

## Prix : - 5 % dans l'ancien en 2008, stables dans le neuf

Nous tablions jusqu'à présent sur un freinage en douceur de l'immobilier en France et une stabilisation du marché (prix et volumes de ventes) d'ici quelques trimestres.

La crise financière de l'été 2007 change la donne, mais ne modifie pas radicalement le scénario. **Les prix des logements devraient être en léger repli dans l'ancien en 2008, de l'ordre de - 5 % sur un an, et stables dans le neuf. Ceci ne serait pas l'amorce d'une baisse durable et sensible, mais d'une stabilisation du marché.**

Après les turbulences des marchés observées cet été, notre scénario central table sur un relatif retour au calme d'ici la fin 2007. Un resserrement du crédit habitat d'ampleur limitée se met en place. Les banques devraient être plus sélectives (mais elles le sont déjà) et continuer à relever leur taux de crédit, mais modérément. La concurrence reste très vive, les tensions récentes sur les taux courts devraient s'atténuer et les taux longs resteraient assez modérés.

En sens inverse, les récentes mesures de déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers pour les nouveaux acheteurs et d'allègement des droits de donation contribueront à soutenir la demande et compenseront en partie la hausse des taux de crédit.

Plus fondamentalement, le cycle actuel n'est pas comparable à la bulle spéculative qui s'était formée en Ile de France entre 1985 et 1991, ni aux cycles à l'œuvre actuellement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne, beaucoup plus risqués.

Les prix sont devenus très élevés (en hausse de 135 % depuis 1996) mais le marché français est relativement « raisonnable » :

- les prix ne sont pas clairement surévalués ;
- la politique d'octroi de crédit est prudente ;
- la demande de logements est raisonnable et structurelle ;
- l'offre de logements reste insuffisante.

Ceci a conduit à un freinage en douceur du marché depuis deux ans. Les prix vont se stabiliser ou baisser légèrement. Mais, comme la demande reste structurellement forte, que les prix ne sont guère surévalués, que l'offre reste limitée et que les niveaux de stocks demeurent soutenables, les prix et les ventes ne devraient pas, sauf choc externe majeur, se corriger fortement.

**Au total, la crise financière devrait renforcer le freinage en cours, sans l'aggraver fortement.**

**Olivier ELUERE**

Tél : 01 43 23 65 57

[olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr](mailto:olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr)

### TENDANCES RECENTES 2

Les volumes de vente tendent à se replier dans l'ancien

Prix dans l'ancien : hausse annuelle ramenée à 2,5 %

Neuf : ventes stables, stocks plus élevés

Neuf : net freinage des prix de vente

### LE FINANCEMENT DU LOGEMENT 3

Les taux de crédit habitat remontent

Le freinage des crédits habitat s'accroît

Des encours de créances douteuses toujours très limités

### 2008 : QUELLES PERSPECTIVES ? 4

Le freinage graduel se confirme

Vers une stabilisation

Quel impact de la crise financière ?

Risques par rapport à ce scénario central

### L'IMMOBILIER DE BUREAUX 5

Demande placée dynamiquement

Offre disponible à peu près stable

Les valeurs locatives remontent

Flux d'investissement en immobilier d'entreprise élevés malgré la crise

### ROYAUME-UNI / ESPAGNE : OÙ EN EST-ON ? 9

**ROYAUME-UNI : MONTEE DES RISQUES**

Accroissement des risques

Un marché *subprime* moins risqué qu'aux Etats-Unis

**ESPAGNE : UNE NECESSAIRE CORRECTION**

Montée des risques

Éléments rassurants

Correction d'ampleur limitée

Risque par rapport à ce scénario central

## TENDANCES RECENTES

### Les volumes de vente tendent à se replier dans l'ancien

Les volumes de ventes de logements anciens se stabilisent en France et reculent un peu en Ile de France.

En France, le volume de transactions a avoisiné 640 000 unités en 2006, en hausse de 3 % par rapport à 2005.

En Ile-de-France, selon les chiffres de la Chambre des Notaires de Paris Ile-de-France, le nombre de transactions (59 734) s'est replié de 3 % sur un an au T2 2007. Les ventes d'appartements anciens ont stagné sur un an au T2 2007 (+0,4 %), à 29 846 unités. Sur les 12 derniers mois cumulés, elles se sont repliées de 3,3 % sur un an. Les ventes de maisons anciennes ont reculé de 5,2 % sur un an au T2 2007, à 11 569 unités.

### Prix dans l'ancien : hausse annuelle ramenée à 2,5 %

La décélération des prix des logements anciens se poursuit. En France, la hausse des prix (mesurée en glissement sur douze mois) n'est plus que de 2,5 % en septembre 2007 (source : FNAIM). Rappelons que la hausse des prix avait culminé à 16,9 % en T3 2004 et n'a cessé de ralentir depuis, 9,8 % fin 2005, 6,7 % fin 2006, 4 % mi-2007. Les prix ont même un peu diminué, de -0,9 %, entre juin et septembre, mais on ne peut pas extrapoler cette tendance, qui peut être liée en partie à des facteurs saisonniers. Les prix au m<sup>2</sup> s'établissent désormais à 2 669 € en moyenne en France, 3 078 € pour les appartements et 2 261 € pour les maisons.

Par régions, les rythmes de hausse des prix sur un an sont plus modérés dans le Sud-Ouest (0,7 %) et l'Ouest (1,8 %) et restent assez soutenus le Nord et Est (6 %) et le Sud-Est (5,1 %) (source : FNAIM). A Paris, selon la Chambre des notaires de Paris Ile-de-France, les prix des appartements anciens continuent à ralentir mais restent en hausse soutenue. Au deuxième trimestre 2007, la progression sur douze mois atteint 8,3 %, après 9,7 % fin 2006. Le prix moyen du mètre carré des appartements anciens vendus libres s'élève à 5 970 euros. En petite couronne, la hausse des prix sur un an des appartements anciens freine à 7,1 % contre 10,6 % fin 2006. En grande couronne, elle ralentit à 5,9 % contre 11 % fin 2006.

### Neuf : ventes stables, stocks plus élevés

Les ventes de logement neuf (filière promoteurs, programmes de plus de quatre logements) se stabilisent. Au T2 2007, elles reculent de 7 % par rapport au T1 2007. Sur les six derniers mois, elles sont en hausse de 1 % par rapport aux six mois précédents.

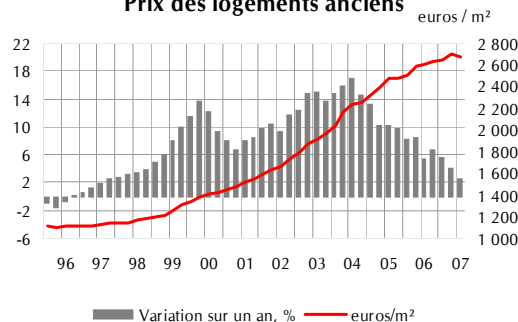
Les mises en vente tendent à s'ajuster, du fait du freinage du marché. Elles se replient de 5 % au T2 2007 par rapport au trimestre précédent. Sur les six derniers mois, elles sont en baisse de 4,1 % par rapport aux six mois précédents.

