

Immobilier résidentiel

l'épreuve de vérité

Alors que l'activité économique pâtit d'un ralentissement prononcé, que le pouvoir d'achat des ménages s'effrite sur fond de retournement de l'emploi, le secteur continue d'afficher une insolente vitalité. L'anticyclone qui abrite cet îlot de prospérité menace-t-il de se déliter? Rien n'est moins sûr.



LAURENT QUIGNON

Economiste

BNP Paribas

SI, DEPUIS 2001, L'ANCIEN résistait mieux que le neuf en termes de volumes, la hiérarchie s'est progressivement inversée: durant les derniers mois d'hiver, la construction est sortie de sa léthargie, tandis que dans l'ancien, le recul du nombre de transactions se poursuivait. Depuis plusieurs mois, le marché parisien enregistre ainsi un tassement des volumes sur les appartements anciens¹ (-9,3 % sur un an au dernier trimestre 2002, -2,8 % au premier trimestre 2003, -13,4 % au second), aujourd'hui suivi dans ce mouvement, comme en témoignent les premières orientations relevées par les professionnels pour le second semestre 2003, par l'ensemble du marché hexagonal, dans une amplitude toutefois bien moindre.

VOLUMES EN BAISSSE, PRIX EN HAUSSE

Ignorant la modération des volumes (*graphique*), les prix ont poursuivi leur ascension tant à Paris (+13,9% au second trimestre après +12,4 % au premier) qu'en province. Particulièrement vigoureuse dans la capitale, l'accélération a conduit les glissements annuels

à égaler les records des deuxième et troisième trimestres 2000, rythmes les plus élevés jamais atteints depuis l'éclatement de la bulle à l'aube des années 1990, observés au demeurant dans un contexte conjoncturel autrement plus porteur.

Les premiers signes de ralentissement

¹ Vendus libres. Source: Chambre interdépartementale des notaires de Paris.

Les prix des logements nouvellement construits ont épousé des tendances voisines, après que leur glissement annuel a atteint un pic à l'automne 2002. Au deuxième trimestre, les prix des logements neufs ont continué de s'apprécier (respectivement +6,6 %, en moyenne, pour les appartements et +4,6 % pour les maisons en glissement annuel), mais à un rythme inférieur à celui des trimestres précédents.

Le nombre de logements neufs commercialisés dans le cadre des activités de promotion immobilière ² au deuxième trimestre 2003 s'établit à 25 500, soit 22 % au-dessus des volumes du deuxième trimestre 2002, tirant les stocks de logements disponibles à la vente vers des niveaux historiquement bas (41 600), inférieurs de 13,9 % à ceux qui prévalaient un an auparavant.

Alors que le recul de la construction de locaux non résidentiels se poursuit, les constructions de logements sont encore restées relativement dynamiques au troisième trimestre, progressant de +1,2 % en cumul annuel glissant, stimulées par les édifications d'immeubles collectifs (+7,5%).

DES INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES MOINS FAVORABLES

Depuis la reprise du marché de 1997-1998, le contexte a radicalement changé. La hausse de l'endettement, l'érosion de la solvabilité des ménages et leur moindre optimisme pèsent sur la demande. Le maintien des volumes de transactions à des niveaux élevés, conjugué à l'ascension des prix, a mécaniquement gonflé l'encours des crédits à l'habitat aux ménages. Après avoir connu une faible décélération entre le début et la fin du printemps, celui-ci a de nouveau accéléré (9,1 % sur un an en septembre), renouant, peu ou prou, avec les rythmes de progression observés au début de 2000.

