

## RÉSUMÉ



Quatre ans après le déclenchement de la crise des subprimes aux USA et la propagation de ses effets dans nombre d'autres pays, des signes d'amélioration du marché immobilier apparaissent.

Reprise ? Pour quel segment de marché ? Conclusions hâtives d'un scénario tout juste esquissé ? Ou encore présentation optimiste et arguments fragiles ? Les économistes, que l'on charge le plus souvent - à tort - de dire notre avenir, sont aussitôt vilipendés si d'aventure ils sacrifient à l'exercice. Aussi est-il utile de préciser que cette publication a pour seul but de s'inscrire dans le débat qui s'ouvre, de distinguer les possibles en écartant l'improbable. Dans une crise qui tangente, depuis plusieurs trimestres, l'accident systémique qui pourrait affecter en profondeur et durablement tout ou partie de l'activité économique, il s'agit moins de formuler des recommandations que de permettre à chacun de disposer d'éléments d'information utiles à des choix qui, plus que jamais, relèvent de la seule équation personnelle.

## Bulles ou effondrement de l'immobilier ?

par Yves Schwarzbach

Directeur d'ITEM Info

L'immobilier et le BTP, dont l'activité a reculé de 7,9% en 2009, ont payé un lourd tribut à la crise. Si la France semble avoir échappé en partie aux conséquences de la crise des subprimes, le ralentissement a été brutal et profond. Réduction du volume des transactions, chute des prix, dévalo-risation des actifs, allongement des délais de commercialisation, baisse des mises en chantier, fermeture d'agences immobilières, défaillances d'entreprises et chômage dans le BTP, tous les indicateurs sont passés au rouge pour l'ensemble des compartiments du marché, qu'il s'agisse de logement, de bureau ou de commerce.

Après deux années qui comptent parmi les pires qu'ait connues le secteur depuis la deuxième guerre mondiale, le marché du logement semble donner, enfin, des signes de reprise.

Pour autant, les paramètres macroéconomiques restent mal orientés. La récession voire une toujours possible phase déflationniste ne sont plus des hypothèses d'école. Quant au marché immobilier, très financiarisé, son évolution récente laisse présager la possibilité de nouvelles perturbations, bulles ou effet d'accumulation, dont la conséquence pourrait être une nouvelle baisse des prix immobiliers.

### 1. Un phénomène qui ressemble à la reprise...

En octobre 2009, Olivier Mitterrand, PDG des Nouveaux Constructeurs, affirmait que « *si ce n'est pas encore la sortie de crise, je remarque un changement d'éclairage* ». Fort de réservations en hausse de 25% grâce au dispositif Scellier et à la TVA à 5,5%, amélioration également observée chez Nexity et Icade, le promoteur envisageait la relance de ses programmes dès le premier trimestre 2010. Il rappelait cependant que l'ajustement s'était fait par la réduction de la taille des logements, pour s'adapter à la capacité d'endettement des acquéreurs, et observait que 20% des achats de neuf dépendent de la vente du bien précédent.

Certains professionnels entre-voient aujourd'hui la sortie de crise, que beaucoup attendaient pour le deuxième semestre 2010, voire au début de 2011. « *Le marché immobilier retrouve une activité normale, depuis son lent redémarrage à l'été 2009* », indiquent les notaires dans leur note de conjoncture du 27 mai 2010.

Les dernières statistiques de l'Insee semblent donner raison à cet optimisme. Pour sa part, la Chambre des notaires d'Ile-de-France a comptabilisé au total 41.000 transactions au premier trimestre, ancien et neuf confondus. C'est 80 % de plus que l'an passé, qui était toutefois le plus mauvais depuis 1984. On retrouverait enfin le niveau d'activité en 2007, année qui, à défaut d'être une référence, fut la meilleure depuis des décennies.

Pour le neuf, selon les données du ministère<sup>1</sup>, ce sont près de 26.700 unités qui ont été commercialisées. Une hausse de 5,3% par rapport à l'an passé. Les ventes en collectif augmentent de 3,9 %, celles de maisons de 15,5 %. Les mises en vente évoluent elles aussi de manière positive avec 67,5% de hausse par rapport à la même période de l'an dernier. Pour le collectif, la progression est de 74,6%, ce qui traduit un rattrapage et pourrait indiquer un regain d'intérêt pour la centralité, tout comme un différentiel de coût global moins attractif en zone périurbaine. Celles de maisons s'élève à 34,2%. Mieux, l'équilibre est pratiquement atteint entre la courbe des ventes réalisées et

celle des mises en ventes. L'encours de logements neufs continue donc de se résorber, tombant à 67.500 logements seulement fin mars 2010, chiffre à comparer au déficit structurel moyen de 900.000 logements. Mieux, en un an, le délai moyen d'écoulement s'est réduit de moitié, tant pour le collectif (7,5 mois), que pour l'individuel (8 mois).

Enfin, bonne nouvelle pour les promoteurs et intermédiaires, le prix moyen au mètre carré des logements collectifs a augmenté de 6,8% par rapport au premier trimestre 2009. Dans l'individuel, le prix du lot progresse ainsi de 1,8%. Tous segments confondus, la hausse avoisinerait 7%, pour 3.700 euros le mètre carré en moyenne.

Phénomène amplifié à Paris, qui vit toujours sur sa réputation de capitale où l'immobilier est relativement peu cher, comparé à New York ou Tokyo. A 6.430 euros le mètre carré en moyenne, les prix y ont regagné 3,2% en trois mois. La baisse de 2008-2009, qui était de -5,6% en moyenne dans l'ancien, serait donc en partie compensée. « *Tous les arrondissements de Paris et toute l'Ile-de-France sont touchés par la hausse ; seules quelques maisons bourgeoises de la grande couronne, éloignées des transports et gourmandes en énergie, y échappent* », se réjouit par exemple M<sup>e</sup> Alain Joubert, secrétaire général de la Chambre des notaires d'Ile-de-France.

L'embellie serait tout aussi manifeste pour la production de prêts : « *au cours des quatre premiers mois de 2010, nous battons notre record historique de production, avec 4.000 prêts par jour et 23,75 millions d'euros accordés, contre 18,7 millions d'euros en 2007* », se félicite ainsi Crédit logement. Spécialisé dans la caution aux prêts immobiliers bancaires aux particuliers, l'établissement propose une caution mutuelle alternative à la garantie hypothécaire, le surcoût étant partiellement récupérable en cas de cession. Comme les courtiers en crédit, son activité est directement liée à la production. Or celle-ci retrouve à peine le niveau de... 2004. Pourtant, si on lit bien, ceci signifierait que son encours aurait progressé de 27,5% par rapport à

une année record. Difficile à croire... Ne s'agirait-il pas plutôt du rappel de l'évidence selon laquelle une progression modeste peut correspondre à des taux de croissance impressionnants lorsqu'on part de très bas ? L'observatoire du Crédit Logement indique cependant que « les taux d'intérêt des prêts, de 3,84 % en moyenne, ne remontent pas comme l'avaient imprudemment annoncé certaines banques spécialisées, et sont très avantageux ». Il confirme ses analyses du début de l'année : « le dynamisme de l'offre ne semble pas s'être émoussé ».

De quoi renvoyer sur les hauteurs de Troie toutes les Cassandra qui prédisaient une

## 2. Des signaux contrastés

La reprise de la hausse des prix immobiliers n'est peut-être pas aussi rassurante qu'il le semble. La crise altère les anticipations des ménages encore solvables, qui repoussent leurs décisions. Les plus aisés d'entre eux ont enregistré une baisse sensible de valeur de leurs actifs investis en valeurs mobilières. Les inquiétudes sur le financement des retraites et le chômage font le reste. La question du pouvoir d'achat des ménages est en effet au cœur du problème. Certes, les retraités semblent relativement protégés face à la crise. En 2009, selon une étude de la CNAV, 10% seulement vivaient sous le seuil de pauvreté<sup>ii</sup>, contre environ 13% pour la population totale. Il est vrai que les seniors détiennent près des trois-quarts du patrimoine immobilier français. Il est également exact que de nombreux investisseurs privés ont pris des positions liquides avant l'effondrement des cours boursiers consécutif à la crise de la dette et de l'euro et qu'ils rechercheront prochainement des opportunités d'investissement. Pour autant, ces capitaux se reporteront-ils sur l'achat immobilier ? Conjoncturels, de tels arbitrages n'ont pas, par définition, d'effets récurrents. Quant à imaginer que la peur de l'avenir'emporterait sur la contrainte du taux d'endettement... Dans un contexte de stabilisation du montant des

année 2010 au moins aussi mauvaise que 2009. « La désaffection des acquéreurs n'aura finalement duré qu'un an. Le marché, qui était jusqu'ici surtout animé par les amateurs de petites surfaces, l'est désormais aussi par des familles cherchant des appartements de plus de trois pièces, soucieuses d'emménager avant la rentrée scolaire », écrit Isabelle Rey-Lefebvre dans Le Monde. Comme si la crise, l'autre, la vraie, monétaire, économique et sociale, n'était pas ou plus là. « Pour les ménages à fort pouvoir d'achat, angoissés par leur retraite future, l'immobilier apparaît comme une valeur refuge face à une Bourse volatile et décevante » estime M<sup>e</sup> Joubert.

pensions, le maintien de flux nouveaux chez les retraités supposerait la mise en place d'un prêt d'accompagnement, affecté aux placements immobiliers réels. Or, à 65 ans et plus, bien peu nombreux sont les ménages éligibles.