Les stocks de logements neufs disponibles à la vente continuent à remonter graduellement. Ils atteignent 88 600 unités en juin 2007, en hausse de 45 % sur un an. Ces niveaux retrouvent ceux de 1993. Le délai moyen d'écoulement des stocks continue à remonter et atteint huit mois pour les maisons comme pour les appartements, contre respectivement sept et six mois un an plus tôt.

### Neuf : net freinage des prix de vente

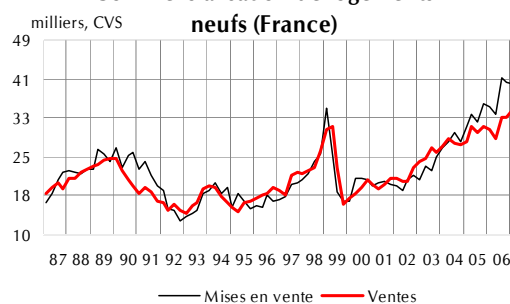
Les prix de vente décèlent de plus en plus nettement. Au deuxième trimestre 2007, les prix des appartements s'accroissent de 6,6 % sur un an (contre 9,5 % un an plus tôt), ceux des maisons individuelles de 0,5 % (contre 14,2 %). En Ile-de-France, les prix ont un peu reculé sur les douze derniers mois, -0,1 % pour les appartements, -1,6 % pour les maisons, alors que les hausses étaient de respectivement 13 % et 16 % il y a un an.

#### Prix des logements anciens



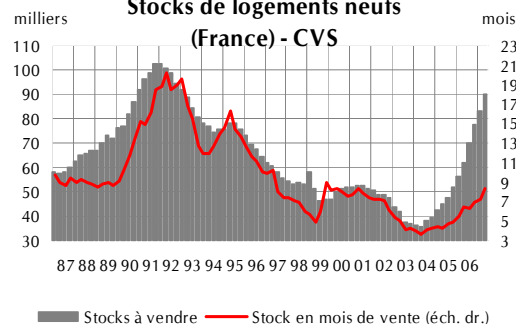
Source : FNAIM

#### Commercialisation de logements



Source : ministère Equipement

#### Stocks de logements neufs



Source : ministère de l'Equipement

## LE FINANCEMENT DU LOGEMENT

### Les taux de crédit habitat remontent

Pendant près de dix ans, la hausse continue des prix immobiliers a été en partie compensée par la baisse du coût du crédit habitat. Ceci ne joue plus depuis quelques mois. Les taux de crédit habitat restent bas, mais remontent peu à peu. Le taux moyen d'un crédit habitat d'une durée supérieure à un an est passé de 3,51 % fin 2005 à 4,21% en juillet 2007. Le taux effectif global moyen d'un crédit habitat à taux fixe s'est accru de 4,29 % fin 2005 à 4,81 % en T2 2007. Ceci s'explique par la volonté de reconstituer les marges et la remontée des taux de marché, courts et longs, intervenue depuis le début de l'année, même si le contexte très concurrentiel conduit les banques à ne répercuter qu'en partie cette hausse.

Parallèlement, la durée des prêts continue à s'allonger. Pour les nouveaux crédits, la durée initiale du prêt principal est passée de 14,2 ans en moyenne en 2001 à 16,7 ans en 2005 et 17,6 ans en 2006 (source : Commission Bancaire). La part des crédits à 20-25 ans devient significative.

### Le freinage des crédits habitat s'accroît

Les crédits habitat restent élevés, en flux comme en encours, mais le mouvement de freinage s'accroît depuis plusieurs mois. La production de crédits habitat a reculé sur les derniers mois : en juillet 2007, le cumul sur 12 mois a atteint 149 milliards, en baisse de 2,2 % sur un an. L'encours de crédit habitat (stock des crédits en cours diminués des remboursements) décélère, à +13,3 % sur 12 mois en juillet 2007 contre +15,8 % en octobre 2006 (le fait que les crédits récents, de durée plus longue, s'amortissent lentement, contribue à maintenir une hausse assez forte des encours).

Ceci reflète le freinage en cours des ventes et des prix des logements neufs et anciens (cf. page 2). Mais un débouclage violent, à l'américaine, semble très peu probable (cf. pages 4-6). Comme le confirme l'enquête Banque de France d'octobre sur la distribution du crédit, les difficultés de refinancement des banques liées à la crise financière de l'été 2007 conduisent à un resserrement de l'offre de crédit habitat au second semestre 2007. Il se traduit par un relèvement des exigences en matière d'apport personnel et surtout par une augmentation des marges. Mais ce resserrement devrait rester assez limité. Les banques sont déjà prudentes et sélectives. Les tensions sur les taux à 3 mois (4,70 % en septembre) devraient s'atténuer et les taux longs resteraient modérés, 4,40 % en moyenne en 2008. Enfin, la concurrence restera très marquée. Les taux de crédit habitat devraient remonter encore, mais modérément.

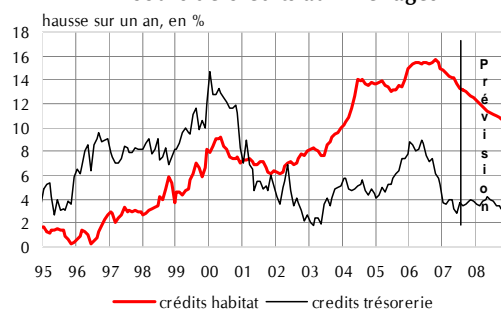
**Au total, la production de nouveaux crédits habitat devrait être en léger recul et l'encours de crédit habitat freinerait graduellement, vers 12,5 % fin 2007 et 10,5 % fin 2008.**

### Des encours de créances douteuses toujours très limités

Le taux d'endettement hypothécaire des ménages (encours des crédits habitat rapporté au revenu des ménages) continue à s'accroître. Il atteint 50 % en T1 2007 contre 44,7 % fin 2005. Ces niveaux restent toutefois inférieurs à ceux de la plupart des autres pays et nettement en deçà de ceux atteints au Royaume-Uni (135 %), aux Etats-Unis (100 %) ou en Espagne (90 %).

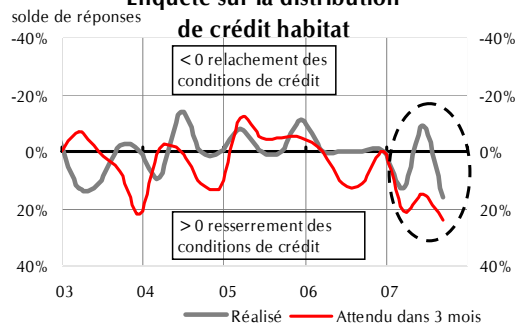
Les encours de créances douteuses et litigieuses (CDL) sur les crédits aux ménages remontent, 25,4 milliards en T1 2007 contre 24,3 un an plus tôt. Mais ces niveaux restent historiquement bas, et le ratio encours de CDL/encours de crédit atteint 3,1 % au T1 2007 contre 3,3 % au T1 2006. Sur les seuls crédits habitat, ce ratio de CDL est encore plus faible, 0,93 % en moyenne en 2006.

