trésor.

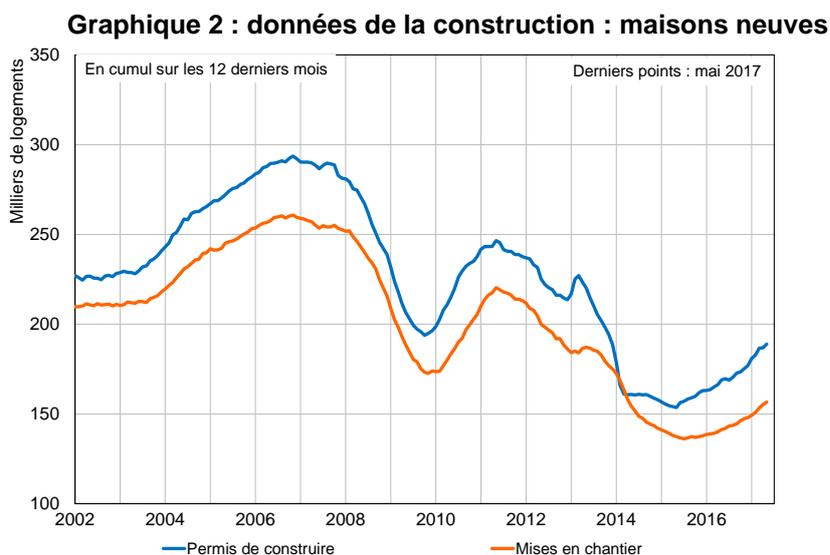
## 1. L'investissement immobilier des ménages s'est replié depuis la crise

L'investissement immobilier des ménages (cf. encadré 1) connaît des fluctuations cycliques relativement importantes. Entre 2000 et 2016, **trois grands cycles** (cf. graphique 1) peuvent être mis en évidence. L'investissement des ménages a d'abord progressé rapidement entre 2000 et 2007, avant de connaître une chute particulièrement forte au cours de la crise de 2008-2009. La période 2010-15 a vu un cycle d'une ampleur moins marquée : rebond net mais de courte durée en 2010 et 2011 avant une baisse progressive de 2012 à 2015. Depuis la mi-2015, l'investissement connaît de nouveau une phase haussière.



Source : Insee, calculs DG Trésor.

Les évolutions cycliques de l'investissement des ménages reflètent essentiellement, avec un délai moyen de quelques trimestres, celles du **marché de la construction de maisons neuves**. Les **permis de construire** et **mises en chantier** de maisons neuves (cf. graphique 2) se sont ainsi repliés à partir de la mi-2011, atteignant mi-2015 des niveaux (150 000 par an pour les permis de construire et 140 000 pour les mises en chantier) inférieurs de l'ordre de 20 % à ceux qui avaient été observés après la crise de 2008. Depuis, la construction de maisons neuves est repartie à la hausse.

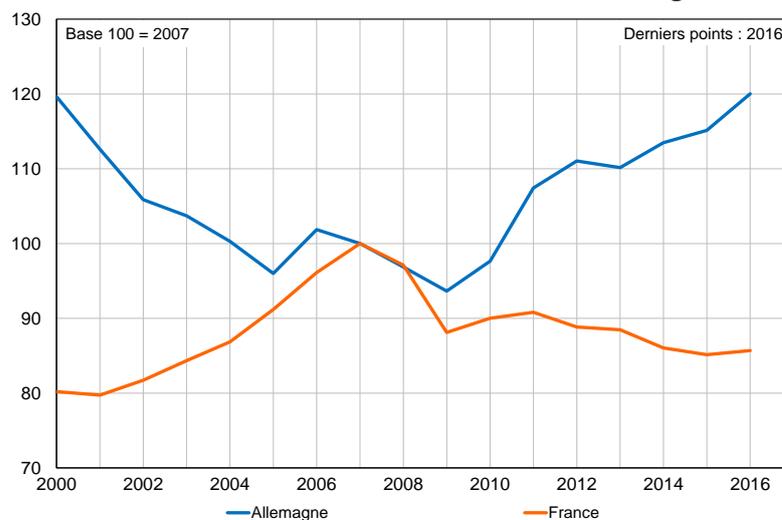


Source : SDES, calculs DG Trésor.

L'investissement en construction résidentielle explique une partie du cycle de croissance du PIB. Il avait ainsi soutenu la croissance française avant la crise de 2008-2009, avec une contribution moyenne positive de 0,2 pt par an entre 2000 et 2007. **Ensuite sa mauvaise orientation sur la période 2008-15 a pesé sur la croissance du PIB en France à hauteur de 0,1-0,2 pt par an en moyenne**. Dans le même temps, les dépenses d'investissement en construction résidentielle en Allemagne (cf. graphique 3) ont soutenu la croissance allemande pour environ 0,1 pt par an en moyenne. Cette différence de dynamique

représente ainsi environ  $\frac{2}{3}$  de l'écart de croissance sur la période 2008-15 entre la **France** (où le PIB a augmenté de 0,5 % par an en moyenne) et l'**Allemagne** (+0,9 %).

**Graphique 3 : construction résidentielle en France et en Allemagne en volume**



Source : Eurostat, calculs DG Trésor.

Note de lecture : l'investissement des ménages en Allemagne est indisponible en volume. Le graphique compare pour les deux pays l'investissement en construction résidentielle, qui recouvre un champ très proche.