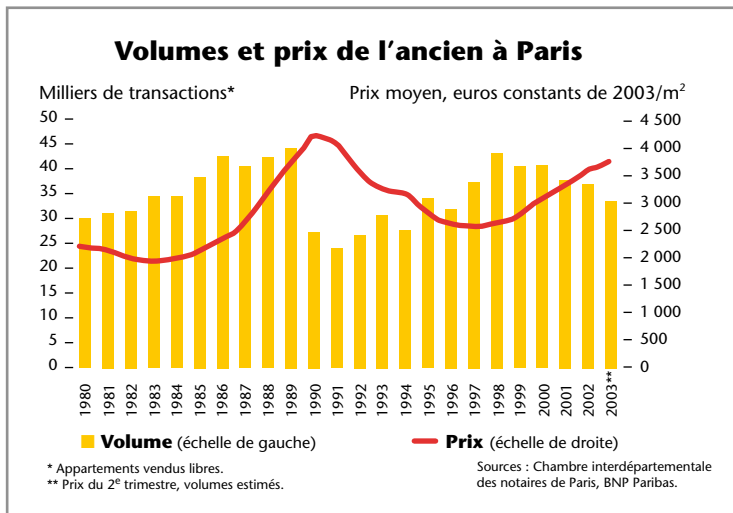
L'effet de la hausse des valeurs sur la solvabilité des ménages ne fut que partiellement compensé par la décrue des taux d'intérêt, qui reprit son cours au second semestre 2001, et par l'allongement de la durée moyenne du crédit. Remarquablement stable durant la majeure partie des années 1990, cette dernière a, en effet, connu un très sensible accroissement depuis 2000.

“Le maintien des volumes de transactions à des niveaux élevés, conjugué à l'ascension des prix, a mécaniquement gonflé l'encours des crédits à l'habitat aux ménages.”

sont néanmoins perceptibles en province. Les progressions de prix, fondées sur les opérations déjà réalisées par la FNAIM au second semestre, y demeurèrent toutefois étonnamment vives (+9,1% pour l'ensemble, +6,7 % pour les maisons, +11,8 % pour les appartements), reflétant la persistance de tensions.

² Statistiques relatives à l'individuel groupé. Enquête sur la commercialisation des logements neufs, ministère de l'Équipement.

³ Enquête trimestrielle dans la construction immobilière, Insee, octobre 2003.



Du côté de l'offre, outre les contraintes physiques liées à la raréfaction des réserves foncières, nombre d'investisseurs institutionnels profitent de la valorisation de la pierre pour réaliser leurs actifs immobiliers, tandis que les rendements, pénalisés par la hausse des prix, ont encouragé certains bailleurs privés à s'orienter vers d'autres classes d'actifs. Au cours des neuf premiers mois de 2003, la Fédération nationale des promoteurs-construc-teurs (FNPC) a néanmoins constaté une augmentation de la proportion d'investissements locatifs dans la commercialisation de logements neufs (54 % contre 44 % en 2002 dont environ 37 % dans le cadre de l'amortissement Besson).

Pour sa part, le versant de la demande demeure toujours aussi actif. La croissance démographique, la recomposition des ménages, les exigences de mobilité favorisent la demande de nouveaux logements à louer.

LES INCITATIONS FISCALES RENFORCÉES

Les mesures successivement adoptées depuis 1996 (réforme de l'accès à la propriété, extension du prêt à taux zéro à l'ancien, abaissement des droits de mutations), qui avaient suscité un réinvestissement massif des ménages dans le logement, ont été conservées ou prorogées. En outre, le caractère incitatif du dispositif Besson, qui n'a cessé de voir son influence grandir au fil du temps (plus de 35 % des logements neufs commercialisés en 2002 selon la FNPC), vient d'être renforcé par la loi « Urbanisme et habitat » définitivement adoptée le 5 juin 2003. La nouvelle législation préserve le principe des déductions fiscales sous forme d'amortissements⁴, tout en assouplissant les contraintes relatives aux montants maximums des loyers et en supprimant les plafonds de ressources des locataires. Elle est non seulement applicable aux logements neufs mais également aux logements anciens, sous condition de réhabilitation⁵. Le ministre table sur la remise dans le circuit locatif d'environ 10 000 logements anciens. Pour sa part, la FNPC estime que les nouvelles dispositions pourraient contribuer à élargir l'offre locati-

Couplée à une conjoncture propice aux revenus des ménages, la dégrue des taux d'intérêt observée jusqu'au troisième trimestre 1999 a autorisé une hausse du pouvoir d'achat immobilier en dépit de la remontée des prix. L'indice synthétique de capacité d'emprunt a ensuite régulièrement fléchi (*graphique*) pour revenir, durant le deuxième trimestre 2003, au niveau qui prévalait au début de 1996, la reprise du mouvement de baisse des taux à partir du deuxième semestre 2001 ne suffisant plus à neutraliser l'incidence de la hausse des prix.