#### Encours de crédits aux ménages



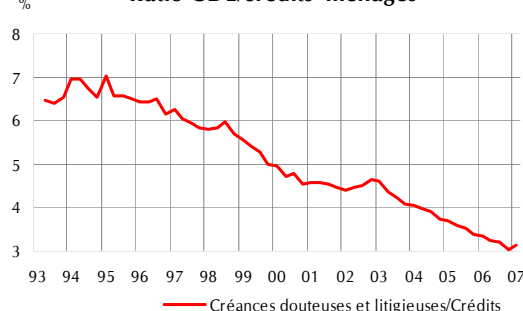
Source : BdF, CA

#### Enquête sur la distribution de crédit habitat



Source : BDF, CA

#### Ratio CDL/crédits ménages



Source : BdF, CA

**2008 : QUELLES PERSPECTIVES ?**

**Le freinage graduel se confirme**

Les signes de freinage « en douceur » du marché se multiplient.

- Les ventes plafonnent en volume dans le neuf comme dans l'ancien. Elles reculent dans l'ancien en Ile-de-France.
- L'investissement logement des ménages (achats de logements neufs et gros travaux de rénovation) stagne en volume depuis T4 2006.
- Le délai d'écoulement des stocks dans le neuf continue à remonter, atteignant huit mois, deux mois de plus qu'il y a un an.
- Les mises en chantier de logement neuf se replient légèrement.
- Les prix continuent à freiner et sont en hausse très limitée : + 2,5 % sur un an dans l'ancien en T3 2007 ; + 5 % environ sur un an dans le neuf en T2 2007. Ils ont très légèrement reculé en Ile-de-France dans le neuf en T2 2007.
- La production de nouveaux crédits habitat (en cumul sur 12 mois) est en léger repli sur un an.

**Le marché est depuis deux ans dans un processus d'atterrissage graduel. Après 10 ans de boom ininterrompu, une correction du marché semble logique, et même souhaitable. Elle se fait pour l'instant « en douceur ».**

N'y a-t-il pas toutefois un risque de correction plus violente lié au fait que les prix ont connu une hausse cumulée considérable, 135 % depuis 1996, sans commune mesure avec celle des revenus ?

Et la crise financière de l'été 2007, qui a fragilisé les établissements de crédit, peut-elle conduire à une nette inflexion du marché immobilier français ?

**1) Les prix ne sont pas clairement surévalués**

Après dix ans de hausse soutenue, les prix des logements atteignent des niveaux très élevés et qui, même corrigés de l'inflation, sont nettement supérieurs aux points hauts du cycle précédent, atteints en 1991. Ceci fait dire à certains que les prix sont fortement surévalués et vont devoir se corriger fortement.

Le fait que les prix soient historiquement très élevés ne suffit pas à conclure à une forte surévaluation. **En effet, la forte hausse des prix immobiliers a été en partie compensée par un recul continu et significatif du coût du crédit habitat sur la période 1996-2006.** Les prix restent cohérents avec les fondamentaux (revenus, loyers, taux d'intérêt), au vu des indicateurs théoriques, ce qui n'était pas le cas en Ile-de-France au moment du pic de 1990-1991.

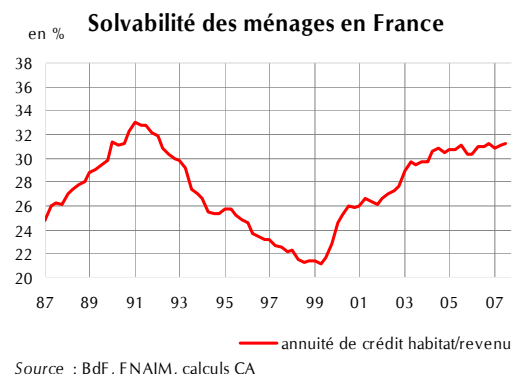
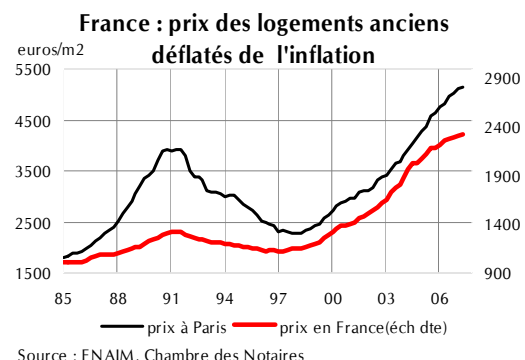
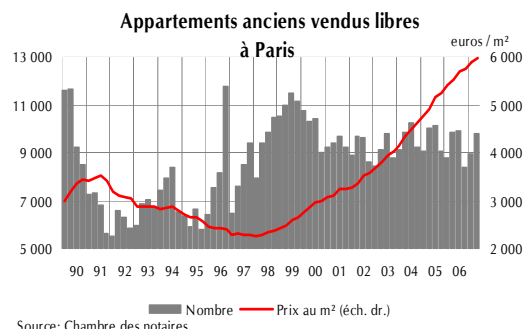
\***La « prime de risque » reste positive.** La prime de risque sur un investissement immobilier, différence entre le taux de rendement interne global estimé par l'investisseur et celui d'une obligation d'Etat, se réduit peu à peu, mais reste significative, proche de 1 % (en prenant un taux de rendement locatif net, diminué de la dépréciation du capital physique). Le prix d'achat reste donc encore acceptable pour un investisseur rationnel.

\***La solvabilité des acquéreurs reste soutenable.** Le taux d'effort moyen des nouveaux acquéreurs continue à se dégrader mais reste acceptable, proche de 31 % du revenu en moyenne.

**Toutefois, les prix se rapprochent des seuils de surévaluation (1).**

**2) la politique d'offre de crédit est prudente**

La crise financière s'est déclenchée sur les turbulences liées au marché du crédit *subprime* américain (prêts à des clients « à risque »). Il n'existe pas de marché *subprime* en France et le contrôle du risque par les établissements de crédit est élevé. L'octroi d'un prêt habitat est principalement déterminé selon la solvabilité de l'emprunteur. Ses revenus doivent être réguliers et son taux d'effort ne doit pas dépasser de beaucoup le tiers de son revenu. C'est là une différence



fondamentale avec les marchés *mortgage* anglo-saxons. Le prêt y est principalement accordé en fonction de la qualité et de la valeur du bien, avec une grande variété de l'offre de crédit, notamment en direction des clients « à risque ». Par ailleurs, en France, les prêts habitent sont essentiellement à taux fixe. Le marché du crédit est donc plus classique, moins innovant, mais moins risqué. Les ratios de créances douteuses n'ont d'ailleurs jamais été aussi bas.

