



**SciencesPo.**

LIEPP

Laboratoire interdisciplinaire d'évaluation des politiques publiques

## LIEPP Working Paper

Juillet 2014, n°32

# Inégalités dans l'accumulation des différents types de patrimoine : le lien avec les inégalités économiques en général

**Clément Carbonnier**

Université Cergy Pontoise (THEMA) et Sciences Po (LIEPP)  
clement.carbonnier@u-cergy.fr

[www.sciencespo.fr/liepp](http://www.sciencespo.fr/liepp)

© 2014 by the author. All rights reserved.

# Inégalités dans l'accumulation des différents types de patrimoine : le lien avec les inégalités économiques en général

Clément Carbonnier<sup>1</sup>

Université de Cergy Pontoise, THEMA et Sciences Po, LIEPP

## Résumé

Le livre de Thomas Piketty, « *Le capital au XXI<sup>ème</sup> siècle* », a entraîné un débat nourri, notamment concernant la hausse du ratio capital sur revenus qui serait portée par la bulle immobilière. Le présent article tente d'éclairer en trois points les modifications que la prise en compte de cette spécificité immobilière engendrerait en termes d'interprétation des inégalités de patrimoine. Dans un premier temps, il est remarqué qu'en remplaçant la valorisation de marché par une valorisation fondée sur les rendements du capital immobilier et en raisonnant en lignées héréditaires, les croissances des inégalités de patrimoine et de l'importance des héritages vis-à-vis des revenus sont confirmées voire renforcées. Dans un deuxième temps, le caractère

---

<sup>1</sup> Université de Cergy-Pontoise, THEMA  
33 boulevard du port  
95000 Cergy-Pontoise cedex  
Tel : +33 1 34 25 63 21, Fax : +33 1 34 25 62 33  
Email : clement.carbonnier@u-cergy.fr

Sciences Po, LIEPP  
28 rue des Saints Pères  
75007 Paris  
(ANR-11-LABX-0091, ANR-11-IDEX-0005-02)

éphémère du décrochage entre prix de l'immobilier et loyers est discuté en soulignant la possible pérennité de la trajectoire actuelle des prix immobiliers. Dans un troisième temps, en supposant cette trajectoire pérenne, il est expliqué comment la répartition des types de capital et les différences dans leur rendement peuvent conduire à un accroissement des inégalités de revenu.

## **Abstract**

The Book of Thomas Piketty, "Capital in the XXI<sup>st</sup> century", has led to a lively debate, especially concerning the link between ratio of capital stock over national income and the housing bubble. The present article attempts to understand how taking housing market specificities into account may change the interpretation about wealth inequality. First, it is noticed that if substituting market prices by housing valuation based on real estate returns and reasoning in hereditary lines, the results about growing wealth inequalities and growing importance of inheritance vis-à-vis working revenues were confirmed or even strengthened. Second, the short-lived nature of the disconnection between housing market prices and rents is discussed highlighting the potential sustainability of the current trajectory of housing prices. Third, assuming the present path is sustainable, it is explained how the distribution of types of capital and differences in returns can lead to an increase in income inequality.

Le succès du récent livre de Thomas Piketty, « *Le capital au XXI<sup>ème</sup> siècle* », a plus largement mis sous un projecteur les résultats du travail depuis une quinzaine d'années d'un groupe de chercheur, et a entraîné un débat nourri aussi bien quant aux préconisations économiques que concernant les résultats descriptifs eux-mêmes. L'objet de cette note n'est pas de discuter les politiques économiques les plus à même de lutter contre les inégalités mais d'approfondir le débat sur un point essentiel dans la compréhension des inégalités. Il s'agit de discuter le choix de la méthode de valorisation du capital, en particulier le capital immobilier, et de comprendre l'impact de ces choix sur la mesure des inégalités.

Piketty (2014) soulève le fait que le stock de capital, et non seulement les flux de revenus, est un paramètre essentiel à étudier pour comprendre les inégalités économiques, car il est le vecteur principal de création de celles-ci. Ceci n'est pas tant dû à une justification sur les caractéristiques intrinsèques du capital (même si des arguments de ce point de vue sont également avancés) mais surtout parce que non seulement le capital est réparti de manière bien plus inégalitaire que le revenu, mais qu'en plus la masse du capital accumulé croît de manière très forte et atteint des niveaux relatifs jamais atteints depuis un siècle.