Pas de quoi, en tous cas, soutenir durablement la demande ni compenser l'impact de l'extinction des dispositifs d'aide. Le doublement du PTZ pour les primo accédants a, à l'évidence, joué son rôle d'amortisseur de la crise. Il prendra fin le 30 juin, tandis que l'avantage fiscal Scellier sera progressivement réduit à 20% puis 15% du prix d'achat, au lieu de 25%. « La fin du doublement du PTZ et l'incapacité des comités inter-professionnels du logement à continuer à mettre en œuvre le Pass Foncier va avoir un effet dévastateur », s'inquiète ainsi Gilles Portmann, vice-président de la Fédération des Promoteurs Constructeurs. Il est toutefois probable que la réforme de l'assurance chômage, qui garantit aux demandeurs d'emploi 57% de leur rémunération brute pendant 23 mois, a joué un rôle au moins équivalent à celui des aides publiques.

Restent les investisseurs étrangers. Les fonds souverains semblent revenir sur le marché, avec quelques grandes opérations emblématique. Mais choisiront-ils la France alors que les prix devraient encore baisser en

Espagne, avec une estimation de -8% cette année, voire en Angleterre où, si la remontée des prix paraît fragile, un meilleur comportement de la livre – dans la perspective d'une accélération possible de la baisse de l'euro – pourrait attirer les investisseurs institutionnels ou les grandes fortunes. Et ne préféreront-ils pas les rendements plus élevés de l'hôtellerie ?

A bien y regarder, la prudence reste de mise. Tout d'abord, et contrairement à la crise des années 1990, la baisse a été enregistrée partout en France et sur tous les compartiments du marché. Aujourd'hui, la remontée est loin d'être générale. La Tribune observe que « *après avoir reculé de 1,4% au premier trimestre, les prix de des logements anciens sont restés mal orientés en avril : le repli a atteint 0,2%, selon la FNAIM* ». En particulier, le prix moyen des appartements a baissé de 0,9% en avril. Parce que les biens immobiliers sont par nature des actifs réels, constitués physiquement d'immeubles par destination, attachés à un foncier donc à un territoire socio-économique, le fameux marché est constitué d'une multitude de niches très spécifiques. Aujourd'hui, il est plus segmenté que jamais et le vieil adage « l'adresse, l'adresse, l'adresse » se vérifie chaque jour. Que les prix grimpent dans des niches étroites n'a rien d'étonnant. Qu'ils divergent ailleurs ne l'est pas plus. L'hyper segmentation du marché accentue les disparités géographiques, déjà creusées par des effets d'évasion et de report. Avant la crise, la Dordogne ou des départements bretons avaient ainsi bénéficié des investissements de retraités britanniques, qui profitaient de prix immobiliers et d'un pouvoir d'achat supérieur en France à celui de leur pays. Aujourd'hui, le marché biarrot bénéficie par exemple de l'arrivée d'investisseurs russes qui renoncent à l'achat sur la Côte d'Azur en raison de prix excessifs.

Le regain d'activité ne bénéficie donc qu'à certains territoires ciblés. Paris et quelques métropoles de province, dont Bordeaux, Lille, Lyon, Nice, Toulouse (qui revient de loin) ont stabilisé les prix. Le marché y semble orienté à la hausse. A contrario, la situation s'aggrave dans

les zones qui ne bénéficient pas de reports positifs et où le déclin économique affecte les revenus. En province, les prix augmentent ainsi de 3,7% à Strasbourg mais les baisses l'emportent partout ailleurs. « *Si certaines métropoles régionales espèrent connaître le même phénomène [de hausse. NDLR] un certain nombre de villes ou régions impactées par la crise économique devront attendre 2011 pour voir leur marché immobilier se stabiliser* », observe la FNAIM. C'est le cas de Mulhouse, malgré la proximité de la Suisse, ou encore de Besançon. La liste des villes placées sous surveillance dans le cadre du dispositif Scellier est d'ailleurs longue, preuve s'il en est besoin, de la porosité des compartiments locatif et accession. Or cette liste inclut même des capitales régionales.

Hétérogène dans l'espace, la remontée des prix ne semble pas non plus durablement stable. En témoigne l'analyse de SeLoger.fr, pour qui « *la hausse des prix marque le pas, sauf à Paris* » où la demande resterait soutenue pour les 2 et 3 pièces, produits dont les loyers sont très élevés. Certes, selon la FNAIM, de nombreuses agences immobilières constatent que « *les prix affichés continuent de grimper* ». Il reste à apprécier l'écart entre le prix facial en agence et celui auquel la transaction est finalement conclue. Or les professionnels continuent à évoquer en privé des rabais de 5% à 10% selon les localisations et les produits.

Raisonner globalement sur le marché du logement dans son ensemble a pour inconvénient d'ignorer les arbitrages entre segments, qui amplifient les disparités régionales. L'hétérogénéité des chiffres, et partant les difficultés du marché à retrouver un équilibre, y trouve son explication. Prenons l'exemple du choix entre neuf et ancien. Dans les années 1980, la majorité des achats portait sur des logements neufs. Ce n'est plus le cas, puisque ces ventes ne représentent plus qu'un tiers du total depuis 1997. La conjonction de la hausse des prix et de l'accroissement de la taille des logements a atteint la limite de la capacité de financement des acquéreurs. Après des décennies d'augmentation de la surface (près de

20 mètres carrés en moyenne depuis les années 1970), on assiste depuis quelques années à la réduction de la taille des appartements neufs. L'offre de T3 de 70 mètres carrés s'est raréfiée, la compacité étant le seul moyen pour les promoteurs de maintenir un prix unitaire abordable. En outre, le différentiel de prix demeure en faveur de l'ancien. A taux d'effort et d'apport personnel identiques, ce secteur reste, et sans doute durablement, le point d'entrée du parcours d'accession. De fait, selon l'Insee, les taux d'effort sont très voisins dans le neuf (33,4%) et dans l'ancien (33,6%), l'apport personnel s'établissant pour sa part à 22,6% pour le neuf et de 22,4% pour l'ancien. Pour beaucoup d'accédants, le choix entre neuf et ancien se résume souvent à un calcul simple : plus de mètres carrés dans l'ancien, versus moins de surface dans un logement neuf. En d'autres termes, à effort et apport identiques, le « prix à la bête » pour une adresse et une surface donnée ressort comme le principal déterminant. On en déduit assez logiquement des perspectives plus sereines sur l'ancien que sur le neuf, point que soulignent certains analystes, dont Xerfi, qui anticipent de meilleurs résultats chez les agences immobilières que chez les promoteurs.

L'évolution différentielle des marches du neuf et de l'ancien renvoie, bien entendu, à la valeur de revente future du bien. Or l'ère des plus-values élevées sur le logement principal est révolue, en tous cas en dehors de Paris et des grandes métropoles régionales. C'est un facteur pénalisant pour les ménages déjà propriétaires en quête d'un logement plus vaste ou mieux situé.

Il en va de même pour l'arbitrage entre location et accession. Stables depuis le début d'année, après des hausses importantes en 2009, les loyers du secteur libre ne semblent pas devoir augmenter dans les prochains mois. En découlent des perspectives moins attrayantes pour les investisseurs, qui voient simultanément croître le risque d'impayés. Rapportée au revenu des ménages, la tendance des loyers contraste d'ailleurs fortement avec la flambée des prix d'achat.

