

Économie: la fin de l'exception immobilière

La crise des années quatre-vingt-dix, puis l'arrivée des investisseurs internationaux ont incité à rechercher une meilleure lisibilité des marchés immobiliers. Focus sur ce qui a réellement changé.

Guy Marty
Directeur général
*Institut de l'épargne
immobilière et foncière*
IEIF



■ Pendant la seule année 2000, les loyers des bureaux parisiens ont progressé de 43 %¹. Les sombres pronostics formulés entre 1994 et 1996 sur un immobilier d'entreprise qui resterait terrassé pour longtemps, victime de ses extraordinaires excès, avaient largement eu le temps d'être oubliés : dès le second semestre 1997 les valeurs étaient reparties à la hausse, les années 1998 et 1999 avaient été à l'image d'un printemps boursier, et en 2000 le constat s'imposait d'évidence. La demande immobilière des entreprises se heurtait à ce qu'il fallait bien appeler une rareté.

Pourtant, ce qui aurait dû arriver ne s'est pas produit. Les prix n'ont pas suivi les loyers – ils n'ont progressé que de 9 % en 2000 – et l'effort de construction est resté prudent. Le retournement de l'économie en 2001, puis la conjoncture franchement terne en 2002 ont certes inversé le cycle des bureaux – moins de transactions, baisse des loyers – mais le mot « crise » n'a pas réapparu. Par quel sursaut d'intelligence ou de chance n'a-t-on pas dérapé alors que la tentation en était bien naturelle ? La catastrophe du début des années quatre-vingt-dix n'avait été ni prévue, ni pressentie. La sortie de crise n'avait pas été mieux anticipée. Mais le cycle suivant a été sans aucun doute mieux appréhendé. On pourrait penser que les grands acteurs du marché – investisseurs, ban-

quiers, promoteurs – avaient été trop marqués par les difficultés précédentes pour se départir d'une certaine prudence. Cet aspect psychologique a compté dans une certaine mesure, mais dans une mesure seulement.

Un traitement des informations plus pertinent

Les investisseurs internationaux ont beaucoup accusé le marché français de manquer de transparence, et les acteurs nationaux ont, dans l'ensemble, accepté cette accusation. Ce procès et son verdict sont d'autant plus surprenants que des marchés réputés transparents, et implici-

« On s'aperçoit rétrospectivement qu'à la veille de la crise des années quatre-vingt-dix, de nombreux signaux d'alerte auraient pu être détectés. »

tement admis comme modèles – États-Unis et Grande-Bretagne pour ne citer que deux exemples au-dessus de tout soupçon – avaient été frappés par une crise immobilière aussi peu anticipée et tout aussi grave. Il convient donc de rela-

tiviser le défaut d'information ou du moins son influence réelle sur les mésaventures du marché immobilier. Quoiqu'il en soit, de sérieux progrès ont été accomplis depuis le début des années quatre-vingt-dix. Encore convient-il d'en mesurer la nature exacte.

Il est certain que les grands « commercialisateurs », à commencer par Auguste Thouard et Bourdais, aujourd'hui Atis Real Auguste-Thouard et Insignia Bourdais CBRE, ont consacré beaucoup d'efforts à leurs observations statistiques, tant au niveau des procédures de collecte et de traitement qu'à celui de la diffusion. Il est certain aussi que la création de la structure Immostat – à l'initiative d'Atis Real Auguste-Thouard, CB Richard Ellis, DTZ Jean Thouard Insignia Bourdais et Jones Lang La Salle – confère un meilleur niveau de cohérence et de disponibilité des informations de base sur le marché. Ces améliorations sont indéniables, et sans aucun doute méritoires de la part des acteurs qui s'y sont consacrés, mais n'impliquent nullement que l'on soit passé de l'obscurité à la lumière. On s'aperçoit en effet rétrospectivement qu'à la veille de la crise des années quatre-vingt-dix, dans le seul cadre des informations alors largement publiées, de nombreux signaux d'alerte auraient pu être détectés.

Un exemple suffira pour s'en convaincre. Jusqu'à il y a peu, il était courant de regretter l'absence d'une in-

De l'exception immobilière à l'effondrement d'un mythe

Pour comprendre ce qui a changé exactement, il n'est sans doute pas inutile de revenir sur l'origine d'un aveuglement qui ne fut d'ailleurs pas spécifiquement français, mais mondial.

Inflation et déséquilibre entre l'offre et la demande

De l'immédiate après-guerre jusqu'au milieu des années quatre-vingt, les croissances démographiques ont été fortes. L'offre de logement était structurellement en retard sur la demande. Le secteur immobilier pouvait se permettre d'ignorer dans une certaine mesure les cycles économiques. L'inflation aidant, les prix et les loyers étaient tirés à la hausse, même si celle-ci n'était parfois que nominale. À partir des années soixante, la tertiarisation de l'économie a créé un phénomène semblable du côté de l'immobilier d'entreprise : l'offre de locaux était sans cesse en retard sur la demande.

