

Welcome to Nouillorc

Le capital-logement ne contribue-t-il vraiment pas aux inégalités ?

Guillaume Allègre et Xavier Timbeau¹

*À propos du commentaire de O. Bonnet et al. (2014) sur
Le capital au XXI^e siècle de Thomas Piketty*

Un jour j'irai là-bas
Un jour Chat, un autre Rat
Voir si le cœur de la ville bat en toi
Et tu m'emmèneras
Emmène-moi !
New-York avec toi - Téléphone

Dans *Le capital au XXI^e siècle*, Thomas Piketty souligne le risque d'une concentration du patrimoine au XXI^e siècle qui menacerait les valeurs de méritocratie et de justice sociale des sociétés démocratiques. La principale force de divergence est liée au fait que le rendement net du capital (r) peut être durablement plus élevé que le taux de croissance de l'économie (g). Selon Thomas Piketty, deux conséquences sont à craindre si r est durablement supérieur à g . Premièrement, le capital aura tendance à se concentrer ; et deuxièmement, le capital constitué aura tendance à dominer le capital accumulé à partir des revenus du travail.

Dans une réponse au *Capital* de Thomas Piketty, Odran Bonnet, Pierre-Henri Bono, Guillaume Chapelle et Etienne Wasmer (« BBC&W » ou « les auteurs » dans le texte) tentent de montrer que la conclusion du livre en termes d'explosion des inégalités de patrimoine « n'est pas plausible ». Les auteurs pointent une incohérence dans la thèse : le modèle d'accumulation du capital serait implicite-

1. Nous remercions Christophe Blot, Gérard Cornilleau, Maxime Parodi et Evens Salies pour leurs commentaires.

ment un modèle d'accumulation du capital productif, ce qui serait incohérent avec le choix d'inclure le capital immobilier à sa valeur de marché dans la mesure du capital. Correctement évalué, le ratio capital sur revenu serait resté stable en France, en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis et au Canada, ce qui contredirait la thèse de l'ouvrage de Thomas Piketty. BBC&W rejoignent certaines des conclusions de notre propre revue de l'ouvrage (Allègre et Timbeau, 2014). Nous pensons néanmoins que les auteurs minimisent la contribution du logement aux inégalités. En particulier, nous ne pensons pas que l'évolution des prix de l'immobilier ait des « effets de second ordre (effets redistributifs réels) et atténués ». Comme souvent, le désaccord s'explique en partie par une absence de consensus sur ce qui compte vraiment en matière d'inégalités : les inégalités de patrimoine ? De revenus ? De consommation ? La dynamique divergente de ces inégalités ? Nous soulignons une incohérence théorique dans l'argumentation des auteurs : en effet, ils valorisent le capital à la somme des valeurs actualisées des loyers, sous l'hypothèse que ce qui compte est le fait d'être logé ; puis utilisent un modèle dynastique dans lequel c'est de transmettre la propriété et non le flux actualisé des loyers qui compte.

En répondant à BBC&W, notre objectif est également d'éclairer, de façon plus générale, certains débats provoqués par *Le capital au XXI^e siècle*. En effet, si nous avons une interprétation légèrement différente de celle des phénomènes illustrés dans l'ouvrage, nous pensons que les critiques visant à minimiser l'augmentation des inégalités ou les conséquences à long-terme de l'inégalité font fausse route.

« La valorisation du capital immobilier doit être basée sur les loyers, pas sur les prix » (p.4)

Les auteurs proposent de valoriser le capital immobilier par les loyers actualisés plutôt que par les prix². Ceci est *a priori* surprenant car la valorisation du capital par son prix est relativement standard en économie. Comme les auteurs le soulignent, c'est la convention retenue par la comptabilité nationale. Si l'on croit au rôle informatif des prix librement consentis dans une économie de marché, il faut avoir une bonne raison pour dévier de ce standard. Bien que ce ne soit pas réellement explicité en ces termes, les auteurs semblent arguer dans un premier temps qu'en ce qui concerne les inégalités, ce qui compte vraiment c'est le revenu, non le patrimoine. Les auteurs écrivent ainsi « la hausse du prix du capital-logement ne veut pas dire la hausse des revenus de ce capital » (p. 5) et « le prix de l'immobilier n'a donc aucune conséquence directe sur la part des revenus immobiliers (hors plus-value) dans le revenu national » (p. 5). Ceci dit, on peut s'interroger avec Clément Carbonnier³ sur le fait que le loyer soit le seul flux de revenu associé à la propriété de son logement. Si d'autres bénéfices sont tirés de la propriété (assurance, position) ou si la fiscalité est différente entre propriétaires et locataires (ce qui est fortement le cas pour les propriétaires-occu-

2. Cette question ne se pose que lorsque les deux valeurs divergent, en présence de « bulle ».

3. Dans un commentaire à paraître.

pants dans de nombreux pays) un calcul approximatif basé sur l'actualisation des loyers futurs risque de passer à côté de ce qui motive la propriété et que révèlent précisément les prix d'actifs⁴.