Symétriquement, et au regard des éventuelles conséquences négatives de l'engagement que représente désormais une dette de longue durée, le maintien dans le statut de locataire peut retrouver des vertus. A commencer par celle d'éviter le risque de surendettement, dont on observe la forte croissance.

Reste que le parc locatif privé est étroit, comparé au parc social : 75% des locataires le sont d'un bailleur social ou d'une collectivité locale. En outre, les niveaux de revenus de ces locataires leur interdisent de fait de prétendre à l'accession. C'est aussi ce qu'illustrent les cessations de logements par les bailleurs, dont on doit bien constater qu'elles produisent des phénomènes d'éviction et de report sur le parc social.

Enfin, le choix historique entre individuel et collectif, ce dernier étant de fait principalement urbain, va peser lourdement dans les années qui viennent. Reflet des 70% d'achats dans l'individuel sur la longue période, l'accession s'est surtout développée en zones périurbaine et rurale. La part des facteurs psychologiques – le rêve pavillonnaire – est certaine, mais le différentiel de prix l'est tout autant. Or il apparaît que les prix, fonciers et immobiliers, ont augmenté aussi vite dans ces secteurs qu'en zone dense, sans que cette croissance se concrétise autant à la revente. Le marasme immobilier que connaissent les villes nouvelles d'Ile-de-France en est l'illustration. Par ailleurs, l'étalement urbain a généré des coûts induits élevés, à commencer par l'allongement et la multiplication des inévitables déplacements motorisés, alors que des évolutions structurelles considérables ont entraîné la hausse constante de la fiscalité locale. En effet, les collectivités locales ont tendu à répondre aux attentes des nouveaux rurbains : services publics, notamment crèches et écoles, assainissement, ordures ménagères, etc. Ces charges, comme l'alourdissement de la facture énergétique des maisons construites dans les vingt dernières années, pèseront sur le budget des ménages, dans un contexte où la baisse des

prix de revente affecte, pour un certain temps, la plus-value de cession. En dépit de taux d'intérêt bas, comment s'étonner que la charge du

logement pèse de plus en plus lourd dans les budgets familiaux ?

### 3. De moins en moins d'accédants, de moins en moins solvables

Autre facteur, que semblent curieusement ignorer les analystes les plus optimistes, la dégradation des conditions économiques pèse d'autant plus lourd sur les choix des ménages qu'elle est antérieure à la crise et qu'elle affecte les primo accédants. Or ceux-ci, comme les seniors, ont animé le marché depuis plus de dix ans. C'est grâce à leur capacité d'endettement que plus de 600.000 ménages ont acquis chaque année leur résidence principale entre 2002 et 2006, contre 550.000 au cours de la période de 1997 à 2001, comme le montre le « Portrait social de France » de l'Insee<sup>iii</sup>. Or la proportion de propriétaires stagne. En dépit des incitations et de conditions longtemps favorables à l'octroi de crédit, l'évolution est lente. Le taux de propriétaires n'est en effet que de 57,1% en 2006, contre 56% en 2002. Parallèlement, le nombre de primo accédants baisse de 6 points, c'est à dire presque 10%, pour se fixer à 60,2%.

Si l'intérêt des Français pour la propriété se maintient, les primo accédants rencontrent des difficultés accrues pour réaliser leur rêve. Ces freins sont d'autant plus puissants que ces ménages appartiennent aux catégories intermédiaires ou modestes. Certes, le nombre des ménages augmentera-t-il tendanciellement sur le moyen terme. Comme le rappelle le cabinet Xerfi, « *la poussée démo-graphique du nombre de ménages aura lieu entre 2010 et 2015* ». Elle pourrait soutenir la demande. En revanche, la taille des ménages diminue. Le nombre de familles monoparentales continue de s'accroître. Surtout, une augmentation du nombre de ménages qui ne s'accompagne pas d'une hausse comparable des revenus se traduit mécaniquement par une diminution du revenu par ménage. Indice parmi d'autres de la détérioration de la situation économique nationale, on comptait en 2006 quelques 500.000 ménages en impayés de loyer, chiffre en

hausse à l'instar de celui des expulsions, qui s'accroissent de 50% entre 2002 et 2008. Fin septembre 2009, selon une étude de la Banque de France, le surendettement concernait 744.189 ménages. Un chiffre qui reflète lui aussi une augmentation de près de 6% en un an, à l'instar de la hausse de 25% du nombre des dossiers déposés en 2009 à la Commission nationale du surendettement. La proportion de ménages qui perçoivent des revenus inférieurs au SMIC dépasse désormais 55% contre 42% en 2001. Le million de chômeurs en fin de droits que le pays comptera à la fin de cette année aura lui aussi un impact négatif. Certes, pour eux, le risque de défaut de paiement est-il reporté de 23 mois. Ce délai sera-t-il suffisant pour relancer une croissance créatrice d'emplois, que la déflation rend illusoire ? On en doute. Le calcul est simple et fait froid dans le dos : 740.000 ménages surendettés. Quelques 1.800.000 ménages supplémentaires gagnant moins du SMIC, soit au total en France quelques 14.000.000 ménages à très faibles revenus. Environ 400.000 ménages touchés par la fin de droits cette année, dont les revenus seront réduits à l'allocation de crise décidée par le gouvernement. Ce sont autant de foyers précarisés, exclus définitivement du marché de l'accession. Et c'est un terrible facteur d'effondrement des prix immobiliers, qui évoluent en raison inverse du taux de chômage<sup>iv</sup>.

Mais il y a plus grave. En immobilier, comme dans bien d'autres domaines, la financiarisation a fait perdre de vue trois règles économiques très simples.

La première tient à la formule de calcul des intérêts composés : même un taux bas produit un coût financier élevé quand il est appliqué à un montant important sur une longue durée. Or c'est ce montant que supporte le

budget des ménages en plus du remboursement du capital. Un piège mortel pour les plus fragiles.

La deuxième règle est que le coût financier d'une opération ne résulte pas seulement du taux d'intérêt nominal proposé par la banque. Un taux facial de 3,84%, c'est à dire la moyenne actuellement constatée des taux fixes à 25 ans, correspond à un TEG de près de 4,5%. La faible inflation (+1,4% sur un an) se traduit par des taux réels de l'ordre de 3%. Un niveau modéré en apparence mais que rien ne viendra vraisemblablement alléger dans un avenir proche, alors que des charges nouvelles, notamment le financement des compléments de retraites et l'impôt, pèseront sur les budgets.

On est certes loin des taux immobiliers dépassant 15% constatés à la fin des années 1970, aboutissant à des taux réels difficilement tolérables. A l'époque la hausse régulière des salaires avait permis d'éviter l'accumulation des impayés. En revanche, et c'est la troisième règle de base, les taux d'intérêt n'évoluent que peu ou pas en fonction de l'offre et de la demande de crédit, ou de l'appréciation du risque sur une période donnée, mais selon la politique de taux décidée par la BCE et, en conséquence, selon le taux des OAT à 10 ans. Or en janvier 2010, Laurent Vimont, président de Century 21, estimait que l'évolution des prix dépendrait des taux: « *aux alentours de 4%, une légère augmentation des prix de 1 à 3% est probable sur 2010. En revanche, toute hausse des taux pourrait entrainer une baisse des prix proportionnelle* ». Les banques détiennent sans doute la clé de la reprise en main, au moins autant que les autorités monétaires.

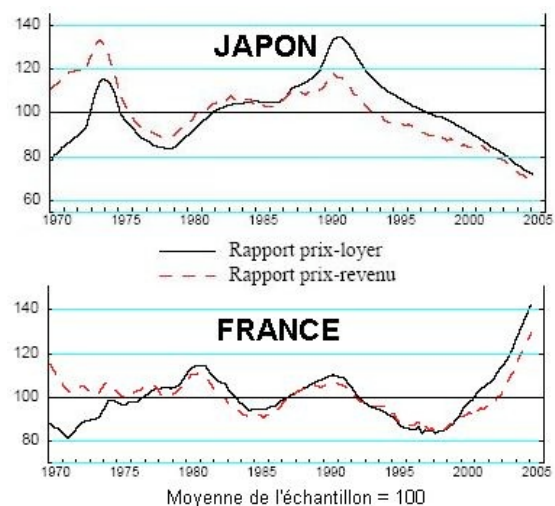
L'évolution des taux de base demeure encore incertaine. Certains analystes considèrent qu'ils ne peuvent rester durablement bas quand les taux d'émission de la dette souveraine subissent une pression à la hausse du fait des crises budgétaires en Europe et de la pression à la baisse que cette situation provoque sur l'euro. Le gouvernement s'apprêterait-il à engager une impopulaire politique de rigueur si des menaces ne planaient pas sur la notation AAA de la France, alors que l'agence Fitch vient de rétrograder celle de

l'Espagne après la Grèce, le Portugal et l'Angleterre. Les menaces sont plus vives encore sur le taux d'émission des obligations souveraines et le ratio entre produit de l'impôt et service de la dette. Le spread entre les taux d'émission français et allemands a atteint il y a quelques jours 50 points de base.

