

Réflexions sur le logement, la hausse des prix
de l'immobilier et les inégalités en réponse à
l'ouvrage de Thomas Piketty, *Le capital au XXIe siècle*

Odran Bonnet, Pierre-Henri Bono, Guillaume Chapelle et Étienne Wasmer

Département d'économie de Sciences Po et LIEPP

*

29 octobre 2014

Résumé

Dans son ouvrage, *Le capital au XXIe siècle*, Thomas Piketty souligne les risques d'une explosion des inégalités de patrimoine, car le capital augmenterait plus vite que le revenu dans plusieurs pays, dont la France. Le capital rapporté au revenu reviendrait ainsi au niveau du début du XXe siècle. Dans ce texte qui porte sur les données française du capital, nous montrons que cette conclusion n'est pas plausible. D'abord, elle repose sur la hausse d'une seule des composantes du capital : le capital logement. Le capital dit "productif", hors immobilier, n'a que légèrement augmenté dans les dernières décennies, et sur le long terme, n'est pas en hausse tendancielle. Ensuite, si la valeur du capital immobilier mesurée dans les comptabilités nationales a augmenté sur cette période, c'est en raison de la hausse des prix de l'immobilier, qui ont crû beaucoup plus vite que les loyers et que les revenus depuis

*Ce travail est issu d'une discussion par Étienne Wasmer du *Capital au XXIe siècle* à Sciences Po en décembre 2013 à l'occasion d'une présentation de Thomas Piketty à l'invitation du centre MaxPo. Nous remercions Jean-Marc Robin, Matthew Rognlie, Alain Trannoy, Cornelia Woll pour leurs commentaires pertinents.

2000. Or, les prix de l'immobilier ne sont pas nécessairement corrélés aux revenus du capital logement. Ce sont au contraire les loyers qui le sont, et donc qui importent pour la dynamique des inégalités : ils représentent à la fois les revenus du capital des propriétaires-bailleurs et les dépenses économisées des propriétaires-occupants. La hausse des prix permet certes également de réaliser des plus-values, mais celles-ci sont très largement utilisées pour le rachat d'un nouveau logement et ne permettent donc pas d'augmenter le bien-être des propriétaires. Pour qualifier la hausse des inégalités de patrimoine, il faut donc mesurer le capital immobilier à partir des loyers nets et non à partir des prix d'acquisition et de cession des biens immobiliers. Notre conclusion est alors que *sur les dernières décennies, le ratio capital sur revenu, correctement évalué, est resté stable en France, ce qui contredit donc assez nettement la thèse de l'auteur*. Cela ne signifie pas que les prix de l'immobilier n'ont aucun impact sur les inégalités : la valeur des logements ayant augmenté, les propriétaires détiennent une réserve de valeur plus importante, mobilisable en cas de perte majeure de revenus ; il est par ailleurs devenu plus difficile pour une personne sans capital de départ d'accéder à la propriété. Cependant, les revenus immobiliers des propriétaires ne se sont pas accrus pour autant, et il est donc difficile de maintenir la thèse d'une dynamique divergente d'accumulation du capital à partir de ces tendances.

1 Introduction

L'ouvrage *Le capital au XXIe siècle* a eu un succès retentissant aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en France. Il a relancé le débat économique sur les inégalités et a été unanimement salué comme remarquable, pour l'ampleur du travail autant que pour la clarté de sa rédaction et l'importance de ses conclusions. Dans les parties dédiées à l'hexagone, l'auteur y souligne "*le retour du capital en France*" et craint l'émergence d'une explosion des inégalités : "*le processus d'accumulation et de répartition des patrimoines contient en lui-même des forces puissantes poussant vers la divergence, ou tout du moins vers un niveau d'inégalité extrêmement élevé*"¹. L'argument central est que les détenteurs du capital bénéficient des rendements de celui-ci qui conduit à un accroissement de leur richesse créant une puissante mécanique inégalitaire. Cette thèse est présentée de façon très explicite dans le modèle

1. Piketty (2013, p.56).

néo-classique dit " $r - g$ " du chapitre 1. Elle s'énonce en deux points. Le premier est que plus le ratio capital sur revenu est élevé, plus les revenus du capital seront importants comparés aux revenus du travail². Le deuxième est que si le taux de rendement du capital (r) dépasse significativement le taux de croissance (g), le ratio capital sur revenu va s'accroître, conduisant à terme à un monde où un groupe de rentiers accumulerait des revenus toujours plus élevés grâce à des patrimoines toujours plus grands. À l'appui de son raisonnement théorique, l'auteur documente une forte augmentation du ratio capital sur revenu en France depuis vingt ans, et s'inquiète ainsi qu'une dynamique inégalitaire se soit enclenchée. Après avoir baissé après la première guerre mondiale, le ratio capital sur revenu reviendrait à son niveau du début du XXe siècle. Comme les taux de croissance sont de plus en plus faibles depuis la fin des Trente Glorieuses dans les économies occidentales, le rendement du capital prendrait le pas sur le rendement du travail. Les détenteurs de capital devraient voir leur richesse augmenter par rapport au reste de la population. L'auteur craint l'apparition d'un « dilemme de Rastignac » où il serait plus avantageux en termes de revenus de se marier avec un riche héritier, et de bénéficier des rendements de capitaux que d'investir dans son travail et d'obtenir un salaire élevé. Cette analyse théorique repose sur une vision du capital et une modélisation qui s'inscrivent dans la droite ligne néo-classique de Solow et Samuelson.

Plusieurs points posent question dans cette thèse. Premièrement, Matthew Rognlie (2014) souligne qu'une baisse du taux de croissance et qu'une augmentation du ratio capital sur revenu devrait réduire les rendements du capital et ralentir le phénomène de divergence. Deuxièmement, et c'est l'objet de cet article, la théorie de l'auteur - le modèle d'accumulation du capital à travers ses rendements - est incohérente avec le choix d'inclure le capital immobilier mesuré selon les prix des logements. Ce choix a amené l'auteur à fortement surestimé l'augmentation du ratio capital sur revenu ces dernières décennies. La mesure du capital est une question difficile, qui a engendré des débats complexes. La controverse des « deux Cambridge » qui opposa les néo-

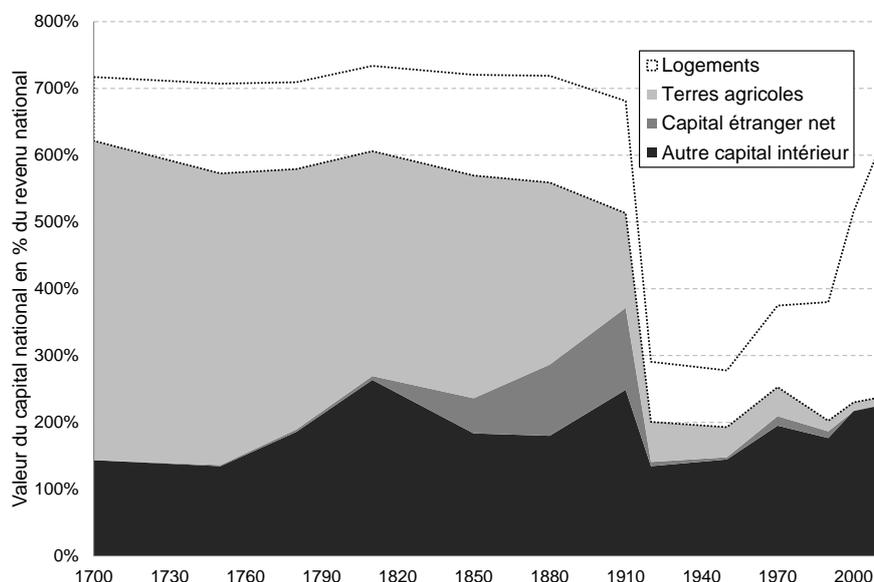
2. À taux de rendement constant du capital, ce qui a été l'objet de critiques, notamment de la part de [Krusell et Smith \(2014\)](#) et [Rognlie \(2014\)](#).

classiques du MIT à l'école néoricardienne anglaise dans les années soixante, portait notamment sur une éventuelle incohérence - en l'espèce, une absence d'identification liée à une circularité de raisonnement - entre la mesure du stock de capital et sa rémunération. À nos yeux, cette incohérence est également présente dans *Le capital au XXIe siècle* au regard de la mesure retenue pour le capital immobilier.

En effet, l'auteur définit le stock de capital comme la somme du capital lié aux terres agricoles, du capital intérieur (bâtiments, équipement, machines, brevets, etc.), du capital extérieur (net) et enfin du capital logement³. Avant de développer la suite de notre analyse, il faut souligner, comme le montre la figure 1, qu'en l'absence de logement (la courbe située au-dessus des autres mesures de capital), la thèse qui domine est celle d'une forte diminution séculaire du ratio capital sur revenu en France, due dans ce cas à la quasi-disparition de la rente agricole. De fait, il apparaît primordial de bien comprendre les particularités du capital immobilier pour analyser de manière pertinente la dynamique du capital en France.

3. Le capital logement n'inclut pas l'immobilier professionnel et le prix des terrains non bâtis.

Le capital en France, 1700-2010



Sources: *Capital in the 21st Century*, Figures 4.6 & Chart 3.2- voir piketty.pse.ens.fr/capital21c.

Figure 1 – L'évolution séculaire du ratio capital sur revenu en France, avec et sans le capital logement

La thèse que nous développons dans la section 2 est que la hausse du prix des biens immobiliers ne contribue pas à la hausse des revenus des propriétaires. L'inflation immobilière et celle de la valeur du capital logement ne peut donc pas entraîner un processus d'accumulation des richesses par les plus aisés. Seule une inflation des loyers aurait ce pouvoir. La section 3 analyse plus en détail les revenus de l'immobilier. Puis nous montrons dans la section 4 que les plus-values immobilières n'affectent pas la richesse de la plupart des propriétaires car la majorité des ventes de logement ont pour but le rachat d'une nouvelle résidence : le gain fait à la vente est donc perdu au rachat.