Au-delà, si les seules inégalités qui comptent sont les inégalités de revenus, écrire un livre sur le capital n'a pas beaucoup d'intérêt autre qu'historique : les évolutions de la valeur du capital sont sans conséquence en termes de politiques publiques. Les auteurs admettent néanmoins que le capital joue un rôle, mais seulement de second ordre. Pourtant ils écrivent également : « Il nous faut cependant préciser que notre intention n'est certainement pas de nier que la hausse des prix de l'immobilier a des conséquences en termes d'accès à la propriété et d'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. » (p. 3-4) ; ils soulignent que « la hausse des prix de l'immobilier crée une assurance contre les risques de la vie » (p. 8) et ils mentionnent « la possibilité d'utiliser son capital comme collatéral » (p. 15). Accès à la propriété, assurance, collatéral, héritage : il paraît difficile de qualifier, comme les auteurs, tous ces aspects du capital comme autant d'effets de second ordre. De plus, il paraît difficile de nier que les plus-values réalisées sur l'immobilier ont un effet réel sur le revenu économique. Si l'on reprend la définition du revenu de Hicks⁵, le revenu est égal à la consommation plus la variation de patrimoine :

$$R = C + dW$$

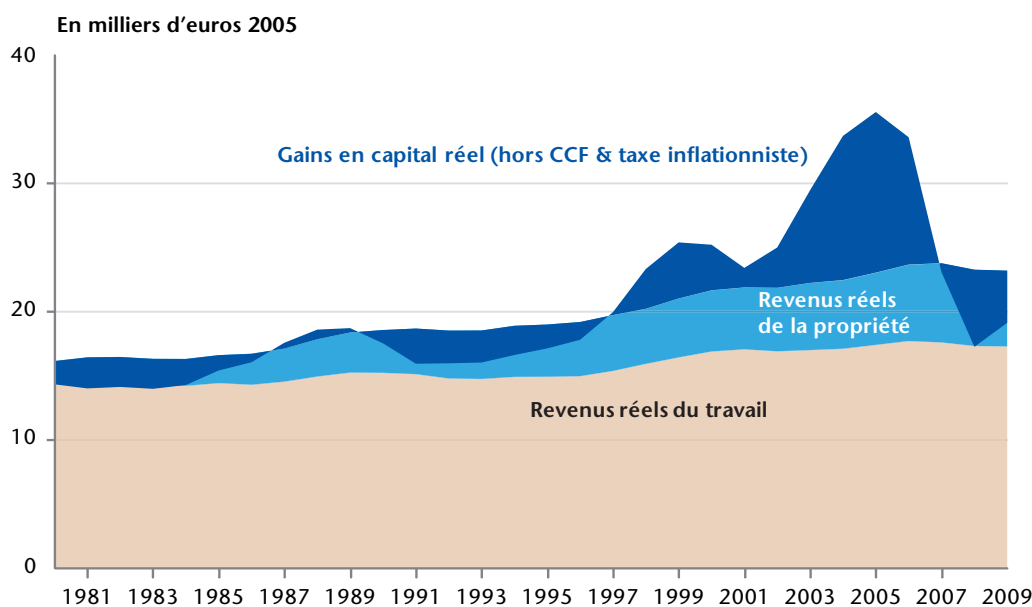
Cette définition du revenu permet de tenir compte à la fois des inégalités de revenu (en l'occurrence la consommation que ce revenu permet) et de patrimoine, défini comme le flux actualisé des consommations futures. Cette équation permet, en théorie, de traiter simultanément des inégalités de revenu et de patrimoine, en incluant dans la consommation actuelle la variation de patrimoine qui indique le surplus de consommation future en tenant compte de l'épargne ou de l'évolution de la valeur du capital (gains en capital). Le graphique ci-dessous (Allègre *et al.*, 2012) illustre à l'échelle macroéconomique l'ampleur des gains en capital et leur comparaison avec les flux usuels de revenu du capital. Une autre approche consiste à s'intéresser d'une part aux inégalités de revenu courant (le terme *C*) et d'autre part aux inégalités de patrimoine (*W*). Le premier est assez aisé et Thomas Piketty a eu la contribution que l'on sait sur le second.