L'annonce en avril du maintien du taux directeur de la BCE par Jean-Claude Trichet est antérieure à cette crise, et cette position ne saurait être maintenue indéfiniment.

Enfin, les USA, dont les balances commerciale et des paiements sont structurellement déficitaires, pourraient réagir à la chute de l'Euro, qui dégrade leur compétitivité. A contrario, d'autres analystes estiment que les taux conserveront leur niveau bas, sauf éclatement de l'Europe qui conduirait à des politiques nationales de dévaluation.

On tendrait ainsi vers un scénario à la japonaise après le pic de 1990. Dans ce cas, l'effet ne porterait d'ailleurs pas sur les taux mais sur le volume des crédits, en raison de la dégradation du risque mais aussi d'un rapport défavorable entre prix de l'immobilier et taux de rendement locatif.



source : OCDE

Surtout, la solvabilité des ménages se dégrade. Vincent Desruelles, directeur des études chez Xerfi, pour qui la pénurie structurelle de logements à la location comme à l'achat explique la hausse des prix, peut bien considérer que « *les ménages français sont peu endettés et toujours amateurs de propriété* » et se montrer optimiste sur l'évolution de la demande : « *le marché immobilier est soutenu par une demande permanente de Français toujours plus mobiles, de ménages qui se forment, se défont et se reforment, des jeunes qui, même insécurisés dans leur couple et leur emploi, veulent devenir propriétaires* ». C'est oublier que le divorce est rarement synonyme d'enrichissement et que la décohabitation des jeunes stagne. Les vraies questions sont celles de la portabilité de la dette pour les ménages qui ont contracté des emprunts et celle de la pérennité du modèle économique d'endettement.

En matière d'accession à la propriété, du désir à l'acte, il y a un long chemin, dont la clé est la solvabilité. En théorie, celle-ci progresse quand les taux diminuent car les acquéreurs peuvent emprunter des sommes plus élevées à mensualité identique. Or la baisse des taux n'a pas compensé la hausse des prix. Depuis le début des années 2000, l'écart s'est accru entre la variation des prix des logements et celle du revenu des ménages. Alors que le revenu disponible a progressé de 25% entre 2000 et 2009, l'Insee constate que les prix de l'immobilier ancien ont subi une hausse de 86%. L'institut statistique conclut donc : « *il en est résulté pour les accédants à la propriété des taux d'effort plus élevés et des durées d'emprunt plus longues, malgré un contexte de diminution des taux d'intérêt* ».

De plus, l'éventail des revenus, loin de se resserrer, ne fait que croître. Les ménages des catégories inter-médiaires ont vu leurs salaires augmenter moins vite que ceux des professions supérieures. Dans le bâtiment, par exemple, les salaires des non cadres n'ont progressé en 2009 que de 1,1%, selon une étude Randstad. Les niveaux les plus bas ont connu les plus faibles augmentations : +0,3% pour les ouvriers non qualifiés, +1,4% pour les ouvriers qualifiés et

+2,9% pour les professions intermédiaires. Pour les plus modestes des ménages, il s'agit bel et bien d'une baisse ou d'une stagnation des revenus réels. Ces catégories sont aujourd'hui les plus fragilisées par le chômage et l'endettement. Sauf à réduire fortement la consommation courante, ce que la croissance du chiffre d'affaires des enseignes de hard discount et le succès croissant des marques de distributeurs pourraient indiquer, cette dégradation se traduit par une moindre capacité d'épargne et donc d'emprunt. Ou par l'accroissement du risque de défaillance.

De fait, « *l'indicateur de solvabilité de la demande poursuit sa dégradation (...) dans un contexte de blocage persistant du marché de la revente et de transformation des clientèles* » notait l'Insee il y a quelques mois. Et pour cause. Les indicateurs de solvabilité, assez stables entre 1999 et 2005, subissent une hausse brusque en 2006/2007. Ils se dégradent en 2008 avant qu'intervienne une légère amélioration en 2009. Avant le plongeon de cette année, qui retrouve le mauvais niveau de 2008.

Ce constat est à rapprocher d'un autre fait préoccupant. Le quartile des ménages les plus pauvres représentait encore 8,7% des accédants entre 1997 et 2001. Il ne pèse plus que 6,3% neuf ans plus tard. Sauf à partager l'optimisme de l'Insee, peut-on croire que « *les Français doivent donc se faire à l'idée d'investir quelque 4,6 années de revenus dans l'achat de leur résidence principale – contre 3 en 2000 –, et les Franciliens près de six années* », dans un contexte déflationniste induit par la résorption de la dette et destructeur d'emplois ? A l'instar de la dette souveraine, dont le gonflement au regard du PIB est devenu insoutenable, le poids du logement dans le revenu des ménages n'a cessé d'augmenter. Tout comme la durée des engagements. Pour un bien, un apport personnel et un taux d'effort donnés, un ménage qui se serait endetté sur 14 ans en 2000 aurait dû porter cette durée à 27 ans en 2006 et même à 31 ans en 2008. En 2009, les mensualités baissent certes de 9% et la durée des prêts retombe à 24 mois. Depuis, elle s'est à nouveau allongée de deux mois. En période de déflation,



l'illusion de la mensualité constante est redoutable. En effet, plus la durée d'emprunt s'allonge, plus le coût financier croît de manière exponentielle, ce qui réduit encore la portabilité de la dette. L'un des facteurs aggravants de la crise immobilière espagnole est d'ailleurs l'allongement démesuré des usances des prêts accordés, d'où l'alourdissement insupportable du coût financier. De quoi annihiler toute plus value à long terme, synonyme de réemploi utile au complément d'une retraite qui d'année en année se rétrécit... Et ruiner des dizaines de milliers de ménages modestes. Donc accélérer la chute des prix.

Enfin, la dévalorisation des actifs accentue toutes ces tendances. La valeur des logements a baissé de 33% aux USA depuis 2008, de 16% au Royaume-Uni et de 12% en Espagne. La Banque d'Espagne qualifiait récemment le phénomène d'effet richesse négatif. Comme si cet euphémisme pouvait modifier les sombres perspectives annonciatrices d'une déflation qui touchera d'abord le prix des actifs immobiliers. Or la dévalorisation de ces actifs réduira d'autant la capacité d'emprunt des investisseurs. Plus encore, elle pénalisera les ménages qui financent un bien plus grand et plus coûteux par la vente d'un premier logement. Certes, le phénomène semble moindre en France qu'Outre Atlantique car la baisse des prix s'est avérée moins brutale et de plus faible ampleur. Mais on aurait tort de sous estimer son impact. A preuve la raréfaction des crédits relais accordés par les banques, motivée autant par l'allongement du délai de vente que par la baisse des prix de revente. Un risque que les établissements financiers répugnent traditionnellement à prendre et que, désormais attentifs à leurs

propres ratios de solvabilité, ils ne peuvent plus assumer.

La baisse du pouvoir d'achat immobilier permet donc, à elle seule, d'expliquer l'essentiel de la chute du volume des transactions. Ce n'est pas sans raison que Marc Pigeon, président de la FPC, déplorait, au début de l'année, que l'accession « *reste en panne* ». Il constatait aussi que la part des ventes en bloc avait atteint 70% en 2009, un record qui n'est dû qu'en partie au plan gouvernemental de rachat de 30.000 logements par les bailleurs sociaux, avec un effet de levier dont l'efficacité reste à mesurer. Et au prix d'ailleurs d'un affaissement des marges des promoteurs, tant les prix de rachat proposés se sont avérés bas. A contrario, plus de ventes en bloc signifie moins de ventes au détail.