Si la hausse du capital immobilier observée dans *Le capital au XXIe siècle* n'a pas les effets décrits dans l'ouvrage sur la dynamique des inégalités, il nous faut cependant préciser que notre intention n'est pas de nier que la hausse

des prix de l'immobilier a des conséquences en termes d'accès à la propriété ou sur d'autres dimensions des inégalités. La hausse des prix n'est pas neutre sur les trajectoires patrimoniales des individus : il est notamment de plus en plus difficile pour une personne sans héritage de devenir propriétaire. Au contraire, ces conséquences, que nous analysons plus en détail dans la section 4 sont réelles. Enfin dans la section 5, nous détaillons la répartition du capital immobilier parmi les ménages et au parcours résidentiel des Français.

2 La valorisation du capital immobilier

2.1 La valorisation théorique au regard de l'évolution des patrimoines

L'immobilier est en effet un bien particulier, qui contribue à la dynamique des inégalités en fonction des revenus qu'il va générer ou permettre d'économiser. C'est cette structure des revenus qu'il convient de détailler avant de tirer des conclusions fortes sur cette dynamique. Le logement est à la fois un bien de consommation, dont le coût annuel est le loyer payé ou économisé (selon qu'on est locataire ou propriétaire-occupant), et un bien d'investissement pour les propriétaires-occupants ou pour les propriétaires-bailleurs. Le revenu effectivement généré par le capital immobilier n'est donc perçu que par une petite partie de ses détenteurs, les propriétaires-bailleurs, qui touchent un revenu réel : le loyer. Les propriétaires-occupants ne bénéficient pas de transfert d'argent en tant que tel, mais en revanche économisent le paiement d'un loyer par rapport aux locataires : ils reçoivent ainsi un « loyer implicite » qui peut leur être imputé dans la comptabilité nationale par différentes méthodes. Les rendements du capital immobilier (une composante essentielle du " r " du modèle " $r - g$ ") sont en partie déterminés par le niveau des loyers (réels et implicites). Le prix de l'immobilier ne reflète pas le rendement de ce capital, hors bien sûr les plus-values qui sont analysées en section 4.

La valorisation du capital immobilier doit donc logiquement être basée sur les loyers afin de mesurer si ce capital permet un enrichissement de ses déten-

teurs et donc in fine être compatible avec le modèle " $r - g$ ". De cette analyse du rendement du capital-logement, il s'ensuit que pour que la valeur mesurée du capital logement soit cohérente avec l'analyse théorique sous-jacente qui porte sur les rendements du capital, il faudrait qu'elle suive l'évolution des loyers, et non des prix courants de l'immobilier (voir l'explication en section 3)⁴.

En principe, dans le long-terme, cette distinction ne devrait pas avoir de conséquences, dans la mesure où l'on s'attend à ce que loyers et prix évoluent dans le même sens et au même rythme. Mais l'expérience de plusieurs décennies montrent que les deux mesures du capital-logement basés sur les loyers ou sur les prix courants ne sont pas équivalentes. C'est le cas notamment en présence de bulle, mais également si les fondamentaux (taux d'intérêt, qualité) font diverger le ratio prix du logement-loyers, ou encore si les loyers sont sous-évalués à cause de la législation sur leur indexation qui en ralentit la progression. Dans cette optique, nous montrons que la valeur du capital, estimée à sa valeur théorique indexée sur les loyers et non sur les prix, reste tout à fait contenue dans la période récente. Sur le long terme, le ratio capital sur revenu *baisse* et ne présente pas de courbe en U , à rebours donc de l'argumentation de l'ouvrage.

De plus, nous voulons souligner incidemment que l'étude de l'évolution de la répartition du stock de capital immobilier afin d'analyser les inégalités ne fait pas forcément sens puisque la propriété s'est démocratisée depuis le début du siècle et même depuis l'après-guerre. De nos jours, les propriétaires occupants représentent la majorité du parc immobilier en France (56 %) ^{5 6}.

4. Il faut aussi noter que les terres agricoles, dont la diminution dans le capital explique la forte diminution du ratio capital sur revenu, échappent à cette spécificité du capital, car leur revenu est bien réel et doit s'ajouter au capital physique.

5. Les locataires du parc privé représentent 20 % et les locataires du parc social 17 % selon les critères de l'EL 2002 (voir graphique 5)

6. Source : [Trannoy et Wasmer \(2013\)](#).

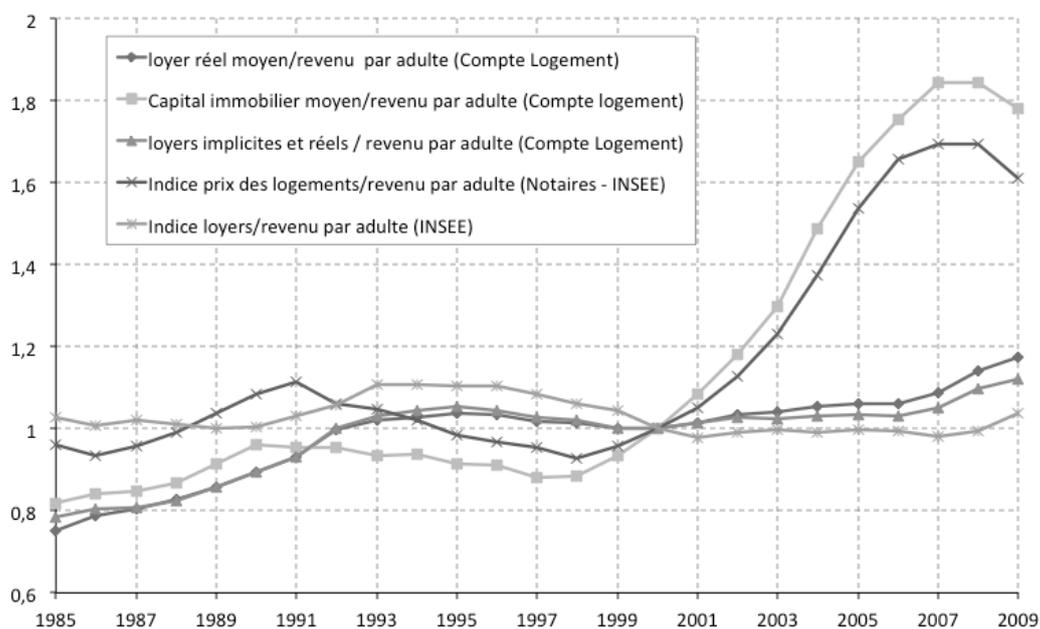
2.2 La valorisation empirique du capital immobilier dans la comptabilité nationale

Après guerre, la mesure du capital immobilier dans *Le capital au XXI^e siècle* repose sur les calculs de la comptabilité nationale. Le calcul est le suivant. Le capital immobilier est composé des bâtiments et des terrains bâtis. Le stock et la valeur des logements a été évalué par l'INSEE en 1988 en valeur réelle. Pour les années suivantes (et précédentes en rétropolation), l'INSEE ajuste sa mesure en prenant compte à la fois de l'évolution du volume et de la valeur à volume inchangé. L'évolution du volume de bâtiments est mesurée à partir de la formation brute de capital fixe immobilier, divisé par l'indice des coûts de construction. L'évolution du volume des terrains est mesurée à partir de l'évolution de la superficie recouverte par les habitations. A volume inchangé, l'évolution de la valeur du capital immobilier est mesurée à partir de l'évolution de l'indice des prix de vente des logements anciens. Ainsi, la valeur totale du stock de capital dépend directement des prix de l'ancien. Qui plus est, les nouvelles constructions sont aussi valorisées au prix de l'ancien. En résumé, la mesure du capital de la comptabilité nationale, sur laquelle se base Thomas Piketty, repose entièrement sur les prix de vente des logements anciens et non sur les loyers.

2.3 Une correction de la mesure du capital logement

Or, ces dernières décennies ont été marquées par une forte hausse du prix des logements rapportés aux revenus disponibles des ménages. Cette hausse des prix est d'autant plus remarquable qu'elle contraste avec la grande stabilité des loyers rapportés aux revenus disponibles durant la même période (cf. figure 2). Nous n'essayons pas ici d'expliquer les causes de cette hausse, mais simplement de comprendre quelles sont leurs implications sur la richesse des ménages propriétaires et locataires.

Afin de mesurer les conséquences d'une mesure de la valeur du capital immobilier à partir des prix, nous avons recalculé cette valeur à partir des loyers. Cette valeur s'obtient en multipliant la valeur du capital calculé dans *Le capital au XXI^e siècle* par le ratio indice des loyers/indice des prix des



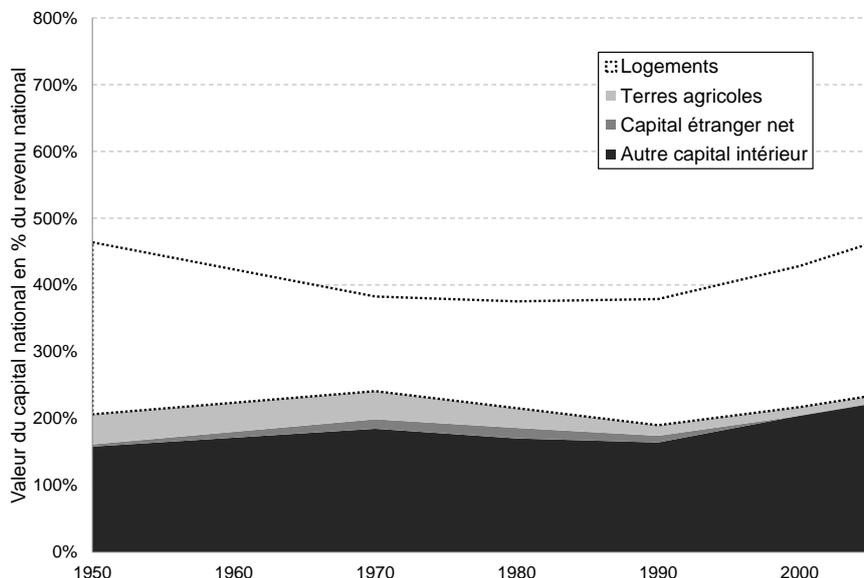
Source : Friggit, <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html>. Consulté le 13 février 2014 et compte du logement 2013. Sur le graphique, nous représentons l'évolution de prix et de loyers moyens ainsi que celles d'indices. Les valeurs moyennes connaissent des augmentations légèrement supérieures puisqu'elles prennent en compte une amélioration de la qualité des biens contrairement aux indices.