### 3) la demande de logements est raisonnable et structurelle

Le marché est principalement animé par des particuliers, achetant pour leur propre usage. La présence des marchands de biens et les comportements spéculatifs semblent limités. Les anticipations sont raisonnables. Les motivations sont structurelles (desir de devenir propriétaire, préférence pour le placement « pierre », perçu comme plus sûr et moins risqué que les placements boursiers, préparation de la retraite, démographie, forte hausse du nombre de ménages, 320 000 par an environ).

On peut noter qu'aux Etats-Unis, ces facteurs structurels jouent beaucoup moins, des mouvements spéculatifs sont observés dans certaines régions, la demande est moins solide et très sensible notamment à un arrêt de la hausse des prix, *via* notamment l'extraction hypothécaire.

### 4) l'offre de logements reste insuffisante

La construction de logements s'est redressée en 2005 et 2006, avec des mises en chantier atteignant respectivement 408 000 et 417 000 unités. Mais un léger repli s'amorce en 2007. Surtout, la construction de logements a été insuffisante entre 1990 et 2004, avec seulement 300 000 mises en chantier par an. Ce nombre était inférieur aux besoins annuels de nouveaux logements, liés notamment à la hausse du nombre de ménages. On peut ainsi estimer le déficit global de logements à environ 700 000. L'offre de logements reste donc structurellement insuffisante.

**Le cycle actuel n'est donc pas comparable à la bulle spéculative qui s'est formée en Ile de France entre 1985 et 1991, ni aux cycles à l'œuvre actuellement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne, beaucoup plus risqués (cf. pages 8-10). Les ventes et les prix n'ont pas de raison intrinsèque de se corriger violemment. Ils devraient être stables ou en faible repli, compte tenu des spécificités du marché français décrites ci-dessus.**

## Vers une stabilisation du marché du logement

**Le marché immobilier ralentit depuis deux ans pour deux raisons : les prix sont devenus très élevés et se rapprochent des seuils de surévaluation ; les taux de crédit habitat remontent un peu depuis quelques mois.** Ceci conduit à :

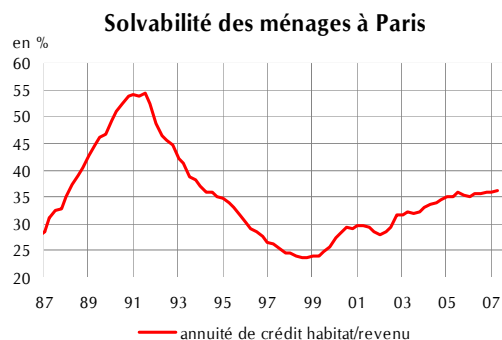
#### \* une solvabilité des ménages dégradée

Le ratio de solvabilité atteint des niveaux proches de seuils critiques, 31 % en moyenne, au-delà de 35 % pour un quart environ des acheteurs. Et le coût du crédit, qui jouait favorablement, contribue désormais à aggraver ce ratio. Une part croissante des candidats, notamment les primo-accédants à revenus modérés, doit renoncer à acheter, au profit des « seconds accédants ».

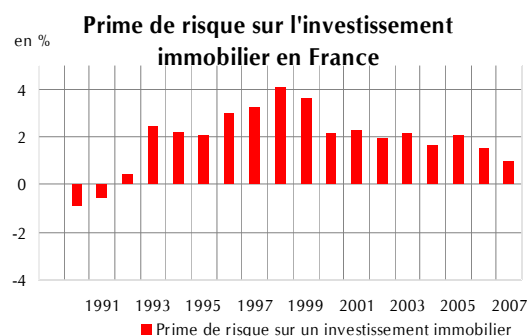
#### \* un essoufflement de l'investissement locatif

Ceci est confirmé par un recul de 9 % en 2006 de la production de crédits dédiés à l'investissement locatif. Le taux de rendement locatif initial se réduit peu à peu et n'est plus que de 3,6 % mi 2007 dans l'ancien à Paris, donc inférieur à un rendement obligataire. De plus, dans certaines régions, les investissements « Robien » ne rencontrent pas la demande locative espérée.

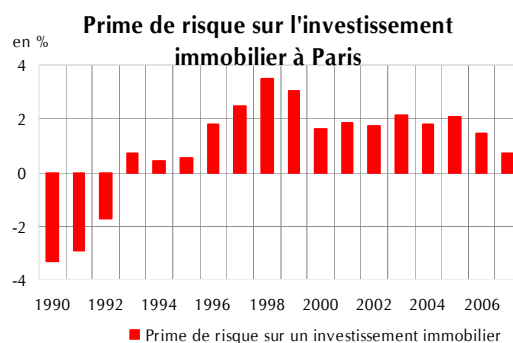
Compte tenu du caractère raisonnable de la demande et de la vigilance des prêteurs, les acheteurs sont donc moins nombreux, plus hésitants et plus sélectifs. Les vendeurs deviennent moins



Source : Chambre des notaires, BdF, calculs CA



Source : Insee, BdF, CA



Source : BdF, CA

exigeants. Ceci conduit à une stabilisation (voire une baisse) des ventes, une remontée des stocks et une décélération continue des prix. Le caractère très graduel du freinage en cours confirme d'ailleurs que les niveaux de prix sont encore soutenables mais que l'on se rapproche peu à peu d'un seuil critique.

A taux de crédit inchangé, les prix auraient fini par se stabiliser d'ici quelques mois. Mais, comme la demande reste structurellement forte, que les prix ne sont guère surévalués, que l'offre reste limitée et que les niveaux de stocks demeurent soutenables, les prix et les ventes n'avaient pas de raison de se corriger fortement.

### Quel impact de la crise financière ?

La crise financière a conduit en août-septembre à une remontée des taux courts et à une dégradation du volume d'activité sur les marchés financiers. Notre scénario central table sur un retour au calme d'ici la fin 2007 et un impact assez limité sur les banques françaises. Ces dernières devraient être plus sélectives (mais elles le sont déjà) et continuer à relever leur taux de crédit, afin de reconstituer leurs marges, mais la hausse serait assez limitée. D'une part, la concurrence reste très vive sur le marché du crédit habitant ; d'autre part, les tensions récentes sur les taux courts devraient s'atténuer (4,40 % pour l'Euribor 3 mois fin 2007 contre 4,70 % en septembre, 4,20 % en moyenne en 2008), et les taux longs resteraient stables à un niveau assez modéré, 4,40 % en moyenne en 2008 comme en 2007.

En sens inverse, les récentes mesures de déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers pour les nouveaux acheteurs et d'allègement des droits de donation contribueront à soutenir la demande et compenseront en partie la hausse des taux de crédit.