Une manière de voir cette importance relative du capital est simplement de regarder sa valorisation totale en proportion du revenu annuel :  $K/Y$ . Après le XIX<sup>ème</sup> siècle où ce ratio avoisinait les 600 % dans la plupart des pays développés (la valorisation du stock de capi-

tal à un moment donné représente 6 années de revenu national<sup>2</sup>), il a chuté en dessous de 300 % après l'enchaînement des deux guerres mondiales et de la grande dépression entre temps. Après la période de stagnation des trente glorieuses, où la rapide reconstitution du stock de capital était accompagnée d'une forte croissance de la production (et donc du revenu), ce ratio s'est remis à croître depuis les années 1970 et est en passe de revenir aux niveaux du XIX<sup>ème</sup> siècle, du fait de la chute du taux de croissance et de la constance des taux d'épargne.

Parallèlement, la détention du capital s'est elle-même fortement concentrée. Ceci vient du fait que le ratio  $r/g$  a lui-même crû. Ainsi, la croissance des revenus  $g$  a été faible quand le capital a continué à être rentable avec un taux de rendement  $r$  soutenu, ce qui lui permet de continuer à s'accumuler. Ceci a de multiples conséquences en termes d'inégalités, parmi lesquels on peut en relever deux mises particulièrement en avant par Piketty :

1. Le capital étant particulièrement concentré, une croissance de la part du revenu allant au capital (puisque cette part est par définition  $rK/Y$ , qui croît si  $K/Y$  augmente sans que  $r$  ne baisse) engendre forcément une augmentation des inégalités de revenus. Il ne s'agit pas tant là des inégalités de patrimoine en elles-mêmes mais de la croissance de l'importance du capital en tant que cause fondamentale de l'augmentation des inégalités.

---

<sup>2</sup> Le revenu national correspond au produit intérieur net, c'est-à-dire le produit intérieur brut (PIB) moins la dépréciation du capital. Ce revenu national est toujours très proche de 90% du PIB.

2. Le taux d'intérêt étant substantiellement supérieur à la croissance des revenus (et donc des revenus du travail notamment) il devient de plus en plus difficile de s'enrichir à partir de son travail relativement à l'enrichissement à partir du capital, ce qui augmente l'importance d'hériter de capital pour avoir l'opportunité de s'enrichir. Thomas Piketty y voit le retour d'une société de rentiers. Il montre d'ailleurs la très forte croissance de la part des héritages dans les revenus selon un profil similaire à celui du capital.

### La critique de la valorisation du capital

Plusieurs auteurs font remarquer un point important quant à la mesure du stock de capital (Allègre et Timbeau 2014, Bonnet et al. 2014). Le capital est hétérogène et la valeur de marché de certains types peut ne pas refléter leur quantité réelle. En particulier, ils pointent une surévaluation du patrimoine immobilier du fait d'une bulle spéculative<sup>3</sup>. Ainsi, Bonnet et al. (2014) montrent pour plusieurs pays dont la France (l'Allemagne est en fait la seule exception) que la croissance de la valorisation globale du capital comparativement au revenu national est principalement portée par le capital immobilier  $K_i$ . Ainsi, l'augmentation du ratio  $(K_f + K_i)/Y$  (où  $K_f$  représente le capital financier) est surtout due à l'augmentation de  $K_i/Y$ , quand  $K_f/Y$  reste stable dans le temps. Or, pour eux, cette croissance du capital immobilier par rapport au revenu national ne doit pas être prise en compte pour considérer l'évolution des inégalités car elle ne corres-

---

<sup>3</sup> On trouve déjà le résultat dans Piketty et Zucman (2014) que la hausse de la valeur du capital est en grande partie due à un effet prix et non uniquement à un effet volume.

pond pas à une augmentation des flux de revenus générés par le capital.

