

En 2007, croissance zéro des prix de l'ancien

Le scénario d'atterrissage en douceur du marché immobilier, annoncé dans nos précédentes éditions, semble désormais en place. Dans le logement ancien, les prix freinent de plus en plus nettement, avec une hausse de 4,5 % sur un an au troisième trimestre, contre 11 % en 2005 et 16 % en 2004. Les ventes plafonnent dans l'ancien et commencent à se replier dans le neuf. Les stocks et les délais de commercialisation remontent.

Cette tendance va-t-elle se poursuivre au cours des prochains trimestres ou peut-on craindre une correction plus marquée ?

Le scénario d'une bulle spéculative et d'une correction violente des ventes et des prix, comme celui observé en Ile-de-France en 1992-1995, paraît largement improbable. Les prix, historiquement très élevés, ne sont pas surévalués, au vu des indicateurs habituellement utilisés : prime de risque sur un investissement locatif, taux d'effort moyen des acquéreurs (cf. *focus* pages 10-11). Les facteurs qui avaient conduit à la bulle de 1989-1991 ne jouent pas : les anticipations en matière de loyers et d'inflation sont modérées ; la présence des marchands de biens est faible et les comportements spéculatifs sont limités ; le contrôle du risque par les établissements prêteurs est élevé et les ratios de CDL très bas.

Le marché est un marché de particuliers, l'achat est motivé par les conditions financières attractives et par une série de facteurs structurels : désir de devenir propriétaire, préférence pour le placement pierre, démographie, décohabitation, inquiétudes sur les retraites, etc.

La demande reste donc potentiellement soutenue. Mais elle bute de plus en plus sur la contrainte de solvabilité. Le taux d'effort atteint des seuils critiques et une part croissante des candidats primo-accédants renonce à acheter. La demande est moins forte, se concentre sur des acheteurs à revenu plus élevé ou avec revente préalable, devient plus hésitante et plus sélective. De plus, l'investissement locatif s'essouffle, avec des taux de rendement moins attractifs et une prudence accrue sur les produits *Robien*.

Le freinage graduel va se poursuivre. La demande va continuer à s'éroder. Les taux d'effort se dégraderont encore un peu, ce qui réduira davantage la part des primo-accédants, et les investissements locatifs vont se réduire légèrement. Le taux de crédit habitat devrait remonter mais modérément, du fait de la stabilité prévue des taux à long terme et de la pression de la concurrence. **La demande faiblira mais ne s'effondrera pas**, grâce aux nombreux facteurs de soutien structurels. **Les prix vont freiner à nouveau. En 2007, ils seront en croissance zéro dans l'ancien. Dans le neuf, ils ralentiront nettement, d'autant que l'offre sera plus abondante.**

Le principal risque est celui d'une remontée très marquée des taux, entraînant une correction baissière de la demande et des prix. Mais la probabilité d'un tel scénario paraît très limitée.

Olivier ELUERE

Tél : 01 43 23 65 57

olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr

Le logement ancien 2

**Freinage des prix
Signes de tassement
Pourquoi ce tassement ?**

Le logement neuf 3

**Ventes en repli
Repli en 2006 des investissements *Robien*
Les prix restent en hausse marquée**

Le marché locatif 4

**Parc de logements saturé
Marché locatif particulièrement tendu
Hausse marquée des loyers privés**

Le financement du logement 5

**Le crédit habitat reste très dynamique
Le taux d'endettement des ménages
reste soutenable**

Croissance zéro des prix de l'ancien en 2007 6

**Signes de tassement
Scénario de bulle immobilière peu probable
Poursuite du freinage en douceur**

L'immobilier de bureaux 8

**Demande placée en forte croissance
L'offre disponible reste élevée
Valeurs locatives : timide redressement
Nouveau record pour l'investissement
en immobilier d'entreprise**

Comment mesurer la surévaluation des prix immobilier ? 10

**L'approche par la prime de risque
Le « bon » niveau de la prime de risque
L'approche par la capacité d'achat**

LE LOGEMENT ANCIEN

Le freinage des prix s'accroît : 4,5 % sur un an

La décélération des prix immobiliers, à l'œuvre depuis la mi-2004, s'est poursuivie et même accentuée pendant l'été 2006. Selon la FNAIM, la hausse des prix des logements anciens a atteint 4,5 % en glissement annuel (T3 2006 comparé à T3 2005). Le mouvement de freinage se poursuit donc clairement. Rappelons que le glissement annuel des prix avait atteint un pic en T3 2004, à 17,5 %, puis est passé à 13,6 % en T1 2005, 10,4 % en T3 2005, 8,3 % en T1 2006 et 4,5 % actuellement (cf. graphique). Le prix au m² s'établit à 2 596 euros en moyenne en France, 3 029 euros pour les appartements et 2 164 euros pour les maisons. Sur le trimestre, la hausse des prix a été quasi nulle, 0,1 % par rapport au trimestre précédent.

A Paris, les hausses de prix restent encore élevées, 12,5 % sur un an au deuxième trimestre, le prix au m² atteignant 5 515 euros (source : Chambre des Notaires).

Les signes de tassement s'accroissent

Le marché immobilier résidentiel ancien reste encore relativement dynamique, mais se tasse de plus en plus clairement.

Au-delà du freinage des prix, on constate un plafonnement des ventes en volume. En 2005, le nombre de transactions dans l'ancien était élevé, 625 000 environ, mais proche des niveaux des années 2001-2004. Sur les trois premiers trimestres de 2006, l'indice d'activité de la FNAIM est en hausse assez modérée, 2,5 % par rapport aux trois premiers trimestres de 2005. En Ile-de-France, le nombre de transactions a reculé de 2,8 % sur un an au deuxième trimestre (source : Chambre des Notaires).

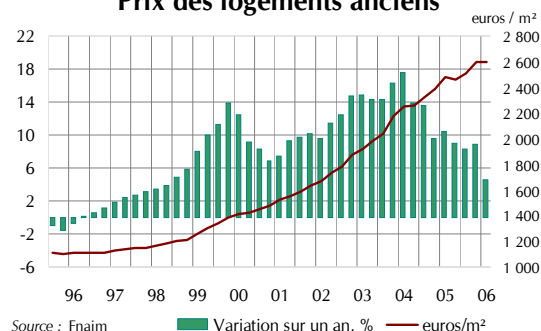
Par ailleurs, le portefeuille de biens proposés à la vente dans les agences immobilières continue à s'accroître. Il atteint 253 100 biens disponibles en T3 2006, contre 244 600 en T2 2006, 190 800 biens fin 2005 et 149 200 fin 2004. Ceci reflète un niveau élevé de mises en vente mais traduit également un moindre dynamisme de la demande : les acheteurs sont plus hésitants et plus sélectifs et les délais de commercialisation s'allongent.

Pourquoi ce tassement graduel ?