On pourrait donc, dans les mois qui viennent, assister à une convergence de facteurs défavorables. Poursuite conjoncturelle et locale de la hausse des prix, affectant le rendement locatif des investisseurs ; réduction tendancielle de l'effectif des accédants potentiels ; baisse simultanée de la solvabilité moyenne des ménages ; possible remontée des taux. En d'autres termes, la demande risque de rester durablement faible. L'équation est intenable, preuve supplémentaire de l'inefficacité de la régulation par le seul marché. Mathilde Lemoine, directrice des études économiques chez HSBC, estime ainsi que « *la remontée des prix va à nouveau peser sur la solvabilité des ménages, d'autant que les facteurs de soutien exceptionnel, intervenus en 2009, vont disparaître* ». La FPC s'attend d'ailleurs à moins de 100.000 unités neuves vendues en 2010. Avec des fondamentaux économiques assez mal orientés, et comme le montre l'exemple japonais, le rebond des ventes et des prix ne durera pas.

#### 4. L'immobilier, un actif financiarisé

En France, comme aux USA, en Espagne ou en Grande Bretagne, l'immobilier n'a échappé ni à la financiarisation ni aux effets pervers de la progression de l'endettement. Cette tendance a modifié les comportements. En effet,

l'acquisition d'un logement répond à au moins deux motivations fondamentales. Elles sont de nature très différente et font, de ce fait, appel à des logiques patrimoniales ou financières différentes.

La première motivation est évidemment liée à la valeur d'usage du bien. C'est a priori le déterminant principal de l'acquisition de la résidence principale par les propriétaires occupants qui, dans des conditions économiques normalement stables et pour un bien donné, effectuent un calcul simple en comparant le montant de la mensualité d'emprunt au loyer qui serait versé. A mensualité identique, c'est à dire si la part de revenu disponible consacré au logement reste constante sur la durée de l'opération, la conclusion est qu'il est préférable de devenir propriétaire, puisque l'opération aboutit à accroître le patrimoine à un coût budgétaire équivalent à celui de la location. C'est toutefois omettre que ce patrimoine reste grevé d'une dette jusqu'à son remboursement intégral. En France, l'Insee observe que les deux tiers des propriétaires de résidence principales ont éteint leur dette, ce qui signifie, réciproquement, qu'un tiers d'entre eux reste endetté, avec un taux d'effort moyen de 33,4%. Nous y reviendrons.

A la motivation fondamentale de l'achat de la résidence principale de préférence à la location s'ajoute souvent une préoccupation de précaution car l'acquisition immobilière est perçue comme une sorte d'épargne forcée et/ou comme une protection contre la précarité et la baisse de revenu qui accompagnent le vieillissement. Enfin, une motivation de transmission peut intervenir, même pour des ménages modestes dont le patrimoine est essentiellement immobilier: le bien familial constitue un capital initial pour les enfants lors du décès des parents. La protection contre l'inflation s'estompe peu à peu. Elle fut longtemps un moteur puissant de la primo accession.

Le second comportement est celui des investisseurs, professionnels de l'asset management et particuliers qui diversifient leur patrimoine. Leur raisonnement est purement financier. L'investisseur calcule son prix d'intervention en évaluant les paramètres du marché locatif. Il détermine le rendement attendu, ce qui l'incite à minimiser la part de ses fonds propres et à maximiser la part d'emprunt pour bénéficier

d'un effet de levier. Il procède ultérieurement à des arbitrages en fonction de l'ensemble de ses positions et de l'évolution du marché.

Or, plus que la raréfaction des liquidités, plus abondantes que jamais, c'est l'absence de perspectives du rendement locatif qui explique, depuis 2008, la prudence des investisseurs sur les segments des bureaux et de l'immobilier commercial. La baisse des rendements y a en effet atteint 7,7% en 2009. Pour les bureaux, on s'attendait aussi à une augmentation de la vacance de 8,3%, parallèlement à une baisse des loyers de 7,5%, y compris en localisation prime. On assiste, en conséquence, à la hausse des rendements attendus. On se souvient qu'en 2009, la hausse des *yields* a été brutale, de l'ordre de 2 points en quelques mois. Traduit dans un bilan d'opération, l'impératif de servir 7% voire 8% à un investisseur plus que jamais en position de force provoque des effets ravageurs sur la marge du promoteur. Conséquence immédiate, de nombreuses opérations ont été gelées ou annulées. On s'interroge aujourd'hui sur le devenir des 730 projets de centres commerciaux, totalisant près de 7,8 millions de mètres carrés GLA, recensés par la Fédération pour l'urbanisme et le développement du commerce spécialisé (Procos). Un nombre qui avait augmenté de 80% entre 2006 et 2007... Dans un marché à maturité et face aux menaces sur la consommation, de nombreux projets d'ouvertures de centres commerciaux ont été reportés. Il y a un an, le Conseil national des Centres commerciaux estimait que le marché avait atteint son point bas et situait le redémarrage à la fin de 2009. Pour sa part, la fédération Procos n'anticipe pas de retournement avant 2011. La situation est pire dans le secteur de l'immobilier tertiaire, avec la quasi paralysie du marché des bureaux neufs.

Pour le logement, les rendements locatifs ont eux aussi baissé à mesure que les prix se sont élevés. Selon une étude du Sénat<sup>v</sup>, ils étaient en moyenne de 4,3% en 1999. Ils tombent à 2,4% en 2004, soit le niveau le plus faible depuis 1978. De plus, et hors inflation, les loyers

moyens ont évolué moins vite que le revenu par ménage, tandis que le prix des logements augmentait fortement depuis les années 1970. Cette logique conduit à considérer que seul l'avantage fiscal Scellier a soutenu l'investissement immobilier des investisseurs privés. Estimer le poids de ceux-ci est un exercice difficile. Une étude publiée en 2008 par l'OCIL d'Ile-de-France<sup>vi</sup> l'estimait à 13% pour 2007. En revanche, pour la CAPEM-FPC, le ratio aurait été de 32,8% en Ile-de-France et de 49,1% au plan national. L'imprécision des données sur ce point n'est pas isolée. L'affaiblissement de l'appareil statistique, qui mesure les variations instantanées plutôt que les phénomènes longs, sévit en immobilier comme ailleurs. Mais l'hétérogénéité des chiffres ne peut pas occulter le changement majeur de perspective intervenu au cours des dernières années.

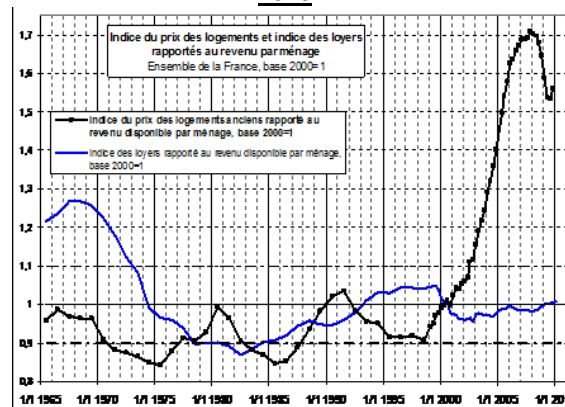
La même logique amène à considérer que plus l'écart s'accroît entre le prix d'achat du bien et le taux de rendement, plus s'élève la probabilité d'une correction importante des prix. Cette éventualité est d'autant plus préoccupante que la dégradation des rendements, très nette en Ile-de-France, risque de se poursuivre, comme l'observait déjà Jean-Michel Ciuch, directeur de l'expertise au Crédit Foncier : « *les investisseurs sont confrontés à des prix d'achat trop élevés qui ne leur procurent plus un rendement acceptable (...) S'agissant du niveau de performance globale qui agrège le rendement locatif aux plus ou moins values en capital, nous assisterons probablement à un resserrement des performances entre différentes catégories d'actifs (logements, bureaux, commerces) et entre l'Ile-de-France et la province qui continuera de bénéficier de performances positives* ».

La financiarisation de l'immobilier a déconnecté les prix des fondamentaux économiques. Pour une proportion croissante des acteurs de ce marché, la corrélation historique entre la progression des prix immobiliers et celle des revenus des ménages, ne se vérifie plus. C'est ce que démontrent les travaux de Jacques Friggit. Economiste au Ministère de l'Équipement, il relève que l'indice

du prix des logements a augmenté à peu près au même rythme que le revenu entre 1965 et 2000. Il a ensuite connu une hausse beaucoup plus rapide, atteignant un maximum en 2007.

