

## IMMOBILIER : NOËL AU BALCON, PÂQUES AU TISON

Sabine LE BAYON et Hervé PÉLÉRAUX

Département analyse et prévision

Après une phase de croissance soutenue depuis 10 ans qui a vu les prix des logements anciens doubler, le marché immobilier français montre des signes de tassement depuis 2005. Ce mouvement s'est accentué depuis le début de l'année 2006, alimentant les craintes d'un retournement de grande ampleur, à la mesure de la hausse précédente.

Le ralentissement de la hausse des prix traduit l'épuisement progressif du mouvement acheteur, sous l'effet de la stabilisation des taux d'intérêt après dix années de baisse prononcée. L'arrêt de l'amélioration des conditions de crédit, dont on commence à percevoir les premiers effets, ne justifie plus une progression des prix de 15 % par an comme par le passé. Faut-il pour autant redouter un ajustement de grande ampleur du marché, comme dans la première moitié des années 1990 ? À la différence de la vague de hausse de la fin des années 1980, impulsée par la spéculation à Paris, la situation actuelle du marché ne relève pas d'un phénomène de bulle. La montée des prix est le fait de particuliers qui ne chercheront pas à sortir précipitamment du marché pour couvrir des positions spéculatives aux premiers signaux de baisse. Les réactions cumulatives, où la baisse des prix alimente les ventes et les ventes la baisse des prix, ne doivent pas à l'heure actuelle nourrir la crainte d'un effondrement du marché.

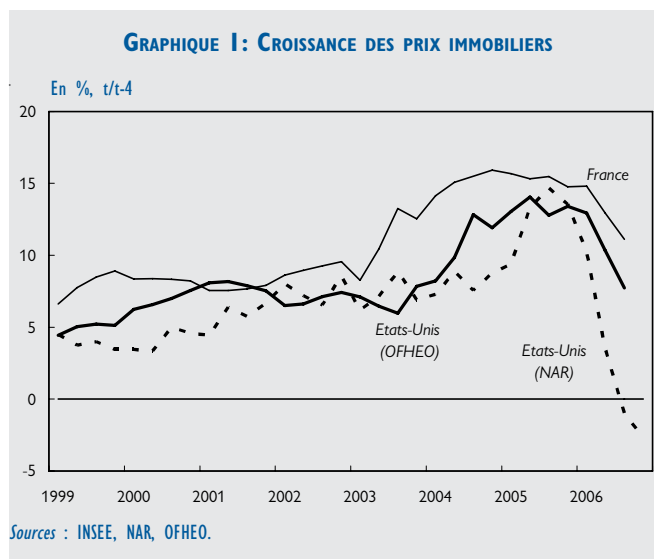
Si ce risque peut être écarté, le marché n'est cependant pas prémuni contre la baisse. La dégradation du rendement de l'immobilier, longtemps soutenable dès lors qu'elle était justifiée par la baisse des taux, ne l'est plus désormais que les taux ont cessé de reculer. Elle porte en germe un ajustement à la baisse des prix que la réduction du pouvoir d'achat des ménages dans l'immobilier enclencherait.

### Le fond de l'air effraie

Le ralentissement de la croissance des prix immobiliers est en cours en France, mais il est relativement récent et surtout modeste pour l'instant par rapport à ce que l'on observe aux

États-Unis où, selon l'indice du National Association of Realtors (NAR), les prix reculent désormais.

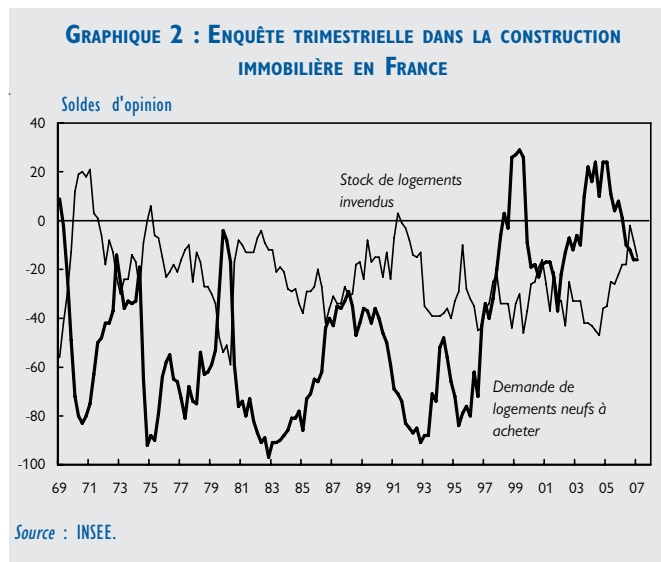
Depuis son pic de la fin 2004 à 15,9 %, la croissance des prix des logements anciens sur un an a très progressivement ralenti pour atteindre 11,1 % au troisième trimestre 2006, selon l'indice Notaires-INSEE (graphique 1).