4. Notons également, mais c'est un détail, que les prix de marché des biens immobiliers sont un prix « spot », découlant de l'observation des transactions dans la période. L'indice des loyers quant à lui traduit le flux de revenu explicite que tirent les propriétaires de la location de leur bien. La nature des contrats de location est telle qu'ils sont à prix fixés (ou trajectoire de prix fixés) pour des durées longues et qu'il existe un écart très significatif entre le loyer moyen et le loyer négocié à la relocation. Les deux ne diffèrent que d'un facteur qui dépend de la durée de fixation et de la règle d'indexation que dans le cas très théorique où les agents anticipent parfaitement le futur. Dans le cas contraire, lorsque par exemple survient un changement dans la règle d'indexation, le loyer moyen et le loyer de marché ont un contenu informationnel différent.

5. Le revenu selon Hicks est défini comme suit : « Le revenu d'une personne ou d'une collectivité durant une période est égal à la valeur de ce qu'elle peut consommer au maximum durant cette période tout en restant aussi riche à la fin de la période qu'elle l'était au début » (cité par Benveniste, 1979).

L'approche des auteurs est de considérer que le terme C inclu le service de logement (c'est-à-dire le flux d'utilité qui découle de l'usage d'un logement). Inclure la variation des prix du logement dans le second terme (dW) conduirait à un double compte. Mais le problème est que les prix de l'immobilier ne sont pas égaux aux flux de loyers imputés multipliés par le taux courant d'intérêt. Les gains en capital net de la taxe inflationniste (la perte de pouvoir d'achat d'un actif liée à sa détention pendant une période donnée de temps sur laquelle l'inflation est non nulle) sont en effet positifs de 1998 à 2010 et la variation de patrimoine dW , malgré deux crises financières, a augmenté le revenu des ménages en moyenne de 12 % par an en France (c'est le cas dans d'autres pays). Au cours de cette période, les gains en capital ont été supérieurs aux flux de revenus réels générés par le capital financier et non-financier.

Graphique 1. Décomposition du revenu économique réel par adulte



Source : Allègre et al. (2012) ; INSEE, *Comptes de patrimoine, comptabilité nationale*.

Logement et consommation : « les effets de second rang d'une appréciation du capital immobilier »

La parade des auteurs est de considérer implicitement par la suite que ce qui compte vraiment en matière d'inégalités, ce n'est en fait ni le patrimoine ni le revenu mais la consommation. Or, « la plus-value des vendeurs ne sert généralement pas à consommer mais à se reloger ». Ils utilisent d'ailleurs deux arguments pour justifier ce point de vue. Le premier tient à la notion d'effet de richesse. Buitier (2010) développe ainsi un modèle (à générations) où il montre que l'immobilier n'a pas d'effet richesse, c'est-à-dire qu'une augmentation de la valeur de l'immobilier ne conduit pas à augmenter la consommation hors service de logement. Ainsi, hausse de patrimoine immobilier et hausse du service de logement sont équivalents. Une littérature empirique assez riche (revue en partie

par les auteurs) explore cet effet richesse et semble conclure que lorsqu'on l'estime correctement (en corrigeant des biais d'endogénéité), l'effet richesse de l'immobilier est inexistant. Il existe pourtant des analyses empiriques moins affirmatives quant à l'absence d'effet richesse immobilière et on peut imaginer que l'exploitation de données individuelles après la crise de 2008 produira des résultats nouveaux sur cette question. Mais, même si l'on retient le cas d'un effet richesse nul, notons qu'il s'agit d'un effet richesse macroéconomique. Or, l'absence d'effet richesse macroéconomique en lui-même ne dit rien sur l'évolution des inégalités. Tous les ménages ne sont pas égaux devant l'immobilier, suivant leur position dans le cycle de vie, et une hausse ou une baisse importante des prix peut n'avoir que peu d'effet agrégé tout en ayant un effet fort sur les inégalités. Si cet effet est lui-même corrélé avec, par exemple, les inégalités de revenus, alors la montée et la baisse des prix de l'immobilier peuvent avoir des effets importants sur les inégalités. De cela, le modèle de Buiter (2007) ne traite pas parce ce que son propos est d'analyser l'effet richesse macroéconomique et non pas les conséquences redistributives de la hausse ou de la baisse des prix. N'oublions pas que même si certains⁶ considèrent que les inégalités ont un effet de second ordre sur l'activité agrégée, cela n'empêche pas qu'elles puissent se développer considérablement et que l'on puisse s'y intéresser.