De fait, selon l'Insee, les prix des logements anciens en France ont progressé bien plus vite que les revenus à partir de 2000. Constatée dès la fin des années 1990, la hausse s'accélère. Les prix subissent ainsi un doublement entre 2000 et 2007, flambée qui culmine en province à 16,5% au quatrième trimestre de 2004 ! L'augmentation se poursuit jusqu'au début de 2008. Une hausse très supérieure à celle des prix à la consommation, des loyers et du revenu disponible. Sur la même période, l'indice des loyers passe de 100 en 2000 à 124 en 2007. Simultanément, l'indice des prix des logements anciens grimpe à 207. Les conventions rédactionnelles font que, lorsqu'une variation dépasse 100%, on l'exprime sous forme de coefficient multiplicateur. Début 2007, les prix sont multipliés par 2 par rapport à leur niveau de 2000.

#### Courbe de l'indice du prix des logements 1965 – 2010



Source Insee

Jacques Friggit considère que le prix ne peut que rejoindre à terme sa tendance de longue période. C'est en effet ce qui s'est produit dans les années 1990. La question est donc celle du rythme de cette baisse. Le scénario rapide correspond à une baisse cumulée du prix, qu'il estime entre 30% et 35% entre 2007 à 2015.

Comparable à la correction intervenue après l'éclatement de la bulle de 1991, ce serait néanmoins un effondrement, dont on n'imagine peut-être pas toutes les conséquences. Le scénario lent aboutit à une décrue des prix sensiblement constante pendant quinze à vingt ans, que l'auteur considère comme le plus probable. Il n'envisage en effet pas une baisse plus rapide que celle observée sur la longue période. La sortie de crise se situerait donc entre 2015 et 2030. Nous y reviendrons plus loin.

Quelles sont les conséquences de cette décorellation entre revenus et prix immobiliers, d'une part, entre taux de rendement locatif et prix, d'autre part ? Dans une économie financiarisée, l'appréciation des actifs immobiliers résulte moins de l'ajustement entre l'offre et la demande physiques que des anticipations des opérateurs, dont les motivations reposent plus sur les perspectives de valorisation que sur l'usage du bien. Le phénomène est bien connu sur les marchés professionnels, bureaux ou retail. En témoigne la dévalorisation subie par le titre d'Unibail-Rodamco, qui venait pourtant de racheter pour 715 millions d'euros les sept centres commerciaux français et polonais de Simon Ivanhoé. Mais, faute de perspectives pour les actionnaires, le titre chute en dessous de 150 euros. Le leader européen de l'immobilier commercial avait parallèlement publié des chiffres qualifiés de « sans éclat » par Capital.fr. Ces résultats reflétaient une perte de 1,47 milliards d'euros, contre 1,12 milliards en 2008, mais surtout la forte diminution de son actif net du fait de la dévalorisation des immeubles, équivalente à 2,2 milliards d'euros. La bourse s'était aussi inquiétée de la prudence des prévisions 2010, tablant sur une faible indexation des loyers, sur l'impact du nouveau périmètre après les cessions d'actifs de 2009 et sur un faible volume de livraisons, malgré une prévision de croissance de 2% du résultat par action.

On nous dira que l'immobilier commercial et le bureau ne sont pas le logement. On nous

objectera aussi – et c'est exact – que la France n'est pas les Etats-Unis. Que le marché hypothécaire n'a pas été titritisé. Que les revenus progressent malgré tout à un rythme qui reste voisin de celui de la hausse des prix. Que les taux restent bas.

Certes. Il est néanmoins probable que la généralisation d'une logique d'investisseur aux particuliers, à travers la double promesse d'effet de levier (acquisition sèche proposée par de nombreuses banques à leurs meilleurs clients) et de défiscalisation dans le cadre des dispositifs de Robien, Borloo puis Scellier a nourri la hausse des prix et déstabilisé le marché locatif. Force est de reconnaître qu'elle a aussi contribué à appauvrir bon nombre de ces petits investisseurs qui, sur la foi de conseils de soi-disant professionnels, banquiers, conseillers en patrimoine ou fiscaux et promoteurs peu scrupuleux, ont acquis des biens dans des secteurs dénués de tout marché locatif.

Plombés aujourd'hui par le remboursement de prêts sans contrepartie de loyers, ils sont durablement exclus du marché, sur le plan financier mais aussi, et peut-être surtout psychologiquement. Le miracle est sans doute que la formule trouve encore des adeptes : 63% des ventes de neuf entre fin 2009 et début 2010 ont été réalisés grâce au dispositif Scellier.

La véritable variable clé des années qui viennent est, qu'on le veuille ou non, la dette immobilière cumulée des ménages. La crise grecque et ses conséquences monétaires ont focalisé l'attention sur la dette publique. On aurait tort de ne pas prendre en compte celle des ménages. A cet égard, la crise des subprimes aurait du donner l'alerte. Si, depuis 2008, les critères de solvabilité sont plus strictement appliqués par les banques, qui incluent désormais dans leur calcul l'ensemble des crédits à la consommation, la dette privée a suivi une évolution comparable à celle de la dette souveraine. Une dette qui devient aussi insupportable économiquement que sa croissance est exponentielle et que des effets sont cumulatifs, à commencer par celle observée aux USA.

Le montage financier d'une opération immobilière n'est donc pas, et ne peut pas, être neutre. Les investisseurs, comme les promoteurs et les banquiers, savent bien que le funding, c'est à dire l'origine et la nature des capitaux, importe autant que le financing, c'est à dire l'ingénierie financière mobilisée pour réaliser l'opération. L'apport personnel joue un rôle central, y compris quand il est constitué de prêts à faible taux, juridiquement considérés comme fonds propres (épargne logement) ou bonifiés (PTZ) mais dont le remboursement pèse financièrement. De fait, lors l'acquisition de sa résidence principale par un ménage, la préoccupation majeure est, à prix donné du bien, de réunir les fonds nécessaires à constituer cet apport personnel et d'obtenir un financement bancaire pour le solde.

Or, observe Michel Mouillart, professeur d'économie à Paris X, « *la relative stabilisation de l'apport personnel constatée depuis le début de l'année n'est pas non plus suffisante, alors que les coûts des opérations augmentent maintenant de façon sensible* ». De fait, au premier trimestre 2010, l'évolution de l'apport personnel stagne à +0,6%, après avoir baissé de 3,5% en 2009. Ceci

signifie que les accédants peinent à réunir les fonds propres nécessaires à la faisabilité de leurs projets. Un moindre apport personnel signifie mécaniquement une part supérieure d'emprunt, ce qui se traduit par une hausse tendancielle de la charge de la dette, quelque soit le taux auquel elle est souscrite. Au plan macro-économique, il y a bel et bien accumulation de la dette. C'est ce qu'illustre d'ailleurs la hausse du taux de possession de crédit en France et sa généralisation même aux ménages les plus modestes. Or, même réduite à l'amortissement du capital, la mensualité d'un PTZ s'ajoute à celle du prêt principal et à l'ensemble des crédits souscrits. Dans une conjoncture favorable, la hausse des revenus et les perspectives de plus value permettent un équilibre dynamique du système. Inversement, avec une moyenne de 10% de chômage dans la zone OCDE, et surtout un sous-emploi des jeunes en hausse vertigineuse, puisqu'il atteint 25% en France et 40% en Espagne contre 50% à Soweto, la contraction des revenus, jointe à l'effet récessif des politiques de rigueur, est annonciatrice d'un redoutable effet de ciseau.

## 5. Nouvelle bulle ou effondrement ?

De nombreux facteurs pèseront donc négativement sur les marchés immobiliers. La correction opérée sur les prix en 2008-2009 semble en outre singulièrement limitée en France. Son ampleur et ses causes divisent les experts qui l'imputent souvent à l'étroitesse du marché. Tout se passe néanmoins comme si la baisse des prix avait été insuffisante pour rééquilibrer le marché.