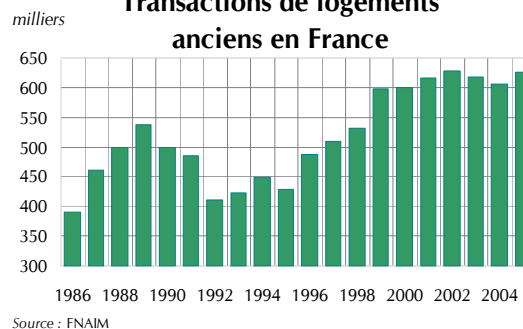
La demande d'achats de logements reste relativement soutenue. Elle est en effet stimulée par des conditions de financement encore attractives (le taux de crédit habitat n'a que très légèrement progressé depuis le début de l'année) et par une série de facteurs structurels : notamment la préférence des ménages pour le « placement pierre », la préparation de la retraite et les besoins de logement liés aux évolutions démographiques et sociologiques.

Le freinage actuel du marché s'explique principalement par la contrainte de solvabilité : les niveaux très élevés des prix des logements finissent par éroder la demande. Le taux d'effort connaît ainsi une dégradation régulière. Il est défini par le remboursement annuel (capital et intérêts) pour un nouvel acquéreur d'un crédit habitat pour un logement ancien en France, rapporté au revenu disponible brut annuel. Selon les calculs du Crédit Agricole, ce ratio atteint 31 % du revenu en T3 2006, contre 21 % en 1998. Il est beaucoup plus élevé pour les primo-accédants à revenu modéré. Leur part relative ne cesse de se réduire au profit des acheteurs déjà propriétaires, avec revente préalable. De même, l'investissement locatif semble s'essouffler, le taux de rendement locatif initial ne cessant de diminuer. Au total, les acheteurs deviennent moins nombreux, plus hésitants et plus sélectifs (cf. pages 6-7 pour une analyse plus détaillée du cycle immobilier actuel).

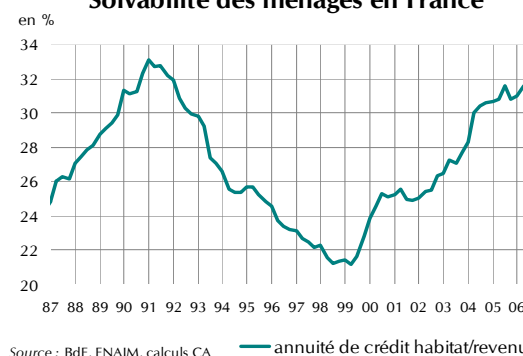
Prix des logements anciens



Transactions de logements anciens en France



Solvabilité des ménages en France



LE LOGEMENT NEUF

Ventes en repli et stocks en hausse

Le marché du logement neuf (filière promoteurs, programmes de plus de quatre logements) était jusqu'à présent resté soutenu. Il commence lui aussi à donner des signes de tassement assez marqués. Au deuxième trimestre 2006, les ventes ont baissé de 7,6 % par rapport au deuxième trimestre 2005 et ont atteint 29 400 unités. Les ventes d'appartements ont diminué de 5 %, celles de maisons individuelles de 22 % (mais leur niveau était très élevé un an plus tôt). Un chiffre trimestriel doit être interprété avec prudence, et sur les douze derniers mois, les ventes de logement neuf restent en hausse, 5 % par rapport aux douze mois précédents. Le repli est tout de même significatif.

Parallèlement, les mises en vente restent à peu près stables par rapport au deuxième trimestre 2005, à 33 900 logements.

Les stocks de logements neufs continuent à remonter sensiblement. Ils atteignent 60 885 unités, en hausse de 37 % sur un an (44 383 au deuxième trimestre 2005). Ces niveaux restent relativement bas, mais retrouvent ceux de 1997. Le délai d'écoulement des stocks atteint sept mois pour les maisons, contre cinq mois un an plus tôt, et six mois pour les appartements, contre quatre mois un an plus tôt.

Comment interpréter ces mouvements ? Il serait prématuré de parler d'un repli marqué et durable de la demande. Le plus probable est que les acheteurs potentiels sont un peu moins nombreux et surtout plus hésitants et plus sélectifs. Ceci est lié aux niveaux de prix très élevés, à la contrainte de solvabilité et à une moindre attractivité des produits « Robien » (cf. plus bas). Les délais de commercialisation tendent donc à s'allonger, ce qui aboutit à une baisse des ventes et un accroissement des stocks.

Un déséquilibre plus marqué entre l'offre et la demande pourrait toutefois peu à peu se mettre en place : la demande de logements va continuer à s'éroder et l'offre va rester relativement élevée, compte tenu de la nette reprise des mises en chantier de logements intervenue en 2005 (410 000 unités).

Probable repli en 2006 des investissements « Robien »

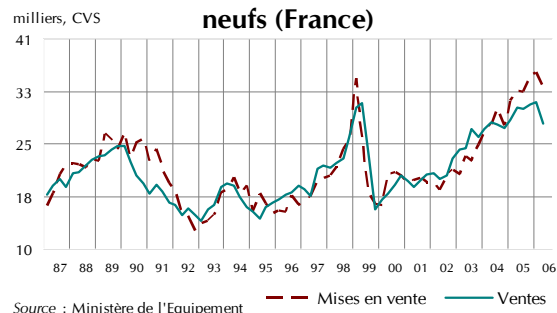
Un facteur spécifique a fortement joué en 2004 et 2005, l'investissement locatif « Robien », qui offre des avantages fiscaux particulièrement attractifs. 65 000 ventes, soit la moitié du total, étaient liées à ce dispositif en 2005. Ce facteur risque de devenir moins stimulant en 2006. Les taux de rendement, hors fiscalité, deviennent assez peu attractifs, du fait des fortes hausses de prix. Surtout, une partie importante des programmes, construits en 2004-2005, arrive maintenant sur le marché. Dans certaines communes, l'offre ne rencontre pas la demande locative espérée. Ceci pourrait conduire certains investisseurs à revendre leur bien et devrait rendre les nouveaux acheteurs plus prudents.

Les prix restent en hausse marquée

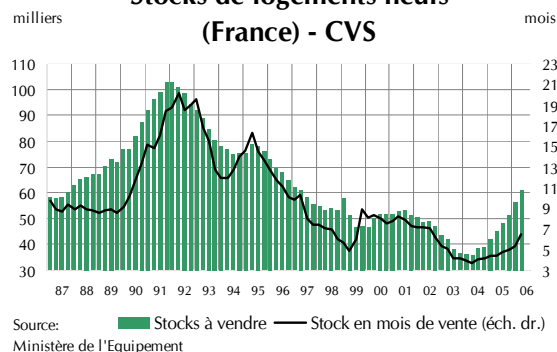
Les prix restent en croissance soutenue. La hausse sur un an des prix des appartements atteint 9,6 % au deuxième trimestre et celle des maisons individuelles 14 %.

Le ralentissement des prix a été pour l'instant moins net dans le neuf que dans l'ancien : les prix du neuf dépendent en effet en bonne partie des coûts des matériaux de construction (dont certains sont dopés par la croissance asiatique) et des prix du foncier. Toutefois, les contraintes de solvabilité et l'atténuation de l'effet Robien devraient conduire à un freinage graduel des prix.

