

Correction plus forte que prévu, mais pas de krach

Le marché immobilier français qui connaissait un tassement graduel jusqu'à début 2008 se corrige plus brutalement depuis quelques mois. En particulier, le volume de transactions est en baisse sévère, 20 % environ sur un an au premier semestre (31 % dans le neuf/promoteurs et 15% environ dans l'ancien). Les mises en chantier de logement se replient nettement également. En revanche, les prix ne baissent que très modérément dans l'ancien (-2,7 % sur un an au T3 2008) et restent en hausse dans le neuf.

Certains facteurs jouent déjà depuis plusieurs trimestres. La contrainte de solvabilité devient très critique pour les primo-accédants. Dans le neuf, les investissements « Robien » et « Borloo », dont l'offre n'a pas été toujours adaptée aux marchés locaux, sont en net repli.

Mais la forte correction des derniers mois s'explique surtout par l'intensification de la crise financière et la nette dégradation de la conjoncture. Le taux de chômage remonte, la confiance et les revenus des ménages ont été fortement affectés par les turbulences financières et la hausse (passée) des prix pétroliers. Les institutions de crédit deviennent plus sélectives et tendent à resserrer les critères d'octroi de crédit. Une partie des acheteurs anticipent des baisses de prix significatives et attendent qu'elles se concrétisent avant d'acheter.

Le plan de soutien européen aux systèmes bancaires devrait permettre une détente graduelle des marchés, mais la conjoncture économique va rester très dégradée. Les divers facteurs ci-dessus vont continuer à jouer, d'où un repli continu des ventes et une baisse graduelle des prix.

Toutefois, les «fondamentaux» du marché ne plaident pas en faveur d'une correction violente. La demande de logements reste potentiellement forte, soutenue par des facteurs structurels (démographie, décohabitation, retraite, désir d'accéder à la propriété) et diverses mesures incitatives. L'offre de logements n'est pas surabondante. Dans le neuf, seule la moitié des stocks sont achevés ou en cours de construction, le reste est en projet. Le marché français n'a pas connu un emballement démesuré, les prix ne sont pas fortement surévalués et les taux d'endettement demeurent soutenables. Les banques sont restées vigilantes sur la qualité et la solvabilité des emprunteurs.

On s'achemine au total vers un recul de 15 à 20 % des ventes en 2009. Les prix se replieraient de 5 % en 2008 et 10 % en 2009.

Olivier ELUERE

olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr

TENDANCES DANS L'ANCIEN 2

La correction du marché s'accélère
Les volumes de vente se replient dans l'ancien
Les prix de l'ancien commencent à baisser

TENDANCES DANS LE NEUF 3

Fort recul des ventes au 1^{er} semestre 2008
Nouvelle remontée des stocks
Nouveau freinage des prix de vente

LE FINANCEMENT DU LOGEMENT 4

La correction s'accélère sur le crédit habitat
Resserrement de l'octroi de crédit

PAS DE KRACH MAIS LA CORRECTION S'ACCELERE 5

Cinq facteurs de baisse des ventes
Recul des prix sur les prochains mois
Facteurs de soutien
Baisse cumulée de 15 % des prix en 2008-2009

L'IMMOBILIER DE BUREAUX 7

Une demande placée en recul
L'offre disponible remonte légèrement
Les valeurs locatives commencent à se corriger
Chute marquée de l'investissement en immobilier d'entreprise

ROYAUME-UNI – ESPAGNE, PLUS DURE SERA LA CHUTE ? 9

Royaume-Uni : effondrement de l'offre de *mortgages*
Espagne : chute des ventes et de la construction

TENDANCES DANS L'ANCIEN

La correction du marché s'accélère

- Le volume des ventes a nettement reculé au premier semestre (sur un an), de 31 % dans le neuf, d'environ 15 % dans l'ancien.
- Le délai d'écoulement des stocks dans le neuf continue à remonter, atteignant quatorze à quinze mois, six mois de plus qu'il y a un an.
- Les mises en chantier de logement se replient. En août 2008, les mises en chantier (cumul douze mois) sont en baisse de 9,5 % sur un an (à 395 000 unités) et les permis de construire en recul de 16 %.
- La production de nouveaux crédits habitat (en cumul sur douze mois) est en repli de 15,8 % sur un an en août 2008.
- En revanche, les prix sont stabilisés. Ils reculent légèrement dans l'ancien, -2,7 % sur un an au T3 2008. Ils sont encore en hausse de 3,7 % sur un an au T2 2008 pour les appartements neufs.

Les volumes de vente se replient dans l'ancien

En France, le volume de transactions dans l'ancien était en 2007 légèrement en deçà de 2006, à environ 605 000 unités, et a connu un repli significatif, de l'ordre de 15 % sur un an, au premier semestre 2008.

En Ile-de-France, selon les chiffres des Notaires Paris-Ile-de-France, le nombre de transactions tous biens confondus (neuf et ancien) s'est replié de 9 % sur un an au premier trimestre et de 10 % au deuxième. 43 132 transactions ont été conclues au cours de ce trimestre.

Le recul des ventes touche l'ensemble des segments et des départements. Sur le segment des appartements anciens en Ile-de-France, les ventes ont été en recul de 12,4 % sur un an au T2 2008. La baisse est de 15,5 % à Paris, de 10 % en Petite Couronne et de 12,1 % en Grande Couronne. En cumul sur douze mois, la baisse des ventes d'appartements anciens reste assez modérée, -4,9 % sur un an. Sur le segment des maisons anciennes en Ile-de-France, les ventes ont baissé de 10,5 % sur un an au T2 2008.

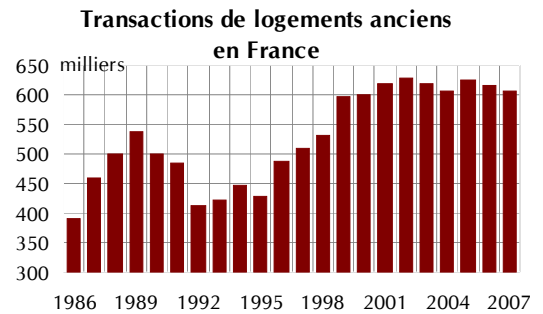
Les prix de l'ancien commencent à baisser

Les prix des logements anciens ont connu un freinage continu depuis 2004. En glissement sur douze mois, la progression avait culminé à 16,5 % en T3 2004 et n'a cessé de ralentir depuis, 10 % fin 2005, 6,5 % fin 2006, 2,6 % fin 2007. Les prix, stabilisés au premier semestre 2008, ont commencé à baisser au troisième trimestre, de 2,9 % par rapport au trimestre précédent, et de 2,7 % sur un an (source : FNAIM).