Le second argument est que les individus n'exploitent pas les gains en capital puisqu'ils restent très longtemps dans leur logement (jusqu'à leur mort et même au-delà lorsque leurs héritiers occupent à leur tour le même logement). La vente pour acheter plus petit lorsque le besoin de logement est censé diminuer ne se produit pas. Un biais cognitif, des services cachés comme l'enracinement, du capital intangible et non transférable (les souvenirs) peuvent expliquer ces comportements. Les auteurs y voient la démonstration que la valeur de marché ne compte pas et que les comportements des acteurs sont bien en relation avec le service de logement plus qu'avec la valeur du patrimoine. Ils ajoutent que les effets redistributifs de la hausse des prix de l'immobilier sont faibles en termes dynastiques. L'argument des auteurs peut être résumé comme suit : si l'on considère que les ménages reçoivent un appartement de leur parent, l'occupent pendant leur vie puis meurent et le transmettent à leurs enfants, alors les évolutions de prix n'ont aucun effet en termes de bien-être. En conclusion, BBC&W font le parallèle avec un tableau :

Pour résumer d'un trait l'essentiel de cette note, demandons-nous ce que seraient les inégalités si chaque ménage détenait un tableau et le conservait toute la vie. Les plus riches détiendraient un Manet ou un Kandinsky. Les plus pauvres détiendraient un tableau d'un peintre local. Si les prix de l'art augmentaient uniformément, cela contribuerait-il aux inégalités au sens de l'accumulation exponentielle divergente du capital ? La réponse est bien sûr non.

6. Des analyses contestent que les inégalités aient un effet de second ordre sur la croissance. Voir Saraceno (2014) pour une discussion.

Bien sûr, si les prix de l'art augmentaient uniformément, cela contribuerait aux inégalités au sens commun de cette phrase. Si un Manet vaut 10 millions d'euros et un peintre local 1 000 euros (ce sont les ordres de grandeur du marché de l'art), un doublement des prix de l'art augmenterait le patrimoine des détenteurs d'un Manet de 10 millions d'euros et ceux des détenteurs d'un peintre local de 1 000 euros. Même si ces individus conservent toute la vie ces tableaux, les enfants des premiers hériteraient de millions supplémentaires tandis que les enfants des seconds finiront sûrement par vendre le tableau dans un vide-grenier. Comme les enfants des premiers seront probablement plus aisés que ceux des seconds mais pas 10 000 fois plus, l'exemple ci-dessus n'est pas loin de décrire un mécanisme de divergence exponentielle. Ici la divergence provient en plus du fait que les personnes aisées peuvent s'offrir des œuvres d'art qui s'échangent sur le marché et qui peuvent (au moins potentiellement) gagner de la valeur, tandis que les pauvres font face à des coûts d'information et de transaction trop importants pour pouvoir en profiter. Dans son ouvrage, Thomas Piketty argue que ces mêmes effets ont pour conséquence que les riches obtiennent des rendements plus élevés de leur épargne, notamment parce qu'ils font face à des coûts fixes de gestion plus faibles, ce qui contribue à la divergence patrimoniale. Nous relativisons cette explication dans notre revue (Allègre et Timbeau, 2014).

Mais l'exemple choisi pose deux autres problèmes : peu de personnes (au moins dans notre entourage) se préoccupent de la valorisation des Manet et craignent de ne pas pouvoir en acheter un ; et ceux qui achètent des Manet ne les achètent pas en vendant des milliers de tableaux de peintres locaux. Par contre, le prix des logements, et, pour les non-propriétaires, la peur de ne pouvoir accéder à la propriété, font l'objet d'innombrables conversations. Il est difficile de penser que ces conversations soient dues à une illusion nominale, comme le suggèrent les auteurs : « 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 termes de dynastie ». Le monde imaginaire décrit ici est un monde totalement figé. Les dynasties seraient propriétaires ou pas, les enfants habiteraient là où habitaient leurs parents et, avant eux, leurs grands-parents, ce qui pose des problèmes qui ne semblent pas préoccuper les auteurs outre-mesure. Bien heureusement, nous ne vivons pas dans ce monde imaginaire. Dans le monde réel, tous les logements ne sont pas achetés avec d'autres logements et toutes les personnes qui travaillent à Paris n'ont pas des parents qui sont propriétaires d'appartements à Paris. L'augmentation, même proportionnelle, des prix de l'immobilier a des effets réels parce que l'effet de cette hausse n'est pas le même selon que l'on détient un cinq pièces au Champ de Mars ou un deux pièces à Nouillorc.