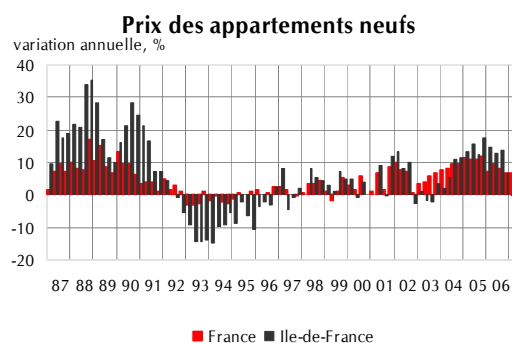
**Au total, la crise financière devrait renforcer le freinage en cours sans l'aggraver fortement : nous tablons sur une légère baisse des prix de l'ancien en 2008, de l'ordre de -5 %, et une stabilisation dans le neuf.**

### Risques par rapport à ce scénario central

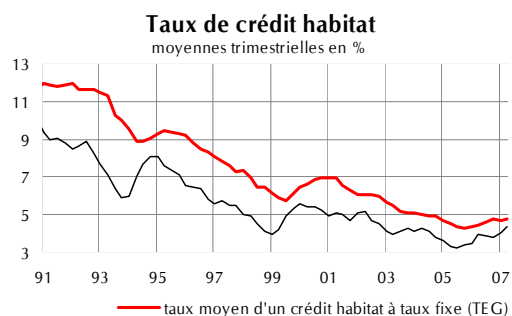
\* **crise de confiance.** Certains acquéreurs potentiels risquent de prendre peur, d'anticiper des baisses de prix et de renoncer à acheter. Dans un processus de bulle spéculative, ce risque aurait été assez probable et aurait conduit à un mécanisme cumulatif de baisses de prix (attentisme des acheteurs, reventes massives de la part des spéculateurs). Dans le cycle actuel, où la demande est raisonnable et structurelle, ce risque paraît limité.

\* **tensions persistantes et grandissantes sur les marchés financiers.** Si ce scénario se produit, les taux courts resteraient très tendus et les banques auraient de plus en plus de mal à se refinancer. Par ailleurs, les profits des banques seraient affectés par la dégradation du volume d'activité sur les marchés financiers. D'où le risque d'une hausse significative des conditions de crédit et d'un net resserrement du volume de crédit pour à la fois réduire les risques et accroître les profits. Notons toutefois que les taux de crédits habitat (majoritairement à taux fixe) semblent répondre davantage aux taux longs. Or ceux-ci seront orientés à la baisse en cas de crise persistante des marchés financiers, ce qui compensera en partie la hausse des taux courts. Enfin, en cas de resserrement, les crédits habitat seront probablement moins touchés que les crédits aux entreprises (finançant l'investissement ou la croissance externe).

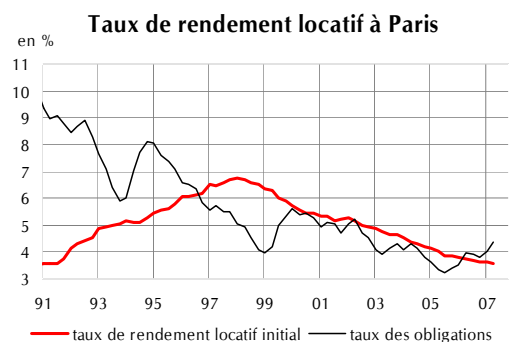
Si l'on suppose un net resserrement des conditions de crédit, la demande de logements sera évidemment fortement affectée, compte tenu des niveaux actuels de solvabilité. D'où une baisse assez sensible des ventes et des prix, mais, compte tenu de ce qui précède, pas de spirale baissière et de krach marqué.



Source : ministère de l'Équipement



Source : BdF, Crédit Agricole



Source : OLAP, BdF

(1) Prix correspondant à une prime de risque de 1 à 2% et un taux d'effort moyen de 33 à 35 %.

## L'IMMOBILIER DE BUREAUX

### Une demande placée toujours dynamique

Sur le marché des bureaux en Ile-de-France, la demande placée auprès des utilisateurs (en location ou à la vente) avait été très élevée en 2006, à 2,9 millions de m<sup>2</sup>, en hausse de 32 % par rapport à 2005. Sur les neuf premiers mois de 2007, elle a atteint 2,05 millions de m<sup>2</sup>, rythme du même ordre que celui enregistré un an plus tôt (source : CB Richard Ellis).

Outre les besoins de renouvellement, la demande reste motivée par trois grands facteurs :

- la recherche de loyers attractifs ;
- les opérations de rationalisation, de regroupement (notamment pour les grandes entreprises) et de fusions-acquisitions ;
- la recherche de modernisation des implantations et de meilleurs équipements techniques.

L'absorption nette reste faible. Les entreprises libèrent à peu près autant de surfaces qu'elles en consomment. Pourtant, l'emploi dans le secteur marchand redémarre et s'est accru de 1,6 % sur un an au deuxième trimestre 2007. Mais ceci ne se traduit pas encore par une hausse sensible des surfaces de bureaux. De plus, les entreprises restent prudentes et cherchent à minimiser leurs coûts.

La part des transactions concernant les grandes surfaces (supérieures à 5 000 m<sup>2</sup>) atteint 39 % de la demande placée au troisième trimestre 2007. La proportion de locaux neufs ou restructurés reste forte, de l'ordre de 35 %. Paris continue à concentrer un tiers environ de la demande placée en Ile-de-France.

Sur l'année entière, la demande placée devrait rester à un niveau voisin de celui de 2006 et serait peu affectée par la crise financière.

### L'offre disponible reste à peu près stable

Le stock d'offres disponibles immédiatement en Ile-de-France avait atteint 2,5 millions de m<sup>2</sup> fin 2006, en baisse de 9 % sur un an. Fin septembre 2007, l'offre immédiate reste au même niveau, s'établissant à 2,5 millions de m<sup>2</sup> (source : CB Richard Ellis).

Le dynamisme de la demande n'a donc guère d'impact sur le niveau de l'offre, ce qui est logique, la demande étant avant tout motivée par des opérations de rationalisation et de modernisation. Avec les surfaces libérées et l'offre nouvelle, le stock reste quasi-stable.

La part de l'offre neuve ou restructurée dans le total du stock disponible reste limitée et atteint 19 %, contre 23 % fin 2006.

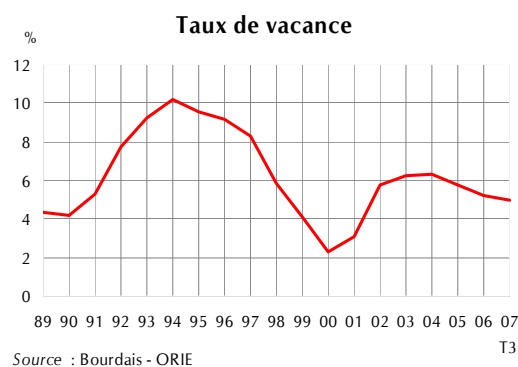
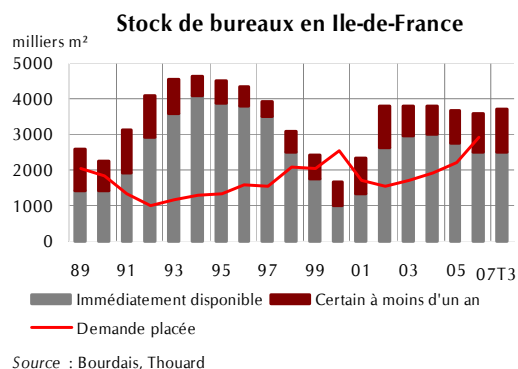
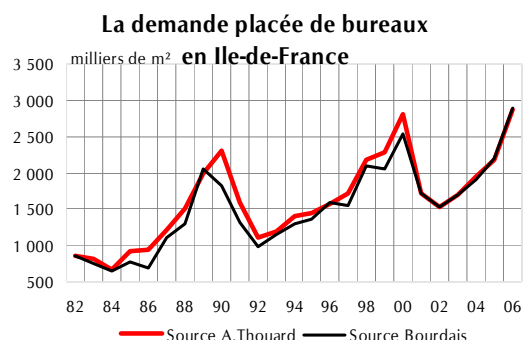
Le taux de vacance moyen en Ile-de-France reste stable en septembre 2007 à 5 % comme en juin 2007 (il atteignait 5,8 % fin 2005). Il reste très contrasté suivant les localisations. A Paris, il atteint un niveau très bas, 3 %, ce qui révèle un marché tendu. A Paris Centre-Ouest, le taux de vacance est à 3,5 %. A la Défense, il reste stable à 4,5 %. En revanche, en Première Couronne Nord, il atteint 10,2 %.