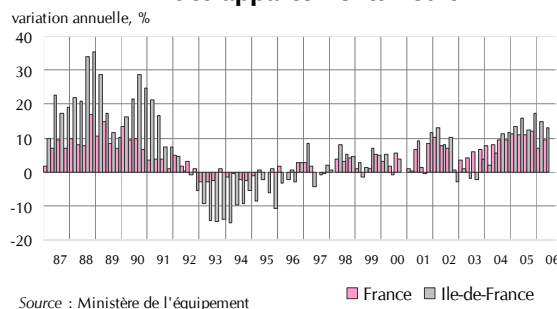
Commercialisation de logements neufs (France)



Stocks de logements neufs (France) - CVS



Prix des appartements neufs



LE MARCHÉ LOCATIF

Le parc de logements reste saturé

Le parc de logements en France reste relativement saturé. La France compte environ 30 millions de logements, dont 25 millions de résidences principales (correspondant à 25 millions de ménages). Le nombre de ménages s'est accru rapidement ces dernières années, de 1,3 % par an, soit 290 000 environ, du fait des phénomènes de décohabitation (hausse du nombre de ménages célibataires et divorcés et de familles monoparentales) et du vieillissement de la population. Or, entre 1991 et 2000, les mises en chantier de logements n'ont atteint que 280 000 unités par an. Compte tenu des destructions de certains logements et du fait qu'une partie des nouveaux logements est destinée à des acheteurs étrangers ou à des résidences secondaires, les mises en chantier ne couvrent donc pas les besoins en résidences principales. Le nombre de mises en chantier a connu une nette reprise en 2004 et 2005, à respectivement 360 000 et 408 000 unités. Mais ceci ne suffit pas encore à combler les retards accumulés.

Marché locatif particulièrement tendu

Cette saturation du parc joue notamment sur le marché locatif, qui constitue 44 % de l'ensemble des résidences principales. En effet, le boom immobilier à l'œuvre depuis 1996 a entraîné des désengagements de la part des investisseurs institutionnels (ventes à la découpe). De même, un certain nombre de propriétaires bailleurs ont préféré vendre leur bien pour bénéficier du haut niveau des prix. Ceci alimente le marché de l'acquisition mais réduit l'offre locative privée. En sens inverse, les mises en location de logements neufs se redressent avec le succès du dispositif *Robien*. Mais, au total, l'offre locative privée tend à se contracter.

Parallèlement, la demande de logements locatifs reste très forte. On l'a vu, la demande de logements s'accroît potentiellement de 290 000 par an. Les ménages privilégient l'acquisition mais la demande locative reste marquée, notamment pour les ménages jeunes à revenu modéré pour qui l'accession à la propriété devient de plus en plus difficile.

Au total, le marché locatif est tendu, avec un déséquilibre persistant entre l'offre et la demande.

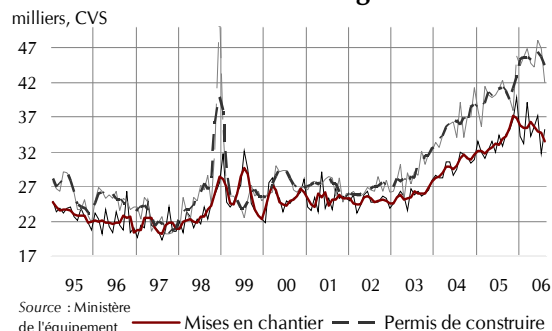
Hausses marquées des loyers du secteur privé

La hausse des loyers privés a été forte sur les années 2001-2005, 4,6 % par an à Paris, 3,5 % environ en régions. En janvier 2006, les loyers moyens mensuels hors charges du parc privé atteignent 17 euros/m² à Paris, en hausse de 5,1 % sur un an. Dans l'ensemble de l'agglomération parisienne, ils atteignent 14,2 euros/m², en hausse de 4,6 % sur un an (source : OLAP). Ces progressions marquées sont liées à deux effets :

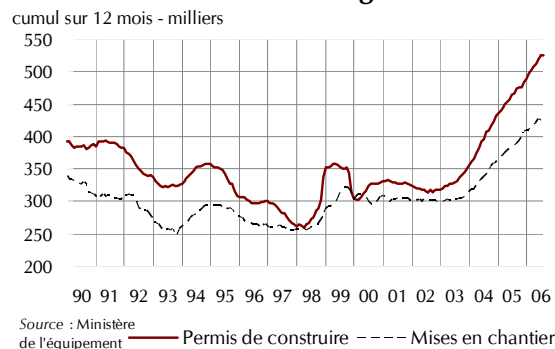
- Dans le cas où le locataire reste en place (80 % des cas environ), qu'il s'agisse d'un bail en cours ou d'un renouvellement, les loyers sont en général indexés sur l'indice du coût de la construction (ICC). Or celui-ci a connu une hausse marquée en 2005 (5 % sur un an en T4 2005), du fait de la flambée de certaines matières premières.
- Dans le cas d'un emménagement, le loyer est fixé librement entre les deux parties. Le déséquilibre vu plus haut entre offre et demande conduit à une forte progression des loyers : 7,9 % à Paris en 2005, après 8,6% en 2004. Le niveau moyen d'un loyer à Paris en cas d'emménagement atteint 18,6 euros/m² début 2006.

Le marché locatif reste tendu en 2006. Un léger freinage des loyers pourrait toutefois intervenir, notamment dans le cas où le locataire reste en place, l'ICC ayant été remplacé par un « indice de référence des loyers » dont l'évolution est *a priori* plus modérée.

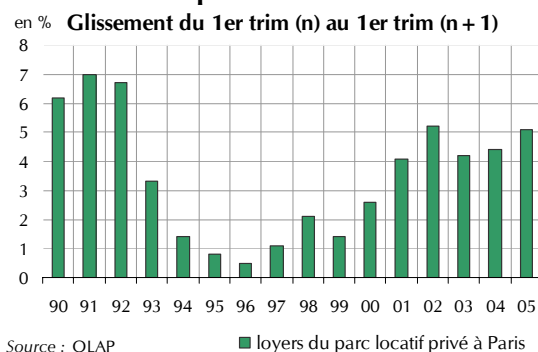
Construction de logements



Construction de logements



Hausse annuelle des loyers privés à Paris



LE FINANCEMENT DU LOGEMENT

Croissance toujours soutenue du crédit habitat

La progression de l'encours de crédit habitat avait été très soutenue en 2005, 13,7 % en moyenne annuelle. Au premier semestre 2006, elle a accéléré, 15 % environ sur un an. Ce dynamisme persistant, alors que le marché immobilier donne des signes de tassement, s'explique par les facteurs suivants :

- Le tassement du marché est encore relatif. En volume, les transactions continuent à progresser légèrement. Surtout, l'accroissement des prix reste soutenu, de l'ordre de 9 % sur un an dans l'ancien et 10 % dans le neuf. En valeur, les dépenses d'acquisition logement restent donc en progression marquée.
- Les taux de crédit habitat restent bas, malgré la remontée des taux de marché. Sur les neuf premiers mois de 2006, les taux 3 mois sont passés de 2,50 % à 3,30 % et les taux 10 ans de 3,3 % à 3,8 % (ils sont même montés à 4,10 % en juillet). Pourtant, le taux moyen d'un crédit habitat d'une durée supérieure à un an a peu varié, passant de 3,51 % fin 2005 à 3,74 % en juin 2006. Le niveau des taux de crédit dépend en effet en partie des ressources internes des établissements de crédit. De plus, dans un contexte très concurrentiel, ceux-ci s'efforcent de maintenir des taux bas, le crédit habitat étant considéré comme un produit d'appel. Les conditions de financement restent donc attractives, avec un coût du crédit modéré et un allongement de la durée des prêts : hors prêt relais, elle est passée de 15 ans en moyenne en 2000 à 17 ans environ en 2005, et la part des prêts à 20-25 ans, voire 30 ans, s'accroît. Tout ceci explique d'ailleurs en bonne partie que le marché reste assez soutenu, en dépit de niveaux de prix de plus en plus dissuasifs.
- Ces conditions de crédit font que certains acheteurs, notamment les ménages avec revente préalable ou à revenu élevé, préfèrent accroître la part financée à crédit et réduire leur apport personnel. De plus, la part plus importante des « seconds accédants » et l'allongement des délais de vente entraînent une croissance plus marquée des prêts relais.