**Encadré 1 : la mesure de l'investissement des ménages au sens de la comptabilité nationale**

L'investissement des ménages représente 111,6 Md€ en valeur en 2016 selon les comptes de la Nation (Insee), soit environ 5 % du PIB. Il comprend :

- **la construction de logements neufs** (appartements et maisons), qui représente un peu plus du tiers de l'investissement des ménages. Compte tenu de ses fluctuations importantes, cette composante explique plus des deux tiers des évolutions de l'investissement des ménages. Elle est estimée par l'Insee à partir des **misés en chantier de logements neufs des deux dernières années**, publiées par le Service de la Donnée et des Études Statistiques (SDES) du Ministère de la Transition Écologique et Solidaire (MTES), afin de tenir compte de l'étalement des travaux une fois le chantier engagé.
- **les dépenses d'entretien-amélioration** des logements existants pour environ la moitié. Elles restent relativement stables au cours du temps et contribuent ainsi de façon limitée aux mouvements cycliques de l'investissement des ménages. Leur montant est évalué par l'Insee à partir d'un indicateur d'activité publié par la Confédération de l'Artisanat et des Petites Entreprises du Bâtiment (CAPEB).
- **les frais liés aux acquisitions dans le neuf et dans l'ancien** (frais de notaire, d'architecte...) pour environ 20 %, dont l'évolution est proche de celles des **transactions immobilières** publiées par le Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable (CGEDD).

**Tableau 1 : répartition des dépenses d'investissement des ménages**

		Investissement des ménages			
		Montant en 2016 (en Md€ courants)	Part de l'investissement des ménages	Indicateur	Source
Activité/ produits	Logements neufs	86,8	34%	Mises en chantier des deux dernières années	SDES
	Entretien-rénovation		44%	Volume d'activité	CAPEB
	Frais liés à l'acquisition d'un	23,9	21%	Transactions immobilières	CGEDD
	Génie civil	0,9	1%		

Source : Insee, calculs : DG Trésor.

## 2. À moyen terme, l'investissement des ménages s'explique surtout par des facteurs économiques et financiers

### 2.1 En théorie, l'évolution de l'investissement des ménages dépend de variables économiques, financières, démographiques et réglementaires

Au niveau du ménage, la décision d'acquies un logement neuf dépend en premier lieu du **revenu courant** (revenu disponible brut ou pouvoir d'achat). Les décisions d'investissement sont également affectées par les **anticipations de revenus** des ménages. Lorsque ceux-ci attendent une baisse de leur revenu futur, ou pensent que les perspectives de revenu sont plus incertaines, ils auront tendance à annuler ou reporter leurs projets immobiliers. Cette incertitude peut être captée *via* des variables qui sont fortement corrélées au cycle économique, comme l'**emploi**, le **taux de chômage** ou l'**indicateur de confiance des ménages**.

De plus, la grande majorité des acquisitions récentes, que ce soit dans le neuf ou dans l'ancien, sont financées à crédit (80 %). Les **conditions de financement** jouent ainsi un rôle important, en particulier le **taux d'intérêt des crédits à l'habitat** et la **durée des emprunts immobiliers** qui, compte tenu des pratiques en matière de crédit immobilier, déterminent largement la capacité d'endettement des ménages souhaitant acquies leur logement.

Les **prix immobiliers** influencent également la réalisation de projets immobiliers *via* deux canaux de sens contraires. Une hausse des prix renchérit par définition le coût de l'acquisition d'un logement neuf, et peut donc réduire la demande. Pour autant, elle peut également accroître l'incitation à investir si les ménages anticipent une poursuite de la hausse des prix. Les ménages peuvent en effet avoir tendance à avancer leurs projets immobiliers avant que les prix ne soient trop élevés. Par ailleurs, les **perspectives de réalisation de plus-values** peuvent encourager la décision d'investissement.

Ces différentes variables économiques et financières peuvent être synthétisées sous la forme d'une **capacité d'achat immobilière**. Elle représente la surface habitable maximale qu'un ménage peut acquies compte tenu de ses revenus, des prix de l'immobilier et des conditions de financement (taux d'intérêt, durée d'emprunt).

À un niveau plus agrégé, la demande de logements dépend également des **évolutions démographiques**. Elle est ainsi liée à l'évolution du **nombre de ménages** qui traduit à la fois la croissance de la population et l'évolution de la taille des ménages, par exemple en raison de comportements de décohabitation. Les évolutions de la **structure démographique** (classes d'âge ayant la plus grande propension à acquies un logement) pourraient également jouer sur la demande de logements. L'Insee<sup>1</sup> estime ainsi que la variation de la **part des 30-59 ans dans la population** permet d'expliquer une partie de l'évolution, tandis que la Banque de France<sup>2</sup> retient le **taux de croissance de la population âgée de 20 à 49 ans**.

Les **dispositifs réglementaires et financiers** peuvent également influencer sur les décisions d'investissement. Ceux-ci sont principalement de trois ordres : les normes qui ont un impact sur le coût d'acquisition d'un logement (en particulier les normes visant à limiter la consommation d'énergie primaire des bâtiments neufs), les dispositifs financiers ou fiscaux de soutien à la demande de logements (par exemple le prêt à taux zéro ou les dispositifs d'aides à l'investissement locatif) et les mesures qui visent à accroître l'offre de logement (comme l'assouplissement des règles d'urbanisme ou les incitations financières à la libération du foncier par les communes).

---

(1) Faubert V., Monnet É. et Sutter C. (juin 2015), « Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015 », *Note de conjoncture Insee*.

(2) Monnet É. et Wolf C. (2017), « La démographie détermine-t-elle le cycle immobilier ? », *Rue de la Banque*, n°41.