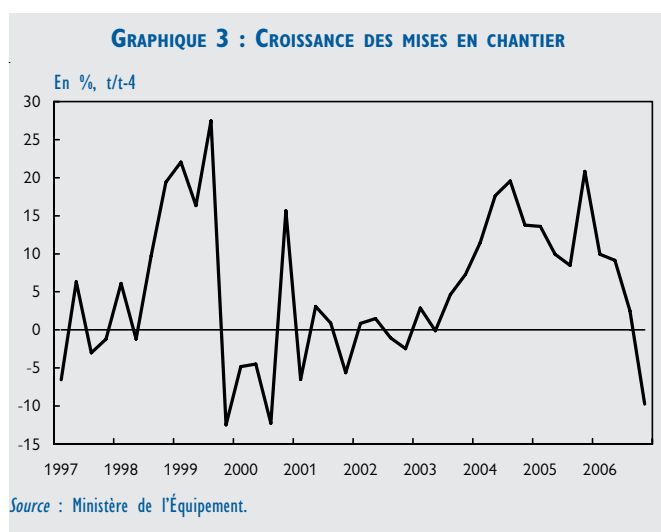
Ces premiers signes de ralentissement sont le reflet du déséquilibre qui apparaît progressivement entre l'offre et la demande de logements. L'arrêt de la baisse des taux a freiné l'extension de la solvabilité des ménages et a rendu moins attractifs les placements dans l'immobilier. Il en a résulté un tassement de la demande qui, couplé avec l'arrivée sur le marché de nouveaux logements mis en chantier auparavant, a occasionné un freinage des prix. L'ajustement de l'offre à la demande est particulièrement inerte sur le marché immobilier, du fait de délais de construction importants. Ainsi, entre la

demande de permis de construire, le début et l'achèvement du chantier, plusieurs trimestres peuvent s'écouler.

Selon l'enquête dans la construction immobilière, l'opinion des promoteurs sur la demande de logements neufs à acheter s'est repliée depuis la mi-2005, en cohérence avec leur jugement d'un fort gonflement des stocks (graphique 2). Ce qui pourrait être un facteur d'amplification du ralentissement des prix dans les prochains mois, si l'offre de nouveaux logements ne s'ajustait pas à une demande moins dynamique.



Or, tel ne semble pas être le cas. Le ralentissement des mises en chantier depuis la fin 2005, puis leur baisse en fin d'année 2006, font écho avec un léger retard au tassement de la demande et montrent que l'ajustement de l'offre est désormais en cours (graphique 3). Certes, 2006 a été une année record avec 420 000 mises en chantier, soit 100 000 de plus que la moyenne depuis 1996, mais la baisse de la fin 2006 laisse augurer d'une année 2007 en retrait par rapport à ce pic.



Le tassement de la demande visible depuis plusieurs trimestres dans les enquêtes auprès de la construction immobilière ne l'est pas encore dans les statistiques d'encours de crédits des ménages français, disponibles jusqu'au deuxième trimestre 2006, contrairement à ce que l'on observe déjà aux

États-Unis. L'encours de dette hypothécaire a continué de progresser à un rythme proche de 15 % sur un an. Comment expliquer cette déconnexion apparente ? D'abord, entre la décision d'achat (sur plan notamment) et le moment de la livraison du logement, qui correspond au règlement, plusieurs trimestres peuvent s'écouler, ce qui expliquerait que le ralentissement de la demande ne soit pas encore visible dans les statistiques de crédit. Ensuite, l'enquête sur la construction immobilière ne concerne que les logements neufs alors que les données de crédit sont relatives à l'ensemble des logements. Enfin, l'effet du ralentissement de la demande sur les crédits peut être en partie compensé par une baisse du taux d'apport personnel : il y aurait alors moins de prêts accordés, mais pour des montants toujours plus élevés.