L'effet de cliquet mis en évidence par Vincent Renard, spécialiste de l'économie foncière et immobilière, directeur de recherche au CNRS et enseignant à l'IDDRI - Sciences-Po, a sans doute joué en 2008-2009. Cet effet se manifeste par une baisse notable du volume des transactions mais aussi par une résistance des prix à la baisse. Plutôt que d'accepter celle-ci, de

nombreux vendeurs n'ont pas mis en vente leurs biens. Dans les prochains mois, faute de pouvoir réaliser une plus-value suffisante et/ou de financer l'acquisition d'un bien plus grand donc plus onéreux, et sauf à y être contraints par le surendettement ou un accident de la vie - maladie, divorce, etc - il est donc probable que les propriétaires occupants resteront attentistes. De plus, la forte proportion de propriétaires occupants de maisons individuelles, pour lesquelles il est physiquement possible de « pousser les murs », y compris par l'auto-construction, peut, elle aussi, freiner les mises en ventes volontaires. En d'autres termes, logés tant bien que mal mais logés et capables d'assumer leurs échéances, ces ménages n'ont plus intérêt à entrer sur le marché. Dans cette

hypothèse, ce serait un marché atone qui se dessinerait, en quelque sorte sans vendeurs ni acheteurs. Le marché espagnol en est le meilleur exemple puisque, malgré des baisses pouvant atteindre -30% comme à Séville, le nombre des transactions reste faible. Il est vrai que la France est loin de connaître une telle surabondance d'offre puisque 900.000 logements nouveaux seraient nécessaires.

Nous avons vu cependant que la déconnexion des taux de rendement et des prix, d'une part, et de l'évolution des revenus et des prix, d'autre part, tendent à provoquer une baisse des prix. La probabilité d'une correction brutale suivie d'une baisse plus lente mais durable des prix pourrait bien s'avérer assez élevée.

En bourse, l'insuffisance de titres provoque généralement une violente hausse des cours, qui précède un effondrement. La situation est plus complexe pour l'immobilier, secteur pour lequel on peut considérer qu'il y a presque autant de marchés que de produits et d'adresses. La tendance globale n'en reste pas moins nette. Natixis estimait ainsi, en février dernier, que les prix immobiliers français restaient surévalués de 10 à 15%. Se fondant sur une comparaison internationale, cette banque estimait que la correction n'avait pas été suffisante. Elle anticipait donc de nouvelles baisses. Deux ans plus tôt, BNP Paribas évoquait déjà des chutes de -30% à -40% échelonnées sur plusieurs années, des valeurs voisines de celles retenues par le scénario « rapide » de Friggitt. En janvier dernier, enfin, un des économistes de la même banque confirmait cette analyse : « nous sommes entrés dans un cycle baissier qui pourrait se prolonger sur plusieurs années ». Il envisageait une réduction des prix de 3 à 5% pour la seule année 2010.

Qu'en déduire pour l'avenir ? Nous nous sommes habitués à l'idée que le marché de l'immobilier est régi par des rythmes cycliques, ponctués de bulles sporadiques. Confiants dans la loi des grands nombres et dans l'illusion de la stabilité des structures à long terme, beaucoup

d'entre nous gardent la conviction que le prix de l'immobilier reprendra son régime de longue période après la sortie de crise. Si la probabilité d'une nouvelle correction paraît élevée, il resterait donc à en estimer l'ampleur et/ou la durée. En d'autres termes, la question principale serait de savoir si l'actuelle remontée des prix est l'indice d'une nouvelle bulle ou si elle annonce une ère baissière, qui pourrait notamment se manifester par une lente érosion.

Le spectre d'une nouvelle bulle est aujourd'hui présent dans beaucoup d'esprits. Plus encore peut-être que les Etats Unis, la Chine constitue un maillon faible. Le taux d'inflation y a augmenté de 2,8% en avril, mais les prix de l'immobilier se sont appréciés de 12,8% ! Ils atteignent 2.300 euros le mètre carré à Pékin, c'est à dire deux fois plus que l'an dernier. Parallèlement, le volume des crédits n'a cessé de croître. Le gouvernement a récemment réagi : restriction sur les ventes sur plan, élévation du ratio d'apport personnel, interdiction faite aux promoteurs de réinvestir leurs bénéfices dans de nouveaux projets et encadrement du crédit. Sans que la spirale ne soit vraiment enrayerée. Hervé Liévore, économiste chez Axa Investment Managers, cité par Le Figaro, évoque un « cercle vicieux entre les investisseurs, les promoteurs et les collectivités locales », celles-ci semblant préférer spéculer sur le foncier plutôt que de construire des logements sociaux, et le risque d'alimenter les tensions sociales. Les analystes de la Société Générale insistent pour leur part sur la nécessité de gérer la production de biens immobiliers pour juguler la hausse des prix.

Les conditions sont-elles réunies en France ? « C'est un marché de surchauffe, avec une offre trop restreinte, puisqu'il n'y a rien à acheter, et ce rythme de hausse est insoutenable et inquiétant », pense Sébastien de Lafond, fondateur de la banque de données Meilleursagents.com, cité par Le Monde. Les similitudes avec la crise de l'immobilier parisien en 1992, qui coïncide aussi avec une perturbation monétaire, sont nombreuses. La conjonction de prix qui resteraient élevés, de faibles volumes de transactions, de

disponibilités liquides chez les investisseurs sortis de bourse et de taux d'intérêt toujours bas peut en effet laisser présager une nouvelle bulle. Celle-ci n'apparaîtrait toutefois que si le décalage s'amplifiait entre l'offre et la demande, se traduisant par une flambée générale des prix, qui elle-même inciterait les propriétaires de logements et les promoteurs à accélérer les mises en ventes.

Si, sur certaines localisations, on ne peut exclure ce scénario dans l'ancien, dont le stock est par définition une quantité physique assez constante à court terme, de nombreux facteurs pèsent sur la demande, comme on l'a vu. Côté offre, hormis l'hypothèse de défaillances massives des emprunteurs comme on l'a constaté aux Etats Unis et sur laquelle nous allons revenir, le stock disponible ne peut être accru que par la construction de logements neufs. Or cette offre est loin d'être excessive. Les promoteurs ont réagi très rapidement en gelant des opérations ou en ralentissant les rythmes d'avancement des chantiers, ce dès le troisième trimestre 2008, en partie en raison de la raréfaction du crédit et en partie pour tenter d'éviter la formation d'une bulle. Ils ont assaini leurs portefeuilles, en renonçant aux opérations les plus risquées. Ils ont renégoциé les prix du foncier, les honoraires de maîtrise d'œuvre et les coûts de construction, puis réajusté leurs bilans d'opérations en fonction de prix de vente plus bas. Deux ans plus tard, ils ont peu à peu écoulé leurs stocks de logements, plus rapidement sur la fin de 2009 et le début de 2010, et sans doute partiellement reconstitué leurs marges. Les promoteurs relanceraient aujourd'hui certains chantiers. L'ajustement des courbes des autorisations de construire et des mises en chantier, d'une part, des courbes des mises en vente et des ventes réalisées, d'autre part, témoigne à la fois de la prudence des opérateurs et de leur volonté de ne pas assécher le marché. Il y a d'ailleurs fort à parier qu'une partie des actuelles mises en chantier correspond en fait à la nécessité d'engager les travaux, faute de perdre le bénéfice d'options foncières ou de permis de construire obtenus en 2008. Mais il apparaît également que ces acteurs ne

s'engagent pas sur des volumes importants, qui risqueraient à la fois de perturber les prix et d'asphyxier une demande très localisée. L'offre de logement neuf semble donc aujourd'hui maîtrisée.