### Les valeurs locatives continuent à remonter

Les loyers de bureaux en Ile-de-France avaient amorcé un redressement en 2006. Ce mouvement se confirme, avec une hausse des loyers de 9 % au cours des neuf premiers mois de 2007. En septembre 2007, les loyers atteignaient 325 euros/m<sup>2</sup>/an pour les immeubles neufs ou restructurés et 234 euros/m<sup>2</sup>/an pour les immeubles de seconde main (source : CB Richard Ellis).

Ceci est lié au dynamisme de la demande placée et au niveau relativement bas des taux de vacance.

Sur les marchés « prime » (bureaux haut de gamme), la hausse est encore plus marquée, du fait de la pénurie relative de l'offre de



qualité. A Paris QCA (quartier central des affaires), le loyer prime remonte de 13 % depuis le début de l'année 2007, à 788 euros. A la Défense, le loyer prime s'est également redressé au T3 2007 et atteint 472 euros (prix /m<sup>2</sup>/an, source : CB Richard Ellis).

Les valeurs locatives devraient continuer à se redresser modérément au cours des prochains trimestres, et plus fortement pour les secteurs « prime », du fait d'une offre limitée.

### Flux d'investissement en immobilier d'entreprise élevés malgré la crise

**La crise financière de l'été dernier n'a pas eu pour l'instant d'impact significatif sur les investissements en immobilier d'entreprise.** Sur les neuf premiers mois de 2007, les engagements ont atteint 21,5 milliards, soit un niveau supérieur de 16 % au montant atteint sur la même période de 2006, 18,5 milliards. Le record historique atteint en 2006, 23,1 milliards, devrait donc être dépassé en 2007 (source : CB Richard Ellis).

Les mêmes facteurs de soutien continuent à jouer :

- l'abondance des capitaux prêts à s'investir ;
- une préférence relative pour les placements immobiliers, jugés plus sûrs que les placements financiers ;
- la conjoncture favorable de l'immobilier de bureaux (demande placée soutenue, accélération des loyers, pas de surproduction) ;
- 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).

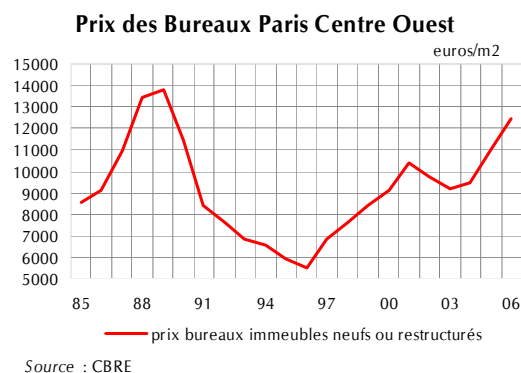
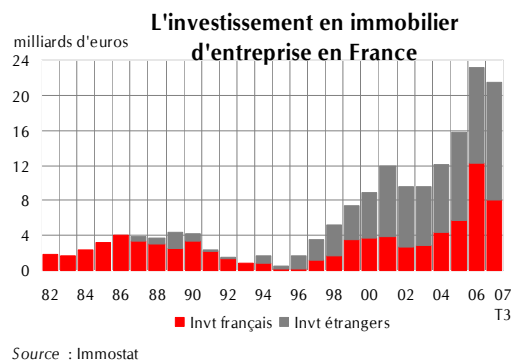
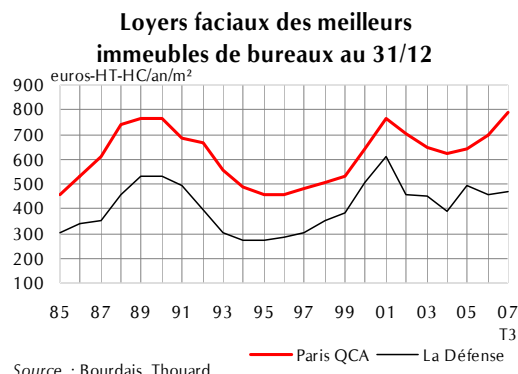
Les taux de rendement sont toutefois de moins en moins attractifs. A Paris QCA, les prix de vente des bureaux (immeubles neufs) se sont accrus de 13 % en 2006 pour atteindre 12 420 euros/m<sup>2</sup>. Du fait de l'attractivité et de la rareté des produits de qualité, et compte tenu de la forte concurrence entre les investisseurs, les prix d'achat restent en forte hausse. Le taux de rendement « prime » net immédiat à Paris QCA n'est plus que de 3,6 % en septembre 2007 contre 4 % fin 2006 et 4,50 % fin 2005. Ce taux devient nettement inférieur aux rendements obligataires.

Mais le taux de rendement interne global de ces investissements reste attractif, avec une « prime de risque » acceptable, compte tenu des hausses anticipées de loyers : pour les nouvelles locations, les loyers se redressent, et pour les baux en cours, ils bénéficient des hausses soutenues de l'indice du coût de la construction.

**Au cours des prochains mois, les investissements devraient connaître un certain repli.** D'abord, les prix deviennent très élevés, ce qui va rendre les acheteurs plus hésitants. Ensuite, la crise financière conduit à un resserrement des conditions de crédit de la part des banques, ce qui va peser sur certains projets d'investissements. Au total, un freinage des prix, voire une baisse sur certains segments, est à prévoir.

En septembre 2007, les taux de rendement « prime » immédiats atteignent 4,50 % pour les bureaux à la Défense, 4,50 % pour les bureaux des secteurs du croissant Ouest, 5,75 % pour les bureaux en province, 4 % pour les centres commerciaux, 6 % pour les grands entrepôts (source : CB Richard Ellis).

Les investissements restent très fortement concentrés à Paris et le Secteur des Affaires de l'Ouest (incluant La Défense). 79 % des investissements portent sur des bureaux, 9 % concernent des commerces et 12 % des locaux d'activité et entrepôts.