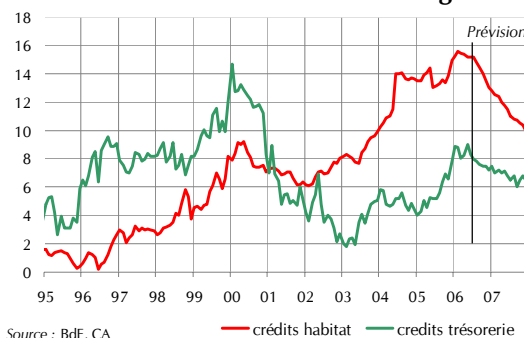
Le crédit habitat devrait toutefois ralentir au cours des prochains mois, en liaison avec le *soft landing* attendu du marché immobilier (cf. pages 6-7). En effet, les prix sont très élevés, les taux d'effort proches de seuils critiques, la demande hésitante et sélective. Par ailleurs, les taux (courts et longs) et donc le coût du crédit devraient remonter légèrement. Les ventes de logement pourraient donc se replier un peu, les prix ralentir encore et finir par se stabiliser. L'encours de crédit habitat devrait donc freiner graduellement, vers 13 % fin 2006 et 10 % fin 2007.

Le taux d'endettement reste soutenable

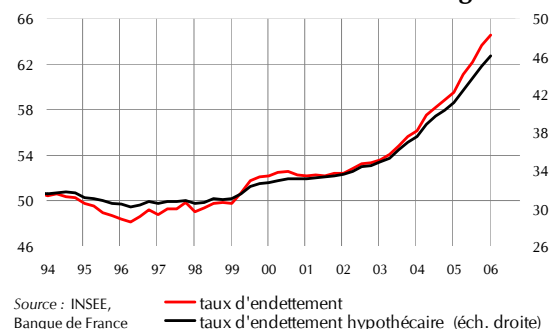
La forte hausse des crédits habitat conduit à une remontée continue du taux d'endettement hypothécaire des ménages (encours de l'ensemble des crédits habitat rapporté au revenu des ménages). Il atteint 46 % du revenu mi-2006 contre 30 % en 1998. Les niveaux atteints restent toutefois nettement inférieurs à ceux observés ailleurs, notamment au Royaume-Uni (120 %), aux Etats-Unis (100 %) ou en Espagne (72 %).

Les encours de créances douteuses et litigieuses (CDL) ménages restent limités et stables en niveau, 24,3 milliards au premier trimestre 2006. La part des CDL dans le total des crédits continue à se réduire et n'est plus que de 3,3%.

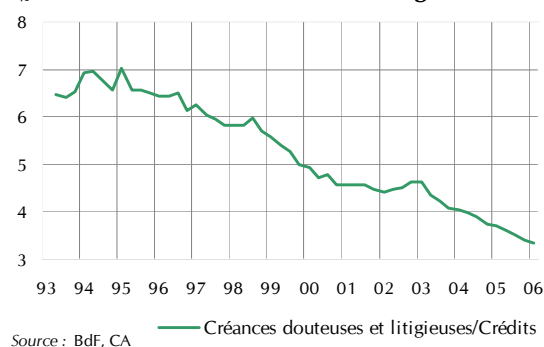
Encours de crédits aux ménages



Taux d'endettement des ménages



Ratio CDL/crédits ménages



**PERSPECTIVES : CROISSANCE ZERO
DES PRIX DANS L'ANCIEN EN 2007**

Les signes de tassement se multiplient

Dans l'ancien comme dans le neuf, les signes de plafonnement du marché se multiplient :

- *les ventes se stabilisent dans le logement ancien et reculent un peu en Ile-de-France ; elles se replient dans le logement neuf.
- *Les stocks remontent. Dans le neuf, leur délai d'écoulement atteint désormais six à sept mois (deux mois de plus qu'il y a un an).
- *Les prix freinent très nettement dans l'ancien, en hausse de 4,5 % sur un an en T3 2006, contre 10,4 % un an plus tôt.

Dans le même temps, le marché reste encore relativement soutenu, avec des volumes de ventes toujours élevés et une progression marquée du crédit habitat. **Comment interpréter ces signes de tassement ? Une simple pause, le début d'un atterrissage en douceur ou l'amorce d'une correction forte et durable ?**

Le marché immobilier français n'est pas dans un processus de bulle spéculative

La hausse des prix cumulée atteint 125 % depuis 1997. Même corrigés de l'inflation, les prix en France sont supérieurs d'environ 50 % à leur niveau moyen sur 20 ans. A Paris, ils ont nettement dépassé le pic de 1991. Pour autant, nous ne sommes pas dans une bulle immobilière.

- **Les prix ne sont pas clairement surévalués.** Les pages 11 et 12 détaillent la façon dont on mesure la surévaluation des prix immobiliers. L'approche la plus classique est celle de la prime de risque sur un investissement immobilier, différence entre le taux de rendement global de cet investissement et celui d'un placement sans risque (obligation d'Etat). A Paris comme en France, cette prime de risque se réduit en 2006, du fait de la hausse des prix et de la remontée des taux longs. Mais elle reste significativement positive, et proche de 2 % (même en prenant un taux de rendement locatif net, diminué de la dépréciation du capital physique). Les prix restent donc en ligne avec les principaux fondamentaux. De même, le taux d'effort des acquéreurs reste supportable. Les prix ne sont donc pas clairement surévalués.

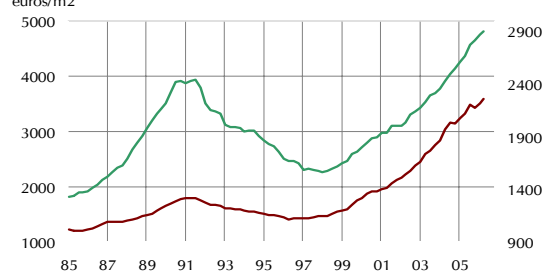
- **Les mécanismes propres à une bulle ne jouent pas.** Dans la bulle de 1989-1991, le poids des promoteurs et des marchands de bien était marqué ; les comportements spéculatifs, avec recherche d'une plus-value à court terme et revente rapide, étaient développés ; les anticipations des investisseurs en matière d'inflation et de hausses de loyers étaient trop optimistes ; les emprunteurs et les prêteurs acceptaient une prise de risque excessive. La conjonction de ces éléments avait permis la formation d'une bulle en Ile-de-France, puis son éclatement en 1992-1995. Or, ces mécanismes ne jouent pas dans le cycle actuel.