FIGURE 2 – Évolution des prix immobiliers et des prix à la location depuis 1984

logements anciens. Nous avons reproduit l'évolution du ratio capital sur revenu sur la figure 3. Nous observons la stabilité de ce ratio depuis les années 1950 et une hausse contenue depuis les années 1990⁷.

Il nous faut cependant être clair : cet article ne remet pas en question les mesures de la comptabilité nationale qui mesure la richesse nominale du capital logement des ménages. Nous indiquons simplement que pour interpréter cette richesse comme un capital conduisant à des rendements et source d'inégalité, cette mesure doit être corrigée comme indiqué ci-dessus.

7. Il faut aussi noter que l'évolution à la hausse sur la toute dernière partie de la période dans l'ouvrage de Thomas Piketty est en partie artificielle : le dernier point des graphiques porte sur l'année 2010 uniquement, comparé aux points précédents qui sont des évolutions d'une décennie sur l'autre. En principe cette observation que nous avons laissée sur le graphique à des fins de comparaison devrait être représentée comme étant plus proche de moitié de la période précédente (2000-2009) que les écarts entre les autres décennies. Ceci atténue l'effet visuel de hausse apparente du ratio capital sur revenu, dont l'ampleur sera limitée par la baisse possible de cette série sur la période postérieure à 2011.



Sources : Comptabilité Nationale, données de Thomas Piketty (Graphique 3.2 - voir <http://piketty.pse.ens.fr/en/capital21c>) modifiées en fonction du calcul des auteurs. Ici, le capital immobilier est valorisé sur la base des loyers. La valeur du capital immobilier est déflatée de l'indice des prix de l'immobilier pour obtenir son évolution en volume, puis multipliée par l'indice des loyers. Les indices ont été pris en base 2000 qui correspond à une année où les indices des loyers et des prix rapportés au revenu sont dans leur "zone de régularité" (Friggit, 2014) : en 2000, le rapport loyer/prix est proche de son niveau moyen, et nous pouvons donc supposer que les prix représentent bien la valeur actualisée des loyers futurs. Un autre choix d'année de référence ferait varier le niveau du ratio capital sur revenu, mais n'affecterait pas sa tendance qui est à la stabilité. Enfin, en principe l'année 2010 ne devrait pas être comparée aux autres années de ce graphique pour les raisons indiquées dans la note de bas de page 7.

FIGURE 3 – Le capital en France avec un capital logement correctement estimé sur la base des loyers

3 Les revenus du logement depuis 1948

Dans *Le capital au XXIe siècle*, l'auteur insiste largement sur la croissance importante du ratio $\beta = \frac{\text{capital}}{\text{revenu}}$ ces trente dernières années en France comme nous pouvions le voir sur la figure 1 en prenant en compte le capital immobilier basé sur les prix. L'auteur énonce dans l'ouvrage ce qu'il appelle la première loi fondamentale du capitalisme : si le rendement du capital est égal à r , et que la part du revenu du capital dans le revenu total est égale à

α , alors :

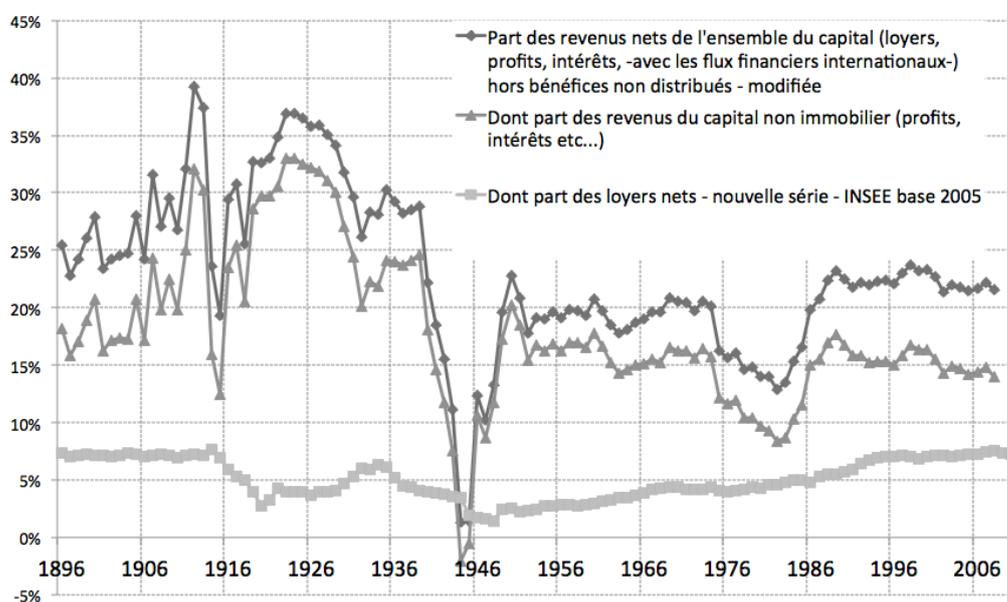
$$\alpha = r \times \beta.$$

L'accroissement de β pourrait laisser penser que la part des revenus du capital α a dû s'accroître d'autant. Ce n'est pourtant absolument pas ce que nous observons sur la figure 4⁸, qui montre au contraire une baisse séculaire de la part des revenus du capital dans le revenu total (courbe supérieure), une baisse séculaire de la part du capital autre qu'immobilier, et une légère hausse de la part des loyers nets dans le revenu national depuis 1948, mais qui ne fait que revenir à la situation du début du XXe siècle et qui compense la baisse de la part du capital intérieur non immobilier⁹. Depuis 1990, les revenus de l'immobilier apparaissent relativement stables relativement au revenu national, en dépit de la forte hausse des prix immobiliers sur la période. La valeur du capital immobilier (β) estimé aux prix d'acquisition et de cession n'est donc pas nécessairement corrélée à la part des revenus qu'il génère dans le revenu national (α).

Comment expliquer ce paradoxe apparent ? Comme cela a déjà été explicité, la hausse du ratio β n'est qu'une conséquence de la hausse du capital logement. Si β peut avoir augmenté en raison de la hausse des prix de cession et d'acquisition des logements, r doit en revanche mécaniquement diminuer à loyers constants, de sorte que son rendement total, qui est le produit des deux, a une évolution a priori ambiguë. En effet, la part du revenu du capital

8. Le revenu implicite des propriétaires (56 % de la population) se base sur les dépenses des locataires du parc privé (20 %) sans prendre en compte les locataires du parc social (17 %) dont le loyer est nettement inférieur à celui du marché. Il pourrait donc être surévalué.

9. Par ailleurs, la série initiale de rendement du capital présentée dans *Le capital au XXIe siècle* est basée sur les loyers de l'Enquête Logement de 2002 conduisant à surestimer le niveau des loyers pour la période la plus récente. La réévaluation réalisée grâce à l'Enquête de 2006 conduit à atténuer fortement la progression des loyers sur la dernière partie de la période. La figure 4 présente donc les données corrigées en fonction de cette révision de la comptabilité nationale. Nous remercions Jacques Friggit de nous avoir signalé ce point.



Sources : INSEE et Piketty (Graphique 6.7 - voir <http://piketty.pse.ens.fr/en/capital21c>).

Note de lecture : la série supérieure est composée de l'addition des loyers implicites et réels (série inférieure) et des revenus du capital intérieur (série intermédiaire). À partir des années 1990, on note une diminution des revenus du capital intérieur compensée par une augmentation des revenus immobiliers.

FIGURE 4 – Décomposition de la part des revenus du capital dans le revenu national

dans le revenu total va dépendre de l'évolution des rendements des différents actifs. Nous pouvons écrire :

$$\begin{aligned}\alpha_{total} &= \alpha_{mobilier} + \alpha_{immobilier} \\ &= r_{capital\ mobilier} \times \frac{capital\ mobilier}{revenu} \\ &\quad + r_{capital\ immobilier} \times \frac{capital\ immobilier}{revenu}\end{aligned}$$

Plus précisément, nous définissons la valeur du capital immobilier comme le produit d'un facteur prix - à qualité et volume inchangés - et d'un facteur qualité et volume représenté par une fonction F non détaillée ici :

$$\frac{capital\ immobilier}{revenu} = \frac{Prix\ logements \times F(quantité; qualité)}{revenu}$$

et

$$r_{capital\ immobilier} = \frac{loyers}{Prix\ logements}$$

Nous pouvons alors écrire l'équation :

$$\frac{loyers}{Prix\ logements} \times \frac{r_{capital\ immobilier} \times \frac{capital\ immobilier}{revenu}}{\frac{Prix\ logements \times F(quantité; qualité)}{revenu}} = \quad (1)$$

Au vu de l'équation (1), il est évident que l'augmentation du prix des logements n'a aucun impact sur la part des revenus du capital immobilier dans les revenus totaux. Cette dernière ne dépend que des loyers, de la quan-

tité et de la qualité des logements. Si le ratio capital immobilier sur revenu suit l'évolution des prix des logements, la part du revenu du capital sur le revenu total suit l'évolution des loyers. Comme les prix ont augmenté, mais pas les loyers, il n'est pas surprenant que β (s'il restait évalué au prix de l'immobilier comme dans l'ouvrage) ait augmenté pendant que α (les loyers) est resté stable.

Il reste un élément de compréhension à détailler. La hausse des prix de l'immobilier entraîne des plus-values que nous n'avons pas considérées dans l'analyse qui précède. C'est un choix délibéré, car la plus-value des vendeurs ne sert généralement pas à consommer, mais à se reloger. Pour les ménages dont la taille du logement ultérieur augmente, la hausse des prix conduit même, malgré la plus-value, à une diminution du bien-être. C'est ce que l'analyse qui suit va s'efforcer de détailler, en examinant les différents effets distributifs liés à la hausse des prix et à la répartition des plus-values dans la population.