Dans le monde réel, il existe des primo-accédants : certains individus s'endettent pour accéder au logement et d'autres non, généralement vers 30-40 ans ; et certains individus, parfois les mêmes et parfois non, reçoivent ensuite des donations et héritages (vers 55-65 ans). Il est vrai que les individus ont tendance à ne pas vendre leur logement en fin de vie pour consommer la plus-value. S'ils ne

Welcome to Nouillorc : le capital-logement ne contribue-t-il vraiment pas aux inégalités ?

vendent pas, c'est effectivement pour le transmettre. Mais les enfants, eux, ne gardent pas tous le logement hérité : certains louent mais d'autres vendent sans racheter (d'autant plus que la succession a effacé la plus-value). Dans la réalité, les plus-values immobilières ont bien des conséquences réelles en termes d'inégalités, notamment entre ceux qui héritent d'un bien et les autres : le capital-logement est ainsi un vecteur important de transmission intergénérationnelle des inégalités.



De même qu'il vaut mieux passer une semaine de vacance supplémentaire à New-York qu'à Nouillorc, dans un monde où les gens sont mobiles, les détenteurs de patrimoine immobilier gagnent plus à une hausse uniforme des prix à New-York (ou Paris) qu'à Nouillorc.

Là encore, le modèle de Buitier (2010), comme d'autres également (voir Timbeau, 2013), nous fournit une compréhension différente. Lorsqu'il y a bulle rationnelle, c'est-à-dire une bulle qui n'est pas incompatible avec le cadre d'anticipations rationnelles utilisé, alors il peut y avoir effet de richesse. Comme les auteurs le soulignent, les gains en capital des uns sont les pertes en capital des autres. Mais dans un modèle à générations, les gagnants peuvent être toute une génération et les perdants une génération à venir. Il y a alors report de la perte liée à la valeur de bulle. Mais le report peut se faire à l'infini, ce qui conduit potentiellement à une augmentation du bien-être de toutes les générations et au paradoxe de Hilbert de l'hôtel infini jamais complet (Shell, 1971). C'est par ce type de raisonnement que l'on peut imaginer des bulles robustes (Timbeau, 2013). Ainsi, en renonçant à ce que nous indiquent les prix de l'immobilier, les auteurs considèrent que les gains en capital au bout d'un temps suffisamment court seront compensés par des pertes, tellement aléatoirement réparties que cela ne changera rien aux inégalités.

De plus, on peut souligner ici une incohérence théorique dans l'argumentation des auteurs. En effet, ils valorisent le patrimoine immobilier à « la somme des valeurs actualisées des loyers, et non aux prix de l'immobilier », sous l'hypothèse que ce qui compte en termes de bien-être c'est bien d'être logé (la consommation de logement, valorisée au prix de cette consommation c'est-à-dire à la valeur actualisée des loyers). Or, ensuite, ils utilisent un modèle dynastique dans lequel

ce qui compte, c'est la transmission de la propriété. Ce modèle dynastique est en effet justifié en annexe par une faible élasticité de la consommation à l'augmentation des prix de l'immobilier. Or, dans un modèle dynastique (où les individus tentent de maximiser la somme actualisée des utilités de toute la dynastie), l'absence d'effet richesse est expliquée par le fait que ce qui compte en termes d'utilité dynastique, c'est la transmission du patrimoine, et non la simple possibilité de se loger. Autrement, il y aurait consommation de la valeur de bulle. Formellement, s'il n'y a pas d'effet richesse dans un modèle dynastique, c'est parce qu'une bulle immobilière n'augmente pas la richesse de la dynastie : l'augmentation de la valeur patrimoniale pour les parents est entièrement compensée par l'augmentation du coût d'accès à la propriété des enfants. C'est donc le coût de l'accès à la propriété qui compte pour ces agents dynastiques et non le simple coût de se loger. Mais si c'est le coût de l'accès à la propriété qui compte pour les agents, logiquement, c'est ce coût qu'il faudrait utiliser pour mesurer les inégalités. On peut donc regretter que les auteurs n'expliquent pas l'absence d'effet richesse dans un cadre théorique compatible avec leur hypothèse normative.

