

Le marché immobilier résidentiel

Le marché immobilier résidentiel connaît un boom marqué en France, comme d'ailleurs dans la plupart des pays européens (hors Allemagne), depuis 1997. Les signaux de tension se font de plus en plus présents et les interrogations se multiplient. Le cycle actuel s'apparente-t-il à une bulle immobilière, avec un risque de forte chute des ventes et des prix ? Si ce n'est pas le cas, comment allons-nous sortir de ce cycle haussier ?



Olivier ELUÈRE
Économiste
Crédit Agricole SA

■ Le marché immobilier résidentiel reste extrêmement dynamique. Dans le logement ancien, le nombre de transactions est supérieur à 600 000 par an depuis 2001 et en 2004 s'est chiffré à 606 000. Les prix sont en hausse très marquée, 15,5 % en 2004, et ont presque doublé (95 % en hausse cumulée) depuis 1997. Dans le logement neuf, le rythme des ventes est en progression très marquée, la hausse cumulée depuis 1997 atteint 60 % et les stocks de logements neufs disponibles sont à des plus bas historiques, avec un délai moyen d'écoulement limité à cinq mois. Des signes de freinage des ventes et des prix ont été perceptibles sur les derniers mois, mais ils restent très ténus.

Quatre éléments préoccupants

Les quatre éléments suivants conduisent à s'interroger sur la soutenabilité du cycle actuel.

- Le ratio de solvabilité des ménages s'est sensiblement dégradé ces dernières années et se rapproche de niveaux critiques, malgré le bas niveau des taux d'intérêt, la hausse des prix immobiliers étant beaucoup plus rapide que la hausse de leur revenu. Ce ratio (appelé aussi taux d'effort) est défini par le remboursement annuel (capital et intérêts), pour un nouvel accédant, d'un crédit habitat pour un appartement ancien en France, rapporté au revenu disponible brut. Selon les calculs du Crédit Agricole, en supposant un apport personnel de 30 % (ce qui est à peu près la

moyenne constatée sur les dernières années), le ratio de solvabilité est passé de 21 % du revenu en 1998 à 30 % début 2005. En régions notamment, les niveaux de solvabilité se rapprochent des points bas de 1991-1992.

- Le taux d'endettement des ménages s'accroît régulièrement et atteint désormais 60 % du revenu, contre 50 % en 1998.
- Le taux de rendement locatif (initial, avant impôts) baisse régulièrement. À Paris, il atteint désormais 4,20 %, niveau proche d'un rendement obligataire, et donc peu attractif. En régions, il est un peu plus élevé, autour de 5,5 %.
- La part des primo accédants se réduit de plus en plus. Une partie croissante des acheteurs sont déjà propriétaires et financent en partie l'acquisition via une revente préalable et un apport personnel élevé. Les primo accédants à revenu modéré sont de moins en moins présents. Selon la FNAIM, dans le logement ancien, ils ne représentent plus que 60 % de l'ensemble des accédants, contre 75 % en 1998. Ils doivent opérer des concessions de plus en plus marquées sur la taille, l'emplacement ou la qualité du logement.

Pas de bulle spéculative

Le marché immobilier est donc de plus en plus tendu. Peut-on pour autant parler d'une bulle spéculative, telle que celle qui s'est développée en Ile-de-France entre 1985 et 1991 ? Certes, les prix sont historiquement élevés. À Paris, en euros constants, ils ont dépassé le pic

de 1991. Mais sont-ils pour autant clairement surévalués ? À l'époque, les hausses de prix étaient encore plus marquées (125 % en cumulé à Paris, 110 % en Ile-de-France pour les appartements neufs). Deux paramètres permettaient de confirmer qu'il s'agissait bien d'une bulle spéculative :

- d'une part, une prime de risque négative sur l'investissement immobilier. Un investissement immobilier locatif doit a priori offrir un taux de rendement interne supérieur au taux d'un placement obligataire, afin de rémunérer le risque (possible moins-value à la revente, incertitude sur les loyers futurs...). La différence entre ces deux rendements, appelée prime de risque, doit donc être positive. Or, en 1990 et 1991, sur un investissement immobilier à Paris, elle était devenue négative, de l'ordre de -2 %. Ceci était lié soit au caractère très spéculatif de la demande, soit à des anticipations trop favorables en matière de loyers (dont les hausses étaient de 7 % par an à l'époque mais ont ensuite nettement ralenti). Les investisseurs étaient insuffisamment rémunérés par rapport aux risques encourus, les prix étaient clairement surévalués ;

- d'autre part, une solvabilité des ménages très fortement dégradée. Le ratio de solvabilité pour une acquisition à Paris s'était très nettement dégradé, jusqu'à atteindre des niveaux non soutenables. Ils pouvaient être estimés à environ 55 % du revenu en 1990-1991, du fait des très fortes hausses de prix immobiliers et

de taux de crédit très élevés (compris entre 9 et 11 %).