Cette bulle sur le capital immobilier est reconnaissable notamment au fait que les loyers  $L$  sont inférieurs à une rémunération « normale » du capital  $r.K_i$  où  $r$  serait une forme de taux d'intérêt « moyen ». En faisant le travail inverse, les auteurs calculent une valorisation fictive du capital immobilier basée sur les flux de revenus (les loyers) et un taux d'intérêt supposé normal<sup>4</sup> :  $K_i^c = L/r$ . Ils interprètent ainsi l'écart entre cette valeur corrigée  $K_i^c$  du capital immobilier et la valeur de marché  $K_i$  comme étant uniquement due à la bulle immobilière<sup>5</sup>. En recalculant les séries de Thomas Piketty à partir de ces données, ils trouvent une relative stabilité de  $(K_f + K_i^c)/Y$ .

Pour ces auteurs, le modèle sous-jacent d'inégalités générées par la hausse du stock de capital est en fait basé sur les rendements du capital et non la valorisation brute de son stock. Ils en concluent donc que le pessimisme de Thomas Piketty n'a pas lieu d'être car en « réel » le ratio capital sur revenu n'augmente pas. Ainsi, les propriétaires de capital immobilier, même s'ils sont plus riches virtuellement ne le sont pas réellement, aussi longtemps qu'ils ne cherchent pas à vendre leur capital immobilier pour acheter du capital financier. De même, les héritiers héritant de ce capital immobilier, à moins

---

<sup>4</sup> La méthode exacte consiste à déflater (à partir d'une année de base) la valorisation du stock total de capital par l'inflation des prix de l'immobilier et de la réévaluer sur la base de l'inflation des loyers. Ainsi, la valeur du capital est calculée en chaîne à partir d'une année de référence. Cela revient à considérer comme rentabilité « normale » du capital les loyers de l'année de référence.

<sup>5</sup> Les auteurs ne statuent pas sur le statut de bulle immobilière. Toutefois, s'il s'agit d'une évolution réelle et non spéculative des prix, il y a peu de raisons de ne pas considérer la valeur de marché pour mesurer les inégalités (cf. *infra*).

qu'ils ne le vendent pour acheter du capital financier, n'héritent pas réellement de plus de capital qu'avant.

Ceci remet en question le point 1 puisque justement la hausse du stock de capital considérée n'induit pas de hausse du revenu du capital associé. De plus, comme il s'agit du capital immobilier, qui est bien mieux réparti que le capital financier, cela remet aussi partiellement en cause le point 2 puisque la hausse des héritages dans le revenu est au moins en partie tirée par ce phénomène fictif de bulle immobilière. En effet en 2012 plus de 58 % des ménages étaient propriétaires de leur logement selon Bonnet et al. (2014). Les auteurs ne nient pas que ce phénomène de bulle immobilière puisse engendrer des inégalités dans l'accès à la propriété mais considèrent qu'il s'agit d'un accroissement de second ordre des inégalités, principalement limité à des inégalités horizontales entre propriétaires et locataires plutôt que d'un réel accroissement vertical des inégalités économiques.

Si cette critique via la bulle immobilière pointe une question essentielle qui implique de reconsidérer l'interprétation des résultats de Thomas Piketty, les conséquences en termes d'inégalité de l'évolution constatée à partir des valeurs de marché ne sont pas simplement de second ordre. Premièrement, les calculs corrigés de ce ratio  $K/Y$  présentent des courbes qui ne sont pas réellement stables sur les 20 dernières années, mais croissent nettement pour la France entre les décennies 1990 et 2010<sup>6</sup>, y compris en ce qui concerne le capital financier (et ce malgré la crise). Elles croissent également

---

<sup>6</sup> Je n'ai pas accès aux données exactes mais à la lecture du graphique de Bonnet et al. (2014) on peut estimer l'évolution d'environ 375 % pour la décennie 1990 à plus de 460 % en 2010.



pour l'Allemagne. En revanche, Elles sont stables pour les Etats-Unis (notamment du fait d'une décroissance en 2010 par rapport à la décennie 2000 du fait de la crise) et décroissent pour le Canada et le Royaume-Uni.