On peut enfin noter que, depuis deux ans, les ventes et les prix ne sont soumis ni à un emballement ni à un décrochage rapide mais au contraire à un freinage graduel. Tout ceci rend le scénario de bulle et d'éclatement très peu probable.

Le marché est « raisonnable », lié à des motifs structurels

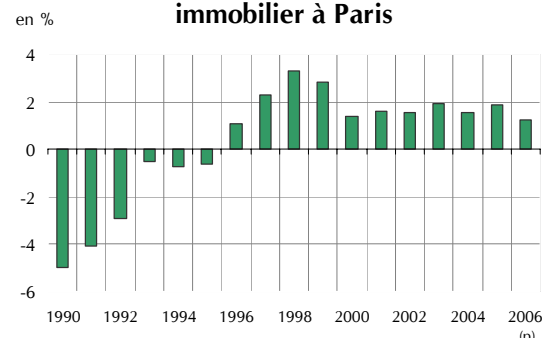
A l'inverse du cycle précédent, le marché est avant tout un marché de particuliers, qui acquièrent un bien pour l'habiter ou le louer durablement. Leurs anticipations sont raisonnables. Les comportements spéculatifs semblent très limités. Le contrôle du risque par les établissements prêteurs est élevé et les ratios de créances douteuses n'ont jamais été aussi bas.

France : prix des logements anciens déflatés de l'inflation



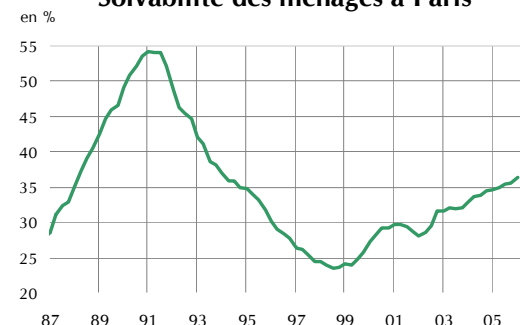
Source : FNAIM, Chambre des Notaires — prix à Paris — prix en France (éch dte)

Prime de risque sur l'investissement immobilier à Paris



Source : BdF, CA — Prime de risque sur un investissement immobilier

Solvabilité des ménages à Paris



Source : Chambre des notaires, BdF, calculs CA — annuité de crédit habitat/revenu

Par ailleurs, l'achat est motivé par des conditions financières très attractives, mais aussi par une série de facteurs structurels, qui pour l'essentiel persisteront même si les prix se stabilisent :

- * Le désir de devenir propriétaire (57 % des ménages le sont en 2005) afin de se constituer un patrimoine, se sécuriser et transmettre un bien à ses descendants ;
- * La préférence pour le « placement pierre », perçu comme plus sûr et moins risqué que les placements boursiers ;
- * Les inquiétudes face au financement de retraites ;
- * Les besoins de logement liés à la forte croissance du nombre de ménages : démographie, développement des phénomènes de décohabitation (célibataires, divorcés, familles monoparentales).

Tassement en cours lié à la contrainte de solvabilité

La demande est, on le voit, structurellement soutenue. Mais elle finit par se heurter à la contrainte de solvabilité, les niveaux de prix devenant de plus en plus prohibitifs. Le taux d'effort des acquéreurs est élevé, 31 % en moyenne. Il l'est encore plus, supérieur à 35 %, pour environ 20 % des emprunteurs. Une part croissante d'acquéreurs potentiels est ainsi contrainte de renoncer à acheter, notamment les primo-accédants à revenu modéré. Au sein des accédants à la propriété, la part des primo-accédants ne cesse ainsi de se réduire. Elle était de 60 % en 2004 contre 75 % en 1998 (source : M. Mouillart, OFL/CSA). Symétriquement s'accroît la part des acheteurs avec revente préalable et/ou à revenu élevé.

Par ailleurs, l'investissement locatif tend à s'essouffler. Le taux de rendement locatif initial reste relativement attractif mais se réduit peu à peu. De plus, dans le neuf, les investissements *Robien* ne rencontrent pas toujours la demande locative espérée, ce qui risque de rendre les futurs investisseurs plus hésitants.

Au total, la demande est moins forte, se concentre sur des acheteurs à revenu ou apport personnel plus élevé, devient plus hésitante et plus sélective. Ceci conduit à la remontée des stocks, au plafonnement des ventes et au freinage des prix.

Poursuite du *soft landing* et stabilisation des prix

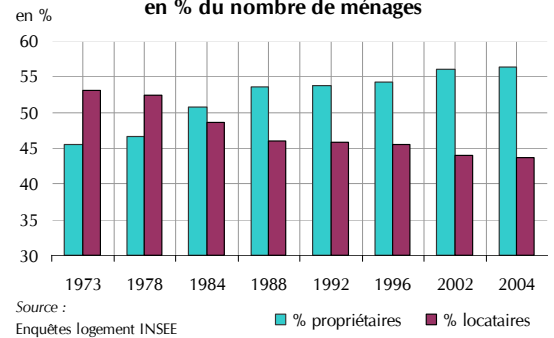
Ce freinage en douceur va se poursuivre au cours des prochains trimestres. La demande va continuer à s'éroder peu à peu. En effet :

- * Les taux d'effort continueront à se dégrader, sous l'effet de prix toujours plus élevés, ce qui réduira encore la part des primo-accédants.
- * Les taux de crédit habitat connaîtront une certaine remontée. Celle-ci devrait toutefois être limitée. En effet, les taux à long terme en zone euro devraient rester assez bas et se stabiliser à 4 % environ en 2007. De plus, le coût du crédit dépend aussi des ressources internes des établissements de crédit. Enfin, la pression de la concurrence restera marquée.
- * L'allongement de la durée du crédit atteint certaines limites.
- * Les investissements locatifs pourraient se replier légèrement, notamment les produits *Robien*.

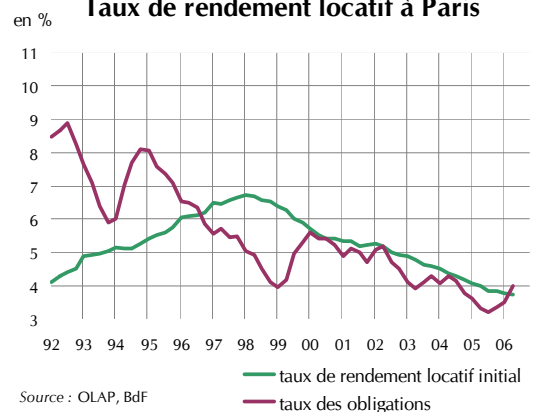
La demande faiblira mais ne s'effondrera pas. Elle restera soutenue par les divers facteurs structurels cités plus haut. **Les prix vont freiner davantage. Dans l'ancien, leur progression annuelle sera proche de zéro en 2007, voire en légère baisse sur certains marchés.** Dans le neuf, ils resteront en hausse mais ralentiront assez nettement, d'autant que l'offre sera plus abondante.

Par rapport à ce scénario central, le principal risque est celui d'une violente remontée des taux courts et des taux longs, donc du coût du crédit, liée à une nette résurgence des risques inflationnistes. Les ventes et les prix connaîtraient une nette correction. La probabilité d'un tel scénario paraît toutefois très limitée.