4 La contribution de l'immobilier et de son prix aux inégalités

La hausse des prix de l'immobilier a des conséquences en termes de répartition de la richesse dans la population. Dans ce qui suit, nous nous attachons à détailler ces conséquences, réelles, tout en soulignant qu'elles n'impliquent en rien une accumulation explosive du patrimoine aux mains des plus fortunés.

4.1 Quatre cas-types : les locataires, les propriétaires accédants, les propriétaires occupants et les propriétaires-bailleurs

Considérons quatre cas-types :

- un locataire, qui paie un loyer L pour se loger ;

- un propriétaire occupant (ou non-accédant) qui est propriétaire de sa résidence principale et dont l'éventuel emprunt a été remboursé¹⁰ ;
- un propriétaire accédant, qui paie un remboursement d'emprunt sur la période noté I ;
- un propriétaire-bailleur détenteur de deux biens immobiliers, l'un qu'il occupe et l'autre qu'il loue à un locataire et en reçoit L .

Afin d'examiner l'impact de ces conditions initiales sur le plan du statut d'occupation, nous faisons l'hypothèse que les autres dimensions pertinentes de ces quatre individus sont identiques. Ainsi, au début de la période, les agents disposent du même capital K mobilier, dont le rendement total est rK où r est le rendement du capital. Ils reçoivent également un salaire w identique et payent des impôts et taxes notés T . Les locataires payent en plus un loyer L . La valeur des biens immobiliers est H_0 en début de période, et $H_1 = H_0(1 + g_H)$ en fin de période où g_H est le taux de croissance du prix de cession et d'acquisition des logements. Les propriétaires paient par ailleurs des frais d'entretien et une taxe foncière que par simplicité nous considérons comme proportionnels à la valeur initiale H_0 avec un taux de proportionnalité a . Pour simplifier également, on fait l'hypothèse que le taux d'intérêt d'emprunt est égal à celui de placement du capital K , ce qui fait que les accédants ne souhaitent pas liquider leur capital pour investir. Cette hypothèse est sans conséquence, mais permet de conserver la symétrie de l'écriture du capital accumulé ci-dessous. Quelle sera la situation finale de ces individus à la fin de la période? Ils vont consommer une quantité C éventuellement spécifique à chaque groupe et donc épargner l'écart entre leurs dépenses et leurs revenus. À la fin de la période, le locataire aura un capital mobilier y_{loc} de :

$$y_{loc} = (w - T - C - L) + K(1 + r) \quad (2)$$

et pas de capital immobilier.

Le propriétaire non accédant aura un capital mobilier $y_{prop-non-ac}$ de :

10. Cette catégorie de propriétaires non-accédants inclut également les ménages ayant vendu leur bien, et qui utilisent la plus-value pour acquérir sans emprunt une autre résidence.

$$y_{prop-non-ac} = (w - T - C - aH_0) + K(1 + r) \quad (3)$$

et un capital immobilier de H_1 .

Le propriétaire accédant aura un capital mobilier $y_{prop-ac}$ de :

$$y_{prop-ac} = (w - T - C - I - aH_0) + K(1 + r) \quad (4)$$

et un capital immobilier de H_1 .

Le propriétaire bailleur aura un capital mobilier $y_{prop-baill}$ de :

$$y_{prop-baill} = (w - T - C + L - aH_0) + K(1 + r) \quad (5)$$

et un capital immobilier de $2H_1$ (si on fait l'hypothèse qu'il détient deux unités de logement).

On observe que la différence de capital mobilier entre ces catégories ne dépend pas du prix de l'immobilier ou de son appréciation, mais uniquement des loyers, qui ont un impact négatif pour les locataires, neutre pour les propriétaires non-accédants ou accédants et positif pour les propriétaires-bailleurs. *C'est le premier enseignement : à consommation identique, être propriétaire plutôt que locataire ne rapporte en revenu que l'économie d'un loyer, et les prix de l'immobilier n'importent pas pour les propriétaires.*

Autrement dit, ce n'est pas parce que notre maison valait auparavant 100 000 euros quand nous l'avons achetée, et qu'elle vaut désormais 500 000 euros que nous allons pouvoir consommer ou épargner davantage. Tant que nous vivons dans notre maison, notre revenu disponible pour consommer n'évolue pas.

Si maintenant il existe une seconde période où les propriétaires pourraient revendre leur bien immobilier afin de réaliser une plus-value et d'augmenter leur consommation, la hausse des prix aura un impact sur le bien-être des ménages. Détaillons ces effets sur les agents selon leurs statuts d'occupation pendant la hausse. Nous arrivons à la typologie suivante :

- Dans le cas des propriétaires non-accédants ou accédants qui rachètent un autre bien immobilier, trois cas de figure sont possibles.

- Le premier cas est qu'ils rachètent un bien de qualité (ou de valeur) inférieure. Ils réalisent alors une plus-value et leur consommation de biens augmente, cependant leur consommation de bien immobilier a elle diminué.
- Le deuxième cas est qu'ils rachètent un bien de qualité (ou de valeur) supérieure. Ils ne réalisent pas de plus-value, puisque le gain obtenu grâce à la vente de l'ancien logement est englouti par le rachat du nouveau. Ils doivent même baisser leur consommation de biens afin de payer pour un logement de qualité supérieure.
- Le troisième cas est qu'ils rachètent un bien de qualité identique. La plus-value de la vente est engloutie entièrement par le rachat et la consommation de bien reste constante. La hausse des prix de l'immobilier n'entraîne donc pas d'augmentation de consommation totale pour ces propriétaires.
- Dans le cas des propriétaires-bailleurs, ceux-ci bénéficient de la hausse du prix de l'immobilier en termes de consommation, mais uniquement s'ils vendent l'un de leurs deux biens ;
- Dans le cas des propriétaires non-accédants ou accédants qui passent du statut de propriétaire à celui de locataire, la hausse des prix de l'immobilier entraîne bien une augmentation de leur revenu puisqu'une plus-value est réalisée. Ce type de plus value correspond cependant à des montants faibles par rapport au revenu total comme nous le montrons dans la sous-section suivante. Effectivement, il s'agit d'une trajectoire résidentielle relativement rare comme nous le montrons dans la section 5 ;
- Les locataires qui voudraient devenir propriétaires accédants doivent payer des intérêts d'emprunt plus élevés à chaque période. Cela induit donc en principe une diminution de leur consommation à chaque période et donc un accroissement des inégalités vis-à-vis des propriétaires. Il faut cependant à nouveau nuancer, car cette hausse du coût des intérêts d'emprunts est limitée si les taux d'intérêt baissent ou, dans une moindre mesure, si les durées de prêts s'allongent, car cela permet aux ménages de réallouer de la consommation vers les pre-

mières années de leur emprunt et donc d'augmenter globalement leur bien-être en dépit de la hausse des coûts totaux d'emprunt. Or, ces deux tendances sont observées sur la période récente en France : les taux d'emprunt bas et la possibilité de rembourser sur une longue période de temps diminuent le coût de l'achat, toutes choses égales par ailleurs, et minimise l'impact de la hausse des prix. La hausse des prix n'impliquent une difficulté d'accès à la propriété que pour la part de la hausse des prix de l'immobilier qui n'est ni "causée" par la baisse des taux d'intérêt ni par une partie de la hausse de l'allongement des durées d'emprunt. Ces deux phénomènes contribuent d'ailleurs significativement à la hausse des prix, comme discuté dans [Friggit \(2011\)](#).

4.2 Le rôle des plus-values immobilières

L'impact de la hausse des prix de l'immobilier semble donc très limité. Seuls les propriétaires-bailleurs qui vendraient leur bien peuvent augmenter leur consommation. Les autres propriétaires s'ils vendent doivent se reloger et donc racheter un bien. *Cela revient à la proposition que le prix de l'immobilier "réel", c'est-à-dire le prix de valorisation déflaté par la valeur de rachat d'un bien équivalent, est de 1.* Par contre, ce prix réel n'est pas unitaire pour ceux qui acceptent de devenir locataires, et qui peuvent donc augmenter leur consommation. Enfin, les locataires désirant devenir accédants sont pénalisés, mais pour une partie seulement de la hausse des prix de l'immobilier.

Cet argument permet de comprendre pourquoi la prise en compte des plus-values immobilières dans le calcul des rendements de l'immobilier n'affecte pas nos conclusions générales. Il faut en effet distinguer deux types de plus-value. D'une part, les plus-values immobilières ré-investies par un ménage dans l'immobilier et notamment dans leur résidence principale. Pour les ménages dans cette situation, il n'y a pas lieu de valoriser la plus-value immobilière dans le rendement locatif : ils font effectivement face à un prix en augmentation pour racheter une nouvelle résidence et donc la hausse des prix de l'immobilier a un impact neutre pour ceux qui rachète un bien équi-

valent, et négatif en termes de bien-être pour ceux dont le parcours résidentiel est ascendant (taille de logement supérieur). En revanche, ceux dont le parcours résidentiel est descendant (diminution de surface ou vente pour louer) font une plus-value qui devrait être comptabilisée comme augmentation de richesse.

Il est par ailleurs intéressant de constater que la fiscalité française exempte les foyers fiscaux de l'imposition de la plus-value pour la résidence principale, ou de la plus value d'une résidence secondaire lorsque celle-ci permet d'acheter sa résidence principale, prenant précisément en compte cet argument de prix réel unitaire de l'immobilier lorsque celui-ci est affecté à la résidence principale.