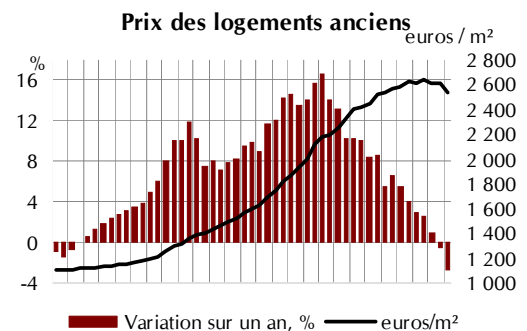
Ce repli touche surtout les maisons, dont les prix baissent de 5,9 % sur un an. En revanche, les prix des appartements restent en légère hausse, 0,7 % sur un an. Les prix au m² atteignent 2 533 € en moyenne en France, 3 102 € pour les appartements et 2 128 € pour les maisons.

Par région, les prix croissent faiblement dans le Sud-Ouest, 0,9%, et dans le Centre et les Alpes, 0,7 %. Mais ils régressent de 0,3 % dans l'Ouest, de 0,4 % dans le Nord et l'Est et 1,1 % dans le Sud-Est (douze derniers mois/douze mois précédents, source : FNAIM).

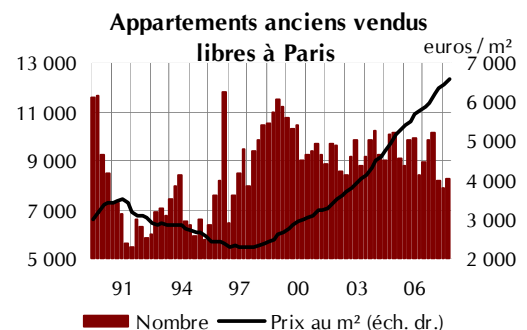
Paris reste encore à l'abri de ce début de repli. Selon les Notaires Paris-Ile-de-France, les prix des appartements anciens restent en hausse marquée, +10,1 % sur un an au T2 2007, après 8,4 % un an plus tôt. La hausse annuelle reste supérieure à 12 % dans les 6^e, 8^e, 11^e, 16^e et 17^e arrondissements. Le prix moyen du mètre carré des appartements anciens à Paris s'élève à 6 580 €. Il s'échelonne entre 10 230 € (6^e) et 5150 € (19^e). En Petite Couronne, la hausse des prix sur un an des appartements anciens atteint 4,1 % au T2 2008, après 7,2 % un an plus tôt. En Grande Couronne, elle ralentit à 2,1 % contre 6,1 % un an plus tôt. ■



Source : FNAIM, Crédit Agricole S.A.



Source : Fnaim, Crédit Agricole S.A.



Source : Chambre des notaires, Crédit Agricole S.A.

TENDANCES DANS LE NEUF

Fort recul des ventes au premier semestre 2008

Au deuxième trimestre 2008, les ventes de logements neufs (filiale promoteurs, programmes de plus de quatre logements) ont à nouveau baissé fortement, de 34 % sur un an, après un repli de 28 % au premier trimestre. Sur le premier semestre, le repli atteint 31 % sur un an. Sur les douze derniers mois, les ventes atteignent 106 000 unités, niveau qui reste historiquement élevé, mais qui recule de 20,4 % par rapport aux douze mois précédents. On revient aux niveaux de 2004. Ce recul marqué, plus rapide que prévu, s'explique par une série de facteurs détaillés page 5. Deux éléments jouent particulièrement dans le logement neuf :

- les prix continuant à monter dans le neuf, les acquéreurs « classiques », achetant un logement pour l'habiter, butent sur la contrainte de solvabilité : prix de vente trop élevés, taux de crédit en hausse. Ils doivent faire plus de concessions et l'allongement de la durée des prêts atteint ses limites. Une partie des acquéreurs potentiels diffèrent leur achat et attendent une baisse des prix ;
- la part des investisseurs se réduit. La rentabilité (hors avantages fiscaux) devient peu attractive, avec un taux de rendement locatif initial inférieur aux taux OAT dix ans. Et la demande devient moins forte et plus sélective pour les produits « Robien » et « Borloo », dont l'offre n'a pas été toujours adaptée aux marchés locatifs locaux.

Nouvelle remontée des stocks

Face à la baisse des ventes, les mises en vente reculent nettement elles aussi. Au deuxième trimestre 2008, elles se replient de 26 % sur un an. Sur les douze derniers mois, le cumul des mises en ventes atteint 127 000 unités, en recul de 20 % par rapport aux douze mois précédents.

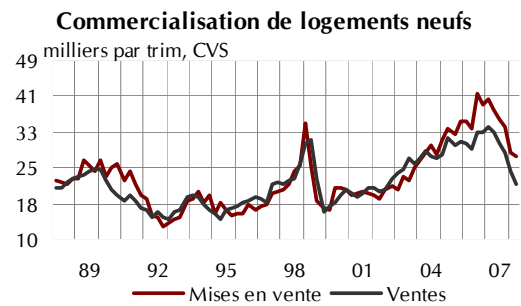
Les stocks de logements neufs disponibles à la vente continuent à remonter, les mises en vente restant légèrement supérieures aux ventes. Ils atteignent le niveau record de 110 500 unités en juin 2008. Le délai moyen d'écoulement des stocks atteint quinze mois pour les maisons (neuf mois un an plus tôt), et quatorze mois pour les appartements (huit mois un an plus tôt). Il convient toutefois de préciser que la moitié seulement de ces stocks est achevée ou en cours de construction, et la moitié est en projet. Certains programmes pourraient ainsi être abandonnés, ce qui permettrait de réduire le déséquilibre offre-demande.

La faiblesse de la demande conduit les promoteurs et les constructeurs à réduire les mises en chantier de logements. Elles atteignaient 434 000 unités en 2006 et 436 000 en 2007 et sont en repli marqué depuis le début de l'année, -10 % sur un an au premier trimestre et -28 % au deuxième. Elles se maintiennent encore à un niveau élevé, 395 000 unités en août 2008 (cumul douze mois) mais risquent de baisser d'au moins 20 % cette année.

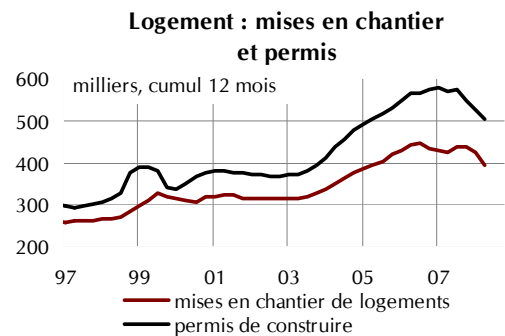
Nouveau freinage des prix de vente

Les prix de vente restent en hausse mais continuent à ralentir. En T2 2008, les prix des appartements s'accroissent de 3,7 % sur un an (contre 6,7 % en T2 2007). Ceux des maisons individuelles progressent de 3,3 % (1 % en T2 2007). En Ile-de-France, les prix des appartements progressent de 4,6 % sur un an, ceux des maisons baissent de 0,5 %.