Malgré la dégradation du moral des ménages, la demande de logements neufs à acheter³ s'est intensifiée jusqu'au troisième trimestre 2003. A l'évidence, les ingrédients de cette résistance ne sont pas à chercher du côté des indicateurs conjoncturels.

MARCHÉ LOCATIF SOUS HAUTE TENSION

L'exposition du secteur immobilier à l'apparition de tensions sur le marché locatif découle directement du poids du segment locatif dans l'hexagone (45 % des ménages). La pénurie locative, qui gagne progressivement l'ensemble des grandes métropoles, se traduit par une flambée des loyers de relocation (+11,9% en 2002 à Paris selon l'OLAP). La vitesse de progression des loyers s'est encore accrue en 2002 (+5,2% tous loyers d'habitation confondus à Paris), bien au-delà de la variation du coût de la construction qui sert de référence aux révisions annuelles.

4 Toujours en contrepartie d'un abaissement de la déduction forfaitaire sur les revenus fonciers de 14 % (taux du régime général) à 6 % durant la période d'amortissement.

5 Le dispositif Besson applicable aux logements anciens (non réhabilités) est, par ailleurs, renforcé. Il consiste désormais en un relèvement de 14 % (dans le régime général) à 40 % de la déduction forfaitaire sur les revenus fonciers (à compter de l'imposition des revenus 2003, contre 25 % auparavant) durant six ans, puis par période reconductible de trois ans.

ve d'environ 10 000 à 15 000 logements neufs pour l'ensemble de 2003, dans un marché particulièrement réactif au nouveau dispositif. Les nouvelles mesures augmenteraient donc le parc locatif d'environ 20 000 logements supplémentaires par an selon une hypothèse haute, soit l'équivalent de 19 % de la variation annuelle moyenne du parc constatée entre 1991 et 2001.

CRÉDIT À L'HABITAT : UNE PRODUCTION NOUVELLE RECORD

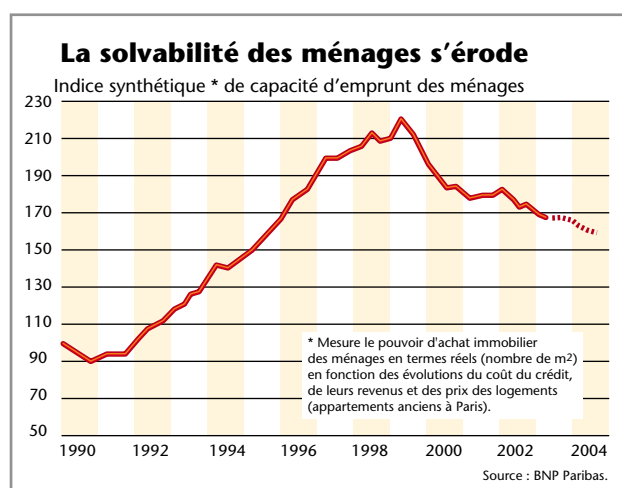
En liaison avec les évolutions qui précèdent, le dynamisme du crédit à l'habitat ne se dément pas depuis cinq ans. À la fin du mois de septembre 2003, l'encours distribué aux ménages atteignait 375,7 milliards d'euros. Après avoir enregistré une vive accélération jusqu'en 2000, l'encours a connu une décélération momentanée jusqu'au début de 2002. Il a ensuite de nouveau accéléré, son glissement annuel s'établissant à 9,1 % en septembre 2003.

L'accroissement de l'écart, constaté depuis environ trois ans, entre les flux de

production nouvelle et la variation des encours reflète simplement l'arrivée à échéance de nombreux crédits contractés à la fin des années 1980, pour lesquels la fraction représentée par les remboursements en capital est importante.

En d'autres termes, la croissance déjà vigoureuse des encours dissimule une production nouvelle encore plus dynamique, de l'ordre de 80 milliards d'euros par an, contre 30 à 35 milliards d'euros (courants) au début des années 1990. Les flux de nouveaux financements ont encore progressé d'environ 12 % au premier semestre 2003 par rapport à la même période de l'année précédente, tirés par la hausse concomitante des prix et des volumes.