En toute logique, il faudrait considérer que les ventes de résidences secondaires sans achat de résidence principale, ou la revente d'investissements immobiliers, seraient à comptabiliser dans les rendements locatifs. Les rendements, qui sont aussi le facteur correctif appliqué à la mesure du capital immobilier dans la figure 3 seraient alors la somme des loyers rapportés aux prix (rendement avant plus-value) *ET* le rendement en plus-value multiplié par la part de ces plus-values qui n'est pas destinée à refinancer une résidence principale. Ces informations ne sont pas disponibles telles quelles. Le tableau suivant permet de voir que la correction serait de faible ampleur. En effet, la vaste majorité de la valeur des transactions immobilières est constituée des résidences principales : celles-ci représentent 83.7% du montant des transactions des personnes physiques, soit 183 milliards d'euros, pour un total de 218 milliards d'euros¹¹ (voir le tableau en Annexe pour les transactions étendues aux personnes morales). La prise en compte des plus-values éventuelles des autres acquéreurs n'entraînerait donc qu'une modification marginale de notre méthode de correction. Du reste, le montant des plus-values de cession d'immeubles ou de bien meubles (hors produits financiers) déclarées au travers de la déclaration complémentaire des revenus des personnes physiques est de 744 millions d'euros pour les revenus de 2012, à comparer donc avec

11. Il s'agit ici du statut de résidence des acquéreurs et non pour les vendeurs, ce dernier chiffre n'étant pas disponible.

Résidences principales				
	Propriétaires occupants	Bailleurs, personnes physiques	Résidences secondaires	Total
Neuf	45 451 (75,6 %)	10 953 (18,2 %)	3 718 (6,2 %)	60 122 (100 %)
Ancien	137 277 (86,8 %)	12 002 (7,6 %)	8 810 (5,6 %)	158 089 (100 %)
Total	182 727 (83,7 %)	22 955 (10,5 %)	12 529 (5,7 %)	218 211 (100 %)

Source : CGDD-SOeS, *Compte du logement 2012*. En millions d'euros. Entre parenthèses le pourcentage en ligne.

Note : nous avons exclu des résidences principales, les acquisitions par les bailleurs sociaux (HLM et autres) et les personnes morales.

TABLE 1 – Répartition des acquisitions de logements en 2012

les 218 milliards de transactions immobilières.¹²

4.3 Les effets de dynasties

Néanmoins la hausse des prix de l'immobilier n'est pas neutre, et elle provoque notamment des effets de cycle de vie quand il y a un transfert de richesse des ménages accédant à la propriété vers les ménages héritant d'ascendants propriétaires¹³. Cependant, la hausse des prix de l'immobilier est neutre en termes d'inégalités si on compare des dynasties qui se transmettent des biens immobiliers qu'elles occupent ou revendent pour en occuper d'autres. Effectivement, si un jeune hérite d'une somme importante provenant de la revente d'un bien immobilier familial, et qu'il rachète un autre bien grâce à cette somme, il est dans la même situation que si les prix n'avaient pas augmenté. À nouveau, *le prix réel de l'immobilier est de 1* si nous raisonnons en terme de dynastie. C'est uniquement dans le cas où la dynastie se transmet un capital immobilier qui est revendu pour acquérir un capital physique autre que l'immobilier que la hausse des prix de l'immobilier relativement au capital physique permet une augmentation des revenus de la génération suivante. La hausse des prix de l'immobilier n'a cependant un impact qu'une

12. http://www2.impots.gouv.fr/documentation/statistiques/2042_nat/2013/2042C_Montant_ano.pdf

13. Loyers et prix des logements : CGEDD (d'après Notaires-Insee, Friggit 2007; http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/rubrique.php3?id_rubrique=1).

seule fois, au moment de la revente, et pas de façon cumulative.

Une façon de formaliser ce raisonnement est d'introduire une modélisation sommaire de la transmission de patrimoine immobilier. Appelons $f(W)$ la densité de richesse d'une cohorte léguant cette richesse à ses descendants. La richesse est la somme d'un actif financier W_0 (par exemple les dépôts sur un compte courant, des obligations, un patrimoine mobilier) et un stock de capital immobilier (résidence principale, secondaire) H de prix de revente P_H exprimé en terme de l'actif financier qui joue donc le rôle de numéraire. Cet actif immobilier procure une utilité $v(H)$.

Nous appelons richesse nominale la valeur totale du patrimoine $W = W_0 + p_H H$ et richesse réelle l'utilité de cette richesse $W_R = W_0 + v(H)$. Nous faisons l'hypothèse de semi-linéarité de l'utilité avec une partie linéaire pour le numéraire.

Nous voulons étudier l'impact d'un changement du prix P_H sur la richesse des descendants. Soit n le nombre de descendants : si chaque héritier vit en couple avec une personne recevant un héritage identique, une population stable correspond un modèle où $n = 1$ et si la population s'accroît, il faut interpréter les résultats ci-dessous avec $n > 1$. Appelons τ la taxe sur les successions.

Les successions sont évaluées au moment de la vente à un niveau $W = W_0 + p_H H$ et chaque héritier reçoit donc :

$$B(W) = \frac{(W_0 + p_H H)(1 - \tau)}{n}$$

Les descendants doivent se loger et donc décider du niveau d'utilité de leur capital immobilier. Imaginons pour simplifier que tous les descendants désirent vivre dans un logement de qualité identique à celle de leurs ascendants au décès de ceux-ci, afin d'évaluer l'effet de p_H sur les inégalités entre générations considérées à un âge donné identique. Avant de calculer l'utilité de la valeur héritée (ce que nous avons appelé richesse réelle), nous avons besoin de soustraire la valeur d'acquisition $p_H H$ de leur nouveau logement. Ceci est vrai que l'héritier habite dans le logement de ses ascendants (auquel

cas il ne touche pas la valeur monétaire de ce bien) ou qu'il habite dans un logement équivalent financé grâce à cet héritage.

En somme, le niveau de richesse réelle de l'héritier héritant de W_0 et de H sera :

$$W_R(W_0, H) = \frac{(W_0 + p_H H)(1 - \tau)}{n} - p_H H + v(H)$$

La question que nous posons est : quel est l'effet d'une hausse des prix de l'immobilier sur la richesse réelle de l'héritier. Nous pouvons distinguer les cas suivants :

- Si $n = 1$ et $\tau = 0$, p_H ne contribue pas à la richesse réelle, qui devient dans ce cas $W_R(W_0, H) = W_0 + v(H)$.
- Si $n = 1$ et $\tau > 0$, la taxation de la valeur nominale du bien immobilier au moment de la succession fait que la hausse des prix de l'immobilier érode la patrimoine réel : $W_R(W, H) = (1 - \tau)W_0 - \tau p_H H + v(H)$: pour vivre dans un logement de même utilité réelle, les ménages subissent une taxation plus forte quand les prix augmentent, et ce d'autant que leur patrimoine immobilier est plus important.
- Si $n > 1$, toute augmentation du prix p_H réduit la richesse réelle même sans taxation de l'héritage car le partage de l'héritage conduit à un montant inférieur à la valeur de rachat pour se loger dans des conditions identiques.

Il est donc paradoxal de constater que dans les situations précédentes, une hausse des prix de l'immobilier réduit les disparités de patrimoine réel entre descendants des dynasties par rapport à un contrefactuel où les prix seraient restés constants. En revanche, si la situation de référence est celle d'un ménage ne disposant pas de patrimoine hérité, celui-ci est désavantagé par rapport aux héritiers pour acquérir un logement. Mais s'il souhaite louer, et que les loyers sont stables malgré la hausse des prix p_H sa situation reste inchangée en niveau absolu de bien-être et s'améliore relativement aux personnes faisant l'acquisition d'un bien immobilier ou payant des droits de succession pour se loger dans des conditions identiques. Ce raisonnement montre à quel point l'immobilier est un bien particulier : l'inflation immobilière augmente

les inégalités patrimoniales nominales, mais dans le cas général ($n > 1$ ou $\tau > 0$) elle réduit les inégalités patrimoniales réelles en rendant plus difficile le rachat de biens immobilier équivalent pour les héritiers.

Ce résultat doit être généralisé au cas où la consommation de logement pourrait s'adapter : dans le cas où la réduction de consommation de capital logement H serait plus facile pour les propriétaires riches que pour les ménages propriétaires moins riche - par exemple parce qu'il existe une taille minimale de H ou pour des raisons d'utilité marginale décroissante de la consommation de logement, alors la hausse des prix de l'immobilier augmenterait les inégalités de bien-être entre les différents propriétaires.

4.4 L'argument du logement comme réserve de valeur

L'augmentation des prix crée enfin pour les propriétaires une valeur de réserve. En général, comme nous le verrons empiriquement dans la section suivante, ils ne la mobiliseront pas pour consommer, car ils ne revendront pas leurs biens (ou ils en rachèteront un autre) (voir supra). Cependant, cette épargne sera utile pour eux ou leurs enfants si les sources de revenus se tarissent. La hausse des prix de l'immobilier crée une assurance contre les risques de la vie : en cas de problème financier, il sera toujours possible de revendre le logement pour devenir locataire. Ce mécanisme est cependant très différent d'une accumulation explosive des richesses : c'est certes une réserve de valeur ou une épargne de précaution et donc la hausse des prix évite le cas échéant aux propriétaires de basculer dans la pauvreté en cas de problèmes financiers ou de santé, mais cette hausse n'augmente pas leurs revenus

4.5 Conclusion

En résumé de cette section, l'augmentation des prix de l'immobilier permet la réalisation de plus-values, mais celle-ci ne permettent pas une augmentation de bien-être dans le cas du rachat d'une nouvelle résidence principale. Du point de vue de la transmission du patrimoine entre générations, et en présence de taxation sur l'héritage, l'augmentation des prix de l'immobilier

réduit également le bien-être des héritiers. En revanche, pour les personnes ne bénéficiant pas d'héritage, l'augmentation des prix rend plus difficile l'accès à la propriété. Les effets de la hausse des prix doivent cependant être nuancés en France par la baisse du coût de l'emprunt immobilier (taux plus faible et durée d'emprunt plus longue). Les grands bénéficiaires de la hausse des prix sont à la fois la minorité de propriétaires choisissant de revendre pour louer ou pour acheter des biens plus petits, et l'Etat qui bénéficie d'une manne financière plus importante grâce à la taxation des héritages.