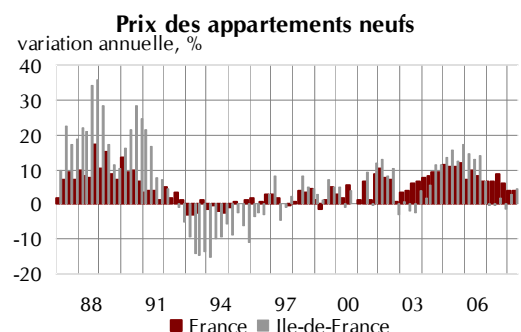
Les prix ne baissent pas encore, les promoteurs devant répercuter la hausse de leurs coûts de production. Mais ce sont des prix « à la réservation » et dans certains cas, les promoteurs offrent des prestations ou des aménagements. ■



Source : Ministère de l'Équipement, Crédit Agricole SA



Source : Ministère de l'Équipement, Crédit Agricole SA



Source : Ministère de l'Équipement, Crédit Agricole SA

LE FINANCEMENT DU LOGEMENT

La correction s'accélère sur le crédit habitat

La hausse sur douze mois de l'encours de crédit habitat (stock des crédits en cours diminués des remboursements) ralentit mais reste élevée. Elle est ramenée à 10,3 % en août 2008 contre 13,45 % un an plus tôt. En revanche, la production de crédits habitat se replie nettement : en août 2008, le cumul sur douze mois a atteint 125 milliards, en baisse de 15,8 % sur un an. Ces tendances reflètent le retournement du marché immobilier (net recul des ventes et quasi-stabilité des prix) décrit précédemment.

Les taux de crédit habitat continuent à remonter, la hausse restant toutefois modérée sur les derniers mois. Le taux moyen d'un crédit habitat d'une durée supérieure à un an est passé de 3,98 % fin 2006 à 4,67 % fin 2007 et 4,90 % en août 2008. Le taux effectif global moyen d'un crédit habitat à taux fixe s'est accru de 4,79 % fin 2006 à 5,34 % fin 2007 et 5,52 % en septembre 2008.

Cette hausse s'explique par une volonté de reconstituer les marges, très compressées sur certains crédits, et par la hausse des taux de marché. En particulier, les taux trois mois sont restés élevés du fait des tensions persistantes sur les marchés interbancaires. Au cours des prochains mois, les taux courts devraient se détendre peu à peu et les taux longs remonter légèrement. Les taux de crédit habitat ne devaient donc s'accroître que modérément.

Resserrement relatif de l'octroi de crédit

La correction sur le crédit s'explique en bonne partie par une moindre demande de logements. Elle tient aussi à un certain durcissement de l'offre de crédit.

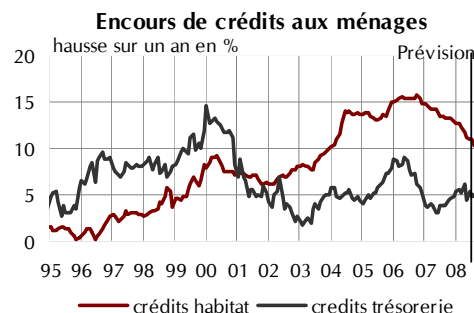
La crise financière se traduit pour les institutions de crédit par des dépréciations d'actifs (exposés de près ou de loin aux *subprimes*) et de nettes difficultés de refinancement. De plus, le marché immobilier est en phase de correction et la conjoncture se dégrade clairement. Dans un tel contexte, les banques deviennent plus prudentes et sélectives et renforcent le contrôle des risques.

Au vu des enquêtes Banque de France sur la distribution du crédit, les banques durcissent leurs critères d'octroi de crédit habitat mais de façon assez mesurée, et beaucoup moins nettement qu'au Royaume-Uni ou en Espagne. Il s'agit davantage d'une application plus stricte des critères d'octroi que d'un resserrement marqué de l'offre de crédit. Les banques élargissent un peu leurs marges sur les prêts nouveaux. Surtout, elles deviennent plus exigeantes en matière de garanties, de qualité de financement (l'apport personnel doit être plus élevé) et de strict respect d'un taux d'effort limité à un tiers du revenu. Et elles imposent des durées de crédit plus courtes. Enfin elles sont plus prudentes en matière de prêts relais.

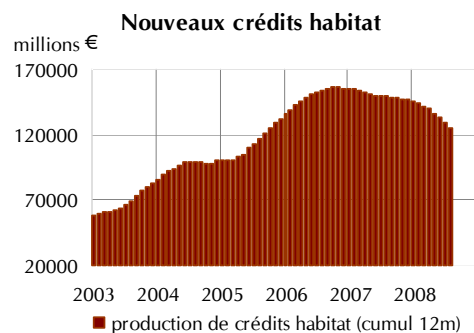
Mais le resserrement de l'octroi de crédit habitat est et devrait rester relativement modéré, pour une série de raisons :

- le recours des banques françaises aux marchés financiers pour refinancer les prêts habitat est plus limité que dans les pays anglo-saxons ;
- la concurrence interbancaire reste forte et le prêt habitat est un produit d'appel et de fidélisation ;
- en matière de crédit habitat, les banques sont déjà attentives à la qualité de l'emprunteur, les prêts sont en général amortissables et à taux fixe et les taux de défaut restent très bas ;
- le plan de soutien européen aux systèmes bancaires devrait graduellement ramener la confiance, détendre le marché interbancaire et limiter les risques d'un retournement brutal.

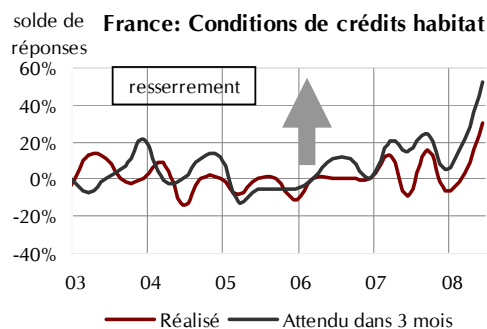
Compte tenu de la baisse des transactions et du repli attendu des prix immobiliers, la production de nouveaux crédits habitat devrait être en recul de 20 % par an en 2008 et 2009 et la hausse de l'encours de crédit habitat freinerait vers 8,5 % fin 2008 et 6,5 % fin 2009. ■



Source : BdF, Crédit Agricole S.A.



Source : BdF, Crédit Agricole S.A.



Source : BDF, Crédit Agricole S.A.

**PAS DE KRACH MAIS LA
CORRECTION S'ACCELERE**

Le marché immobilier français qui connaissait un tassement graduel jusqu'à début 2008 se corrige assez brutalement depuis quelques mois. En particulier, le volume de transactions est en baisse sévère, 20 % environ sur un an au premier semestre ainsi que la production de crédit habitat (cf. pages précédentes). En revanche, les prix ne baissent que très modérément pour l'instant. Comment expliquer ce retournement plus marqué et plus rapide que prévu ?

Cinq facteurs de baisse des ventes

Deux facteurs de fond, à l'œuvre depuis deux ans environ, continuent à jouer et expliquent en bonne partie la correction du marché. Ils ont été largement commentés dans nos éditions précédentes et sont rappelés brièvement.