Le but n'est pas ici d'expliquer ces différences nationales, mais bien, en considérant comme vraie l'hypothèse que la hausse du ratio  $K/Y$  est uniquement portée par un décrochage entre le prix de l'immobilier et le montant des loyers, de tenter d'en comprendre les conséquences en termes d'inégalités économiques. Pour ce faire, nous opérons en trois temps. Dans un premier temps, nous tentons de comprendre quelles seraient les conséquences distributives d'un éclatement de la bulle immobilière, afin de comprendre quelle est la variation de patrimoine réel sur les dernières décennies. Dans un second temps nous questionnons la pérennité de la bulle (ou sa réalité) en avançant des arguments en termes de niveau et de qualité de consommation. C'est-à-dire que nous avançons l'idée que le décrochage des loyers par rapport aux prix immobiliers peut être pérenne. Dans un troisième temps, en supposant cette pérennité de l'écart entre loyers et prix immobiliers, nous regardons l'impact des différences entre les taux de rendement des différents types de capitaux et le taux de croissance de la production sur l'évolution des ratios capital sur revenu et sur les inégalités économiques.

### **Impact de la bulle sur les inégalités de patrimoine**

En supposant que cette croissance de la part du capital sur le revenu soit entièrement fictive et portée par une bulle immobilière, quelles en sont les conséquences à long terme ? Par long terme, nous enten-

dons en régime permanent après éclatement de la bulle. En regardant à très long terme, uniquement pour les générations entrant sur le marché immobilier après éclatement de la bulle, on trouve en effet la retombée du ratio  $K/Y$  et donc selon toute vraisemblance l'inexactitude de la prévision que ce ratio va encore continuer à augmenter au cours du XXI<sup>ème</sup> siècle. Toutefois, l'ampleur du phénomène constaté peut conduire à des effets en termes d'inégalités de tout premier ordre. On peut alors dissocier deux types d'effets principaux, le premier sur la mesure actuelle des inégalités de patrimoine et le second en termes de redistribution du revenu opéré par la bulle elle-même.

Le premier effet concerne donc l'impact de l'argument de la bulle immobilière non seulement sur l'évolution du ratio capital sur revenu, mais aussi sur la mesure des inégalités de patrimoine. S'il s'agit effectivement d'une bulle et qu'il faut reconsidérer la valorisation du capital immobilier, alors il faut aussi reconsidérer l'évolution des inégalités de patrimoine puisque les mesures actuelles reposent sur une surestimation du patrimoine immobilier. Or, comme le patrimoine immobilier est bien moins inégalement réparti que le capital financier, la prise en compte de la bulle doit conduire directement à une augmentation de la mesure des inégalités de patrimoine par rapport au cas où elles sont mesurées à partir du prix de marché de ce capital immobilier. Cet effet est d'autant plus fort que la bulle se gonfle. Ainsi, l'écart entre les inégalités de patrimoine présentées et les inégalités réelles augmente au cours du temps. La croissance des inégalités de patrimoine au cours du temps a donc elle-même été plus importante en réalité qu'elle n'est présentée dans le livre de Thomas Piketty.

Une manière de comprendre intuitivement ce résultat est de considérer les inégalités de patrimoine selon trois classes-types de ménages. La moitié basse de la distribution du capital n'en possède pas du tout, les classes moyenne et moyenne supérieure possèdent quasi-exclusivement du patrimoine immobilier et la classe supérieure possède du capital immobilier et du capital financier (plus on regarde haut dans la distribution du patrimoine, plus la part du capital financier dans le patrimoine est importante). Alors, le fait de surévaluer le patrimoine immobilier (du fait de la bulle) n'a pas d'impact sur la moitié basse de la distribution qui reste à zéro. Cela a un impact très fort sur la classe moyenne dont le patrimoine est grandement surévalué, mais finalement peu d'impact sur la classe supérieure dont seulement une faible part du patrimoine (la partie immobilière) est surévaluée. Ainsi, l'erreur de mesure conduit à sous-estimer les inégalités réelles puisqu'elle surévalue le patrimoine des classes moyennes mais pas des classes supérieures. Cette sous-évaluation des inégalités a progressé en parallèle du gonflement de la bulle immobilière, et c'est tout autant le niveau actuel des inégalités que son évolution dans le temps qui ont été sous-évalués.