Le ralentissement de la demande lié à la dégradation du pouvoir d'achat au m<sup>2</sup> a cependant été atténué par le comportement des banques. Ces dernières ont en effet continué d'assouplir les critères d'attribution des prêts au logement pour faire face à la concurrence entre établissements en diminuant leurs marges sur les crédits. Les taux hypothécaires n'ont ainsi augmenté que de 0,5 point depuis les 3,5 % enregistrés au creux de la fin 2005. À 4 % désormais, ils apparaissent faibles au regard des taux auxquels se refinancent les banques, mais aussi des taux rémunérant les actifs les moins risqués (la rémunération de l'OAT à 10 ans atteignait 3,8 % en décembre 2006).

## D'un marché à l'autre ?

Si aux États-Unis le retournement du marché immobilier est avéré, il n'est qu'embryonnaire en France pour l'instant. La question que l'on peut se poser est alors de savoir si le scénario américain est transposable à la zone euro, et à la France en particulier. *A priori*, ce risque est limité. Une telle contagion n'est pas mécanique, parce que les marchés immobiliers sont avant tout locaux. Les acheteurs, les vendeurs, les constructeurs, mais aussi les acteurs financiers n'opèrent en général que sur leur territoire. Les spécificités nationales affectant un marché n'ont donc aucune raison de se répercuter sur les autres.

Cependant, les marchés immobiliers ont aussi des déterminants communs. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, la forte corrélation des taux longs à l'échelle internationale pourrait, dans une certaine mesure, synchroniser les marchés.

Le retournement enclenché aux États-Unis pourrait-il aussi se propager en Europe *via* un autre canal ? En cas de krach immobilier outre-Atlantique couplé à une hausse du taux de défaut des ménages, une transmission à l'Europe n'est pas à exclure, du fait de l'émergence de structures nouvelles de couverture de risque, par le biais de la titrisation. La titrisation, qui consiste pour les établissements initialement prêteurs à vendre leurs créances à des institutions qui prennent alors en charge le risque, permet aux banques de réaliser des prêts immobiliers sans que cela ne pèse sur leurs ratios prudentiels. Cette stratégie s'est beaucoup développée depuis le milieu des années 1990. La caractéristique de ce marché de couverture du risque est d'être globalisé. Une hausse du taux de défaut aux États-Unis, si elle survenait, pourrait alors avoir des incidences sur la distribution du crédit en Europe *via* ce marché.

En effet, les investisseurs détenant des créances titrisées, échaudés par leurs déconvenues aux États-Unis, pourraient exiger

des primes de risque plus élevées, ce qui se traduirait par une hausse des taux d'intérêt aux ménages européens et par un ralentissement de la croissance des crédits accordés en Europe. Encore ne s'agirait-il ici que d'un renchérissement du crédit et non pas d'un effondrement du système financier.

## Repli en bon ordre

Les symptômes de refroidissement du marché français laissent envisager différents scénarios : un ajustement brutal des prix suivi d'une remontée une fois que la baisse aura « résolubilisé » les ménages, un ajustement lissé avec une baisse amortie, voire une stagnation des prix nominaux pendant plusieurs années.

Les enchaînements catastrophes avec phénomènes cumulatifs sont en revanche improbables, sauf si une forte hausse des taux d'intérêt survenait ou si une récession dégradait profondément la solvabilité des ménages. Dans ce cas, un mouvement de ventes contraintes et massives pourrait se déclencher, impliquant les créanciers des agents endettés dans l'immobilier. Dans un tel cas de figure, les professionnels intervenant dans une optique spéculative, le plus souvent fondée sur le levier de l'endettement, seraient contraints de sortir rapidement du marché en cas de retournement, la dépréciation des actifs sur lesquels est gagé l'endettement rendant les positions perdantes à court terme, et rapidement intenables. Du côté des particuliers, des ventes contraintes et massives auraient pour origine une hausse du taux de défaut, c'est-à-dire l'impossibilité pour un ménage d'honorer ses échéances de crédit. Les établissements prêteurs feraient alors jouer les hypothèques, en procédant à une vente forcée du bien qui mettrait fin à l'engagement de l'emprunteur auprès de l'établissement de crédit.