▪ **une contrainte de solvabilité de plus en plus forte**

Le taux d'effort théorique⁽¹⁾ s'est nettement détérioré, de 25 % en 1999 à 34 % en 2006-2007. Avec la hausse des prix des logements, le coût accru du crédit et les exigences des banques sur le niveau du taux d'effort, les acheteurs ont dû allonger la durée des crédits et faire des concessions (sur la taille, la qualité, l'emplacement). Ces concessions atteignent leurs limites et les primo accédants à revenu modéré ou moyen ont de plus en plus de mal à acheter.

▪ **des investissements locatifs moins attractifs**

Le taux de rendement locatif initial se réduit régulièrement et devient peu attractif (3,40 % début 2008 dans l'ancien à Paris). De plus, dans le neuf, les investissements « Robien » et « Borloo », qui avaient dopé le marché, sont en net repli.

Trois éléments plus récents expliquent l'atterrissage violent des derniers mois :

▪ **une conjoncture économique et financière fortement dégradée**

Sous l'effet de la crise financière et du ralentissement mondial, la croissance française est ramenée à 1 % en 2008 ; le taux de chômage ne baisse plus et va remonter sur les prochains mois ; la confiance des ménages est au plus bas et les fortes turbulences financières l'aggravent encore. Le haut niveau des prix énergétiques érode leur pouvoir d'achat et la forte baisse des marchés boursiers affecte leur patrimoine. Tout ceci renforce l'attentisme des acheteurs potentiels.

▪ **le resserrement du crédit**

Les effets de la crise financière (dépréciations d'actifs, difficultés de refinancement) et la dégradation de la conjoncture et du marché immobilier conduisent les institutions de crédit à être encore plus sélectives et à resserrer les critères d'octroi de crédit : élargissement des marges, exigences accrues sur l'apport personnel, durée des prêts plus courte. Les banques sont par ailleurs plus prudentes et sélectives sur les crédits relais. Le resserrement reste relativement limité mais réduit le nombre de transactions.

▪ **les anticipations de baisse des prix**

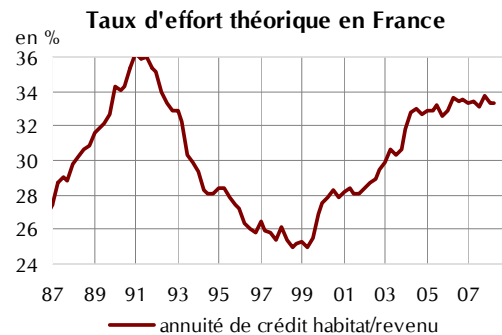
Pour l'instant, les vendeurs ne baissent pas leurs prix. Une partie des acheteurs anticipent des baisses de prix significatives et attendent qu'elles se concrétisent avant d'acheter.

Recul des prix sur les prochains mois

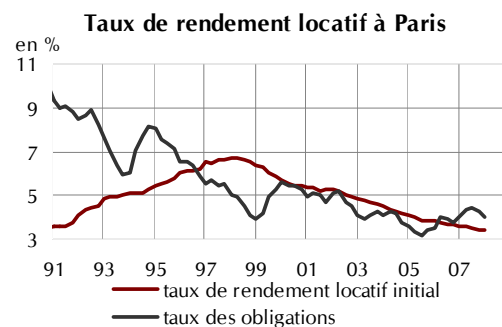
Le plan de soutien européen aux systèmes bancaires devrait permettre une détente graduelle des marchés, mais la conjoncture économique va rester très dégradée. Les facteurs précités vont continuer à jouer, et trois éléments seront déterminants :

▪ **la hausse des taux de crédit habitat**, qui devrait toutefois être limitée. La légère remontée prévue des taux longs serait compensée par une baisse des taux courts et la concurrence restera forte.

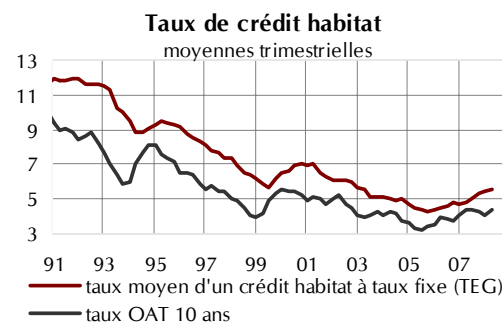
▪ **une conjoncture très médiocre**, avec une hausse du PIB limitée à 0,5 % en 2009 et une remontée du taux de chômage.



Source : BdF, FNAIM, calculs Crédit Agricole S.A.



Source : OLAP, BdF, Crédit Agricole S.A.



Source : BdF, Crédit Agricole S.A.

▪ **le resserrement du crédit** : il ne devrait être ni très violent ni généralisé, du fait notamment du plan de soutien aux banques, mais risque de persister sur certains segments (prêts de plus de vingt-cinq ans, ménages à revenu modéré). La sélectivité accrue touchera notamment les prêts relais (délais de revente plus longs, risque de dévalorisation du bien à vendre). Le marché des secondo-accédants (acheteurs revendant un bien) risque d'être particulièrement touché, du fait des difficultés à vendre un bien et à obtenir un crédit relais.

D'où un repli continu des ventes, qui va entraîner une baisse graduelle mais significative des prix. En effet, les stocks de biens disponibles à la vente sont élevés, notamment dans le logement neuf (promoteurs), où, mi-2008, ils représentaient quatorze mois de ventes. Les pressions des acheteurs vont s'intensifier et les vendeurs vont devoir réduire leurs prix.

La baisse des prix, une fois enclenchée, va favoriser certaines transactions. Elle va aussi renforcer l'attentisme d'acheteurs espérant des prix encore plus bas et affaiblir encore la demande. Les « fondamentaux » du marché, plutôt favorables, devraient toutefois permettre d'éviter une spirale baissière marquée.

Facteurs de soutien

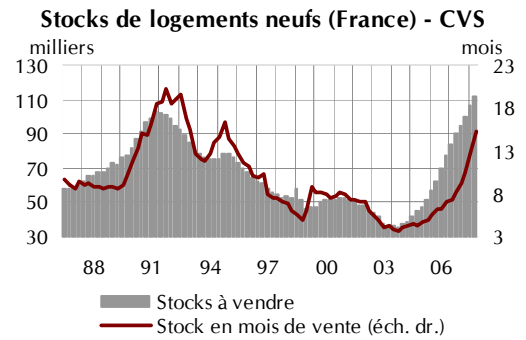
- La demande de logements reste potentiellement forte, soutenue par divers facteurs structurels (démographie, décohabitation, retraite, désir d'accéder à la propriété). La demande est également stimulée par des mesures incitatives (prêts aidés, déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers, allègement des droits de donation).
- L'offre de logements n'est pas surabondante, même si les stocks sont élevés. Dans le neuf, seule la moitié des stocks sont achevés ou en cours de construction, le reste est en projet. De plus, la construction de logements a été insuffisante entre 1990 et 2004, ce qui a conduit à un déficit global de logements, estimé autour de 700 000 unités.
- Le marché français n'a pas connu un emballement démesuré. A la différence du Royaume-Uni ou de l'Espagne (cf. page 9), les prix ne sont pas fortement surévalués et les taux d'endettement demeurent soutenables.
- Les banques françaises sont vigilantes. **En France, l'octroi d'un prêt habitat est fondé sur la capacité de remboursement du client.** Son taux d'effort⁽¹⁾ ne doit pas être significativement supérieur au tiers du revenu. Il n'existe pas de marché *subprime*. Les prêts habitat sont majoritairement à taux fixe.

