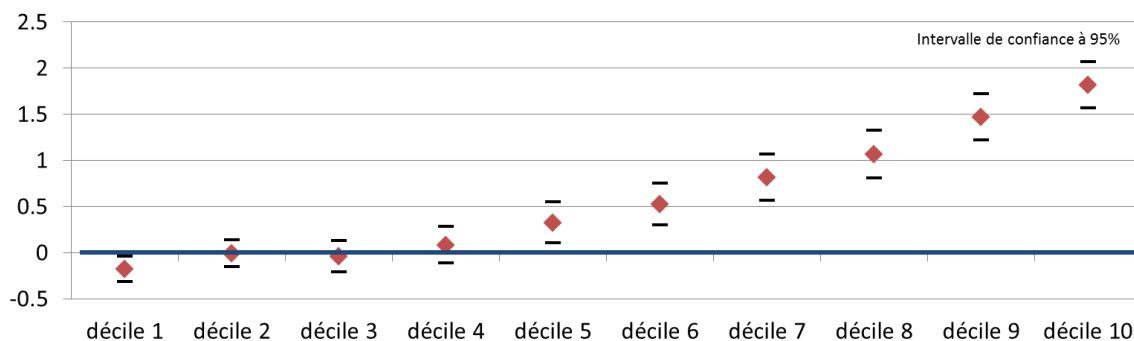


# Boom immobilier et investissement des entreprises françaises

Par [Simon Ray](#), avec Denis Fougère et [Rémy Lecat](#)

*Le boom des années 2000 en France a stimulé l'investissement des entreprises aux actifs immobiliers importants (canal positif du collatéral). À l'inverse, il a défavorisé l'investissement des entreprises moins dotées, souvent plus jeunes, en raison du coût induit (canal négatif du profit), ce qui justifie l'attention actuelle donnée au financement des PME.*

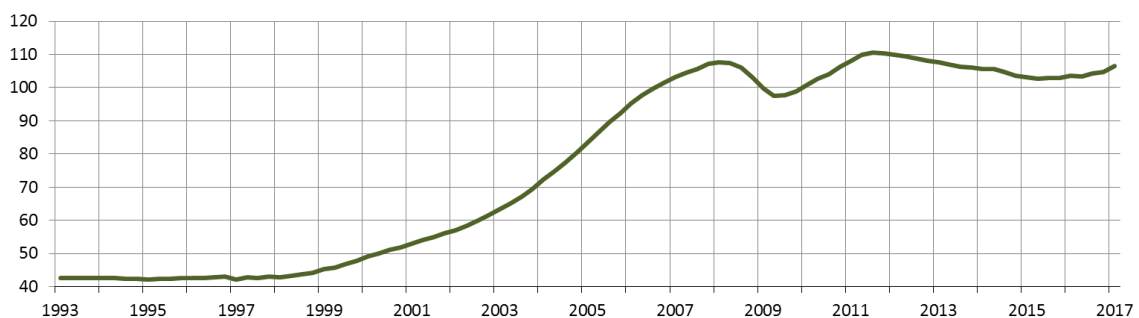
**Graphique 1 : Effet dominant du collatéral pour les firmes dotées d'actifs immobiliers**



*Variation en % du taux d'investissement associée à une hausse des prix immobiliers de 1% dans chaque décile de volume d'actifs immobiliers. Sources : FiBEN, INSEE, Bases notaires.*

Les prix immobiliers ont crû très significativement en France au cours des années 2000. Du fait de la composante foncière commune, le niveau et la dynamique des prix de l'immobilier des entreprises peuvent être approximés par ceux observés sur le marché résidentiel, pour lequel nous disposons de données locales. Entre 1998 et 2008, l'indice des prix du logement résidentiel, publié par l'INSEE, a été multiplié par plus de 2,5. Les fluctuations observées depuis n'ont pas corrigé cette envolée. Au premier semestre 2017, cet indice s'établissait ainsi à un niveau proche de son plus haut historique (voir Graphique 2).

**Graphique 2 : Indice des prix des logements anciens en France métropolitaine**



*Base 100 au 1er trimestre 2010 - série CVS (à partir de 1996). Source : INSEE.*

Cette évolution a-t-elle eu un impact sur l'activité et la compétitivité des entreprises ? Ce billet s'appuie sur une étude récente (Fougère, Lecat, et Ray, 2017) qui propose une analyse de la relation entre le prix de l'immobilier local et le comportement d'investissement des entreprises françaises depuis le milieu des années 1990.

### **Canal positif du collatéral, canal négatif du profit**

Plusieurs articles documentent une relation de cause à effet entre la valeur de marché de l'actif immobilier détenu par les entreprises et leur niveau de d'investissement (Gan, 2007 ou Chaney et al., 2012). Dans le cadre d'un marché du crédit caractérisé par le fait que le créancier ne peut pas contrôler parfaitement le comportement de l'entrepreneur, une hausse de la valeur de marché de l'actif qui peut être déposée en garantie auprès du créancier, et donc saisie en cas de défaut, facilite l'octroi de crédit, et par suite l'investissement. Les actifs immobiliers étant prioritairement mobilisés comme garantie auprès des institutions financières (Beck et al., 2008), ce canal du collatéral est à l'origine d'un mécanisme qui lie positivement prix de l'immobilier et investissement des entreprises non-financières.