Un tel scénario semble peu probable. Contrairement à la hausse des prix dans la seconde moitié des années 1980, le dynamisme du marché depuis une dizaine d'années repose sur l'accession à la propriété de particuliers, du fait de la baisse des taux d'intérêt. Contrairement aux spéculateurs, ces ménages ayant acheté pour se loger ne vendront pas en cas de recul des prix. De plus, le taux de défaut des ménages sur les crédits immobiliers est habituellement faible. Sauf dégradation brutale et profonde de la situation des ménages, poussant à la hausse le taux de défaut, les ventes forcées par les banques n'ont à l'heure actuelle aucune raison de provoquer un afflux d'offre sur le marché.

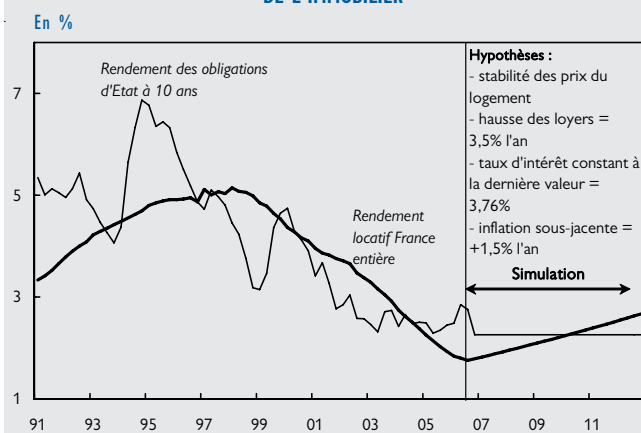
Certes, le déséquilibre du marché lié au tassement initial de la demande est amplifié par l'arrivée sur le marché de logements neufs. Mais si les taux d'intérêt n'augmentent pas, ou peu, les facteurs de stabilisation des prix apparaîtront d'eux-mêmes. La baisse des prix rendra solvables de nouveaux ménages, ce qui encouragera l'achat, conduira à la contraction de l'offre excédentaire et *in fine* à une remontée des prix.

À moins d'un dérapage inflationniste inattendu, qui entraînerait une hausse des taux longs, l'environnement financier resterait donc relativement favorable. De ce fait, l'hypothèse d'un effondrement durable et profond du marché immobilier paraît, en l'état actuel des choses, infondée. Le resserrement monétaire dans la zone euro devrait prochainement prendre fin, et surtout les taux longs, qui servent de principale référence aux taux hypothécaires en France, devraient rester à de faibles niveaux, préservant de ce fait le rendement de l'immobilier par rapport aux actifs obligataires.

## Prime et châtement

Le doublement du prix moyen des logements depuis 1998 s'est accompagné d'un net recul du rendement locatif, les loyers s'ajustant incomplètement et avec retard à la hausse des prix<sup>1</sup>. L'on pourrait en conclure, à tort, que le marché se trouve en situation de bulle, la baisse du rendement traduisant l'excès de valorisation de l'actif par rapport au revenu qu'il engendre (graphique 4). Néanmoins, la baisse des taux d'intérêt réels à long terme a accompagné dans la même mesure le recul des rendements locatifs, de telle sorte que malgré la hausse des prix, il est resté plus avantageux en moyenne depuis 1997 de placer dans l'immobilier plutôt que sur les actifs obligataires. Jusqu'à la fin 2004, l'écart entre le rendement locatif et le rendement réel des obligations d'État (représentant les actifs sans risque), est resté positif<sup>2</sup>. La hausse nominale des prix de plus de 60 % entre 1998 et 2004 n'a donc pas été exagérée.

**GRAPHIQUE 4 : TAUX D'INTÉRÊT LONGS RÉELS\* ET RENDEMENT LOCATIF DE L'IMMOBILIER**



\* Le taux d'intérêt nominal a été déflaté par l'indice des prix sous-jacent.