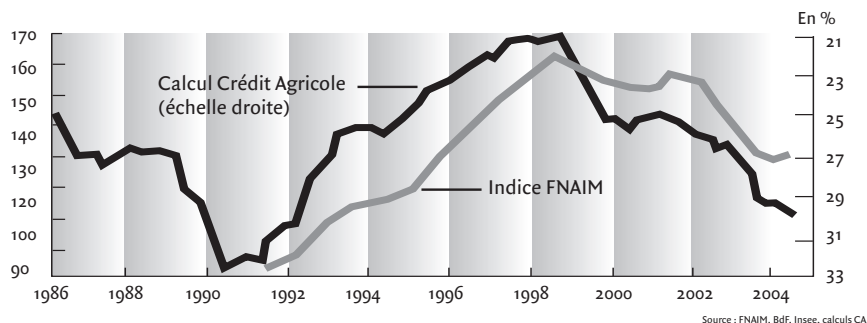
La prime de risque reste positive

D'abord, la croissance économique était très soutenue entre 1986 et 1990. Ensuite, les anticipations étaient trop haussières en matière de loyers (cf. plus haut), mais aussi en matière d'inflation : certains emprunteurs tablaient encore sur une forte inflation à venir, compte tenu de hausses de prix encore marquées dans les années quatre-vingt. Par ailleurs, les comportements spéculatifs (recherche d'une plus-value rapide) étaient marqués. Enfin, l'immobilier de bureaux connaissait un boom en Ile-de-France, avec des hausses de prix très fortes jusqu'en 1989. La bulle a fini par éclater, en 1992. Le contexte économique s'est en effet nettement détérioré entre 1991 et 1993 et le taux de chômage est remonté de 9,4 % à 11,6 %. La confiance des ménages s'est ainsi nettement dégradée. Les taux de crédit habitat se sont encore accrus, dépassant 11 % en 1990-1991. L'immobilier de bureaux s'est retourné à partir de 1990, avec une baisse continue des prix des bureaux jusqu'en 1996. Dans ce contexte, les niveaux très dégradés de solvabilité et de prime de risque ont conduit à une baisse marquée des ventes (à partir de 1991) et des prix immobiliers (à partir de 1992). Les prix des logements parisiens ont ainsi reculé de 32 % entre 1992 et 1997.

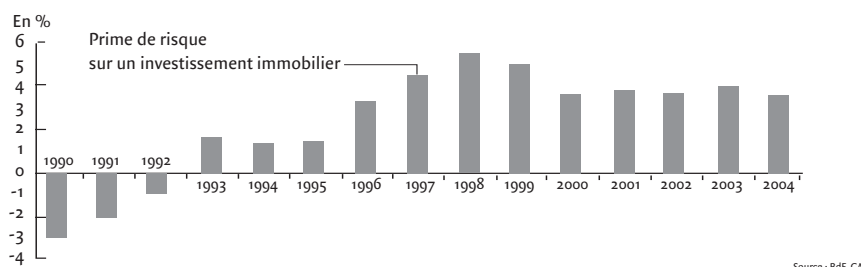
Il faut toutefois rappeler que la bulle était concentrée en Ile-de-France, et qu'en régions les prix n'ont pas baissé mais stagné entre 1992 et 1996.

Le cycle actuel est très différent du précédent et apparaît beaucoup moins tendu. Les hausses de prix cumulées sont moins fortes en Ile-de-France que dans le cycle précédent. On peut même noter que les prix des appartements neufs en 2004 sont encore inférieurs, en euros courants, à leur niveau de 1991. La prime de risque immobilière s'est réduite mais reste positive, et encore assez élevée, proche de 3 % en 2004. Les investisseurs restent donc relativement bien rémunérés. La solvabilité des ménages parisiens est beaucoup moins dégradée que dans le cycle précédent, grâce à des hausses de prix moins rapides et à des conditions de financement très favorables.

1. Solvabilité des ménages en France



2. Prime de risque sur l'investissement immobilier à Paris



Plus généralement, les conditions qui favorisaient la constitution d'une bulle ne jouent pas dans le cycle actuel. Les anticipations en matière de loyers et d'inflation restent modérées. Les comportements spéculatifs sont limités. Et dans l'immobilier de bureaux n'apparaît aucune tension particulière.

Vers un atterrissage en douceur

Le marché immobilier ne présente donc pas actuellement les signes d'une bulle spéculative. Le risque de net ajustement des ventes et des prix à court terme est donc très faible. De plus, il semble peu probable qu'une bulle se forme peu à peu au cours des prochains trimestres. Dans ces conditions, quelles évolutions peut-on attendre ?

Le volume de transactions devrait rester élevé mais se replier un peu au cours des prochains trimestres. En effet, le ratio de solvabilité va être de plus en plus dégradé. Ce niveau, on l'a vu, se rapproche de niveaux critiques, et va continuer à se détériorer du fait des rythmes toujours très soutenus de hausses de prix et de la remontée attendue des taux d'intérêt. Les primo accédants à revenu modeste risquent d'être de moins en moins présents. Par ailleurs, le taux de rendement locatif va

devenir de moins en moins attractif. Le taux de rendement interne d'un investissement locatif va rester acceptable, sous certaines conditions, mais le taux de rendement initial, avant impôts, va encore se réduire et à Paris devenir inférieur au taux OAT 10 ans. De plus, dans le neuf, les investissements « de Robien » devraient se tasser, les programmes les plus attractifs ayant été commercialisés en 2003-2004.

Plusieurs éléments positifs vont toutefois limiter le freinage de la demande. Le nouveau prêt à taux zéro devrait permettre à certains ménages à revenu modéré d'accéder à l'acquisition. Les soutiens structurels à la demande (démographie, retraites, prudence face à la Bourse...) continueront à jouer. Et le contexte conjoncturel restera plutôt favorable. Les hausses de prix resteront élevées mais devraient ralentir.

Au-delà de 2005, le freinage sera plus accusé. La demande va continuer à se replier. De plus, la hausse prévue des taux longs va affecter encore davantage la solvabilité. Mais la demande ne s'effondrerait pas. Compte tenu par ailleurs d'une offre assez limitée, notamment dans le logement neuf, les prix freineront graduellement et pourraient finir par se stabiliser ou par baisser très légèrement. Le rééquilibrage du marché devrait donc se faire par un atterrissage en douceur. ●