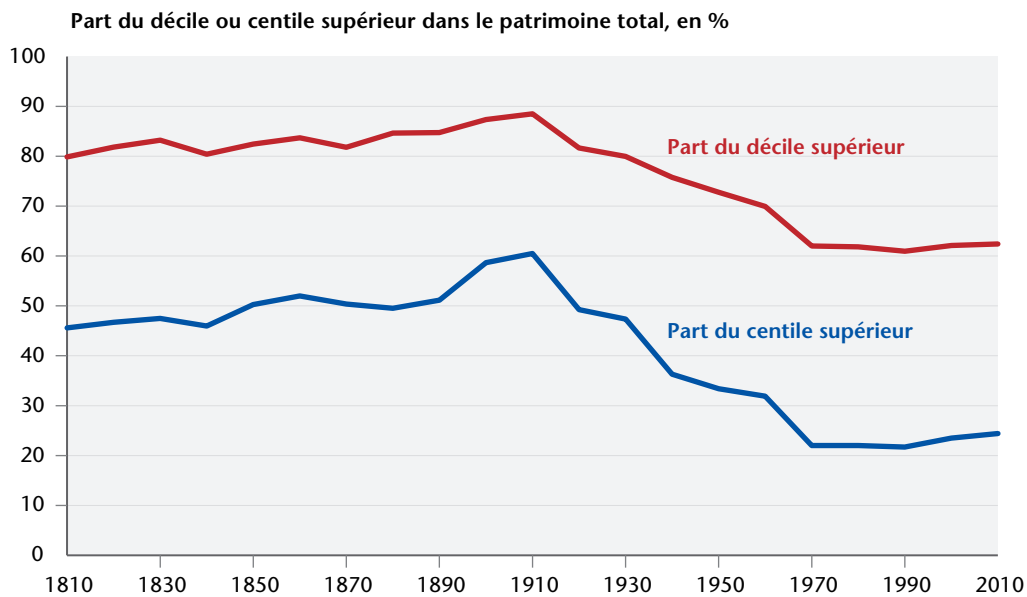
« Un impact limité qui ne génère pas une dynamique divergente d'accumulation des revenus »

Si le logement crée bien des inégalités en termes de revenus (du fait des gains en capital) et en termes de consommation (du fait des transmissions), *in fine* ce qui compte vraiment selon les auteurs est le fait qu'il ne génère pas de « dynamique divergente d'accumulation des revenus ». Mais cette absence de dynamique divergente reste à prouver. Le seul élément de preuve apporté par les auteurs par rapport à l'absence de dynamique divergente est l'augmentation continue du taux de propriétaires entre 1950 et 2006. Mais si l'on reprend l'argumentation du *Capital au XXI^e siècle*, ceci ne présage pas du futur. En effet, les données présentées dans l'ouvrage ne disent pas autre chose : les inégalités de patrimoine sont aujourd'hui à un point historiquement faible en France (graphique 2). Cette faible concentration des patrimoines ne contredit donc pas la thèse de l'ouvrage. Une sous-section est même dédiée à « l'émergence de la classe moyenne patrimoniale » (p. 550), une autre répond à la question « Pourquoi l'inégalité patrimoniale du passé ne s'est-elle pas reconstituée » (p. 585).

En fait jusqu'en 1999, les rendements de l'immobilier sont relativement faibles (graphique 3) : en suivant la théorie de Thomas Piketty, on ne s'attend pas à la mise en place d'une mécanique divergente avant cette date. Ce n'est qu'entre 1999 et 2008 que les rendements deviennent particulièrement élevés (Timbeau, 2013).