Baisse cumulée de 15 % des prix en 2008-2009

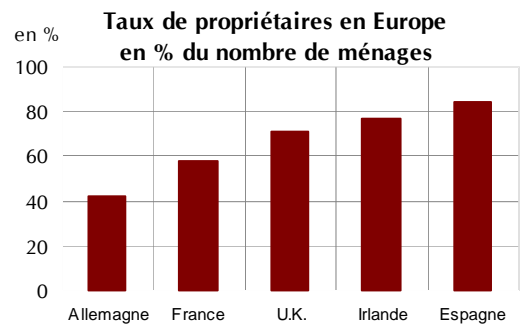
Au total, on s'achemine vers une correction significative mais pas un effondrement. Les ventes devraient encore baisser en 2009, de l'ordre de 15 %. **Les prix baisseraient de -5 % sur un an fin 2008**, dans le neuf comme dans l'ancien, avec des replis plus marqués sur les biens moins bien situés ou très « énergivores ». **En 2009, les prix se replieraient d'environ 10 %.** La baisse cumulée sur les deux années atteindrait donc 15 %.

On ne peut pas exclure une correction plus violente. Mais elle supposerait une nouvelle aggravation de la crise financière, conduisant à une récession économique durable et un resserrement très marqué du crédit.

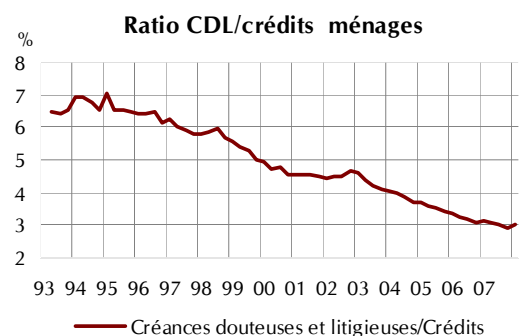
(1) : le taux d'effort est la charge de remboursement annuelle d'un crédit habitat (capital et intérêts) rapportée au revenu annuel du ménage acquéreur. Le taux d'effort théorique est calculé aux conditions du marché (prix, taux, durée des crédits), mais en supposant constants la surface, le taux d'apport et le profil de revenu des acheteurs.



Source : Ministère de l'Équipement, Crédit Agricole SA



Chiffres 2005, source ERA Europe, Crédit Agricole S.A.



Source : BdF, Crédit Agricole S.A.

L'IMMOBILIER DE BUREAUX

Une demande placée en recul

Sur le marché des bureaux en Ile-de-France, la demande placée auprès des utilisateurs (en location ou à la vente) était très soutenue en 2007, à 2,71 millions de m². Sur les neuf premiers mois de 2008, elle a atteint 1,8 millions de m². Ce niveau est en baisse de 10 % par rapport aux neuf premiers mois de 2007, mais reste historiquement élevé. Au troisième trimestre, la demande placée est même demeurée très marquée, à 658 000 m², en dépit de la dégradation de l'environnement économique et financier (source : CB Richard Ellis).

La demande reste motivée par trois grands facteurs :

- la recherche de loyers attractifs ;
- les opérations de rationalisation et de regroupement ;
- la recherche de modernisation des implantations et de meilleurs équipements techniques.

Ce dernier point explique que la proportion de locaux neufs ou restructurés soit élevée, de l'ordre de 42 %.

La demande reste donc active. Les utilisateurs deviennent toutefois plus attentistes, les délais de négociation s'allongent. D'abord, la recherche de loyers attractifs reste difficile. Surtout, la crise financière et le net ralentissement économique conduisent les utilisateurs à être plus prudents. Le bon niveau de la demande au troisième trimestre s'explique d'ailleurs en partie par quelques grandes transactions (supérieures à 5000 m²) et non pas par un fort volume d'activité sur l'ensemble des surfaces.

La part des transactions concernant les grandes surfaces (supérieures à 5 000 m²) est très élevée et atteint 40 % de la demande placée depuis le début de l'année. Paris concentre un quart environ de la demande placée en Ile-de-France et près de la moitié pour les petites surfaces.

L'offre disponible remonte légèrement

Le stock d'offres disponibles immédiatement en Ile-de-France atteignait 2,42 millions de m² fin 2007, en légère baisse de 3 %, par rapport à fin 2006 (2,5 millions de m²). Fin septembre 2008, l'offre disponible remonte très légèrement, à 2,5 millions de m² (source : CB Richard Ellis), en hausse de 4% depuis fin 2007.

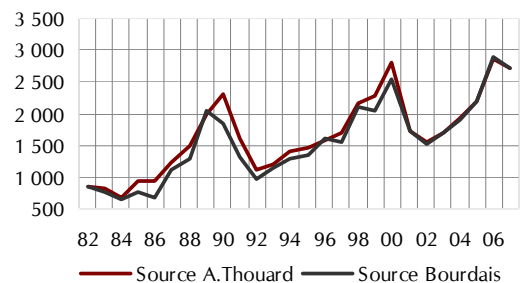
La demande est moins dynamique et est surtout motivée par des opérations de rationalisation et de modernisation. Dans de nombreux cas, les entreprises libèrent à peu près autant de surfaces qu'elles en consomment. L'emploi dans le secteur marchand est en légère baisse au deuxième trimestre et devrait au mieux stagner au cours des prochains mois. L'absorption nette est donc faible et le stock d'offres disponibles remonte légèrement.

Le taux de vacance moyen en Ile-de-France s'accroît un peu, 5 %, après 4,8 % fin 2007. Il reste assez contrasté suivant les localisations. À Paris, il atteint un niveau très bas, 3 %. À Paris Centre-Ouest, le taux de vacance est à 3,3 %. À la Défense, il atteint 3,4 %. En revanche, en Première Couronne Nord, il atteint 7,6 %, et en Première Couronne Sud 11,4 %.