Là aussi, l'inflation gommait les cycles des valeurs, sur fond de tendance structurellement orientée à la hausse. Il y avait donc bien une sorte d'exception immobilière, une dynamique autonome qui dotait le secteur immobilier d'un sentiment exceptionnel de sécurité.

Les années quatre-vingt ont vu l'écroulement de cette heureuse configuration. Tout d'abord, le déséquilibre endémique touchait à sa fin.

La vague puissante de constructions avait permis de rattraper le retard structurel. L'offre et la demande entraient dans une situation plus classique, mais radicalement nouvelle pour l'immobilier, de confrontation conjoncturelle.

Ensuite, la désinflation a marqué la fin d'une époque, et l'entrée dans une autre de financiarisation et de mondialisation pour l'ensemble des économies. Or, l'inflation avait été au cœur de la belle mécanique immobilière : c'est elle qui transformait l'immobilier en valeur refuge, et permettait aux prix et aux loyers de lisser les cycles. C'est elle aussi qui limitait les risques pour les producteurs. Si le délai de vente se rallongeait, le glissement des prix en limitait les conséquences. La disparition de l'inflation, au milieu des années quatre-vingt, fut pour le continent immobilier un véritable tremblement de terre, dont l'onde de choc se fit sentir, coïncidence malheureuse, à l'issue d'un cycle haussier sans précédent. Les excès qui auraient été douloureux, mais largement amortis par un environnement inflationniste, ont tourné à la catastrophe. Il y a donc eu juxtaposition d'un cycle conjoncturel et de deux mutations structurelles (fin du déséquilibre entre demande et offre, fin de l'inflation) qui représentaient la fin de l'exception immobilière.

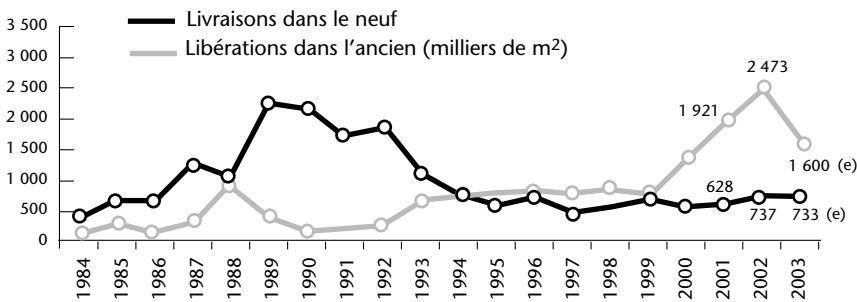
Vers une « financiarisation » de l'immobilier

Ce qui avait été une réalité est demeuré, pendant quelque temps encore, un cadre de référence. Les comportements, les réflexes qui avaient été forgés dans un contexte de sécurité par la demande et par l'inflation, n'étaient plus adaptés dans les nouvelles conditions économiques. D'où l'enthousiasme de la fin des années quatre-vingt – qui devient incompréhensible rétroactivement une fois que l'on a intégré le nouveau contexte – d'où également l'incapacité à prendre la mesure exacte de la crise : dans un premier temps, on tenta de la réduire à un accident conjoncturel, dans un second temps on plongea dans un pessimisme démesuré. La cruauté des désillusions a rongé l'ancien cadre de référence.

On s'aperçut que l'on avait « oublié » les utilisateurs. On vit les Américains investir sur un marché auquel on ne croyait plus. Les stocks se sont résorbés. Alors qu'une reprise inattendue par sa rapidité et sa vigueur se confirmait, les conceptions et les pratiques ont achevé leur mise à jour. Avec la disparition de l'exception immobilière, autrement dit de la sécurité « en soi », le marché immobilier devient un marché comme les autres. Si la demande n'est plus structurellement en avance