Second canal allant en sens opposé, l'actif immobilier des entreprises est un facteur de production dont le coût affecte le niveau de profit des entreprises. Si la capacité d'endettement des entreprises est également déterminée par ce profit, une hausse des prix de l'immobilier a un effet ambigu sur la capacité d'investissement.

La force relative du canal du collatéral et du canal du profit dépend du volume d'actif immobilier détenu ex-ante par l'entreprise. Confrontées à une hausse des prix de l'immobilier, les entreprises détenant un stock d'actif immobilier important bénéficient de l'effet de collatéral sans que leur niveau de profit pâtisse d'une hausse des coûts ; à l'inverse, les entreprises moins dotées font face à une baisse plus marquée de leur niveau de profit sans bénéficier d'un effet de collatéral significatif.

### **Effet des prix, fonction du volume d'actifs immobiliers**

Il est possible d'étudier, à partir de données d'entreprises, l'effet des prix de l'immobilier sur le comportement d'investissement en utilisant une estimation en double différence. Ces estimations mettent en évidence l'effet différencié du niveau des prix locaux de l'immobilier sur l'investissement en fonction du volume d'actif immobilier détenu, normalisé par la taille du bilan.

L'effet distinct du niveau des prix de l'immobilier en fonction de la position de l'entreprise dans la distribution sectorielle du volume d'actif immobilier transparaît très nettement au travers des résultats d'estimation. Le Graphique 1 synthétise les résultats d'estimation en présentant l'élasticité du taux d'investissement de l'entreprise médiane aux prix de l'immobilier pour chaque décile de la distribution. Une entreprise du premier décile baisse

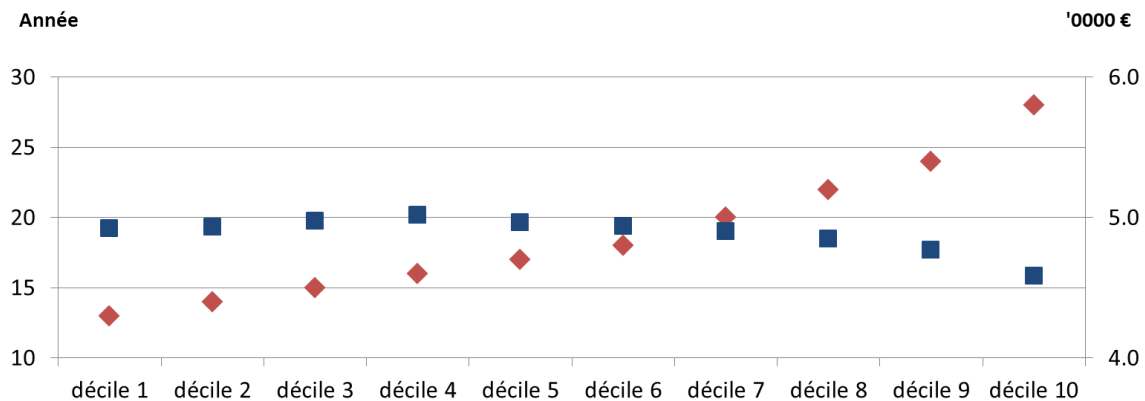
son taux d'investissement de 0,5 pp lorsque les prix augmentent de 10% ; en revanche, une entreprise du dernier décile augmente son taux d'investissement de 3,2 pp face à la même hausse de prix.

Sur la base de ces élasticités et des taux d'investissement médians dans ces deux déciles, une augmentation des prix immobiliers de 10% par an sur une période de 10 ans, c'est-à-dire un scénario proche de celui observé en France dans les années 2000, entraîne, en fin de période, une hausse du volume total du capital productif de près de 34% par rapport au scénario de prix stable pour une entreprise située dans le dernier décile. En revanche, le volume de capital productif baisse de 4% par rapport au scénario de prix stable pour une entreprise située dans le premier décile.

### Hausse des prix favorable aux entreprises plus anciennes

Le lien entre les prix de l'immobilier et l'allocation du capital entre entreprises peut être exploré à l'aune des effets hétérogènes documentés dans cette étude. Les entreprises qui bénéficient d'une hausse des prix de l'immobilier sont les entreprises qui détiennent ex-ante des stocks importants d'actifs. Or, l'entreprise médiane appartenant aux derniers déciles est plus ancienne et moins productive que l'entreprise médiane des premiers déciles (voir Graphique 3), suggérant une relation négative entre la dynamique des prix de l'immobilier et celle de la productivité.

**Graphique 3 : Âge et productivité apparente du travail médiane dans chaque décile**



*Nombre d'années médian depuis la création (losange rouge, échelle de gauche) et productivité apparente du travail médiane (carré bleu, échelle de droite), dans chaque décile. Sources : FiBEN.*

Ces faits stylisés semblent établir qu'un niveau élevé des prix de l'immobilier participe des difficultés de financement auxquelles peuvent être confrontées certaines jeunes entreprises prometteuses disposant de peu d'actifs tangibles. À cet égard, les initiatives publiques destinées à faciliter l'accès de ces entreprises à des financements semblent particulièrement justifiées dans un environnement de prix élevés.