Le second effet concerne la redistribution opérée par cette bulle, qui, si elle est transitoire à l'échelle de la succession des générations, est bien permanente pour les générations elles-mêmes. En effet, les acheteurs nets d'immobilier pendant la période de bulle se retrouvent perdants quand les vendeurs nets se retrouvent gagnants. Ces gains et pertes sont alors permanents. La structure des gagnants et des perdants est certainement très complexe, mais il peut être utile de tâcher d'opérer des catégorisations relativement simples permettant d'identifier des groupes socio-générationnels dans lesquels on trouve une majorité de perdants ou de gagnants. Ceci permet ensuite de re-

garder la position de ces groupes dans l'échelle des revenus et des patrimoines pour comprendre la contribution de la bulle immobilière à l'évolution des inégalités.

La première catégorisation est générationnelle : les générations investissant fortement avant la bulle et ayant vendu à la génération suivante ont été gagnantes quand les générations investissant dans l'immobilier pendant la bulle (les actifs d'aujourd'hui) y ont perdu. Toutefois, cette pure lecture générationnelle est insuffisante. Thomas Piketty pose fortement dans son livre la question de l'héritage, qui est effectivement prépondérante. Il convient alors de raisonner non en terme d'inégalités de générations mais en termes d'inégalités entre lignées dans un contexte où les générations ont bénéficié ou pâti différemment de la bulle immobilière. Dans ce cadre, il apparaît que les lignées gagnantes sont celles dont les membres de la génération gagnante étaient effectivement propriétaires quand les lignées perdantes sont celles dont les membres de la génération gagnante ne l'étaient pas. Il s'avère alors clairement que la bulle a renforcé les inégalités entre lignées, en favorisant celles qui possédaient déjà du capital et en désavantageant celles qui n'en possédaient pas.

Il est intéressant de pousser la réflexion en regardant un peu plus finement les caractéristiques de ces lignées gagnantes ou perdantes. Comme le notent Bonnet et al. (2014), le taux de propriétaires occupants a fortement augmenté ces dernières décennies, comme à fortement augmenté le taux de logements sociaux. Ainsi, le taux de locataires du parc privé et parallèlement d'investisseurs dans l'immobilier locatif a diminué. Ceci signifie que les propriétaires du parc locatif privé se sont séparés de leur capital immobilier en le vendant aux locataires accédant à la propriété d'habitation. Il est fort

probable que cette vente leur a servi à réinvestir, si ce n'est plus dans l'immobilier, c'est donc probablement dans du capital financier, ce qui leur a permis de réaliser effectivement la plus-value issue de la bulle immobilière.

S'ils avaient réinvesti dans l'immobilier, ils auraient subi la même hausse des prix sur leur achat que celle sur leur vente et n'auraient donc pas bénéficié réellement de la plus-value : leur patrimoine réel n'aurait pas augmenté du fait de la bulle. La transition progressive de l'immobilier locatif vers l'immobilier d'habitation (avec réallocation par les anciens propriétaires bailleurs de l'investissement immobilier vers l'investissement financier), associé à la bulle immobilière, a donc conduit à un transfert de ressources des lignées non propriétaires vers les lignées initialement propriétaires, ce qui a selon toute vraisemblance contribué à augmenter les inégalités.

### **Inégalités de consommation et persistance (existence) de la bulle immobilière**

Cette évolution du caractère principal de la détention immobilière, d'investissement locatif à détention pour sa consommation propre, peut amener à reconsidérer la réalité même de la bulle immobilière<sup>7</sup>. En effet, on a assisté à des trajectoires différentes des loyers et des

---

<sup>7</sup> Timbeau (2013) justifie le caractère « robuste » de la bulle immobilière en France (tout en la considérant tout de même comme une bulle spéculative) par des arguments de baisse de taux d'emprunt associée à un contrôle du niveau d'endettement privé individuel, ainsi que par la rareté foncière en lien avec les effets d'agglomération (rendements d'échelle croissants et externalités positives). Nous développons ici d'autres types d'arguments, visant non seulement à expliquer la hausse des prix mais également le décrochage de ceux-ci par rapport aux loyers.

prix de l'immobilier, non dans un environnement stable, mais bien dans un environnement où l'usage et la détention des biens immobiliers ont fortement été modifiés : le taux de propriétaires occupants a fortement augmenté quand le parc locatif privé a reculé encore plus vite. Il est alors nécessaire de s'interroger sur ce qui peut fonder dans ce contexte une différence, potentiellement forte, entre la somme actualisée des loyers<sup>8</sup> et le prix de l'actif sous-jacent, à savoir le capital immobilier. Il conviendra ainsi de se poser la question de savoir si les changements d'environnement peuvent expliquer l'évolution de cet écart. Dans l'affirmative, le décrochage soulevé par Bonnet et al. (2014) ne constituerait pas une bulle.