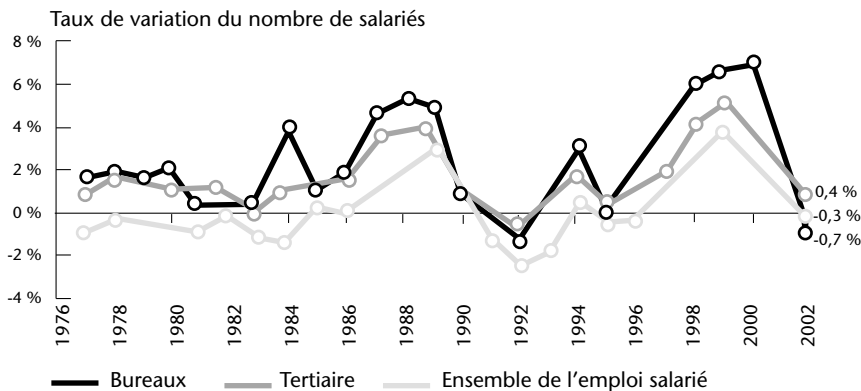
sur l'offre, l'équilibre entre les deux doit être sans cesse examiné. S'il n'y a plus d'inflation pour gommer les risques, les travaux d'analyse et de prévision ne sont plus un luxe mais une nécessité. Tout cela est désormais évident, mais justement les évidences ont changé parce que la situation économique de l'immobilier a changé. C'est d'ailleurs sous les couleurs de la « financiarisation » de l'immobilier que l'essentiel de la transformation vécue par les acteurs s'est opéré, et ceci pour deux raisons. D'abord, en l'absence d'inflation, l'immobilier n'est plus une valeur refuge mais un actif de même ordre que les actions ou les obligations. Le périmètre de la gestion d'actifs, fleuron de l'activité financière, s'est ainsi soudain élargi à la pierre, ce qui revient à dire que les financiers sont arrivés avec armes et bagages théoriques sur le secteur immobilier. La seconde raison est plus pragmatique. Dans un marché français en perdition, les investisseurs internationaux sont apparus comme des sauveurs, et n'ont eu aucune peine à imposer leur langage et leurs critères, précisément financiers, ce qui a sans nul doute accéléré l'intégration de l'investissement et du financement immobiliers dans une démarche incluant la collecte d'informations et l'analyse économique.

1. Offre de bureaux : deux composantes



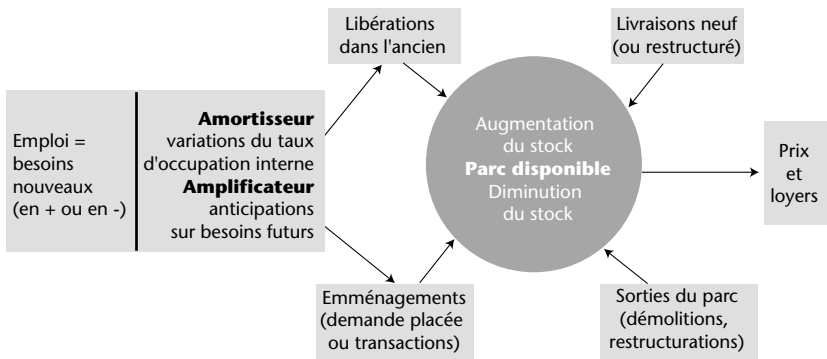
Source : IEIF, d'après données ORIEIF et Insignia-Bourdaix CBRE.

2. Bureaux et secteur tertiaire (Ile-de-France)



Source : IEIF, d'après UNEDIC-GARP.

3. La dynamique du marché des bureaux



Source : IEIF.

formation sur « l'absorption nette » en matière de bureaux. Le problème est simple. Les transactions sont connues et publiées, mais elles peuvent cacher des doublons : si une entreprise quitte des bureaux de 4000 m² pour s'installer sur une surface de 5000 m², c'est cette dernière superficie qui est enregistrée comme transaction, alors que la demande nouvelle satisfaite ne représente que 1000 m². C'est ce qu'on appelle

l'absorption nette, dont la connaissance est autrement plus précieuse pour l'évolution des tendances du marché. L'IEIF a publié il y a deux ans une matrice permettant de calculer cette absorption nette à partir d'informations... disponibles depuis toujours. Cette matrice permet aussi de connaître le montant des libérations de locaux, et ainsi de compléter l'analyse de l'offre. Le *graphique 1* illustre ainsi

l'une de ces données « nouvelles », et vitales pour l'analyse des marchés, à partir d'informations qui, elles, n'ont rien de nouveau. Les exemples de ce type sont désormais nombreux. Si le marché immobilier a progressé en visibilité, avec tous les avantages que cela peut apporter pour les stratégies des acteurs et pour une relative sagesse collective, c'est dans une très large mesure grâce aux progrès dans le traitement des informations existantes. Que celles-ci soient plus nombreuses, plus fiables, ne fait aucun doute. Mais leur analyse est surtout mieux maîtrisée aujourd'hui, et c'est bien là que réside l'essentiel de la visibilité.

Transparence : immobilier ou économie ?

Des deux composantes du marché des bureaux que sont l'offre et la demande, on s'aperçoit que les informations disponibles sur le marché couvrent assez bien le premier facteur, qui est l'offre. Elles couvrent bien aussi le résultat instantané de leur confrontation, qui est le niveau des transactions et, plus finement, celui de l'absorption nette. Mais qu'en est-il de la demande non encore satisfaite ou en préparation ? Or la clé de l'information, pour examiner, analyser, mesurer les tendances du marché des bureaux, se trouve dans l'évolution des entreprises, et relève donc clairement du champ économique. De façon quelque peu provocante, on pourrait résumer la situation en disant que le défaut de transparence n'était pas du côté de l'immobilier mais de celui de l'économie !