Les valeurs locatives commencent à se corriger

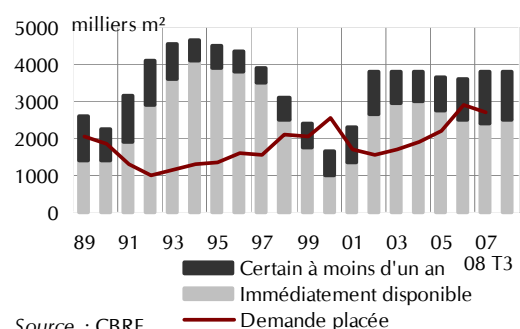
Les loyers de bureaux en Ile-de-France se replient très légèrement. En 2007, leur hausse avait été de 8 % au cours de l'année. Au troisième trimestre 2008, ils atteignent 328 euros/m²/an pour les immeubles neufs ou restructurés, soit une baisse de 1 % par rapport au trimes-

La demande placée de bureaux en Ile-de-France



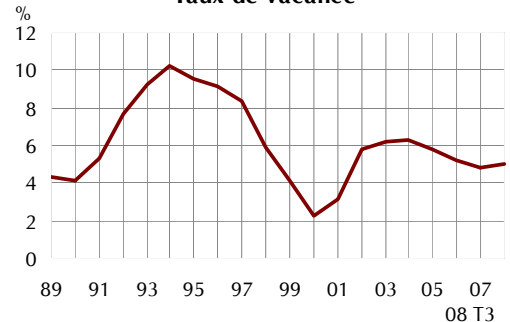
— Source A.Thouard — Source Bourdais

Stock de bureaux en Ile-de-France



Source : CBRE

Taux de vacance



Source : CBRE, Crédit Agricole S.A.

tre précédent et une stabilité par rapport à fin 2007 (source : CB Richard Ellis).

Sur les marchés « prime » (bureaux haut de gamme), le repli des loyers est plus net. A Paris QCA (quartier central des affaires), les loyers prime, qui sont très élevés, connaissent une baisse de 10 % au cours du trimestre, pour atteindre 698 euros. À la Défense, le loyer prime se redresse de 1 % par rapport au trimestre précédent, à 549 euros. Dans le Croissant Ouest, il baisse de 2 % sur le trimestre, à 447 euros (prix /m²/an, source : CB Richard Ellis).

Les valeurs locatives devraient continuer à baisser au cours des prochains mois, du fait d'une demande moins soutenue et de la priorité donnée à la réduction des coûts.

Chute marquée de l'investissement en immobilier d'entreprise

En 2007, l'investissement en immobilier d'entreprise avait atteint un record historique, 27 milliards d'euros, en hausse de 17 % par rapport à 2006, 23,1 milliards. Depuis le début de l'année 2008, les montants investis sont en recul très marqué. Ils ont atteint 9,4 milliards sur les trois premiers trimestres, en baisse de 57 % par rapport à la même période de 2007 (source : CB Richard Ellis).

Ceci est lié à plusieurs facteurs :

- les investisseurs sont confrontés à un contexte économique dégradé et un début de correction des loyers de bureaux ;
- la crise financière conduit à un relatif resserrement des conditions de crédit de la part des banques, qui pèse sur certains projets d'investissement
- les taux de rendement étaient devenus peu attractifs. Le taux de rendement « prime » net immédiat à Paris QCA atteignait 4 % fin 2007, soit un niveau inférieur aux rendements obligataires. Ceci était notamment lié au niveau très élevé des prix d'achat.

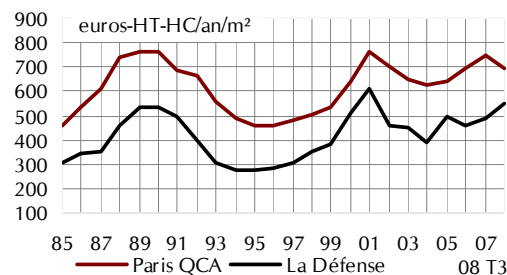
D'où des acheteurs très attentistes et sélectifs, recherchant une hausse du taux de rendement et de la prime de risque, donc une baisse des prix d'achat, et des vendeurs hésitants. Le volume d'opérations diminue nettement et le taux de rendement remonte. Pour les bureaux à Paris QCA, il revient dans une fourchette 4,85-6%, alors qu'il était limité à 4 % en décembre 2007 ; à la Défense, il remonte de 4,75 % à une fourchette 5,75/6,50 % ; dans le croissant Ouest de la région parisienne, de 4,60 % à 5,50/7,50 % ; en province, de 5,10 % à 6,15/8 %.

Ceci suggère des baisses de prix significatives des actifs immobiliers investis.

La baisse des investissements est plus marquée en Ile-de-France qu'en régions, mais l'Ile-de-France reste très nettement majoritaire, avec 73 % des investissements. Ceux-ci se portent principalement sur le marché des bureaux (80 % environ des investissements). La part des investisseurs français reste très importante, 50 % de l'ensemble.

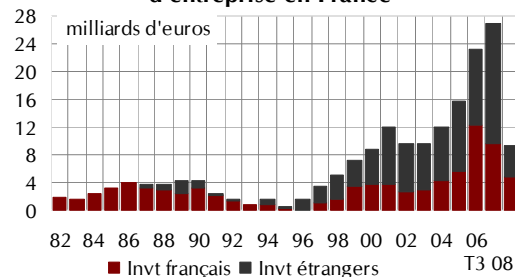
Au cours des prochains mois, le volume des engagements devrait rester très médiocre. Les facteurs précités continueront à jouer, même si les marchés financiers connaissent une relative amélioration. Les investissements en immobilier d'entreprise devraient être limités à 11 milliards environ sur l'ensemble de l'année 2008. ■

Loyers faciaux des meilleurs immeubles de bureaux



Source : CBRE, Crédit Agricole S.A.

L'investissement en immobilier d'entreprise en France



Source : Immostat, Crédit Agricole S.A.

ROYAUME-UNI - ESPAGNE PLUS DURE SERA LA CHUTE ?

Royaume-Uni : effondrement de l'offre de mortgages

Les prix sont désormais en repli marqué, -13 % sur un an en septembre 2008 (indice Halifax). Le freinage a été rapide et violent puisqu'en août 2007, les prix étaient encore en hausse de 11 % sur un an. Surtout, le nombre de prêts accordés connaît une chute spectaculaire. En août 2008, il est tombé à 32 000, contre une moyenne de 110 000 par mois entre 2002 et 2007. Ce niveau est extrêmement faible, y compris par rapport au plus bas de la précédente crise immobilière, 63 000 en novembre 1992. Le nombre de prêts accordés (en cumul douze mois) est ainsi en repli de 48 % sur un an en août 2008. De plus, le nombre de saisies s'accroît. Il a atteint 26 000 en 2007 et 19 000 sur les six premiers mois de 2008, contre 8 000 par an en 2003-2004. Il devrait avoisiner 45 000 en 2008. La forte correction du marché britannique s'explique par deux grandes raisons.

Emballement et surévaluation de 1996 à 2007

De 1995 à mi-2007, la hausse cumulée des prix avait atteint 220 %, rythme record en Europe après l'Irlande. Le taux d'endettement hypothécaire des ménages, (encours des crédits logement/revenu de l'ensemble des ménages), est extrêmement élevé, 137 % début 2008 (53 % en France).