Le capital ne constitue pas une richesse uniquement par le flux de revenus qu'il génère. D'une part, ce patrimoine peut générer une forme de consommation non directement appréhendée par le revenu ; il peut s'agir d'une consommation en nature soit par dilapidation soit par consommation d'un capital pérenne (c'est notamment le cas de l'immobilier). D'autre part, le capital permet d'obtenir indirectement des avantages, via le prestige ou la garantie qu'il peut constituer ; l'exemple le plus patent est l'accès au crédit afin d'augmenter son investissement et donc sa richesse (c'est encore une fois particulièrement le cas pour le patrimoine immobilier). De plus, le capital peut permettre d'acheter des avantages permettant une meilleure réalisation des profits futurs ; il n'y a qu'à lire l'efficacité en termes d'obtention de profits privés pour des groupes d'intérêts de financer des campagnes électorales aux Etats-Unis (Fellowes et Wolf 2004) ou les débats récents en France sur le financement des campagnes

---

<sup>8</sup> Somme actualisée qui est d'ailleurs calculée avec l'hypothèse implicite que tous les loyers futurs seront les mêmes que les loyers présents. Les acheteurs immobiliers seraient donc de purs investisseurs avec des anticipations adaptatives du premier degré.

électorales par de riches héritières ou des « entreprises amies ». Enfin et surtout, le capital sert d'assurance contre les aléas.

Le capital immobilier vérifie bon nombre de ces caractéristiques, et probablement encore plus fortement que les autres formes de capital. Se loger étant probablement le besoin le plus primaire (après le fait de se nourrir sûrement), le caractère assurantiel de la détention de son propre logement est évidemment essentiel. Cela l'est d'autant plus dans un monde où le marché locatif privé se restreint et où l'accès aux logements sociaux reste opaque. Ainsi, il est tout à fait envisageable que l'évolution elle-même du taux de propriétaires occupants augmente la différence d'utilité entre la consommation d'un logement loué et la consommation de son propre logement. De plus, l'augmentation du nombre et du montant des aides à l'acquisition d'immobilier d'habitation a renforcé le mécanisme (Gobillon et Le Blanc 2008).

Par ailleurs, le caractère assurantiel de posséder son propre logement plutôt que de le louer est rendu en lui-même bien plus important du fait de l'augmentation de l'écart entre offre et demande de logements et de l'augmentation du risque d'avoir du mal à se reloger. Ainsi, Curtis et al. (2012) montrent que le risque de se retrouver sans-abris trois ans après un choc de santé aux Etats-Unis est croissant avec le prix de l'immobilier. Les hausses de prix ne traduisent donc pas qu'une bulle, mais aussi l'ensemble des mécanismes qui ont contribué à une augmentation plus rapide de la demande que de l'offre de logements<sup>9</sup>. L'augmentation des risques de mal-logement associée à

---

<sup>9</sup> Trannoy et Wasmer (2013) listent ainsi de nombreuses causes, dont la croissance démographique et la hausse du nombre de ménages (dé-cohabitation), la hausse des patrimoines privés, la hausse des revenus du travail, l'assouplissement des conditions de financement, le

cette hausse des prix peut conduire en elle-même à accentuer l'écart d'utilité entre habiter son propre logement et être locataire. La hausse des prix de l'immobilier peut donc être elle-même la source qui nourrit l'écart entre le flux actualisé des loyers et le prix de l'immobilier.

Enfin, l'immobilier est bien souvent le premier investissement. Ceci peut s'expliquer par des motivations psychologiques. Une partie est expliquée par le mécanisme assurantiel décrit précédemment. D'autres raisons psychologiques peuvent être avancées, comme la différence de jouissance de la consommation d'un bien propre et pérenne ou d'un bien d'autrui, notamment du fait du droit que l'on peut avoir à en jouir comme bon nous semble. Ceci peut aussi s'expliquer par des motivations pratiques. Quand on ne possède pas de collatéral, il est souvent bien plus aisé d'emprunter pour acheter un bien immobilier (qui sert justement lui-même de collatéral) qu'un bien financier.