Contrairement à ce qui est suggéré dans *Le capital au XXIe siècle*, cette augmentation des prix ne provoque en revanche pas de dynamique d'accumulation bénéficiant aux ménages ayant un fort capital immobilier, sauf pour la petite partie des propriétaires-bailleurs en début de cycle haussier et qui ferait le choix de revendre en haut de cycle.

5 Le patrimoine immobilier des Français

5.1 Avec la hausse de l'accession à la propriété, le capital immobilier est mieux réparti

Quelle que soit la valeur du ratio capital sur revenu, il est délicat de mesurer l'évolution des inégalités à partir du ratio capital sur revenu depuis 200 ans sans prendre en compte l'évolution de la répartition du capital dans la population. La distribution du capital au sein de la population a un impact direct sur la répartition des revenus du capital. Dès lors, même lorsque la valeur du capital est calculée sur la base des loyers et non sur celle des prix de l'immobilier, il est délicat de conclure sur l'évolution des inégalités.

Or, la répartition du capital immobilier a fortement varié dans le temps, et dans le sens d'une meilleure répartition dans la population. Dans *Le Capital*, Marx et Engels décrivent la situation du marché du logement en Angleterre : *"Le recensement de 1861 accuse pour l'Angleterre et le Pays de Galles, sur une population totale de 20 066 221 habitants, 36 032 propriétaires de maisons ; il est évident que si l'on mettait d'un côté les grands propriétaires et de l'autre les petits, les rapports du nombre de propriétaires au nombre de mai-*

sons et à la population seraient tout différents de ce que ces chiffres indiquent au premier abord." (*Le Capital- Livre III- Chapitre XXXVII*).

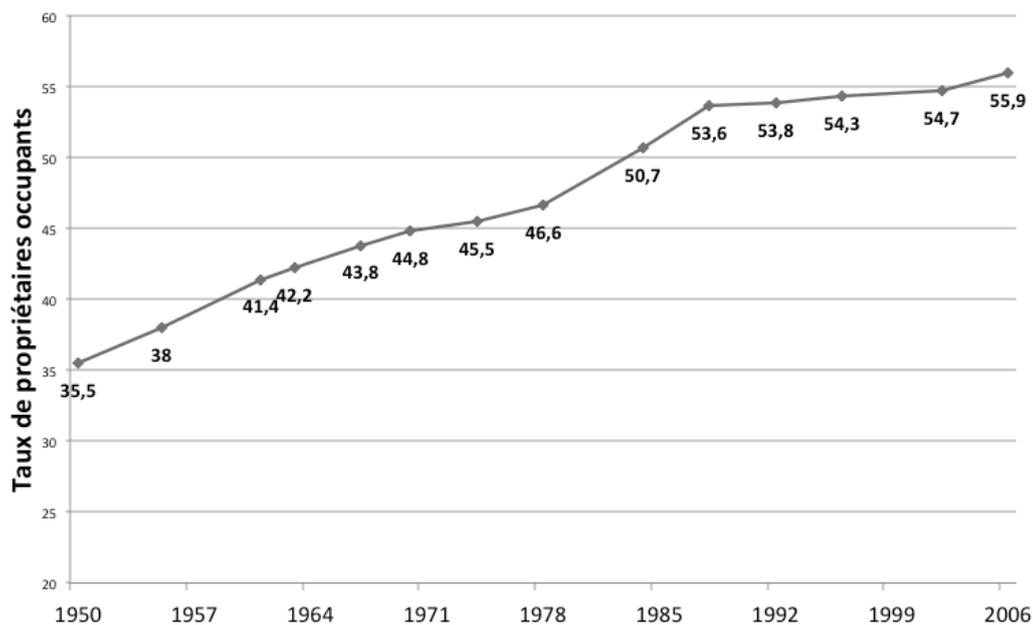
Cette situation où une faible fraction des ménages dispose de l'ensemble du capital immobilier contraste nettement avec nos économies actuelles où le taux de propriétaire oscille entre 40 % et 70 % selon les pays. Ainsi, la diffusion de la propriété immobilière au cours du XXe siècle apparaît comme un frein au mécanisme selon lequel une augmentation du patrimoine immobilier amènerait à l'apparition d'une nouvelle classe de rentiers. En effet depuis les années 1980, le statut d'occupation des ménages a évolué vers une hausse de la part des propriétaires comme l'indique la figure 5. Aujourd'hui, il y a - avec la définition de 2002 de l'enquête nationale du logement - 56 % de ménages propriétaires pour 20 % de locataires du parc privé et 17 % de locataires du parc social. Il est intéressant de noter qu'une augmentation des loyers du parc privé n'affecterait la situation que des locataires du parc privés et des propriétaires bailleurs par rapport au reste des ménages. Ce qui représente environ 20 % du capital immobilier. Les changements dans la distribution des revenus seraient bien plus faibles que dans un monde de locataires où le logement social ne représenterait pas un cinquième des logements. Les revenus du capital immobilier sont donc moins générateurs d'inégalités qu'au début du siècle, car mieux répartis dans la population et l'augmentation de la part des propriétaires occupant depuis un siècle a permis de répartir plus équitablement le capital.

Répartition des propriétaires par décile de revenu					
Année	1er décile	Décile 2 à 5	Décile 6 à 9	Dernier décile	total
1984	7	36	45	11	100
2006	4	33	51	12	100

Sources : *Enquêtes Logement de l'INSEE de 1984 et 2006.*

Note de lecture : Les 10 % les plus pauvres représentaient 7 % des propriétaires en 1984 et 4 % des propriétaires en 2006.

TABLE 2 – Répartition des propriétaires par décile de revenu



Sources : Les données de 1955 (38 %) à 2006 (55,9 %) proviennent des calculs de Jacques Friggit à partir des Enquêtes Logement de l'INSEE. Elles ont été harmonisées selon les critères de l'Enquête Logement de 2002 (Friggit, 2010). Le point de 1950 provient de l'article de Cahen (1967).

FIGURE 5 – Évolution du taux de propriétaires occupants de 1950 à 2006

5.2 Le parcours résidentiel dans le cycle de vie

Comme nous l'avons mentionné dans les sections précédentes, l'accumulation du capital immobilier ne procure pas de flux de revenu supplémentaire tant que le bien n'est pas revendu. S'il peut paraître rationnel de revendre son logement en fin de vie, peu de ménages propriétaires semblent le faire.

Différentes études empiriques permettent de constater que les personnes âgées tendent à rester majoritairement propriétaires tant en France qu'aux États-Unis. Par exemple, l'étude de [Bonvalet et Robette \(2007\)](#) basée sur l'enquête "Biographie et entourage" de l'INED montrent que seule une minorité de ménages franciliens nés entre 1930 et 1950 revendent leur logement pour devenir locataire. Ces constats semblent être globalement validés pour l'ensemble de la France par l'étude de [Christel \(2006\)](#). Enfin, selon l'Enquête Emploi 2006 (dernière ligne de la table 3), seule une fraction très limitée des propriétaires quittent le statut de propriétaires et la baisse du taux de propriétaires est marginale après 75 ans. Ce constat semble vérifié pour la plupart

Pays	55-64 ans	65-74 ans	75-84 ans
Allemagne (2007)	55.97	50.91	47.55
Etats-Unis (2007)	80.69	82.12	79.72
Canada (2004)	78.03	76.65	67.94
Espagne	90.01	89.12	86.26
Australie(2003)	81.42	81.82	82.31
Luxembourg(2004)	77,20	84,21	81,6
France (2006)	70.32	73.50	71.07

Sources : [Andrews et Sánchez \(2011\)](#) et enquête logement 2006 pour la France.

TABLE 3 – Part de propriétaires par tranche d'âge (%)

des pays. Selon [Christel](#), il faut également signaler que ce sont davantage des événements familiaux et non des motivations économiques qui poussent les ménages âgés à déménager (séparation, veuvage). Enfin, ces chiffres en coupe doivent être considérés avec précaution compte tenu des effets de génération. En effet, les estimations de [Chiuri et Jappelli \(2010, p. 652\)](#) suggèrent que l'oubli des effets de générations pourrait amener à sous-estimer le taux de propriétaires parmi les personnes âgées.

Ces constats émanant d'études réalisées au cours de la dernière décennie en France sont très similaires à ceux des études réalisées aux États-Unis ¹⁴. Plusieurs hypothèses peuvent expliquer ce phénomène. L'accès à la propriété est considéré comme le couronnement du parcours résidentiel et un retour à la location comme un déclassement. Par ailleurs, les personnes âgées peuvent être attachées à leur logement (bien non fongible) et leur environnement direct. Ils peuvent également considérer leur logement comme une épargne de précaution ou un patrimoine à transmettre à leurs enfants (voir encadrés en annexe).

14. En effet, l'article de [Venti et Wise \(1990\)](#) a mis en avant le fait que les propriétaires âgés ne revendaient pas leurs maisons pour profiter des plus-values immobilières réalisées pendant les années 70. Si quelques dissensions existent entre les études, les ménages américains retraités ne semblent pas consommer leur richesse immobilière. Par exemple, [Skinner \(1996\)](#) met en avant le fait que les ménages retraités déménageant sont aussi susceptibles d'augmenter leur capital immobilier (en choisissant une maison plus chère) que de le réduire (en louant ou choisissant une maison plus petite).

6 Conclusion

Pour résumer d'un trait l'essentiel de cette note, la question essentielle du rôle du capital dans la dynamique des inégalités est celle de son rendement réel ou imputé, pas celle de sa valeur courante qui peut fluctuer à court terme à la hausse ou à la baisse sans conséquences directes sur cette dynamique.