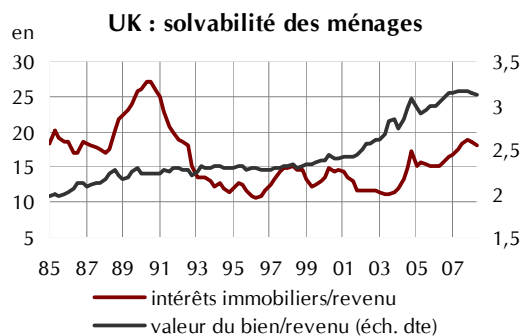
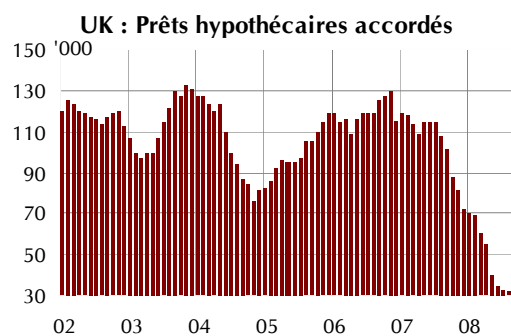
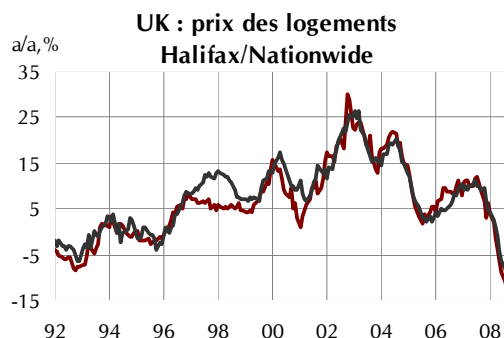
Ceci a été rendu possible par une distribution du crédit très accommodante. Alors qu'en France, les banques accordent un prêt en fonction de la capacité de remboursement de l'emprunteur, au Royaume-Uni, l'octroi d'un prêt *mortgage* est déterminé avant tout par la qualité de la garantie, c'est-à-dire la valeur de l'actif. Les banques ont développé un éventail très large de *mortgages*, y compris pour une clientèle *subprime*. La durée moyenne des prêts est longue, les montants empruntés et les taux d'endettement de plus en plus élevés. Des mécanismes spéculatifs se sont mis en place, à travers notamment le recours massif au mécanisme du *mortgage equity withdrawal*, qui permet aux emprunteurs de se réendetter au fur et à mesure que l'actif se revalorise. Ceci pousse à des prises de risque accrues et au surendettement.

La demande de logements a donc été très soutenue. Parallèlement, la construction de logements est restée très limitée. Les prix ont ainsi connu des hausses très marquées (20 % par an en 2003-2004) et **sont devenus clairement surévalués**. La prime de risque sur un immobilier locatif est devenue négative. **La solvabilité des ménages s'est sensiblement dégradée.** Le ratio paiement d'intérêts immobiliers/revenu est monté jusqu'à 18,9 % fin 2007, contre 11 % en 2003. Le ratio valeur du bien/revenu pour les nouveaux acquéreurs (*income multiple*) n'a jamais été aussi haut, à 3,2 en décembre 2007.

Net resserrement du crédit

Face à des niveaux de prix de moins en moins soutenables, à un endettement excessif et à la montée des risques, une correction devenait inévitable. Elle s'est déclenchée du fait de la conjonction de plusieurs éléments :

- les remontées successives des taux de la BoE, de 3,50 % fin 2003 à 5,75 % mi-2007, ont fini par agir, *via* notamment le niveau dissuasif du ratio intérêts immobiliers/revenu ;
- surtout, la crise financière a clairement affecté le système bancaire. Elle s'est traduite par une forte détérioration de l'activité sur les marchés financiers, d'importantes dépréciations d'actifs et surtout des difficultés marquées en matière de refinancement. **Les banques sont devenues très prudentes et sélectives, ont resserré**



fortement les conditions de crédit (credit squeeze) et refusé un nombre important de dossiers de prêts. D'où la forte baisse du nombre de crédits accordés. L'intensification de la crise financière en septembre 2008 a accentué cette tendance.

Par ailleurs, depuis début 2008, la conjoncture s'est nettement détériorée, avec la crise financière, la crise immobilière, les effets de richesse négatifs induits, le ralentissement mondial et la flambée des prix énergétiques. Ceci a fortement affecté la confiance des ménages et leur capacité d'achat de logements.

Ces derniers mois, a été mis en place un plan de soutien au marché immobilier d'1 milliard £, avec notamment une suspension pour un an des droits de mutation pour les transactions de moins de 175 000 £ (mais ceci ne représente qu'une baisse d'1 % du prix des logements) ; une aide aux familles en difficulté ou aux salariés ayant perdu leur emploi, afin d'éviter une saisie du logements ; un prêt à taux zéro pour aider les primo-accédants les moins aisés à acquérir des logements neufs. Mais ces mesures devraient avoir assez peu d'impact.

Les récentes baisses de taux de la BoE et le plan de soutien d'octobre au système bancaire devraient ramener peu à peu la confiance sur les marchés et éviter un *credit crunch* généralisé. Mais la remontée du chômage et les niveaux records d'endettement des ménages vont faire remonter les défauts de paiement. Le *credit squeeze* va donc se prolonger. De plus, les acquéreurs potentiels, qui ne peuvent plus compter sur des plus-values à court terme, risquent d'exiger des rabais significatifs ou de renoncer à acheter.

Les ventes de logements devraient donc être en fort recul en 2008, d'au moins 50 % par rapport à 2007. La baisse des prix devrait atteindre 15 % environ sur un an fin 2008 et de 10 à 15 % en 2009.

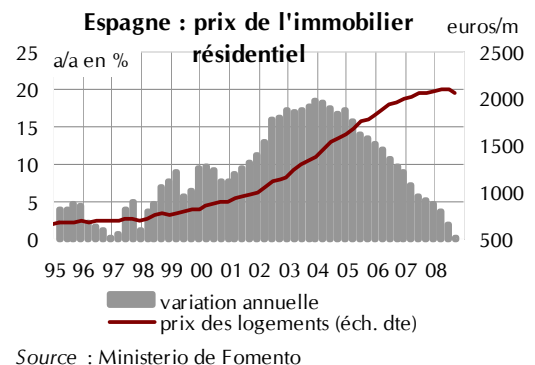
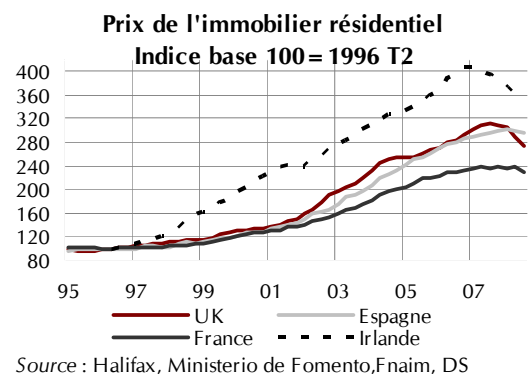
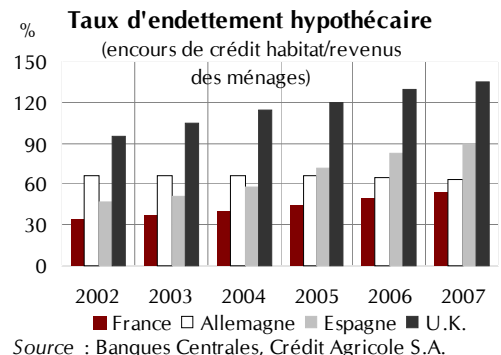
Espagne : chute des ventes et de la construction

Le marché résidentiel espagnol connaît un ajustement très sensible. Les prix des logements sont désormais stabilisés, à 0,7 % sur un an en septembre 2008 contre 9 % fin 2006 et 18 % par an en 2003-2004. La hausse sur un an de l'encours de crédit habitat ralentit très fortement, passant de 34 % fin 2005 à 13,7 % fin 2007 et 7,5 % en août 2008. Au premier semestre, le nombre de crédits accordés et le nombre de transactions ont chuté d'environ 30 % sur un an. Et les mises en chantier, proches de 700 000 par an en 2005-2007, se replient à 485 000 en T2 2008 (cumul douze mois), soit une baisse de 33 % sur un an : les promoteurs tentent de s'ajuster à la demande et de réduire le stock de logements disponibles.