## Encadré 2 : les dispositifs de soutien à la demande et à l'offre de logements

### 1. Les dispositifs financiers et fiscaux de soutien à la demande de logements

Les dispositifs ayant pour but d'encourager la demande de logements neufs par les ménages ou les investisseurs sont principalement de deux ordres :

- le **Prêt à taux zéro (PTZ)** est un prêt complémentaire sans intérêt et sans frais, aidé par l'État. Il est accordé, sous certaines conditions, aux personnes primo-accédantes de leur résidence principale. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, le PTZ permet de financer jusqu'à 40 % d'une opération pour un achat dans le neuf. Ce-dernier peut aussi se faire dans l'ancien à condition de réaliser des travaux représentant au moins 25 % du coût de l'opération. Des différés de remboursement de 5 à 15 ans sont possibles. Le PTZ est distribué sous conditions de ressources. Ces plafonds de ressources sont définis selon la composition du ménage et le zonage de la politique du logement qui divise le territoire en différentes zones selon le niveau de tension du marché (du plus au moins tendu : zones Abis, A, B1, B2, C<sup>3</sup>).
- les **dispositifs d'aide à l'investissement locatif** donnent un avantage fiscal pour l'achat d'un logement neuf en échange d'un engagement de location. Le dispositif « Pinel », en vigueur depuis 2014, accorde une réduction d'impôt sur le revenu en échange d'une obligation de location à un loyer inférieur au prix de marché (loyer dit intermédiaire) et sous conditions de revenus du ménage locataire. Ces contraintes sont définies selon le zonage de la politique du logement. L'avantage fiscal est de 12 %, 18 % et 21 % du montant de l'opération pour des durées d'engagement de location respectivement de 6, 9 ou 12 ans. L'opération doit se faire dans les limites de prix de 300 000 € et 5 500 €/m<sup>2</sup>. Le bien peut aussi être loué aux ascendants et descendants. Le dispositif « Pinel » est ciblé géographiquement avec pour but de prendre en compte les zones où les besoins en logement sont les plus importants : il est centré sur les zones Abis, A et B1 et comprend également certaines zones B2 ayant reçu un agrément dérogatoire des préfets de région.

Ces dispositifs ont souvent été remaniés au cours du temps. Depuis 2008, quatre dispositifs d'investissement locatif se sont succédés, avec des changements dans les conditions d'octroi (pour l'investissement dans le neuf : « Robien recentré » du 1<sup>er</sup> septembre 2006 au 31 décembre 2009, « Borloo neuf ou Borloo populaire » du 1<sup>er</sup> septembre 2006 au 31 décembre 2009, « Scellier » du 1<sup>er</sup> janvier 2009 au 31 décembre 2012, « Duflo » du 1<sup>er</sup> janvier 2013 au 31 août 2014 et « Pinel » depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2014. De son côté, le PTZ a été modifié six fois : modifications du montant accordé, des conditions de ressources pour y être éligible, construction neuve ou ancienne avec ou sans travaux.

**Ces dispositifs de soutien** visent à stimuler la construction en augmentant la demande des ménages. Leur impact peut être amplifié à court terme par des **effets d'anticipation** : certains ménages qui vont bénéficier de ces dispositifs étaient proches d'une situation financière leur permettant de mener cet investissement sans aide. Ils auraient cependant dû attendre un peu avant de finaliser l'investissement, le temps de constituer le capital nécessaire. Une partie des constructions de logements correspondent alors à des investissements avancés dans le temps, i.e. une hausse de l'investissement aujourd'hui et un moindre investissement dans le futur. Ces aides peuvent également se traduire par des **effets d'aubaine** : un certain nombre de bénéficiaires sont déjà engagés dans un projet d'acquisition de logement. Ces logements auraient donc été construits dès aujourd'hui en l'absence du dispositif. Dans le cas du PTZ, Gobillon et Le Blanc (2005)<sup>4</sup> estiment que l'effet d'aubaine concerne 85 % des bénéficiaires.

**Ces dispositifs ont pour caractéristique commune de stimuler la demande de logements et de foncier. Or en zones tendues, la disponibilité limitée du foncier ne permet pas de répondre à toute la demande de logements neufs.** Plus généralement, Caldera et Johansson (2011) montrent

(3) La zone A bis comprend Paris et 76 communes des Yvelines, des Hauts-de-Seine, de Seine-Saint-Denis, du Val-de-Marne et du Val-d'Oise ; la zone A regroupe l'agglomération de Paris (dont zone Abis), la Côte d'Azur, la partie française de l'agglomération genevoise, certaines agglomérations ou communes où les loyers et les prix des logements sont très élevés ; la zone B1 comprend certaines grandes agglomérations dont les loyers et le prix des logements sont élevés, une partie de la grande couronne parisienne non située en zone Abis ou A, quelques villes chères, les départements d'Outre-Mer ; la zone B2 regroupe les villes-centre de certaines grandes agglomérations, la grande couronne autour de Paris non située en zone Abis, A et B1, certaines communes où les loyers et les prix des logements sont assez élevés, les communes de Corse non situées en zones A ou B1 ; la zone C englobe le reste du territoire.

(4) Gobillon L. et D. Le Blanc (2005), « Quelques effets économiques du prêt à taux zéro », *Économie et statistique*, n°381-382, pp. 63-89.

que l'élasticité prix de l'offre de logement en France est parmi une des plus basses des pays de l'OCDE<sup>5</sup>. Dans ce contexte, la hausse de la demande de logements neufs permise par les dispositifs de soutien à la demande va se traduire en partie par une hausse des prix. Bono et Trannoy (2012)<sup>6</sup> montrent ainsi que le dispositif Scellier a eu un impact inflationniste dans les régions les plus tendues et notamment en région Méditerranée. **L'efficacité de ces politiques de soutien à la demande est donc conditionnée à leur accompagnement par des mesures visant à stimuler l'offre de foncier, notamment dans les zones tendues.**

## 2. Mesures de soutien à l'offre de logements

Plusieurs modifications récentes des documents d'urbanisme visent à libérer l'offre de foncier et de logements : transfert du Plan local d'urbanisme (PLU) à l'échelle intercommunale, plus pertinente pour la définition de la stratégie foncière dans la loi pour l'accès au logement et un urbanisme rénové (loi Alur), allongement de la durée de validité des autorisations d'urbanisme en 2014 de deux à trois ans, ou encore mise en place de dérogations à certaines règles du PLU en zones tendues (possibilité de surélévation des bâtiments, transformation de bureaux en logements).