C'est bien un constat de cet ordre qui a été dressé en 1995, lorsqu'un panel d'investisseurs, de banquiers et de promoteurs a constitué, au sein de l'IEIF, un groupe de recherche consacré à l'analyse et la prévision des marchés. Après une première phase de structuration de l'information disponible en une batterie d'indicateurs de marché, il est apparu que des signaux court terme pouvaient être aisément élaborés à partir des données sur la confrontation entre offre et demande, qu'il s'agisse du niveau de transactions ou de l'évolution des valeurs ; et que les données sur l'offre – présentes ou en préparation – permettaient de compléter ces signaux court terme par des alertes. Mais il manquait

deux informations majeures: quelle est la demande des entreprises, et quel est le délai de retard entre celle-ci et son expression sur le marché?

La difficulté est patente. Sur le marché des bureaux, la connaissance de l'emploi tertiaire, qui est la seule disponible, est de peu de secours. Les entreprises industrielles, par exemple, ont des sièges sociaux ou des départements d'activités qui utilisent des bureaux, et de nombreuses entreprises du tertiaire, par exemple dans le commerce, utilisent d'autres locaux que des bureaux. Il est donc nécessaire de compléter l'information économique. La démarche adoptée consiste pour l'essentiel à exploiter les statistiques Garp/Unedic, disponibles annuellement, et à les analyser à partir de la NAF 700 (nomenclature des activités françaises, 696 branches exactement) pour établir une matrice de correspondance entre l'emploi et l'emploi de bureau. Le résultat synthétique – un indice de l'emploi de bureau – est présenté dans le *graphique 2*.

« L'exception immobilière a pris fin dans sa réalité économique, puis dans les conceptions et les pratiques professionnelles. »

Dans la pratique, des travaux complémentaires ont permis d'établir une distinction entre les branches d'activités qui absorbent ou rendent des surfaces lorsque leur emploi varie, et celles pour lesquelles l'évolution de l'emploi n'a pas ou peu d'impact sur la demande de mètres carrés (le travail temporaire en est un exemple typique). Il a été possible ensuite d'examiner le lien entre l'emploi dans les branches à absorption, donnée économique, et l'absorption nette, donnée immobilière: bien entendu, la chaîne des causes et des effets doit intégrer des mécanismes amortisseurs (une entreprise qui licencie ne déménage pas nécessairement) et des mécanismes amplificateurs (une entreprise qui déménage a tendance à prendre des surfaces plus grandes que celles dont elle a immédiatement besoin). À partir de ces

analyses de la demande et de son expression, il devient possible d'établir un pont entre les tendances économiques globales ou sectorielles et leurs conséquences en termes de surfaces consommées par les entreprises. Ceci peut d'ailleurs être décliné géographiquement, puisque l'emploi est tout aussi localisé que les immeubles (*graphique 3*).

Nous n'allons pas ici multiplier les exemples, mais il ressort du corpus d'économie immobilière développé dans le cadre de l'IEIF que l'essentiel des progrès dans l'analyse des marchés immobiliers réside dans une meilleure appréhension du métabolisme immobilier de l'économie, et qu'il s'agissait tout autant, sinon plus, d'exploiter et d'interpréter l'information économique que d'approfondir l'information immobilière. En ce sens, l'économie immobilière est enfin devenue, ni plus ni moins, une économie sectorielle.

Marchés immobiliers: cycles ou crises ?

Au-delà des développements récents de l'économie immobilière elle-même, l'exercice d'une activité de recherche chez les brokers et *asset managers* immobiliers est aujourd'hui tout aussi courant que dans la sphère financière. Si l'on ajoute à cela non seulement la présence forte des investisseurs institutionnels, donc de culture financière, sur le marché immobilier d'entreprise, mais encore une plus grande importance donnée à la fonction immobilière dans les entreprises et l'intégration de l'immobilier dans leur stratégie financière globale, on est en mesure de dresser le bilan de ces quelques années de profondes transformations. Pour l'essentiel, l'exception immobilière a pris fin d'abord dans sa réalité économique, puis dans les conceptions et surtout les pratiques professionnelles. Les marchés immobiliers, et aussi les métiers, y ont gagné d'être plus dynamiques, plus ouverts, plus en phase avec l'univers financier et avec la vie économique. Mais il y a plus. Il y a désormais un niveau raisonnable de visibilité, certes jamais parfait, mais à la hauteur des autres secteurs économiques. ●

1 Loyers « prime » Paris Quartier d'affaires: +43 %.
Loyers moyens pondérés Ile-de-France (bureaux neufs, rénovés ou restructurés): +41 %.
Source: Insignia Bourdais CBRE.