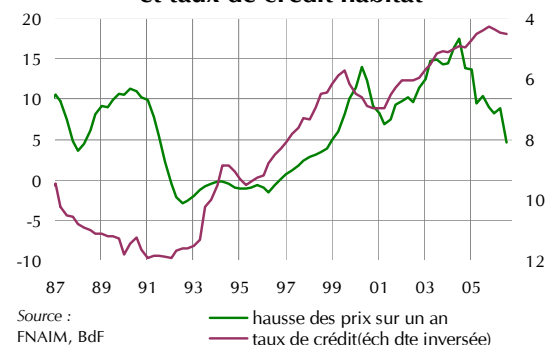
Répartition propriétaires/locataires en % du nombre de ménages



Taux de rendement locatif à Paris



France : prix des logements anciens et taux de crédit habitat



L'IMMOBILIER DE BUREAUX

La demande placée continue à se redresser

Sur le marché des bureaux en Ile-de-France, la demande placée auprès des utilisateurs (en location ou à la vente) s'est redressée nettement au premier semestre 2006. Les transactions étaient déjà assez soutenues en 2005, à 2,2 millions de m² en 2005, soit une hausse de 12 % par rapport à 2004. Au premier semestre 2006, elles ont bondi de 50 % environ par rapport au premier semestre 2005, à 1,44 millions de m² (source : CB Richard Ellis).

La demande reste principalement motivée par :

- la recherche de loyers attractifs et de rationalisation des surfaces occupées ;
- les opérations de restructuration, de regroupement (notamment pour les grandes entreprises) et de fusions-acquisitions ;
- la volonté de bénéficier de meilleurs équipements techniques.

L'absorption nette reste très faible. Les entreprises libèrent à peu près autant de surfaces qu'elles en consomment.

L'emploi marchand commence toutefois à redémarrer graduellement (hausse de 0,9 % sur un an mi-2006). Ces rythmes devraient se consolider au cours des prochains trimestres et inciter certaines entreprises à accroître leurs surfaces, même si la priorité reste à l'optimisation et à la restructuration.

Au premier semestre 2006, la part des transactions concernant les grandes surfaces (supérieures à 5 000 m²) reste élevée, 47 % de la demande placée. La proportion de locaux neufs ou restructurés reste forte, de l'ordre de 50 %. Paris et les secteurs des affaires de l'Ouest (y compris La Défense) concentrent la majeure partie de la demande placée en Ile-de-France, totalisant 60 % de l'ensemble.

L'offre disponible reste très élevée

Le stock d'offres disponibles immédiatement en Ile-de-France avait atteint 2,77 millions de m² fin 2005, en légère baisse, 7,6 %, par rapport à la fin 2004 (3 millions). Au premier semestre 2006, l'offre a continué à se réduire, mais faiblement, atteignant 2,51 millions de m² (source : CB Richard Ellis).

Le stock reste donc élevé, malgré le niveau très soutenu des commercialisations. La demande est en effet avant tout motivée par des opérations de rationalisation et non pas par une extension des surfaces. Elle ne permet donc pas une absorption nette marquée de l'offre.

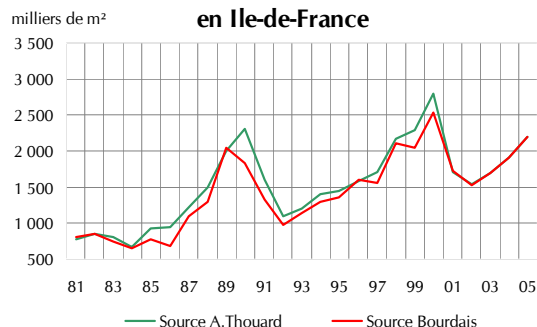
La part de l'offre neuve ou restructurée dans le total du stock disponible se réduit très légèrement et atteint 25 % mi-2006.

Le taux de vacance moyen en Ile-de-France, qui atteignait 5,8 % fin 2005, continue donc à se réduire légèrement, à 5,2 % en juin 2006. A Paris Centre-Ouest, le taux de vacance passe de 5 % à 4,8 %. Sur l'ensemble du marché parisien, il reste stable à 4,2 %. A la Défense, il atteint 6,4 %.

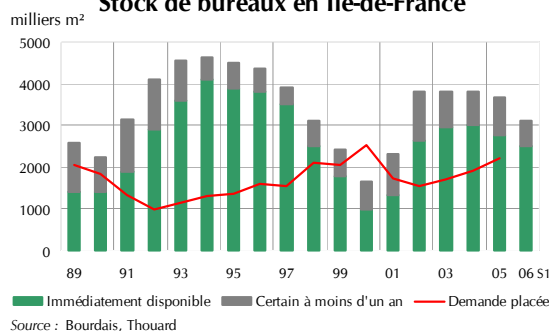
Les valeurs locatives commencent à se redresser en Ile-de-France

En Ile-de-France, les loyers de bureaux, qui étaient sur une tendance baissière depuis 2000, commencent à se redresser très légèrement. Ils atteignent 302 euros/m²/an pour les immeubles neufs ou restructurés et 211 euros/m²/an pour les immeubles de seconde main, soit une hausse de 1 % par rapport à la fin 2005 (source : CB Richard Ellis).

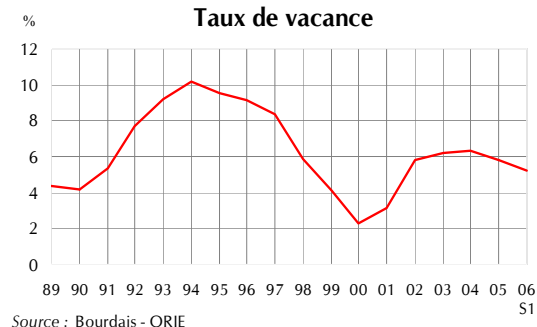
La demande placée de bureaux en Ile-de-France



Stock de bureaux en Ile-de-France



Taux de vacance



Ce début de reprise s'explique par la légère baisse de l'offre disponible et du taux de vacance. Par ailleurs, les avantages commerciaux accordés par les propriétaires (franchises de loyers, participation aux travaux...) tendent à se réduire.

Sur les marchés « prime » (bureaux haut de gamme), la tendance est également à la hausse. A Paris QCA et dans le secteur des Affaires de l'Ouest (hors Défense), le loyer prime remonte, à respectivement 678 euros (+6% par rapport à la fin 2005) et 436 euros (+2%). En revanche, à la Défense, le loyer prime se replie de 6 %, atteignant 465 euros (prix /m²/an, source : CB Richard Ellis).

Les valeurs locatives devraient continuer à se redresser au cours des prochains trimestres, mais modérément, compte tenu des mouvements de baisse très graduels attendus sur le stock d'offre disponible et sur le taux de vacance.

Nouveaux records pour l'investissement en immobilier d'entreprise

L'investissement en immobilier d'entreprise en France avait connu un record en 2005, avec un montant de 15,7 milliards d'euros, soit une hausse de 30 % par rapport à 2004. Sur le seul premier semestre 2006, le montant atteint 12,7 milliards, plus du double du montant enregistré au premier semestre 2005. L'année 2006 devrait donc marquer un nouveau record.