Une aide aux maires bâtisseurs a également été introduite en 2015 afin d'inciter les élus locaux, traditionnellement en charge de la stratégie foncière via l'élaboration du PLU et l'octroi des permis de construire, à mettre en place une politique de libération du foncier et de la construction. Cette aide est d'environ 2 000 € par logement construit si la commune dépasse un taux de croissance normal du parc de résidences principales (1 % par an). Elle est versée aux communes depuis le second semestre 2015 sur la base des permis de construire accordés au premier semestre. L'aide est limitée aux zones tendues (zone Abis, A et B1). Le montant total de l'aide versée était de 34 M€ au 2<sup>e</sup> semestre 2015 (au titre du 1<sup>er</sup> semestre 2015 et représentant 32 000 logements dont 16 000 au-delà de l'accroissement considéré comme tendanciel) et de 45 M€ au 1<sup>er</sup> semestre 2016.

### 2.2 En pratique, les décisions d'investissement des ménages dépendent principalement de leur pouvoir d'achat et de l'évolution des prix immobiliers

L'investissement des ménages est modélisé (*cf.* encadré 3) sur la période 1990-2014 en tenant compte des différentes variables évoquées plus haut :

- **à long terme**, les dépenses d'investissement des ménages dépendent, comme pour leur consommation, de l'évolution de leur revenu (pouvoir d'achat).
- **à court terme**, l'incertitude conjoncturelle qui pèse sur le revenu futur est prise en compte *via* une variable qui synthétise la situation du marché du travail : **les créations d'emploi**. L'évolution des **prix immobiliers** apparaît également déterminante dans les décisions d'investissement des ménages. Le lien estimé entre ces deux variables est positif, ce qui signifie qu'un renchérissement du prix des logements incite davantage les ménages à investir. Les ménages auront en effet tendance à avancer leurs projets immobiliers avant que les prix ne deviennent trop élevés (et éventuellement dans l'optique de réaliser une plus-value immobilière).

En outre, dans la modélisation, la variation du **taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat** rend compte partiellement des conditions de financement, dont le soutien financier apporté par le **PTZ**. L'ensemble des nouveaux prêts immobiliers, y compris les prêts aidés, entre en effet dans le calcul du taux d'intérêt moyen publié par la Banque de France.

La modélisation retenue ne tient en revanche pas directement compte des **dispositifs d'aides à l'investissement locatif**<sup>7</sup>, dont les effets sont surtout visibles à court terme, du fait notamment d'effets d'anticipation (*cf.* encadré 2). Enfin, la variable **RT 2012 (réglementation thermique 2012)** traduit l'effet de l'introduction au 1<sup>er</sup> janvier 2013 de nouveaux standards en matière de consommation énergétique des bâtiments neufs, ce qui a induit un renchérissement des coûts de construction. Par anticipation, les permis de construire ont progressé fortement fin 2012-début 2013, puis baissé de façon

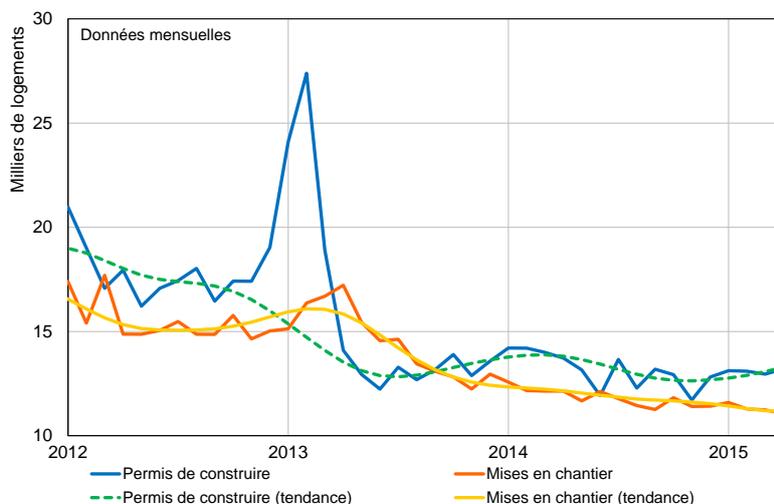
(5) Caldera Sanchez A. and A. Johansson (2011), « The price responsiveness of housing supply in OECD countries », *OECD Economics Department Working Papers*, N° 837. Les auteurs trouvent que l'offre de logement est assez réactive aux prix en Amérique du Nord et dans certains pays nordiques (Suède et Danemark), peu réactive aux prix en Suisse et aux Pays-Bas et même rigide en Autriche, Italie, Belgique et France. D'autres pays sont dans une situation intermédiaire, l'Irlande, l'Australie, la Norvège et l'Espagne.

(6) Bono P.H et Trannoy A. (2012), « Évaluation de l'impact du dispositif Scellier sur les prix fonciers », *AMSE Document de travail*.

(7) Des séries d'avantages fiscaux issus des comptes du logement ont été testées mais leur ajout ne s'est pas avéré concluant.

encore plus marquée en mars et en avril 2013 (cf. graphique 4), ce qui a joué avec retard (cf. encadré 1) sur l'investissement des ménages en 2013 et en 2014.