Excès marqués, du côté de l'offre comme de la demande

La correction du marché est assez logique après dix ans de boom des ventes, des prix et de la construction.

Les prix étaient devenus clairement surévalués et l'endettement et la solvabilité fortement dégradés. Les prix immobiliers ont augmenté de 200 % depuis 1995, 11 % par an en moyenne. Même si ceci a été compensé en partie par le bas niveau des taux de crédit jusqu'en 2005, les prix sont désormais surévalués, de l'ordre de 20 à 30 %. La prime de risque sur un investissement immobilier est devenue négative. Le taux d'effort moyen des acquéreurs (hors déductions fiscales) s'accroît nettement et atteint en moyenne un niveau très élevé, supérieur à 40 %. Le taux d'endettement hypothécaire des ménages a crû rapidement lors des dix dernières années et atteint, pratiquement 100 % du revenu disponible des ménages. Des comportements spéculatifs se sont développés dans certaines régions.



Ceci est notamment lié à une distribution du crédit très accommodante, avec des crédits d'une durée assez longue et essentiellement à taux variable. La progression annuelle de l'encours de crédit habitat a ainsi atteint 20 % par an en moyenne entre 2000 et 2007. Notons toutefois qu'il n'existe pas de segment *subprime* en Espagne.

La demande de logements a aussi été stimulée par des facteurs structurels : l'importance de l'immigration (de 1,8 % de la population en 1996 à 9 % aujourd'hui) ; la génération du baby-boom espagnol de 1968 à 1978 qui arrive sur le marché de l'immobilier ; la rupture du modèle familial traditionnel ; le poids élevé des investisseurs étrangers.

La construction a été extrêmement dynamique, avec des mises en chantier d'environ 700 000 par an entre 2005 et 2007, niveau record en Europe, à comparer avec 430 000 en France sur la même période. Ces montants s'expliquent par l'importance des besoins de logements (dynamisme de la démographie, déficit initial de logements avant le boom récent de la construction), mais traduisent aussi clairement des comportements spéculatifs.

Ainsi, en dépit d'éléments structurels rassurants, la demande comme l'offre de logements ont connu un emballement excessif.

Forte correction en cours

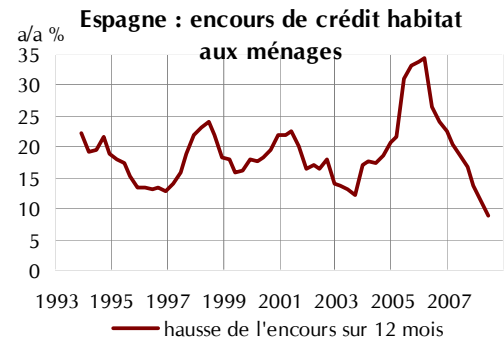
La correction s'est déclenchée fin 2007 par la montée des risques décrits ci-dessus, les relèvements de taux directeurs en zone euro (qui se répercutent sur les taux de crédit, essentiellement variables) et surtout l'impact de la crise financière sur le système bancaire. Ceci s'est traduit notamment par des difficultés de refinancement qui ont conduit à un resserrement significatif du crédit.

La dégradation de la conjoncture espagnole amplifie le mouvement de correction du marché résidentiel. La croissance du PIB devrait en effet être limitée à 1,4 % en 2008 et 0 % en 2009 (après 3,8 % en 2007). Se combinent la forte baisse du secteur de la construction et la flambée de l'inflation. La confiance des ménages s'effondre et le taux de chômage remonte.

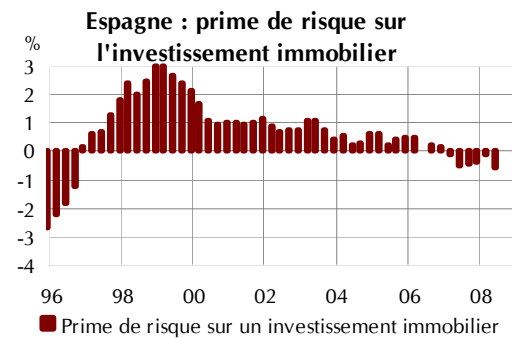
Pour éviter une spirale récessive, et grâce à la marge de manœuvre dont dispose l'Espagne en matière budgétaire, une série de mesures de soutien ont été mises en place : déductions fiscales, aides aux ménages très endettés et aux chômeurs, réduction de l'impôt sur les sociétés, suppression de l'impôt sur le patrimoine. La principale mesure est l'accroissement de 20 milliards de l'enveloppe de crédits bonifiés (sur 2008-2010) à destination des PME et de la construction de logements sociaux. Le BTP devrait être également stimulé par un programme de commandes publiques, un appui à la réhabilitation des immeubles anciens et une simplification des formalités préalables à la construction d'immeubles.

Le soutien à la construction favorisera la croissance et le plan de soutien d'octobre au système bancaire limitera le risque de *credit crunch*. Mais ceci n'empêchera pas une sensible correction du marché, pour absorber une offre devenue surabondante.

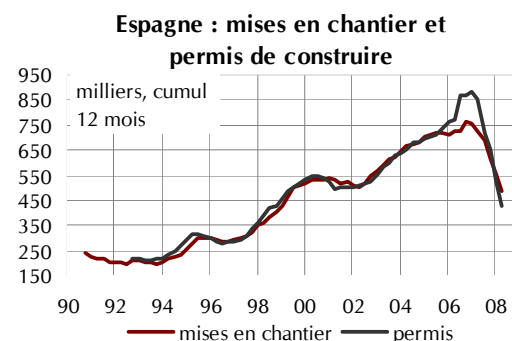
Les ventes et les mises en chantier devraient continuer à reculer nettement. Les prix des logements pourraient baisser de 5 % sur un an fin 2008, et de 10 à 15 % en 2009. ■



Source : Banque d'Espagne



Source : IPD, DS, Crédit Agricole S.A.



Source : Ministerio de Fomento

Indicateurs des marchés immobiliers français

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

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze
Rédaction en chef : Jean-Paul Betbèze — Olivier Eluère
Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty
Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques
75710 PARIS cedex 15 — Fax : 33 (0) 1 43 23 58 60
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1779-5672

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.