Après avoir régulièrement progressé depuis le milieu des années 1980,



“Le marché a redémarré sur des bases considérablement assainies. Aux comportements spéculatifs s’est substituée la nécessité fondamentale de se loger.”

passant de moins de 30 % à plus de 60 %, la proportion de nouveaux financements dévolus aux acquisitions de logements anciens tend à se stabiliser depuis le début de 2001.

A l’inverse des orientations récentes, les taux d’intérêt ne devraient bientôt plus constituer un facteur de soutien. La demande de financement apparaît, en effet, plus élastique à leurs évolutions qu’à leur niveau absolu, et le redémarrage de l’économie mondiale, s’il se concrétise, devrait tirer les rendements à long terme vers le haut. Par ailleurs, l’allongement structurel de la durée d’emprunt, qui affecte positivement l’élasticité de la mensualité à ces derniers, joue défavorablement en cas de remontée de ceux-ci. Le sort du marché dépendra en grande partie du délai de resynchronisation entre sphères réelle et financière au sein de la zone euro.

OÙ EN EST LE CYCLE ?

L’observation des cycles immobiliers antérieurs met en évidence la relation entre volumes et prix : le retournement des seconds est, le plus souvent, précédé d’une diminution des premiers. Ce processus s’explique par le caractère relativement inélastique de l’offre à la demande à court terme. Le marché est ainsi particulièrement exposé aux fluctuations de cette dernière et à son éventuel reflux sous l’influence des cycles économique et financier. Le processus présente, de surcroît, un caractère endogène, la progression des prix rendant la contrainte de solvabilité de plus en plus prégnante. Viennent parfois s’y greffer des comportements spéculatifs qui exacerbent les évolutions naturelles du cycle : les prévisions effectuées par les agents conduisent ces derniers à des agissements qui valident a posteriori leurs prédictions... Avant que la bulle n’éclate.

Depuis le début de 2002, le taux d’effort s’est certes significativement accru, mais son niveau demeure néanmoins sans commune mesure avec ceux qui prévalaient au début des années 1990, tandis que le niveau des prix réels du marché parisien était, au deuxième trimestre 2003, encore inférieur de 12 % à leur précédent sommet de 1990.

Par ailleurs, le différentiel de croissance des prix entre Paris et la province est aujourd’hui infiniment moins sensible qu’au cours de la deuxième moitié des années 1980. Outre le rôle désormais marginal des marchands de biens, cette reconnexion tend à accréditer la thèse selon laquelle les évolutions actuelles se nourrissent davantage des fondamentaux que d’anticipations autoréalisatrices.

Le marché a donc redémarré sur des bases considérablement assainies par rapport à la situation qui prévalait à l’aube de la décennie 1990 : aux comportements spéculatifs s’est substituée la nécessité fondamentale de se loger. En écho, la proportion de logements inoccupés dans le parc total, inférieure à 7 %, n’a jamais été aussi basse depuis les années soixante sans que l’instauration, en 1999, d’une taxe sur les logements vacants dans les agglomérations de plus de 200 000 habitants en constitue la principale raison.

A plus long terme, les projections démographiques (accroissement du nombre de ménages plus rapide que celui de la population) laissent présager le maintien de la demande potentielle de logements sur une pente de croissance relativement prononcée.

REMONTÉE DES TAUX

Depuis la reprise de 1999, la frontière entre les différents scénarios n’aura jamais été aussi ténue. La remontée des taux d’intérêt dans le sillage de la reprise américaine apparaît inéluctable. Dans ce contexte, il importe que la zone euro ne présente pas de retard à l’allumage excessif. Si la reprise intervient suffisamment tôt, résolvabilisant une partie des acquéreurs (essentiellement par la hausse des revenus et, dans une moindre mesure, via la remontée des indices boursiers), le plus vraisemblable est que le marché franchira ce cap sans heurt. En revanche, une prolongation du marasme au-delà de l’été 2004 serait susceptible de gonfler les rangs des Cassandre et pourrait se traduire par un ajustement à la baisse des prix, même si les facteurs structurels de soutien placent le marché à l’abri du pire. ■