**Graphique 4 : données de la construction neuve : maisons neuves**

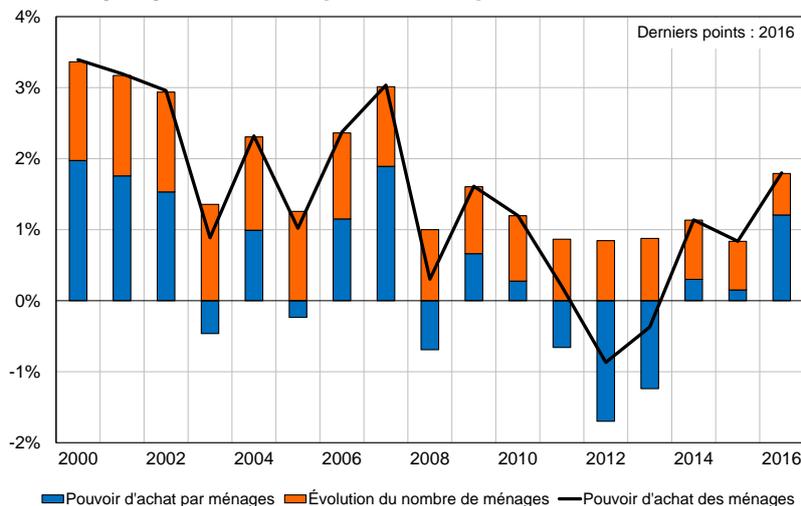


Source : SDES, calculs : DG Trésor.

Une variable de **capacité d'achat immobilière** (cf. supra) a également été testée dans le modèle. Elle n'apparaît toutefois pas plus significative que le pouvoir d'achat ou les taux d'intérêt pris séparément. Il a donc été choisi de présenter ces deux variables de façon séparée afin de pouvoir isoler leur contribution.

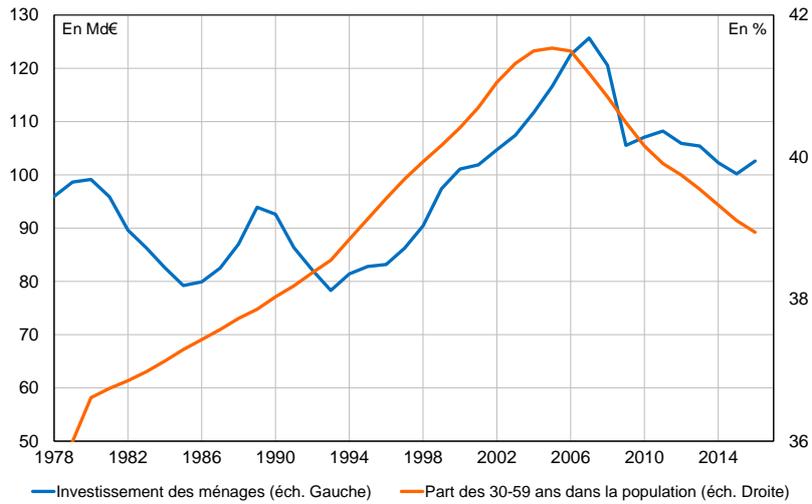
La **démographie** est en partie captée par le pouvoir d'achat du revenu disponible brut dont l'évolution dépend par construction de l'évolution du **nombre de ménages** et du **pouvoir d'achat par ménage** (cf. graphique 5). Mais la modélisation retenue n'inclut pas explicitement les évolutions de la **structure démographique**. Si la **part des 30-59 ans dans la population** semble bien corrélée à l'investissement des ménages depuis le milieu des années 1990, le lien n'était pas présent au cours des années 1980 (cf. graphique 6).

**Graphique 5 : décomposition du pouvoir d'achat des ménages**



Source : Insee, calculs : DG Trésor.

**Graphique 6 : investissement des ménages et part des 30-59 ans dans la population**



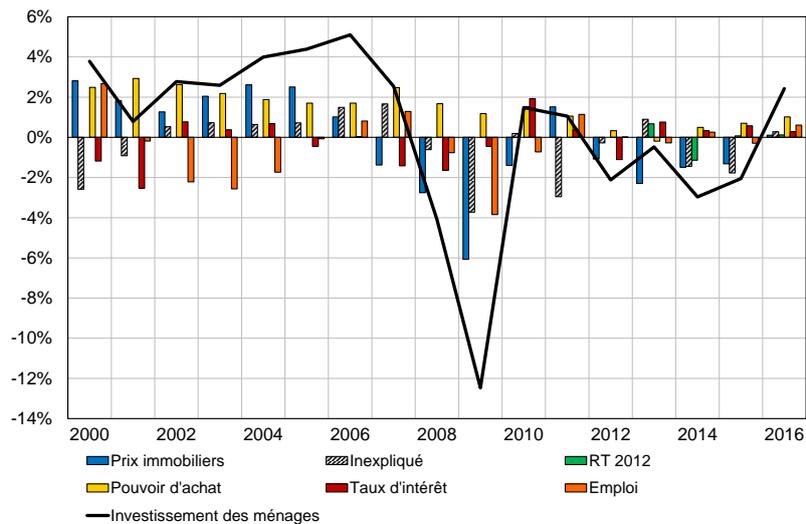
Source : Insee, calculs : DG Trésor.