Ce dynamisme s'explique par les facteurs suivants :

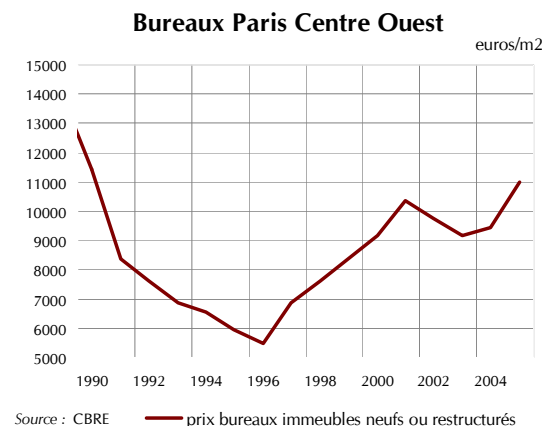
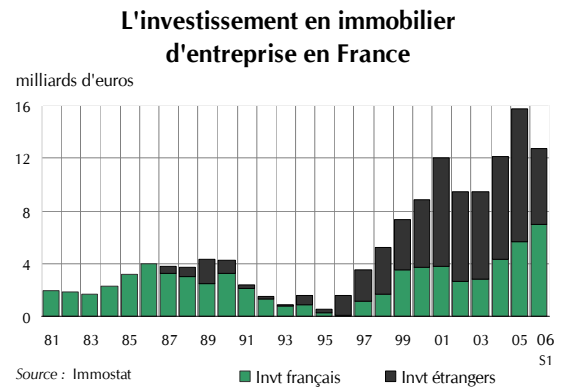
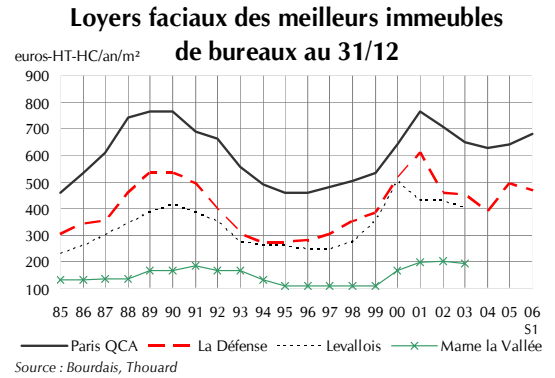
- l'abondance des capitaux prêts à s'investir (issus de l'épargne-retraite notamment) ;
- la volonté de diversifier les investissements même si les marchés boursiers se sont assez nettement redressés ;
- la bonne tenue de l'immobilier de bureaux (demande soutenue, début de reprise des loyers) ;
- l'attractivité spécifique du marché français liée à l'importance du marché de bureaux en Ile-de-France et à la diversité du tissu économique (à l'inverse de Londres ou Francfort).

Surtout, les taux de rendement restent attractifs. Certes, le taux de rendement initial tend à se réduire, notamment sur le segment « prime ». A Paris QCA, les prix de vente des bureaux (immeubles neufs) se sont accrus de 16 % en 2005 pour atteindre 11 000 euros/m². L'attractivité et la rareté des produits de qualité, conjuguées à la forte concurrence entre les investisseurs, poussent les prix d'achat à la hausse. Le rendement « prime » net immédiat à Paris QCA a ainsi baissé à 4,25 % en juin 2006 contre 4,50 % fin 2005 et 5,3 % fin 2004. Mais le taux de rendement interne global reste attractif, compte tenu des hausses anticipées de loyers et du niveau encore bas des taux d'intérêt.

Notons que, mi-2006, les taux de rendement « prime » immédiats atteignent 4,60 % pour les bureaux à la Défense, 5,5 % pour les bureaux des secteurs des affaires de l'Ouest, 6,75 % pour les bureaux en province, 4,5 % pour les centres commerciaux et les magasins, 6 % pour les grands entrepôts (source : CB Richard Ellis).

Les investissements restent fortement concentrés en Ile-de-France (86 % des engagements), et principalement à Paris et le Secteur des Affaires de l'Ouest (incluant La Défense). Paris reste avec Londres un des deux leaders en Europe. 86 % des investissements portent sur des bureaux, 6 % concernent des surfaces commerciales et 8 % des locaux d'activité et entrepôts.

Au premier semestre 2006, les investisseurs ont été majoritairement français (55 % des engagements), principalement des foncières. La part des acteurs américains atteint 18 %. Celle des allemands continue à se réduire : 5 % contre 13 % en 2005 et 26 % en 2004.



**COMMENT MESURER LA SUREVALUATION
DES PRIX IMMOBILIERS ?**

Dans l'état actuel du cycle, une des principales questions qui se posent est de savoir si le marché s'apparente à une bulle immobilière, c'est-à-dire si les prix deviennent nettement surévalués, sans rapport avec les fondamentaux du marché. Dans ce cas, une baisse des prix serait inéluctable à plus ou moins long terme. Rappelons la définition de Joseph Stiglitz, prix Nobel d'économie. Une « bulle spéculative » est un état du marché dans lequel « la seule raison pour laquelle le prix est élevé aujourd'hui est que les investisseurs pensent que le prix de vente sera encore plus élevé demain, alors que les facteurs fondamentaux ne semblent pas justifier un tel prix ».

Il est donc très important de pouvoir mesurer le juste niveau de valorisation d'un actif immobilier, en ligne avec les divers « fondamentaux » du marché (revenus des ménages, loyers, taux d'intérêt, démographie, etc.), afin de vérifier si les prix du marché s'en écartent significativement ou non. Cette question est complexe et plusieurs approches sont possibles.

L'approche par la prime de risque

L'approche théorique la plus communément admise est celle de la « prime de risque ». Dans cette approche, largement utilisée pour les actifs financiers, le prix d'un actif à l'instant *t* est en théorie égal à la somme des flux de revenus futurs actualisés qui sont *a priori* générés par cet actif. Dans le cas d'un bien immobilier, ces revenus sont les loyers futurs (nets des coûts d'entretien-réparation) et la plus ou moins-value au moment de la revente. Le taux d'actualisation, ou taux de rendement interne, peut être décomposé en somme d'une prime de risque et du taux de rendement nominal d'une obligation (placement sans risque). Un placement immobilier comporte en effet des risques : moins-value lors de la revente, incertitude sur le niveau des loyers futurs, risque de défaut du locataire, etc.

Il faut également tenir compte de la dépréciation du capital physique, estimée généralement à 2 % par an, les logements étant soumis à un risque de détérioration au cours du temps.

Cette approche permet d'arriver à la formule de Gordon Shapiro :

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{L_{n+t}}{(1 + i_t + PRI)^n} \approx \frac{L_t(1 + g)}{(i_t + PRI - g)}$$

où P_t est le prix de l'actif immobilier à la période *t* ;

L_t est le loyer perçu à la période *t* ;

g est le taux de croissance annuel moyen anticipé des loyers ;

i_t est le taux de rendement obligataire à 10 ans ;

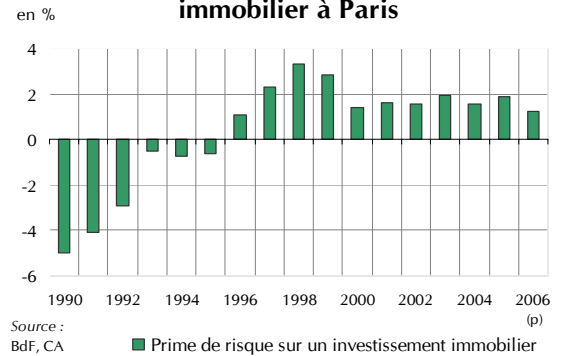
PRI est la prime de risque.