Ces rendements élevés conduisent-ils à une mécanique divergente ? On peut penser que oui. Dans les années 1950, la propriété immobilière était assez peu corrélée avec le revenu : elle était surtout expliquée par d'autres facteurs, socio-démographiques (les plus âgés, les indépendants et agriculteurs étaient plus souvent propriétaires), ce qui s'explique en partie par le fait qu'il était économiquement équivalent d'être propriétaire ou locataire (notamment parce que la

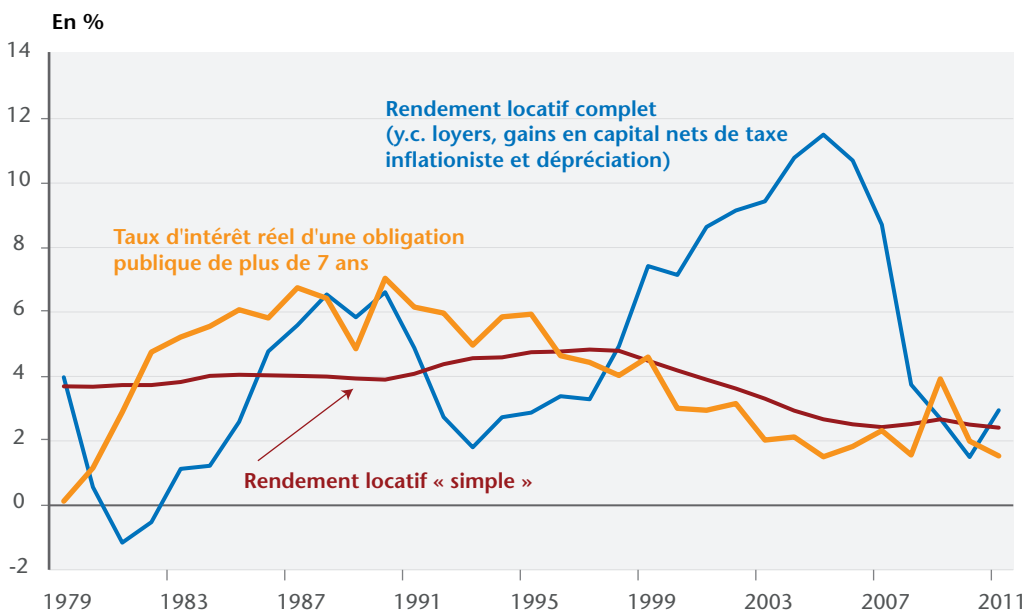
**Graphique 2. Les inégalités de patrimoine en France selon
Le Capital au XXI^e siècle**



Lecture : Le décile supérieur (les 10 % des patrimoines les plus élevés) détenait 80 %-90 % du patrimoine total dans les années 1810-1910, et 60 %-65 % aujourd'hui. Sources et séries : voir piketty.pse.ens.fr/capital21c.

Source : Piketty (2013).

Graphique 3. Rendements de l'immobilier



Source : Timbeau (2013) ; INSEE *Comptes de patrimoine, comptabilité nationale*.

fiscalité n'avantageait pas la propriété : les loyers fictifs des propriétaires-occupants étaient imposables⁷). Dans un premier temps, les forts gains en capital immobilier n'augmentent pas la concentration du capital puisqu'ils sont partagés entre tous les propriétaires, le long de l'échelle de revenus. Par contre, l'inégalité entre propriétaires et non-propriétaires augmente : le poids des flux successoraux, très inégalement partagés, augmente (graphique 11.6 du *Capital au XXI^e siècle*). Ceci est en partie contrebalancé par le fait qu'une partie des aisés n'est pas propriétaire. La divergence inégalitaire décrite par *le Capital* ne se met en place que dans un deuxième temps. Avec l'augmentation des prix, l'accès à la propriété devient plus difficile pour les classes populaires, même si certains peuvent bénéficier d'un héritage : l'accès à la propriété est de plus en plus corrélé avec le revenu et le fait d'avoir des parents propriétaires (Le Bayon *et al.*, 2013). La propriété devient de plus en plus un club fermé pour aisés. Si les rendements du capital immobilier restent durablement plus élevés que la croissance, alors plus rien ne s'oppose à la divergence.

Conclusion : $r > g$ au cœur de la thèse de Thomas Piketty

L'analyse de Thomas Piketty sur les conséquences de l'inégalité $r > g$ est en fait triviale. Contrairement à ce qu'écrivent BBC&W, elle ne repose pas sur un modèle de croissance particulier (modèle de Solow). Si $r > g$, soit le revenu ($r - g$) est épargné puis transmis, ce qui conduit à une inégalité successorale, soit il est consommé, ce qui conduit à une inégalité en termes de consommation. La réalité se situe probablement entre ces deux extrêmes mais il ne serait pas honnête de faire disparaître le problème que pose $r > g$ dans un tour de bonneteau.