Nous concluons donc en réinterprétant sous un angle nettement moins pessimiste les tendances séculaires et les tendances de l'après-guerre. En France, le stock de capital a diminué par rapport au revenu depuis le début du siècle. Les inégalités de revenus ont elles aussi diminué depuis le début du siècle, et sont restées stables depuis les années 1950¹⁵. Le ratio du capital au revenu n'a augmenté qu'en raison du choix comptable de valoriser le capital aux prix d'acquisition et de cession des logements et non aux loyers. La présentation de ce ratio privilégie la thèse de l'explosion du capital, mais il convient de nuancer les conclusions tirées d'une lecture trop rapide de l'ouvrage de Thomas Piketty. Cette relative stabilité du capital est cohérente avec le fait peu discuté, mais pourtant essentiel que la part des revenus du capital dans le revenu national est également restée relativement stable en France depuis 1970.¹⁶ Si l'ouvrage reste factuellement précis, il oriente cependant le lecteur vers un constat, erroné d'une alarmante tendance à l'augmentation des inégalités de capital. Cette note démontre que cette tendance n'est pas confirmée par les chiffres. Ceci n'enlève rien à l'intérêt considérable de la collecte de données et de leur mise en perspective historique.

Références

- Dan ANDREWS et Aida Caldera SÁNCHEZ : The evolution of homeownership rates in selected oecd countries : Demographic and public policy influences. *OECD Journal : Economic Studies*, 2011/1:207–243, 2011.
- Patrick BAJARI, Lanier C. BENKARD et John KRAINER : House prices and consumer welfare. *Journal of Urban Economics*, 58(3):474–487, 2005.

15. <http://topincomes.parisschoolofeconomics.eu/#Graphic> :

16. <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/pdf/supp/TS6.3.pdf>

- Andrew BARNARD : The economic position of households, q1 2012. Rapport technique, Office for National Statistics, 2012.
- Jean-François. BARON : Note méthodologique- les comptes de patrimoine et de variation du patrimoine - base 2000. Rapport technique, INSEE, 2008.
- Catherine BONVALET et Nicolas ROBETTE : Histoire résidentielle des franciliens nés entre 1930 et 1950. *Catherine BONVALET, Ferial DROSSO, Francine BENGUIGUI et Phuong MAI HUYNH, Vieillesse de la population et logement. Les stratégies résidentielles et patrimoniales, Paris, La Documentation française, page 284, 2007.*
- Raphael BOSTIC, Stuart GABRIEL et Gary PAINTER : Housing wealth, financial wealth, and consumption : New evidence from micro data. *Regional Science and Urban Economics*, 39(1):79–89, 2009.
- Robert BOYER : Le capital au xxie siècle. *Revue de la régulation*, 14(2), 2013. URL <http://regulation.revues.org/10352>.
- Willem Hendrik BUTER : Housing wealth isn't wealth. *Economics-The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 4(22):1–29, 2010.
- M. CAGETTI, E. B. HOLMQUIST, L. LYNN, S. H. MCINTOSH et D. WASSHAUSEN : *The Integrated Macroeconomic Accounts of the United States*, chapitre 10. University of Chicago Press., 2014.
- Lucienne CAHEN : Evolution des conditions de logement en France depuis cent ans. *Etudes et conjoncture-Institut national de la statistique et des études économiques*, 12(10-11):985–1376, 1957.
- Karl E. CASE, John M. QUIGLEY et Robert J. SHILLER : Wealth effects revisited 1978-2009. Rapport technique, National Bureau of Economic Research, 2011.
- Karl E. CASE, Robert J. SHILLER et John M. QUIGLEY : Comparing wealth effects : The stock market versus the housing market. Rapport technique w8606, 2001.
- Maria Concetta CHIURI et Tullio JAPPELLI : Do the elderly reduce housing equity ? an international comparison. *Journal of Population Economics*, 23(2):643–663, 2010.
- Virginie CHRISTEL : Trajectoires résidentielles des personnes âgées. *Données*

- sociales*, pages 525–529, 2006.
- Christine COUET : La mobilité résidentielle des adultes : existe-t-il des «parcours type» ? *France, portrait social*, pages 159–179, 2006.
- Morris A. DAVIS et Jonathan HEATHCOTE : The price and quantity of residential land in the united states. *Journal of Monetary Economics*, 54(8):2595–2620, 2007.
- Zhu Xiao DI : *Growing Wealth, Inequality, and Housing in the United States*. Joint Center For Housing Studies, 2007.
- Pierre DURIF : Propriétaires et locataires en 1967. *Économie et statistique*, 3(1):41–56, 1969.
- Jacques FRIGGIT : Les ménages et leurs logements depuis 1955 et 1970, quelques résultats sur longue période extraits des enquêtes logement, 2010. URL http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/menage-logement-friggitt_cle03e36d.pdf.
- Jacques FRIGGIT : Quelles perspectives pour le prix des logements après son envolée ? *Regards croisés sur l'économie*, (1):14–32, 2011.
- Jacques FRIGGIT : Loyers et revenus depuis les années 1970, 2013. URL <http://www.cgedd.fr/loyer-revenu-2013.pdf>.
- Jacques FRIGGIT : Prix de l'immobilier d'habitation sur le long terme, 2014.
- Paul GOMME et Peter C. RUPERT : Measuring labor's share of income. *FRB of Cleveland Policy Discussion Paper*, (7), 2004.
- Michel HUSSON : Le capital au xxie siècle. richesse des données, pauvreté de la théorie, 2014. URL <http://www.contretemps.eu/interventions/>.
- Per KRUSEL et Tony SMITH : Is piketty s second law of capitalism fundamental? *Working Paper*, 2014.
- Per KRUSEL et Tony SMITH : Is piketty s second law of capitalism fundamental? Rapport technique, mimeo, 28 May, 2014.
- François LEQUILLER et Derek BLADES : *Understanding National Accounts*. OECD, 2006.
- Laurence LEVIN : Are assets fungible? : Testing the behavioral theory of life-cycle savings. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 36(1):59–83, 1998.
- Wenli LI et Rui YAO : The life-cycle effects of house price changes. *Journal*

- of Money, Credit and banking*, 39(6):1375–1409, 2007.
- N. Gregory MANKIW et David N. WEIL : The baby boom, the baby bust, and the housing market. *Regional science and urban economics*, 19(2):235–258, 1989.
- Karl MARX : *Le capital*, volume 3. Éditions Sociales., 1974.
- OECD : *Measuring Capital, Measurement of Capital stocks, consumption of fixed capital and capital services*. OECD, 2001.
- Thomas PIKETTY : *Le capital au XXIe siècle*. Seuil, 2013.
- Thomas PIKETTY : *Capital in the 21st Century*. Harvard University Press, 2014.
- Thomas PIKETTY et Gabriel ZUCMAN : Capital is back : Wealth-income ratios in rich countries, 1700-2010 data appendix. Rapport technique, <http://piketty.pse.ens.fr/files/PikettyZucman2013Appendix.pdf>, December 2013.
- Matthew ROGNLIE : A note on piketty and diminishing returns to capital. *Tillgänglig* :< http://www.mit.edu/~mrognlie/piketty_diminishing_returns.pdf, 2014.
- Peter C. RUPERT : Measuring labor’s share of income, October 2012. URL <http://econsnapshot.com/2012/10/16/is-labors-share-of-income-declining/>.
- Martin C. SCHMALZ, David A. SRAER et David THESMAR : Housing collateral and entrepreneurship. Rapport technique, National Bureau of Economic Research, 2013.
- Jonathan S. SKINNER : Is housing wealth a sideshow? *In Advances in the Economics of Aging*, pages 241–272. University of Chicago Press, 1996.
- Ricardo M. SOUSA : Wealth effects on consumption : evidence from the euro area. Rapport technique, European Central Bank, 2009.
- Alain TRANNOY et Étienne WASMER : Les prix de l’immobilier et les politiques inflationnistes. Rapport technique, CAE, 2013.
- Steven F. VENTI et David A. WISE : But they don’t want to reduce housing equity. *In Issues in the Economics of Aging*, pages 13–32. University of Chicago Press, 1990, 1990.
- D. WASSHAUSEN : Sectoral balance sheets for nonfinancial assets, 2011.

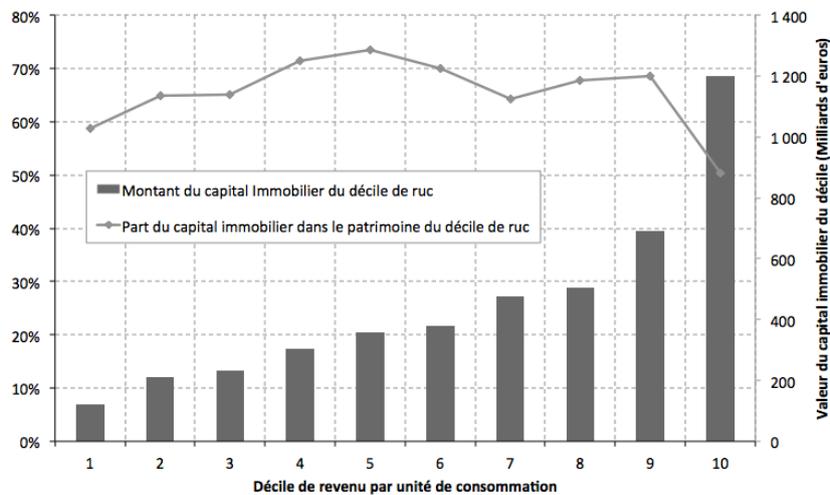
7 Annexe

7.1 Distribution du patrimoine par opposition au volume du patrimoine relativement au revenu

La situation du XIXe siècle décrite par Karl Marx¹⁷ où moins de 1 % des ménages dispose de l'ensemble du capital immobilier dans les grandes villes contraste nettement avec la situation des économies modernes où le taux de propriétaire oscille entre 40 % et 70 % selon les pays. Ainsi, la diffusion de la propriété immobilière au cours du XXe siècle apparaît comme un frein au mécanisme selon lequel une augmentation du patrimoine immobilier amènerait à l'apparition d'une nouvelle classe de rentiers.