**Encadré 3 : modélisation de l'investissement des ménages en France**

L'investissement trimestriel des ménages ( $I_{men}$ ) en volume au sens des comptes nationaux (cf. encadré 1) est modélisé à l'aide d'une équation à correction d'erreur, estimée en deux étapes sur la période 1990T1-2014T4, où  $PA$  représente le **pouvoir d'achat des ménages**,  $px_{immo}$  sont les **prix des logements anciens nominaux** (Insee Notaires),  $txi$  les **taux d'intérêt sur les crédits à l'habitat** (Banque de France),  $emploi$  le **niveau d'emploi total (privé et public)** et  $RT_{2012}$  une variable modélisant les effets de l'introduction de la réglementation thermique 2012 (cf. supra). Les valeurs du  $T$  de Student sont entre parenthèses en-dessous des coefficients de l'équation. Le  $R^2$  ajusté est de 72 %.

$$\Delta \ln I_{men}_t = \underset{(-4,18)}{-0,05} (\ln I_{men}_{t-1} - 2,66 - \underset{(3,15)}{0,94} \ln PA_{t-1}) + \underset{(3,15)}{0,30} \Delta \ln I_{men}_{t-1} + \underset{(1,52)}{0,01} RT_{2012} + \underset{(3,50)}{1,60} \Delta \ln emploi_t + \underset{(2,22)}{0,26} \Delta \ln PA_{t-1} + \underset{(4,50)}{0,33} \Delta \ln px_{immo}_{t-1} - \underset{(-4,11)}{1,50} \Delta txi_{t-2} + \varepsilon_t$$

**Graphique 7 : contributions à la variation de l'investissement des ménages**



**Tableau 2 : contribution des variables aux évolutions de l'investissement des ménages**

	2000-2007	2008-2009	2010-2011	2012-2015
Prix immobiliers	1,6 pt	-4,4 pt	0,1 pt	-1,5 pt
Pouvoir d'achat	2,2 pt	1,4 pt	1,3 pt	0,3 pt
Emploi	-0,2 pt	-2,3 pt	0,2 pt	-0,1 pt
Taux d'intérêt	-0,5 pt	-1,0 pt	1,2 pt	0,1 pt
RT 2012				-0,1 pt
Inexpliqué *	0,3 pt	-2,2 pt	-1,4 pt	-0,6 pt
Investissement des ménages	3,2%	-8,3%	1,3%	-1,9%

Note de lecture : entre 2000 et 2007, l'investissement des ménages a progressé de 3,2 % en moyenne chaque année. Sur cette période, l'évolution du pouvoir d'achat a contribué positivement à hauteur de 2,2 pts en moyenne par an à l'évolution de l'investissement des ménages, alors que l'évolution des taux d'intérêt contribue négativement à hauteur de 0,5 pt.

\* la contribution de l'inexpliqué aux évolutions de l'investissement des ménages est négative sur la période 2000-2015 (-0,5 pt) mais nulle sur l'ensemble de la période d'estimation de l'équation (1990-2014).

**Tableau 3 : élasticités ou semi-élasticités de l'investissement des ménages à ses déterminants**

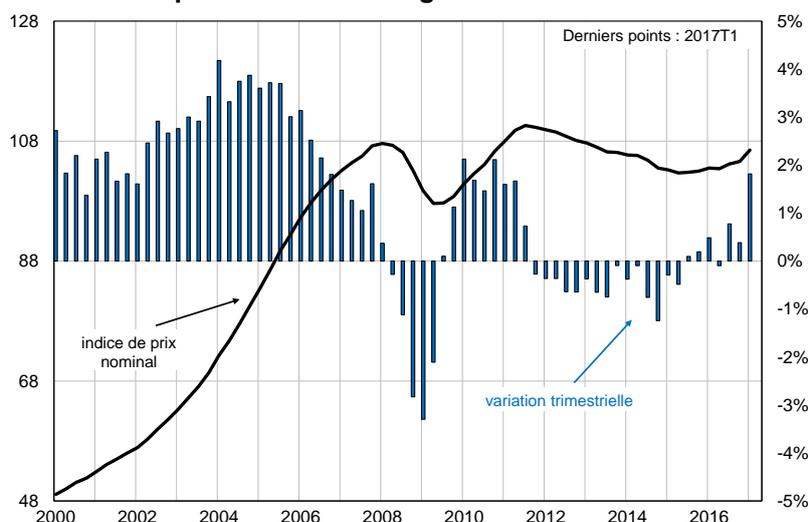
	t	1 an	2 ans	5 ans	long terme
Revenu disponible brut réel (+1 %)	0,0	0,5	0,6	0,8	0,9
Prix immobiliers (+1 %)	0,0	0,4	0,3	0,1	0,0
Taux d'intérêt (+100 pb)	0,0	-1,9	-1,5	-0,5	0,0
Emploi (+100 000)	0,6	0,7	0,5	0,2	0,0

Note de lecture : une hausse de 1 % du revenu disponible brut réel entraîne une hausse de l'investissement des ménages de 0,5 % au bout d'un an et de 0,8 % au bout de 5 ans. Le pouvoir d'achat est la seule variable jouant à long terme. Au contraire, les prix immobiliers, le taux d'intérêt et l'emploi ne jouent qu'à court et moyen terme. Par ailleurs, les prix et le taux d'intérêt ne jouent pas de façon instantanée mais avec respectivement un et deux trimestres de retards.

### 3. La baisse de l'investissement des ménages entre 2012 et 2015 reflète essentiellement un contexte macroéconomique moins porteur et le recul des prix immobiliers

Le recul de l'investissement des ménages de 2012 à 2015 traduit d'abord l'évolution à la baisse des **prix immobiliers**. Ils affichent en effet un recul annuel moyen de 1,6 % sur la période (cf. graphique 8), ce qui semble avoir encouragé des comportements d'attente.