Dans une perspective dynastique, si $r > g$ et que r est le rendement net du capital après impôts, y compris droits de succession, alors la descendance dynastique des propriétaires actuels du capital pourra consommer $r - g$ éternellement, sans effort ni travail supplémentaire, ce qui pose problème dans une société qui se veut méritocratique. La question n'est donc pas celle des conséquences néfastes ou non de $r > g$: socialement, il n'est clairement pas souhaitable que r soit durablement supérieur à g . *Le Capital au XXI^e siècle* démontre qu'un tel rendement du capital est inéquitable sous des principes de justice communément admis, voir les graphiques du chapitre 11 sur le patrimoine hérité qui montrent un monde dans lequel les entrepreneurs se transforment en rentiers ; le passé dévore l'avenir.

La question pertinente est en fait de savoir si l'inégalité $r > g$ est vraisemblable dans le futur et dans quelle mesure les politiques publiques peuvent la modifier. Nous pensons qu'il existe dans l'immobilier des forces qui poussent vers l'inégalité $r > g$, justement parce que le foncier n'est pas un capital accumulable comme un autre. Comme nous le soulignons dans notre note, l'inégalité $r > g$ est pour

7. En France, les loyers fictifs, nets des intérêts d'emprunt, ne sont plus soumis à l'impôt depuis 1965. À l'époque, l'abandon était motivé par un coût administratif élevé et un rendement faible (Driant et Jacquot, 2005).

nous le symptôme d'une situation de rente (voir aussi Gaffard, 2014 sur ce point). Les mécanismes sont les mêmes que ceux qui entretiennent la robustesse des bulles immobilières : « par leur représentation locale (ils votent), par leur pouvoir de contestation (ils peuvent s'opposer à des projets immobiliers en utilisant différents recours), les résidents possèdent des instruments qui renforcent leur rente foncière et peuvent accroître la valeur de leur patrimoine » (Timbeau, 2013). Dans notre revue, nous concluons que ce sont contre ces mécanismes qu'il faut lutter. Les impôts sur le capital (et les successions) sont souhaitables mais ne seront probablement pas suffisants : à un niveau suffisamment élevé, ils seraient sûrement rejetés par les habitants de Nouillorc, au détriment peut-être de leurs enfants : d'une façon mal anticipée par leurs parents, ceux-ci auront certainement un projet de vie différent que celui d'habiter dans la maison familiale à regarder le même tableau du peintre local.



Tableau d'un artiste nouillorquais

Bibliographie

- Guillaume Allègre et Xavier Timbeau, 2014 : « La critique du capital au XXI^e siècle : à la recherche des fondements macroéconomiques des inégalités », *Document de travail de l'OFCE*, 2014-06.
- Guillaume Allègre, Mathieu Plane et Xavier Timbeau, 2012 : « Réformer la fiscalité du patrimoine ? », *Revue de l'OFCE / Débats et politiques*, 122.
- Sabine Le Bayon, Sandrine Levasseur et Pierre Madec, 2013 : « Achat de la résidence principale : le profil des ménages français dans les années 2000 », *Revue de l'OFCE / Débats et politiques*, 128.
- Corinne Benveniste, 1979 : « Les revenus en France : ombres et lumières », *Économie et Statistique*, 116 : 65-73.

- Odran Bonnet, Pierre-Henri Bono, Guillaume Chapelle et Etienne Wasmer, 2014 : « Le capital-logement contribue-t-il aux inégalités ? Retour sur *Le capital au XXI^e siècle* de Thomas Piketty », *LIEPP Working Paper*, 25.
- Willem Buiter, 2010 : « Housing wealth isn't wealth ». *Economics – The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 4 (22).
- Jean-Luc Gaffard, 2014 : « *Le capital au XXI^e siècle* : un livre défi pour l'analyse », *Les Notes de l'OFCE*, 40.
- Thomas Piketty, 2013 : *Le Capital au XXI^e siècle*, Éditions du Seuil.
- Francesco Saraceno, 2014 : « High Inequality and its Impact on the Economy, Issues and Solutions », *Revue de l'OFCE*, 134.
- Karl Shell, 1971, « Notes on the Economics of Infinity ». *Journal of Political Economy*, 79 (5).
- Xavier Timbeau, 2013 : « Les bulles robustes. Pourquoi il faut construire des logements en région parisienne », *Revue de l'OFCE / Débats et politiques*, 128.