Sources : Chambre des notaires de Paris, Fnaim, J.Friggit (CGPC), Datastream, calculs OFCE.

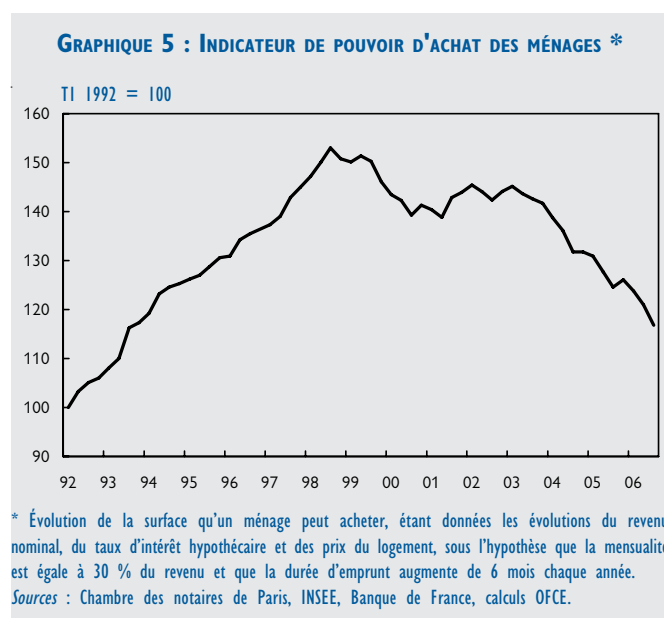
Elle ne relevait en tout cas pas du phénomène de bulle spéculative dès lors qu'elle était justifiée par le maintien d'une prime de risque positive, à l'inverse de la situation qui prévalait dans la première moitié des années 1990. Alors que les taux d'intérêt réels sont restés durablement élevés jusqu'en 1997, le marché apparaissait clairement surévalué au regard de l'écart important qui a longtemps subsisté entre le rendement de l'immobilier et le rendement des obligations. Dans ce contexte,

1. Le rendement de l'immobilier de logement a été calculé en compilant pour l'année 2003 diverses sources relatives, d'un côté au loyer moyen en France par m<sup>2</sup> et, de l'autre, au prix moyen observé à l'achat sur la même période. Il rapporte le loyer annuel au prix. Pour l'ensemble du territoire français, il s'agit d'une approximation vraisemblable du rendement locatif. Les séries historiques ont ensuite été reconstituées sur cette base au moyen des indices de loyer et de prix des logements établis sur longue période par J. Friggit (CGPC). Par convention, le rendement locatif de l'immobilier a été dégrévé de 2 %, correspondant à la dépréciation du capital. Il s'entend hors frais de transactions et hors fiscalité.

2. L'immobilier étant un actif risqué, sa détention doit normalement procurer un rendement supérieur aux obligations. Dans ce cas, l'écart entre le rendement de ces deux actifs, appelé prime de risque, est positif.

la vague de baisse des prix dans la première moitié des années 1990, - 16 % en termes réels entre 1991 et 1997, a sanctionné les excès haussiers apparus en région parisienne dans la seconde moitié de la décennie 1980, sans néanmoins que les rendements de l'immobilier ne parviennent à rejoindre durablement ceux des obligations. C'est finalement la baisse des taux à partir de la fin 1994 qui a permis la normalisation des rendements et le retour à une prime de risque positive.

Les fondamentaux du marché, qui ont longtemps rendu la hausse des prix soutenable depuis la reprise du marché en 1998, n'apparaissent toutefois plus aussi favorables depuis la mi-2004. L'arrêt de la baisse des taux d'intérêt réels en 2003, combiné à la poursuite de la hausse des prix, a annulé la prime de risque, devenue négative dans le courant de 2004. Le marché est donc passé progressivement d'une situation de valorisation normale, à une situation de survalorisation que l'on peut estimer à 25 % au troisième trimestre 2006, c'est-à-dire qu'un retour immédiat du rendement de l'immobilier au niveau du rendement réel des obligations nécessiterait un recul des prix d'environ 20 %<sup>3</sup>.