**Graphique 8 : indice de prix nominal des logements anciens – France métropolitaine**

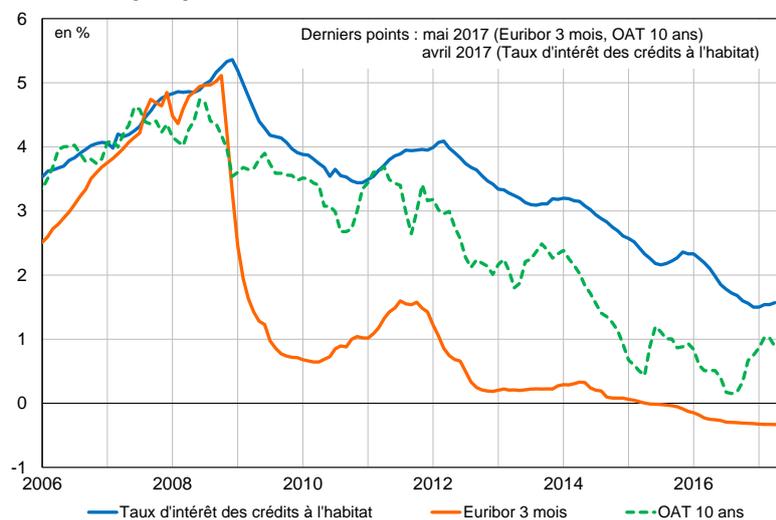


Source : Insee Notaires, calculs : DG Trésor.

Le **contexte macroéconomique** a également été moins porteur entre 2012 et 2015. Le **pouvoir d'achat des ménages** (cf. graphique 5) n'a progressé que de 0,2 % en moyenne par année entre 2012 et 2015, et s'affichait même en recul en 2012 et 2013 (respectivement -0,9 % et -0,4 %).

Si les **conditions d'emprunt** ont continué de soutenir l'investissement des ménages de 2012 à 2015, ce soutien a été plus faible qu'en 2010-2011. Cela s'explique surtout par la remontée des **taux d'intérêt des crédits nouveaux à l'habitat** en 2011 (cf. graphique 9) – les taux jouant de façon retardée dans notre modélisation – avant une reprise de la baisse à partir de 2012.

**Graphique 9 : taux des crédits nouveaux à l'habitat**



Source : Banque de France, calculs : DG Trésor.

#### 4. L'investissement des ménages est reparti à la hausse en 2016 et la reprise devrait se poursuivre à moyen terme

##### 4.1 Les données les plus avancées de la construction neuve sont très bien orientées et vont dans le sens d'une poursuite de la reprise de l'investissement des ménages

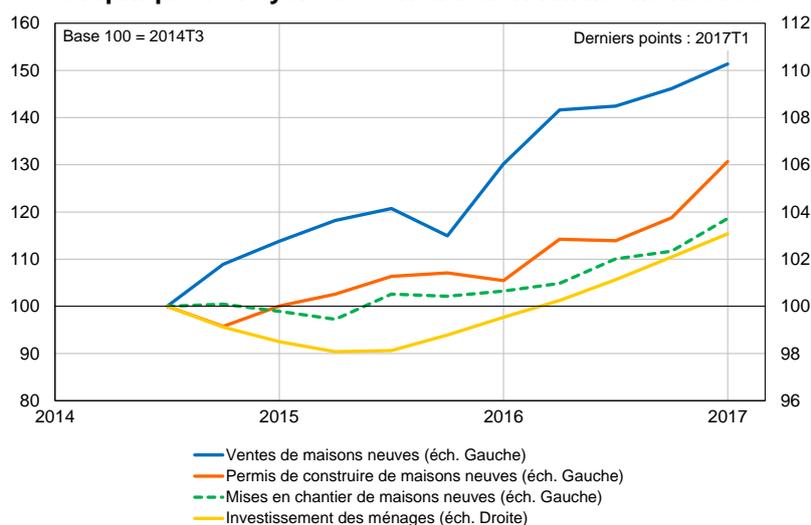
L'investissement des ménages a progressé en 2016 (+2,4 %), pour la première fois depuis 2011. Ce rebond était attendu, compte tenu de la **hausse des prises de commande (ventes) de maisons neuves** à partir de mi-2014 (cf. graphique 10). L'acquisition d'un logement neuf donne en effet souvent lieu en amont à une **prise de commande** auprès d'un constructeur de maisons individuelles qui dépose un **permis de construire** à la mairie avec un délai moyen de trois à quatre mois. **L'ouverture du chantier** a ensuite généralement lieu trois à six mois après la délivrance du permis de construire dont la durée de validité est de 3 ans. Les **dépenses d'investissement** sont comptabilisées dans les comptes nationaux au fur et à mesure de l'avancement des travaux, qui s'étalent en moyenne sur deux ans.

**La très bonne orientation des données de la construction neuve indique que le rebond de l'investissement des ménages devrait se poursuivre en 2017.** Les ventes de maisons neuves progressent en effet de 19,2 % en 2016 et retrouvent des niveaux proches de ceux atteints en 2011 (cf. graphique 11). La bonne orientation des ventes continuerait d'alimenter les **permis de construire** et les **misés en chantier** de maisons neuves, qui sont toujours en forte hausse début 2017 : ils progressent respectivement de 13,2 % et de 15,5 % de mars à mai 2017 par rapport à la même période en 2016.

Au total, **l'investissement des ménages** retrouverait un rythme de progression soutenu à moyen terme<sup>8</sup>. En moyenne annuelle, il accélérerait en 2017 (+3,5 % après +2,4 % en 2016) dans le sillage d'un acquis favorable à l'issue du 1<sup>er</sup> trimestre (+2,3 %). En 2018, le redressement se poursuivrait (+3,6 %). Les **permis de construire** de maisons neuves retrouveraient ainsi des niveaux proches de ceux connus en 2010 et 2011.