**ROYAUME-UNI / ESPAGNE :  
OÙ EN EST-ON ?**

**ROYAUME-UNI : MONTÉE DES RISQUES**

Le marché résidentiel britannique, un des plus soutenus en Europe depuis 1996, reste très « booming ». La hausse des prix se maintient de janvier à août 2007 à 11 % sur un an (Indice Halifax). Elle ralentit un peu à 9,3 % en septembre. Depuis 1996, la hausse cumulée atteint 220 %, rythme record en Europe après l'Irlande. Les encours de crédit hypothécaire restent très dynamiques, +11,4 % sur an. Ceci porte le taux d'endettement hypothécaire des ménages au niveau record de 135 % (50 % en France). Les relèvements successifs du taux de base de la BOE, de 3,50 % fin 2003 à 5,75 % actuellement, n'ont pas eu pour le moment d'effet notable sur le marché immobilier. Le freinage des prix apparu mi-2005 n'a duré que quelques mois.

**Sommes nous dans une dynamique d'emballlement ou de croissance ordonnée ?**

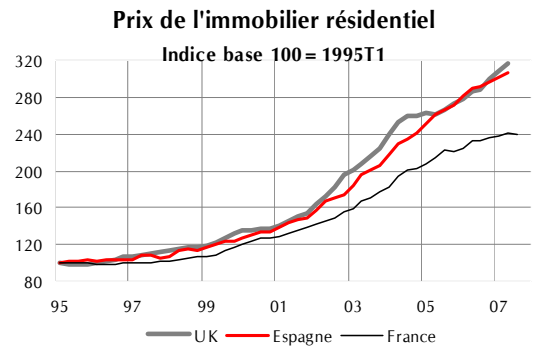
**Certains facteurs « structurels » plaident pour un marché durablement soutenu :** effet « valeur refuge » de l'immobilier face aux fluctuations des marchés boursiers, désir d'accession à la propriété, démographie, croissance économique *a priori* plus robuste que dans le reste de l'Europe et surtout offre insuffisante : les mises en chantier de logements neufs n'atteignent que 216 000 unités fin 2006 en Grande-Bretagne, ce qui est peu compte tenu de la dimension du marché britannique et de l'intensité de la demande et s'explique notamment par de fortes contraintes en matière d'urbanisme.

**Accroissement des risques**

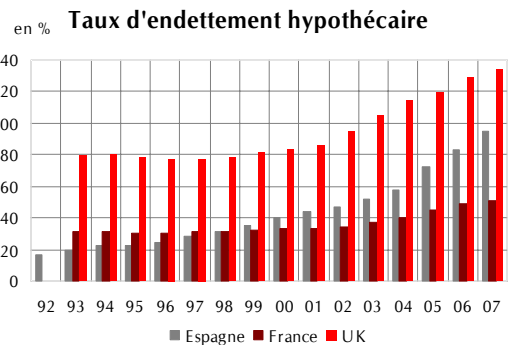
**D'autres éléments, tenant notamment aux spécificités du marché du crédit, sont en revanche inquiétants** et montrent une montée des risques. Au Royaume-Uni, l'octroi d'un prêt *mortgage* est déterminé avant tout par la qualité de la garantie, c'est-à-dire la valeur de l'actif. Les banques proposent un éventail très large de *mortgages*, y compris pour les clients à risque, à revenus irréguliers etc. La durée moyenne des prêts est longue, principalement à taux variable, ou fixe les 2 à 5 premières années, variable ensuite. Le ratio prêt/valeur du bien est élevé, 80 % en moyenne. Les ménages recourent largement au mécanisme de l'extraction hypothécaire (*mortgage equity withdrawal*), qui permet aux emprunteurs de se réendetter au fur et à mesure que l'actif se revalorise. Ces mécanismes incitent à un endettement élevé, à des prises de risques accrues et aux achats spéculatifs.

Au vu d'indicateurs du type « prime de risque », on ne peut pas parler de prix massivement surévalués et d'une bulle spéculative avérée, comme ce fut le cas en 1991. **En revanche, la solvabilité des ménages se dégrade de plus en plus, du fait des fortes hausses de prix et de la remontée des taux.** Le ratio paiement d'intérêts immobiliers/revenu ne cesse de s'accroître et atteint 18,2 % en août 2007 contre 11 % en 2003. On est encore loin des niveaux de 1990 (27 %) qui avaient été le prélude au krach, mais la tendance devient préoccupante. Le ratio valeur du bien/revenu pour les nouveaux acquéreurs (*income multiple*) n'a jamais été aussi haut, à 3,16 en août 2007.

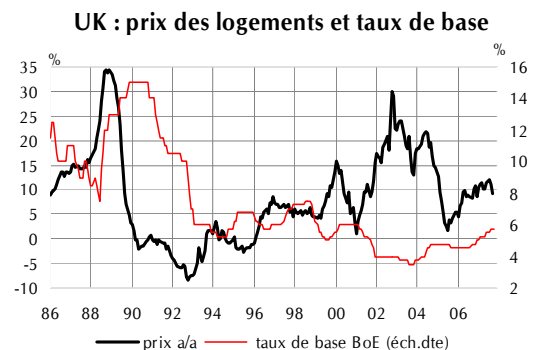
Enfin, le nombre de saisies reste limité, 14 000 au premier semestre 2007, très en deçà des niveaux de crise (près de 40 000 par semestre en 1991) mais s'accroît régulièrement (4 000 par semestre en 2003-2004) (chiffres *CML, Council of Mortgage Lenders*).



Sources : Halifax, Ministerio de Fomento, Fnaim, NAR



Source : Banques centrales



Source : Halifax, Bank of England, Crédit Agricole

## Un marché *subprime* moins risqué qu'aux Etats-Unis

Au Royaume-Uni, il existe un segment « *subprime* », mais qui d'après le CML apparaît moins risqué que son équivalent américain. Dans la production de crédits habitat, les crédits *subprime* ne représentaient que 5 à 6 % du total en 2006, contre près d'un tiers aux Etats-Unis (il faut toutefois être prudent dans les comparaisons, la définition des crédits *subprime* étant plus restrictive au Royaume-Uni). Dans l'offre de produits *subprime* britanniques n'existent pas les produits très risqués du type « *hybrid adjustable rate mortgage* » avec conditions très avantageuses sur les premières années puis forte hausse du taux de crédit. Seulement 14 % des crédits *subprime* proposent un taux préférentiel les 2-3 premières années et la bonification reste limitée. La plupart des crédits *subprime* sont à taux fixe. Ils ne sont généralement pas accordés lorsque le ratio prêt/valeur du bien atteint ou dépasse 100 %. Lorsque les crédits sont à taux variable, les banques vérifient les capacités de remboursement des emprunteurs. La titrisation de ce type de prêts semble un phénomène relativement limité.

Avec ces différences, par rapport au marché *subprime* américain, l'exposition au risque paraît plus limitée.