Reste la question du prix de production, affecté par la hausse du foncier et le surcoût des normes environnementales, évalué entre 10% et 15%, et la hausse des matériaux. Les coûts de construction sont en moyenne supérieurs de près de 20% en France à la moyenne européenne. Leur hausse est possible à l'avenir. Premier facteur en cause, les prix du foncier. *«L'augmentation des ventes est une bonne nouvelle mais un inconvénient pour les prix du foncier qui progressent et ont une incidence sur les prix de vente»*, note Marc Pigeon, président de Nexity, dont les analyses rejoignent curieusement celles du Père Devert, fondateur d'Habitat et Humanisme. Le phénomène est sensible partout, qu'il s'agisse de foncier libre, en gré à gré, ou de foncier produit par les aménageurs. S'y ajoutent les surcoûts de la norme BBC, de l'ordre de 10% à 15%, dont on se demande comment par quel mécanisme il se répercutera sur les prix de vente. Enfin, se manifestent des tensions sur les prix des matériaux. Si l'indice BT 01 de janvier 2010 n'a subi qu'une hausse faible (807,2 contre 804,3 en décembre), il avait connu une forte poussée en 2009 (+2,4%). En outre, *«depuis quelques mois, nous enregistrons les premiers avis de hausse chez nos fournisseurs de produits liés aux matières premières»*, constate la Fédération du négoce des matériaux de construction. De fait selon l'Insee, le prix des matières industrielles a augmenté de 5,2 % en avril. Plus de 65% en un an. Accentué par la spéculation de 2009, la faiblesse de l'euro et la demande chinoise, ce renchérissement est *«un coup supplémentaire porté à la rentabilité (...) des entreprises»*, commente Jacques Chanut, Président de la commission économique de la Fédération Française du Bâtiment. *«Il est impératif de répartir raisonnablement l'absorption de cette hausse entre l'ensemble des acteurs. Nous travaillons ardemment à obtenir que les prix de plusieurs matières premières soient garantis sur un mois»*. Encore faut-il que ces

acteurs – aménageurs, promoteurs - entreprises du bâtiment - aient la capacité de répercuter les hausses des coûts sur des clients plus que jamais sensibles aux variations de prix.

Pas plus que le scénario lent de Friggit, l'hypothèse de la formation d'une nouvelle bulle immobilière ne doit être exclue mais il semble peu probable qu'elle soit nationale. En revanche, la bulle n'est peut-être pas le scénario le plus pessimiste. Les phénomènes auxquels nous assistons pourraient en effet laisser présager un ajustement brutal consécutif aux chocs accumulés, perturbations qui trouvent leur origine bien avant la crise des subprimes. Un très intéressant article de Robert Boyer<sup>vii</sup> insiste par exemple sur le caractère cumulatif des micro crises – affaire Enron, subprimes, etc - qui sont autant de signes avant-coureurs d'une crise systémique alors que, sur le moment, elles sont interprétées comme conjoncturelles voire accidentelles. Pour prendre une comparaison simple, l'économie mondiale aurait, au cours des dix dernières années, connu la multiplication de pannes ponctuelles, comparables à celles d'une vieille automobile, isolément peu significatives mais manifestations d'une usure globale. La coïncidence de la crise immobilière avec une crise de régulation mondiale et une crise monétaire est l'indice le plus frappant de cette usure systémique. Or la résolution par le haut de ces crises est désormais plus qu'hypothétique. On l'a vu – hélas - avec le problème de la contagion de la dette publique et la chute de l'euro contre le dollar.

Dans un environnement macro-économique clairement mal orienté (dette globale, balance commerciale négative, croissance faible), et hormis une offre neuve qui semble maîtrisée en volume mais reste exposée aux répercussions de hausses des matières premières et de l'énergie sur les coûts de production, le marché immobilier français cumule de très nombreux facteurs de fragilité : financiarisation, hétérogénéité, décorrélation entre prix et revenus, moindre solvabilité des acteurs, dette immobilière cumulative,

dévalorisation des actifs, tension sur les prix qui n'ont pas joué pleinement leur rôle de variable d'ajustement.

Ce marché, plus segmenté que jamais, présente des tensions manifestement dues aux évolutions divergentes de l'indice des prix immobiliers, des revenus et des taux. Dans ce contexte, la probable chute des prix immobiliers pourrait aller bien au delà de la simple poursuite de la correction amorcée en 2008-2009. La sortie de crise, traduite soit un plateau, une sorte d'encéphalogramme plat, soit une décrue lente et longue, n'est sans doute pas pour 2011. Si cette conjecture est exacte, parler de bulle serait insuffisant.

Un économiste, étudiant les évolutions du marché des changes, nous confiait récemment qu'il « *se sentait comme un physicien en train d'observer l'apparition du boson de Higgs dans un cyclotron* ». Nous sommes peut-être à la veille d'un effondrement des prix immobiliers, nourri par la spirale déflationniste mais surtout par la ruine des ménages les plus fragiles, contraints au défaut de paiement. Ce scénario n'est pas une simple conjecture. En effet, ce n'est pas seulement le décrochage des revenus et des valeurs immobilières qui est en cause mais l'explosion du système financier fondé sur l'accumulation de la dette. Nous avons vu la fragilité économique des ménages des catégories intermédiaires. De plus, pour la première fois sur la très longue période, le chômage gagne des catégories jusqu'alors épargnées, comme les cadres.

Si les deux tiers des ménages ont remboursé leur dette immobilière, un tiers reste endetté. Le calcul est simple : sur environ 26 millions de ménages, 57% sont propriétaires, soit 14,8 millions de ménages. Le tiers de ces ménages représente 4,9 millions de familles, soit autant de résidences principales. La défaillance de 10% des débiteurs amènerait brutalement 490.000 logements sur le marché, un ordre de grandeur presque comparable à celui du total des ventes en 2009, tous segments confondus. Résultat : une offre quasiment doublée en quelques mois. On imagine la suite : effondrement des prix, effet domino sur les



banques, accentuation des difficultés du BTP qui vient de traverser deux des pires exercices de son histoire, impact négatif sur la croissance, précarité et tensions sociales accrues. Un scénario du pire que la proximité des élections de 2012 pourrait décaler dans le temps.

On objectera, sans doute avec raison, que l'Etat garantira les organismes de défaisance qui reprendraient les créances immobilières des banques, comme il l'a fait pour les actifs du Crédit Lyonnais ou pour la dette de la SNCF, cantonnée chez RFF. Comme le fait la BCE avec le papier grec, irlandais, portugais, espagnol, peut être demain italien ou français. On espérera que la puissance publique régulera le marché immobilier, incitera les bailleurs sociaux, impécunieux, à racheter à crédit ou gérer temporairement des logements, que le parlement votera un moratoire. L'Etat fédéral américain a bien accepté de recapitaliser et de garantir Freddie Mac et Fannie Mae à concurrence de la dévalorisation de leurs actifs, qui ne cesse d'évoluer négativement. Certes, mais avec une différence fondamentale : la Federal Reserve a le pouvoir de créer autant de dollars que nécessaire. Elle vient de le faire en ouvrant des lignes de crédit à la BCE dans le cadre du plan de sauvetage de l'euro. La France, surendettée, ne dispose plus ni du levier

monétaire ni du facteur inflationniste. On prend enfin conscience des difficultés à inverser le levier budgétaire, l'objectif de ramener le déficit à 3% du PIB apparaissant de plus en plus difficile à atteindre. Quitter l'Euro, au delà des difficultés juridiques, est un leurre dangereux.

Utopie du chaos ? Pessimisme excessif ? Rien ne prouve que l'observation de longue période se vérifie éternellement. D'abord parce que l'histoire montre que des phénomènes considérés comme statistiquement improbables se produisent sporadiquement, hétérotopies au sens de Foucault, Big Bang ou changement de régime politique et économique. Ensuite, et peut-être surtout, parce que, pour que le mécanisme homéostatique évoqué par Jacques Friggit puisse jouer, il faut que l'environnement comme les modes de régulation interne demeurent constants. Autrement dit, que l'économiste puisse raisonner « toutes choses égales par ailleurs ». Or les choses ne sont plus égales par ailleurs. Notre environnement a d'ores et déjà profondément changé, comme le montrent les perturbations monétaires actuelles, qui sonnent le glas de l'économie de l'endettement et du leverage.

Peut-être faut-il, à la manière de Candide, cultiver son jardin. Et acquérir de la terre agricole.

## Notes

<sup>i</sup> « Commercialisation des logements neufs », Chiffres et statistiques n°120, mai 2010, CGDD

<sup>ii</sup> Le seuil de pauvreté est calculé en France sur la base de 60% du revenu médian. Il se monte à environ 900€ par mois.

<sup>iii</sup> « Portrait social de la France », Insee, édition 2009. Données 2006.

<sup>iv</sup> Jacques Friggit, « Le prix des logements sur le long terme », [www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr](http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr), mars 2010.

<sup>v</sup> Rapport d'information n° 6 (2005-2006) de M. Philippe Marini, commission des finances, Sénat, octobre 2005.

<sup>vi</sup> Hélène Fouquet – ADIL 75, « L'investissement locatif privé en Ile-de-France : essai d'évaluation », mai 2008.

<sup>vii</sup> Robert Boyer, « Feu le régime de l'accumulation tiré par la finance : la crise des subprimes en perspective historique », *Revue de la régulation*, décembre 2009.