En réarrangeant la formule précédente, on arrive à :

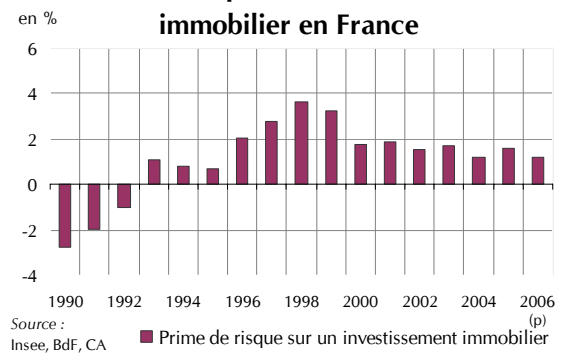
$$PRI = \frac{L_t}{P_t} + g - i_t$$

La prime de risque est la somme du taux de rendement initial de l'investissement immobilier (*) et de la croissance annuelle moyenne anticipée des loyers, diminuée du taux de rendement des obligations.

**Prime de risque sur l'investissement
immobilier à Paris**



**Prime de risque sur l'investissement
immobilier en France**



(*) dans le calcul de la prime de risque, le taux de rendement locatif est net, diminué de la dépréciation du capital physique, estimée à 2 % par an environ.

Si la prime de risque est positive, ceci signifie que les investisseurs sont correctement rémunérés par rapport au risque qu'ils encourent et que les prix sont correctement valorisés. Si la prime de risque est très fortement positive, les prix sont sous-évalués. Si la prime de risque est négative, les prix sont clairement surévalués, et on peut parler de risque de bulle spéculative. Les investisseurs ne sont pas correctement rémunérés par rapport au risque qu'ils encourent.

Comment ceci se produit-il ? Les investisseurs sont principalement motivés par la spéculation et la recherche d'une plus-value à court terme, et non pas un rendement acceptable sur le long terme. Ils peuvent également anticiper de façon trop optimiste le niveau futur des loyers, voire le niveau futur de l'inflation et de leurs revenus. Les emprunteurs et les prêteurs acceptent une prise de risque excessive. L'ampleur de la bulle peut être variable. Dans les cas extrêmes, un emballement généralisé des prix, des ventes et de l'endettement se met en place. Un point de rupture finit par apparaître, suivi d'une sensible correction baissière des prix. Ceci s'est produit à Paris et en Ile-de-France entre 1992 et 1996. Cette correction permet de reconstituer peu à peu la prime de risque.

Quel est le « bon » niveau de la prime de risque ?

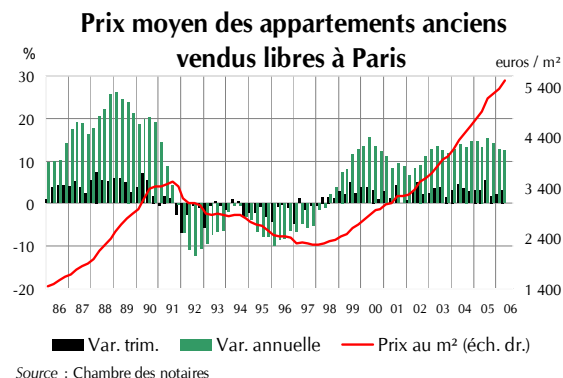
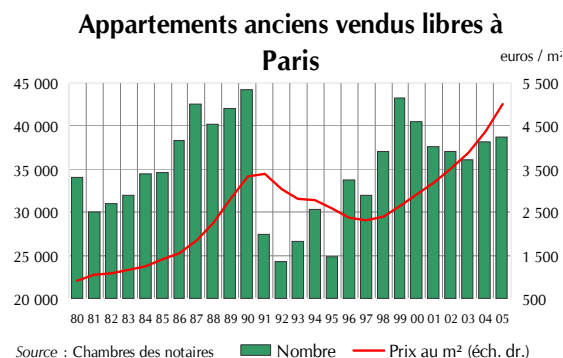
Le niveau souhaitable de prime de risque, correspondant à des prix correctement valorisés, est en général fixé à 2 %. Ce chiffre paraît en effet raisonnable par rapport aux risques potentiels d'un achat immobilier et aux rendements des actifs financiers risqués (actions, obligations privées). Ce niveau est toutefois arbitraire. Plus généralement, il faut rester prudent sur l'interprétation du niveau de la prime de risque. Son calcul suppose plusieurs simplifications et ne prend pas intégralement en compte l'ensemble des revenus et des charges liés à l'investissement immobilier. De plus, le bon niveau actuel de la prime de risque s'explique en partie par le bas niveau des taux longs, qui n'est pas forcément durable. **L'idée est donc d'avoir une prime de risque significativement positive, et qui ne se dégrade pas fortement par rapport à la moyenne des années passées.**

Cette approche, qui s'applique clairement aux investisseurs, peut également s'appliquer aux acheteurs classiques de logement. On peut en effet considérer qu'un acheteur, qui devient propriétaire, se verse un loyer fictif : il paye ce loyer mais en même temps le reçoit. Lorsqu'il veut acquérir un logement, il arbitre implicitement entre deux positions : acheter un logement, ou bien rester locataire et placer son épargne en produits financiers. On peut donc lui appliquer dans une certaine mesure la logique de la prime de risque.

L'approche par la capacité d'achat

Une autre approche repose sur la capacité d'achat ou la solvabilité des ménages. Cette approche, moins théorique, mais de bon sens, consiste à dire que les prix sont correctement évalués si un ménage « moyen » a la capacité d'acheter un logement « moyen » dans des conditions acceptables. Ceci revient à vérifier si le taux d'effort moyen d'un acquéreur se maintient à des niveaux supportables, inférieurs ou égaux à un tiers du revenu. Il faut là aussi rester prudent, le calcul d'un taux d'effort moyen supposant un certain nombre de simplifications.

Au total, si la prime de risque est proche de 2 %, et si les taux d'effort restent acceptables, la valorisation des prix immobiliers peut être considérée comme correcte. C'est le cas en France en 2006. ■



Indicateurs des marchés immobiliers français

Résidentiel			Non résidentiel	
	Ancien	Neuf		
Ventes	⇒	⇒	Ventes	↑
Prix	↑	↑	Offre	↓
Construction		↑	Taux de Vacance	↓
			Valeurs locatives	↑

ECO Immobilier est une publication de la Direction des études économiques
de **Crédit Agricole S. A.** - 75710 Paris cedex 15 – ISSN : 1779-5672
Tél : 01 43 23 55 44 – Fax : 01 43 23 58 60

Rédacteur en chef
Jean-Paul Betbèze

Secrétaire de rédaction - Abonnements
Elisabeth Nicolas
publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.fr> – Rubrique : Kiosque Eco

Cette publication reflète l'opinion du Crédit Agricole. Toutefois, les opinions qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient donc engager la responsabilité du Crédit Agricole ou de l'une de ses filiales. Toute reproduction totale ou partielle sans autorisation préalable et expresse du Crédit Agricole en est expressément interdite.