Si on analyse la distribution du patrimoine immobilier au sein de chaque décile de revenu (figure 6), on remarque que ce capital n'est pas le monopole des ménages les plus riches. La valeur du patrimoine immobilier du dernier décile est relativement élevée ce qui s'explique par le fait que ces ménages disposent de logements plus luxueux et sont plus souvent bailleurs. Cependant, l'immobilier ne semble pas constituer l'investissement privilégié des plus aisés puisqu'il ne représente que 50 % du capital du dernier décile. Par ailleurs, si la distribution du capital immobilier apparaît inégalitaire, elle ne se distingue pas de celle des revenus (voir figure 7)

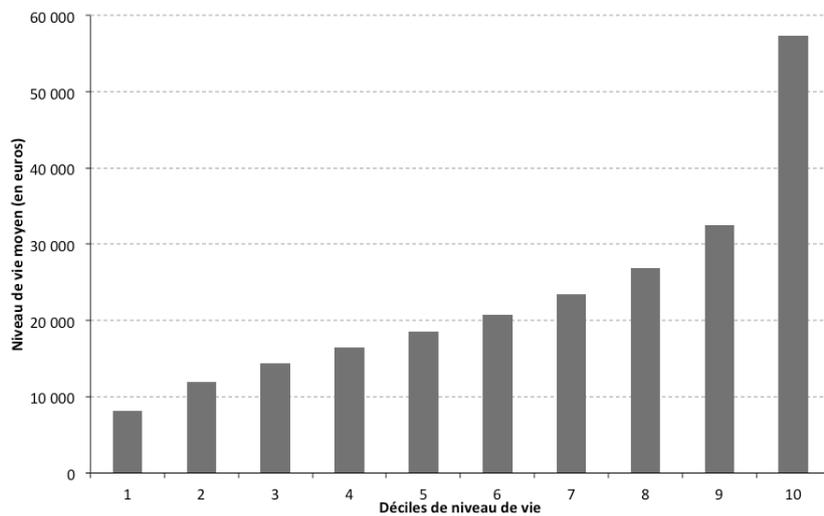
17. Le Capital Livre 3, La transformation d'une partie du profit en rente foncière ch. XXXVII, Introduction



Source : INSEE - Enquête sur le patrimoine des ménages en 2010

Note de lecture : Les 10 % de la population ayant les plus hauts revenus (10e décile) ont un patrimoine immobilier de 1 200 milliards d'euros représentant environ 50 % de leur patrimoine total. La valeur du patrimoine immobilier des plus aisés est 6 fois supérieure à celui des plus pauvres.

FIGURE 6 – Le patrimoine immobilier des ménages, par décile de revenu (2010)



Sources : INSEE - DGI, INSEE-DGFIP-CNAF-CNAV-CCMSA ; enquêtes revenus fiscaux et sociaux 2005 à 2011.

Note de lecture : les 10 % de la population ayant les plus hauts revenus reçoivent un revenu moyen d'environ 60 000 euros : soit un revenu six fois supérieur à celui du premier décile.

FIGURE 7 – Le niveau de vie, par décile de revenu

7.2 Logement et consommation dans la littérature économique

Le logement et son rôle dans le cycle de vie des ménages ont interpellé de nombreux économistes. On dénombre trois théories principales tentant d'appréhender son impact sur la consommation des ménages. (Skinner, 1996)

1- L'hypothèse du revenu permanent

L'un des premiers modèles est étroitement lié à l'effet richesse. Il s'agit du modèle de revenu permanent selon lequel les ménages lissent leur consommation sur l'ensemble du cycle de vie. Skinner (1996) développe un modèle basé sur cette hypothèse et prédit qu'une appréciation du capital immobilier devrait amener les ménages à diminuer leur épargne et à consommer leur capital immobilier. Celui-ci devrait disparaître au bout d'une vingtaine d'années. Ainsi dans ce modèle l'augmentation de la valeur du patrimoine immobilier devrait augmenter la consommation des ménages qui devraient progressivement se défaire de leur capital immobilier. La plupart des études empiriques rejettent cette hypothèse, les ménages ne revendant que très peu leur logement. Différentes explications peuvent être invoquées pour expliquer cela en particulier les coûts de transaction (taxes, etc.) ou le mauvais fonctionnement du marché des viagers.

2- L'hypothèse comportementale du cycle de vie

Ce modèle complète le modèle du revenu permanent pour prendre en compte la spécificité de certains actifs considérés comme non fongibles (Levin, 1998). Ainsi, les ménages pourraient percevoir le logement comme un bien distinct non destiné à être consommé sur leur cycle de vie. Toutefois il est possible que les héritiers consomment ou non la richesse héritée sous forme de logement. La différence majeure avec la perception du logement comme réserve de précaution provient du fait que les retraités ne revendront leurs logements qu'en dernier ressort après avoir liquidé tous leurs autres actifs.

3- Le logement comme réserve de précaution

Enfin, le logement peut être considéré comme une assurance destinée à

financer les événements imprévus au cours du cycle de vie (maladie, décès d'un conjoint, divorce, etc.). Dans cette hypothèse la richesse immobilière ne sera consommée qu'en cas d'événements imprévus en particulier au moment de la retraite. Ce modèle semble être le plus proche des constats empiriques réalisés jusqu'à présent.

7.3 Les effets autres d'une appréciation du capital immobilier

Notre modèle suggère qu'une augmentation de la valeur du capital immobilier n'aurait qu'un effet très limité sur les flux de revenus et donc sur la consommation des ménages. Toutefois, des mécanismes annexes peuvent entrer en jeu. Ainsi, la littérature économique a mis en avant deux canaux par lesquels une appréciation du capital immobilier pourrait avoir un impact sur le niveau de consommation des ménages : l'effet richesse et la possibilité d'utiliser son capital comme collatéral.

L'effet richesse introduit par Pigou est souvent associé à la théorie du revenu permanent de Friedman. Ce concept renvoie au fait que les ménages lissent leur consommation en anticipant des revenus futurs liés à la valorisation de leurs actifs. En d'autres termes, une augmentation de la richesse des agents les pousserait à augmenter leur consommation au cours de leur existence (la diminution de leur épargne étant compensée par la revente d'une partie de leur capital en fin de vie). Il existe une littérature empirique visant à quantifier l'importance de cet effet au niveau microéconomique et macroéconomique. Les auteurs distinguent habituellement l'effet richesse lié à l'appréciation des actifs financiers de celui lié au capital immobilier. En ce qui concerne l'immobilier une première étude de [Skinner \(1996\)](#) évalue l'impact d'une appréciation du capital immobilier sur la consommation aux États-Unis. L'auteur trouve un effet macroéconomique plus important que l'effet microéconomique (élasticité de 0,06 contre 0,01). D'autres estimations ont été apportées depuis, ainsi [Bostic, Gabriel, et Painter \(2009\)](#) trouvent une élasticité de 0,06 à partir de données microéconomiques. Toujours aux États-Unis, les études macroéconométriques de [Case, Quigley, et Shiller \(2011\)](#) ;

Case, Shiller, et Quigley (2001) suggèrent que l'élasticité de la consommation par rapport au patrimoine immobilier pourrait varier entre 0,03 et 0,18. Par ailleurs, les auteurs suggèrent que l'effet du patrimoine immobilier est plus fort que celui du patrimoine financier. On peut retenir que les effets richesses restent d'une ampleur limitée. De plus, les résultats qualitatifs varient en fonction des zones étudiées, ainsi un article de Sousa (2009) sur l'Eurozone ne trouve aucun effet richesse lié au patrimoine immobilier et un fort effet pour le capital financier.

Il reste délicat de distinguer l'effet richesse pur du rôle du capital en tant que collatéral. Cependant, quelques études tentent d'analyser l'impact du capital immobilier dans le parcours des ménages. Ainsi, un article récent de Schmalz, Sraer, et Thesmar (2013) montre qu'une augmentation du capital immobilier augmente la probabilité de devenir un entrepreneur et augmente la durée de vie de l'entreprise. Cependant, l'ampleur de ces effets sur les inégalités reste à démontrer.

7.4 La valeur des transactions immobilières pa type d'acquisition : détail

TABLE 4 – T23 - La valeur des transactions immobilières et les travaux, 2012

Année 2012 (en millions d'euros)	Résidences principales									R.S.	Total
	Propriétaires occupants			Bailleurs					Ensemble		
	accédants	non ac- cédants	Ensemble	personnes phy- siques	HLM	autres bailleurs sociaux	autres per- sonnes morales	Ensemble			
23.1 LOGEMENTS NEUFS	43 119	2 332	45 451	10 953	10 410	1 408	4 802	27 573	73 024	3 718	76 742
23.11 bâtiments hors terrain	32 747	1 797	34 544	8 305	9 373	1 141	3 937	22 756	57 300	2 880	60 180
23.12 terrains d'assise	9 730	513	10 243	2 403	1 005	257	816	4 481	14 724	775	15 499
23.13 frais relatifs aux logements et aux terrains	474	15	490	173	25	9	38	246	735	48	784
23.14 droits de mutation relatifs aux logements et aux terrains	168	6	174	71	7	2	11	91	265	15	280
23.2 TRAVAUX SUR IMMEUBLES EXISTANTS (1)	12 066	21 580	33 646	5 248	5 409	415	424	11 495	45 142	2 257	47 399
23.3 ACQUISITIONS DE LOGEMENTS D'OCCASION	103 135	34 141	137 277	12 002	1 182	903	885	14 973	152 249	8 810	161 060
23.31 montant des acquisitions hors terrains	68 351	22 784	91 135	8 506	884	609	602	10 601	101 736	6 410	108 146
23.32 montant des terrains dans les acquisitions	27 918	9 306	37 224	2 686	279	192	190	3 348	40 572	1 808	42 380
23.33 frais relatifs aux logements et aux terrains	1 811	418	2 229	219	19	11	2	252	2 481	160	2 640
23.34 droits de mutation relatifs aux logements et aux terrains	5 055	1 633	6 688	591	0	91	90	773	7 461	432	7 893
TOTAL DES ACQUISITIONS ET DES TRAVAUX	158 321	58 053	216 374	28 203	17 001	2 727	6 111	54 041	270 415	14 786	285 201

Source : CGDD-SOeS, Compte du logement 2012.