(8) Programme de Stabilité 2017-2020, avril 2017

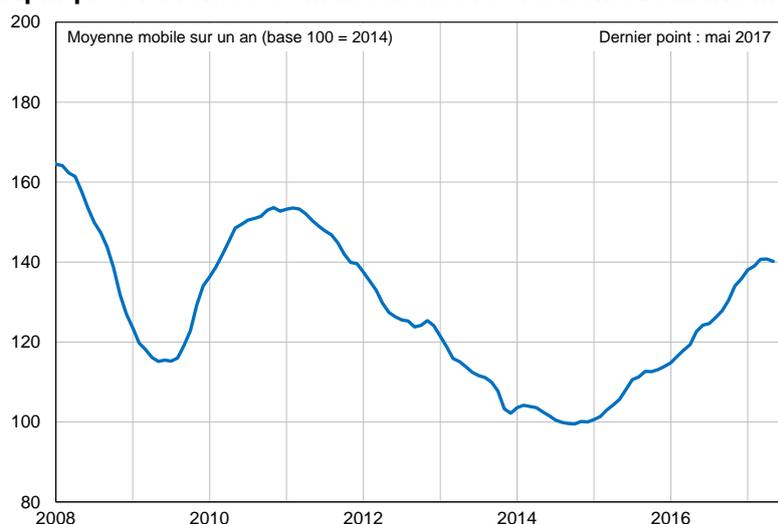
**Graphique 10 : cycle de construction : maisons neuves**



Sources : FFB, SDES, Insee, calculs : DG Trésor.

Note de lecture : Les ventes de maisons neuves augmentent au 4<sup>e</sup> trimestre 2014. Par la suite, les permis de construire de maisons neuves progressent au 1<sup>er</sup> trimestre 2015 puis les mises en chantier à partir du 3<sup>e</sup> trimestre 2015 et l'investissement des ménages à partir du 4<sup>e</sup> trimestre 2015.

**Graphique 11 : ventes de maisons neuves : baromètre Markemétron**



Source : Fédération Française du Bâtiment (FFB), calculs : DG Trésor.

#### 4.2 La bonne orientation de l'investissement immobilier résidentiel traduit l'amélioration du contexte économique tandis que les conditions de financement restent favorables

La reprise de l'investissement des ménages est cohérente avec l'évolution de ses fondamentaux (*cf.* encadré 3) :

- le **pouvoir d'achat des ménages** gagne en dynamisme (*cf.* graphique 5). Il a en effet nettement accéléré en 2016 (+1,8 % après +0,8 % en 2015).
- **P'emploi** est également mieux orienté (près de 200 000 emplois ont été créés en 2016, ce qui constitue la meilleure performance depuis 2007), tiré à la hausse par la reprise de l'activité et bénéficiant également des politiques actives en faveur de l'emploi. La dynamique de créations d'emplois se poursuivrait en 2017.
- les **prix immobiliers** sont repartis à la hausse. Ils progressent en 2016 (+ 1,0 %) pour la première fois depuis 2011 et accélèrent en glissement annuel (+2,9 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2017 après +1,6 % le trimestre précédent).

En parallèle, les **conditions de financement** restent toujours favorables aux décisions d'investissement des ménages. À nouveau orientés à la baisse depuis février 2016, les **taux des crédits à l'habitat** (*cf.* graphique 9) ont atteint en décembre 2016 un point bas (1,50 % pour les crédits à taux fixe), ce qui continuerait de soutenir les dépenses d'investissement en 2017 étant donné les délais de transmission. En revanche, la **remontée de près de 50 pb des taux longs** entre août 2016 et juin 2017 commence à se répercuter sur les taux des crédits à l'habitat (1,57 % en avril 2017). **Cette hausse des taux des prêts immobiliers pourrait freiner l'investissement des ménages à hauteur de 1 pt en 2018**, compte tenu du délai de transmission et en faisant l'hypothèse que les taux longs soient stables au-delà du 2<sup>e</sup> trimestre 2017.

**Le couplage de dispositifs de soutien à la demande et à l'offre de logement contribue aussi au dynamisme du marché.** Du côté de l'offre, **des allègements des règles d'urbanisme et une aide financière aux maires bâtisseurs** ont été mis en place. Du côté de la demande, le nombre de **PTZ** émis dans le neuf en 2016 a atteint 88 598 (contre 55 554 en 2015) et le **dispositif Pinel** pourrait avoir soutenu le marché à court terme. Selon la Fédération des Promoteurs Immobiliers (FPI), les réservations à investisseurs ont ainsi progressé de 22,0 % en 2016.

Dans un contexte de dynamisme de la demande, qui a pu être portée par le PTZ et les dispositifs d'aide à l'investissement locatif, des mesures supplémentaires du côté de l'offre devraient être prises. Un assouplissement des règles de constructibilité et d'urbanisme ou des incitations à la densification (par exemple grâce au transfert du PLU à l'intercommunalité) garantiraient que la bonne tenue de la demande se traduise par davantage de construction et non par des hausses de prix supplémentaires en zones tendues. **Des mesures portant sur l'offre permettraient ainsi d'améliorer l'efficacité des dispositifs de soutien à la demande.**

**Victor BARRY, Louis BOISSET, Marine LEFORT**

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie  
et des Finances

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la Publication :**

Michel Houdebine

**Rédacteur en chef :**

Jean-Luc Schneider  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

**Derniers numéros parus**

**Juin 2017**

n°200. Pour une clarification de la contributivité de la protection sociale  
Antoine Herlin

n°199. Quelle politique pour poursuivre la diffusion des médicaments génériques ?  
Daniel Cabby, Jean-Denis Zafar

**Mai 2017**

n°198. Que peut-on dire des prévisions d'inflation des projets de loi de finances ?  
Romain Faquet

n°197. Électricité verte : les avantages d'une approche européenne  
Mathilde Didier, Alexis Loublier, Arthur Souletie

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.*