L'investissement dans le capital financier se fait donc après l'acquisition de son logement. Ceci est d'autant plus vrai que même s'il est peu rentable, l'investissement immobilier est probablement le plus pérenne, la forme pure de l'investissement sans risque. Or, on observe une baisse très marquée du taux d'intérêt sans risque<sup>10</sup>, ce qui signifie un écart agrandi entre le flux de revenus actualisés et le prix de l'actif. Les taux moyens de rendement du capital restent quant à eux relativement élevés mais sont particulièrement liés aux

---

dynamisme de la demande étrangère, les politiques de soutien à la demande, la mauvaise gestion de l'offre et la hausse du prix de la construction.

<sup>10</sup> On peut regarder pour s'en convaincre l'évolution des taux d'intérêt réels des bons du trésor des pays qui ne présentent pas de risque de défaut, ceux-ci ont très fortement chuté sur les dernières décennies.



prises de risque et aux rentes d'innovations (qui sont très faibles dans l'achat de foncier d'habitation dans les pays industrialisés).

Tous ces arguments semblent indiquer qu'il ne faut pas considérer trop vite que l'écart croissant entre la somme actualisée des loyers et le prix de l'immobilier est synonyme de bulle immobilière et que la croissance de la valorisation de marché du patrimoine immobilier est purement fictive. Certes, ces arguments ne démontrent pas l'absence de bulle immobilière, et celle-ci est tout à fait possible. Néanmoins, quand bien même l'écart grandissant entre loyers et prix de l'immobilier serait en partie tiré par des comportements spéculatifs liés à la croyance erronée de hausse continue des prix de l'actif, cette explication ne cause certainement pas l'intégralité du phénomène observé. Ainsi, même s'il est en partie atténué par le caractère surévalué des actifs immobiliers, l'argument de Thomas Piketty reste vrai qualitativement : il est très probable que le rapport  $K/Y$  continuerait d'augmenter quand bien même il serait évalué en valeur réelle et pérenne et non en valeur de marché.

### **Répartition du patrimoine et inégalités de revenus futurs**

Si le ratio lui-même  $K/Y$  sort légèrement moins croissant de la prise en compte de la valeur réelle du capital immobilier, l'analyse des conséquences des différentes évolutions de l'accumulation de capital sur le profil futur des inégalités en sort elle-même renforcée. Pour bien le comprendre, il est utile de rappeler quelques-unes des hypothèses, quitte à les présenter sous un jour quelque peu caricatural. Nous avons donc dit que la hausse de la valorisation du capital immobilier est en partie réelle et pérenne (i). Nous avons également

remarqué que les rendements du capital immobilier sont substantiellement plus faibles que les rendements du capital financier (ii). Enfin, nous avons remarqué que le capital immobilier est bien plus également réparti que le capital financier, ou peut-être serait-il plus juste de dire que le capital financier et encore plus inégalement réparti que le capital immobilier. Ceci s'explique notamment par le fait que le capital immobilier est bien souvent le premier type d'investissement, et qu'on ne passe à l'investissement mobilier qu'une fois l'acquisition immobilière réalisée. Ainsi, ce sont avant tout les plus fortunés parmi les détenteurs de patrimoine qui investissent dans le capital financier, parce qu'il leur reste de quoi investir une fois l'investissement immobilier réalisé (iii).

A partir de ces trois hypothèses, il peut être utile de reprendre le raisonnement de Thomas Piketty sur les liens entre l'écart des taux de rendements et de croissance et l'évolution future des inégalités. Le raisonnement initial considère le capital  $K$  et le revenu annuel  $Y$ , ainsi que le taux de rendement  $r$  de ce capital et le taux de croissance  $g$  de ce revenu. Il n'est pas excessivement plus compliqué de scinder le capital en deux ( $K_i$  et  $K_f$ ) et similairement les taux de rendement en deux ( $r_i$  et  $r_f$ ). L'hypothèse  $r > g$  devient alors double :  $r_f > r_i$  et  $r_f > g$  (reste la question du rapport entre  $r_i$  et  $g$ ).