Ce constat d'une surévaluation de l'immobilier à un moment donné ne signifie pas pour autant que les ajustements appelés à se réaliser se produiront instantanément. Les situations de sur ou de sous-valorisation peuvent être durables, comme celles observées dans le passé, et se sont le plus souvent normalisées au fil du temps par des ajustements conjoints et progressifs des prix des deux actifs. L'on n'infère donc pas de cette présomption de surévaluation, qui en tout état de cause reste bien moindre que dans la première moitié des années 1990, la survenue d'une baisse brutale à brève échéance.

Mais elle ouvre clairement un potentiel de correction. L'ampleur de cette correction dépendra de la vitesse des

ajustements rendus nécessaires. À supposer qu'aucun ajustement ne se produise, c'est-à-dire en postulant les hypothèses conservatoires d'une stabilité des taux d'intérêt à 10 ans à leur valeur observée au quatrième trimestre 2006, d'une poursuite de la hausse des loyers au taux moyen observé sur les derniers trimestres (3,5 % l'an), d'un taux d'inflation sous-jacent de 1,5 % l'an et enfin d'une stabilité des prix du logement, le rendement de l'immobilier rejoindrait celui des obligations au début de 2010. Perdurerait alors une prime de risque des actifs immobiliers négative pendant trois ans.

Il est probable toutefois qu'une partie de l'épargne disponible soit découragée de s'investir dans l'immobilier à cause du maintien d'une prime de risque négative. La désaffectation des investisseurs vis-à-vis de cet actif aurait alors pour conséquence un recul des prix des logements, accélérant la normalisation des rendements. Un raccourcissement de moitié du délai d'égalisation des rendements, ramené de trois ans à un an et demi, associé à un maintien des hypothèses conservatoires précédentes, nécessiterait un recul des prix nominaux de 6,7 % entre le troisième trimestre 2006 et le deuxième trimestre 2008. On est bien loin d'un pronostic décrivant un krach, mais, en l'absence de baisse des taux d'intérêt, il n'y aurait plus d'espace pour la hausse, ni même la stabilité.

Impulsée par la baisse des taux d'intérêt, la vitalité du marché immobilier pourrait se retourner plus durement en cas de remontée des taux. En conservant les hypothèses précédentes et en leur adjoignant une remontée des taux d'intérêt de 0,5 point, la baisse du prix des logements serait plus substantielle d'ici à la mi-2008, de l'ordre de 15 %. Baisse à deux chiffres certes, mais qui ne ferait que ramener les prix deux ans en arrière.

Si l'on ne se place plus dans l'optique du propriétaire bailleur, mais dans celle du propriétaire occupant, en s'intéressant à l'évolution du pouvoir d'achat de ces derniers, la situation apparaît nettement moins dégradée aujourd'hui qu'au début des années 1990, même si le recul est net sur la période récente (graphique 5). Si la baisse des taux d'intérêt a longtemps compensé la forte hausse des prix, limitant la baisse de l'indicateur de pouvoir d'achat des ménages, ce n'est plus le cas depuis 2003, malgré l'allongement de la durée moyenne d'emprunt. La hausse récente des taux d'intérêt a renforcé ce constat. Nous avons identifié plusieurs scénarios pour 2007. En faisant l'hypothèse que la hausse du revenu nominal est de 4 % et en prolongeant l'allongement de la durée d'emprunt de six mois par an, au taux d'intérêt actuel la hausse des prix devrait être de 7 % cette année pour acheter la même surface fin 2007 que fin 2006. Elle devrait être limitée à 2 % si les taux augmentaient de 0,5 point par rapport à la hausse déjà enregistrée. En tout état de cause, l'absence de tensions sur les taux longs actuellement ne plaide pas pour une hausse des taux hypothécaires supérieure à celle inscrite ci-dessus. Pour pouvoir acheter la même surface que sur la période 1992-2006 en moyenne, il faudrait que les prix baissent de 6 % aux taux actuels, et de 10 % si les taux augmentaient encore de 0,5 point ■

3. Un actif dont la valeur de marché serait de 100 pour une valeur intrinsèque de 80 ferait apparaître une survalorisation de 25 %. Le retour à la valeur intrinsèque nécessiterait alors un recul de son prix de marché de 20 %.