Alors, l'individu possédant initialement du capital financier bénéficie d'un bon rendement lui permettant de continuer à accumuler. L'individu possédant uniquement du capital immobilier peut lui aussi accumuler, mais à partir de rendements plus faibles de son capital. Quant à celui qui n'hérite de rien, non seulement les faibles fruits de la croissance limitent ses capacités d'accumulation, mais sa première source d'accumulation, le capital immobilier, engouffre rapidement

son épargne sans augmenter fortement ses revenus du fait de sa faible rentabilité. Le syndrome de Rastignac semble donc persister, voire s'intensifier, en incorporant dans l'analyse une différenciation entre capital immobilier et capital financier<sup>11</sup>.

On pourrait argumenter que les moins fortunés ont tort et qu'ils devraient se contenter d'être locataires et placer leurs économies en actions. Non seulement des considérations simples peuvent justifier leur choix, comme par exemple le fait que la volatilité des cours est bien plus dommageable quand on investit peu plutôt que beaucoup ou que l'aversion au risque marginal peut singulièrement diminuer avec le niveau de richesse. Surtout, il se trouve que ce sont les choix qui sont faits, et il n'y a aujourd'hui que peu d'éléments faisant penser que cette manière de constituer son patrimoine changera fortement à l'avenir. Ceci ouvre en réalité un autre débat, fort intéressant et clairement lié, sur les politiques publiques à mettre en œuvre en matière de logement et d'incitation à l'épargne.

---

<sup>11</sup> Piketty (2014) propose ce type de raisonnement avec différents rendements des capitaux sous l'idée que grâce à des économies d'échelles dans les coûts de gestion de fonds et des prises de risque plus importantes, les plus gros patrimoines obtiennent de plus hauts rendements. Allègre et Timbeau (2014) présentent une formalisation simple de ce phénomène avec deux types de capital financier aux rendements différents : le plus fort rendement bénéficiant uniquement aux plus fortunés.

## Références

Allègre Guillaume, Timbeau Xavier (2014) *The Critique of the Capital in the Twenty-First Century: In Search for the Macroeconomic Foundation of Inequalities*, OFCE working paper 2014-10.

Bonnet Odran, Bono Pierre-Henri, Chapelle Guillaume, Wasmer Etienne (2014) *Le capital logement contribue-t-il aux inégalités? Retour sur le capital au XXI<sup>ème</sup> siècle de Thomas Piketty*, LIEPP working paper n°25.

Curtis Marah A., Corman Hope, Noonan Kelly, Reichman Nancy E. (2012) *Life Shocks and Homelessness*, Princeton working paper 12-03.

Fellowes Matthew C., Wolf Patrick J. (2004) *Funding Mechanisms and Policy Instruments: How Business Campaign Contributions Influence Congressional Votes*, Political Research Quarterly 57, 315-324.

Gobillon Laurent, Le Blanc David (2008) *Economic effects of up-front subsidies to ownership: The case of the Prêt à Taux Zéro in France*, Journal of Housing Economics 17, 1-33.

Piketty Thomas (2013) *Le capital au XXI<sup>ème</sup> siècle*, éditions du seuil, Paris.

Piketty Thomas, Zucman Gabriel (2014) *Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries, 1700-2010*, the Quarterly Journal of Economics 129.

2014/07

Timbeau Xavier (2013) *Les bulles « robustes », pourquoi il faut construire des logements en région parisienne*, Revue de l'OFCE 128, 277-313.

Trannoy Alain, Wasmer Etienne (2013) *Comment modérer les prix de l'immobilier ?*, Les notes du conseil d'analyse économique, n° 2.



*Le LIEPP (Laboratoire interdisciplinaire d'évaluation des politiques publiques) est un laboratoire d'excellence (Labex).  
Ce projet est distingué par le jury scientifique international désigné par l'Agence nationale de la recherche (ANR).  
Il est financé dans le cadre des investissements d'avenir.*

*(ANR-11-LABX-0091, ANR-11-IDEX-0005-02)*

***[www.sciencespo.fr/liepp](http://www.sciencespo.fr/liepp)***

**Directeurs de publication:**

Etienne Wasmer & Cornelia Woll

Sciences Po - LIEPP  
27 rue Saint Guillaume  
75007 Paris - France  
+33(0)1.45.49.83.61  
[liepp@sciencespo.fr](mailto:liepp@sciencespo.fr)