Les banques devraient devenir plus sélectives. Sur le segment *subprime* britannique, l'offre va se réduire et les conditions d'octroi de prêts vont devenir plus restrictives. L'ensemble du marché sera affecté par les tensions sur les taux courts, qui vont se répercuter sur les taux de crédit *mortgage*, et par une détérioration de la confiance des ménages. Mais ceci ne devrait pas conduire à un retournement violent. **Un freinage assez sensible du marché débouchant sur une stabilisation ou un recul limité des prix d'ici quelques trimestres semble envisageable.**

**Rappelons toutefois que, au-delà de la crise financière, le marché immobilier est en haut de cycle et très exposé à des chocs du type récession économique ou forte hausse des taux, du fait des niveaux préoccupants d'endettement et de solvabilité. Dans ces cas là, une correction marquée serait probable.**

## ESPAGNE : UNE NÉCESSAIRE CORRECTION

**Le freinage du marché résidentiel prend forme.** Les prix ralentissent assez nettement, de 17,2 % sur un an en T1 2005 à 5,8 % en T2 2007. Les hausses de taux de la BCE commencent à avoir un impact significatif sur les crédits habitat. De 27 % de hausse sur un an en mars 2006, on est passé à 19,6 % en juin 2007.

**Ce mouvement pourrait être amplifié par un possible resserrement des conditions de crédit lié à la crise financière actuelle.**

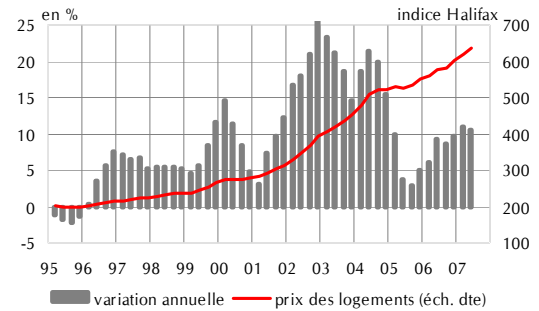
Les crédits sont essentiellement à taux variable et la hausse des taux Euribor 3 mois a fait monter les taux hypothécaires à 5,3 %, plus haut niveau depuis 6 ans.

### Montée des risques

**Les prix sont clairement surévalués et l'endettement et la solvabilité se dégradent continûment.**

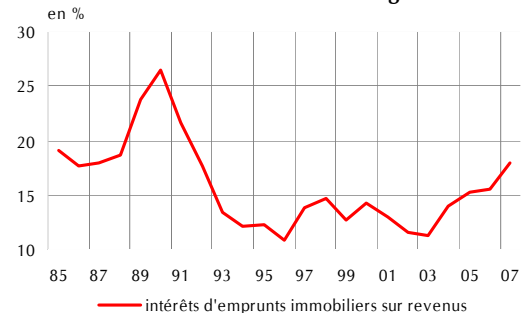
Les prix immobiliers ont augmenté de 193 % depuis 1995. Ils sont désormais surévalués, de l'ordre de 20 à 30 % au vu d'outils théoriques comme la prime de risque sur un investissement locatif, qui est aujourd'hui négative. Le taux d'effort des acquéreurs s'accroît nettement et atteint un niveau très élevé, supérieur à 40 %. Les déductions fiscales maintiennent ce ratio à un niveau plus acceptable, 35 %, mais elles pourraient être remises en cause.

UK : prix de l'immobilier résidentiel



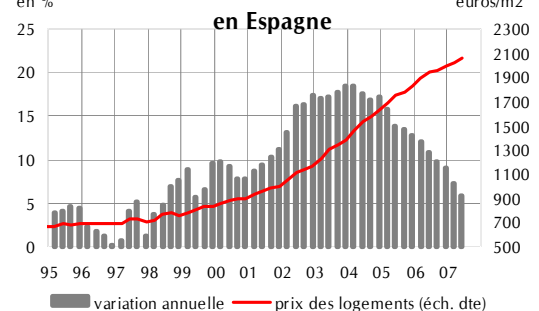
Source : HALIFAX

UK : solvabilité des ménages



Source : CML

Prix de l'immobilier résidentiel



Source : Ministerio de Fomento

Le taux d'endettement hypothécaire des ménages atteint un niveau très élevé, pratiquement 100 % du revenu disponible des ménages contre 50 % en France. Des comportements spéculatifs se sont développés dans certaines régions.

De plus, les révisions annuelles des conditions des prêts vont alourdir les charges d'intérêts hypothécaires, ce qui pourrait s'avérer problématique pour les ménages les plus fragiles.

### Éléments rassurants sur le marché résidentiel espagnol

Le boom immobilier espagnol s'explique en partie par des facteurs structurels, qui vont à priori continuer à jouer : l'importance de l'immigration (9 % de la population) ; l'effet du *baby-boom* espagnol de 1968 à 1978 ; la rupture du modèle familial traditionnel ; le poids élevé des investisseurs étrangers, responsables de la construction de 15 % des résidences secondaires en Espagne et de plus de 40 % dans les régions côtières ; la forte préférence pour la propriété par rapport à la location : 90 % environ des ménages sont propriétaires (57 % en France) ; une fiscalité favorable à l'accès à la propriété ; une croissance économique plus dynamique que dans l'ensemble de l'Europe.

L'offre est élevée, avec des mises en chantier d'environ 700 000 par an depuis 2005, mais ceci correspond en bonne partie à l'importance du besoin de logements (dynamisme de la démographie, déficit initial de logements avant le boom actuel).

Notons enfin qu'il n'existe pas de segment *subprime* en Espagne où l'offre de produits hypothécaires reste relativement classique. L'Espagne ne devrait donc pas connaître a priori de *credit crunch* violent dans les mois à venir.

### Correction à venir mais d'ampleur limitée

On voit que se combinent des éléments structurels rassurants et une montée des risques.

Comment devrait se déboucler le cycle haussier actuel ? **Par un freinage significatif du marché immobilier débouchant sur une baisse des prix et des transactions d'ampleur limitée.** Une baisse des prix de l'ordre de 5 % par an est ainsi envisageable en 2008-2009. Mais un débouclage du type spirale baissière marquée nous paraît peu probable. Outre les facteurs structurels cités ci-dessus, le ralentissement devrait en effet être amorti par le maintien des taux directeurs en zone euro à 4 % d'ici la fin 2008, les baisses d'impôts sur les ménages prévues a priori et une situation conjoncturelle qui devrait rester dynamique.

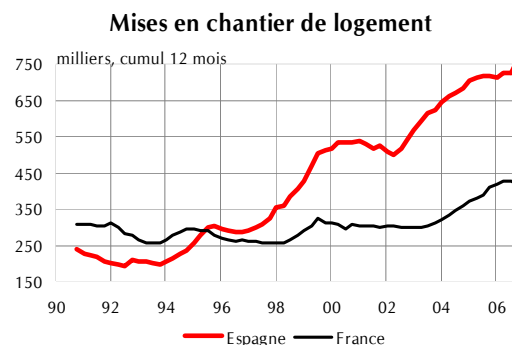
**Une correction un peu plus marquée** dans certaines régions (Galice, Asturies, Castille-Leon) pourrait avoir lieu, du fait des comportements spéculatifs observés dans ces régions.

### Risque par rapport à ce scénario central

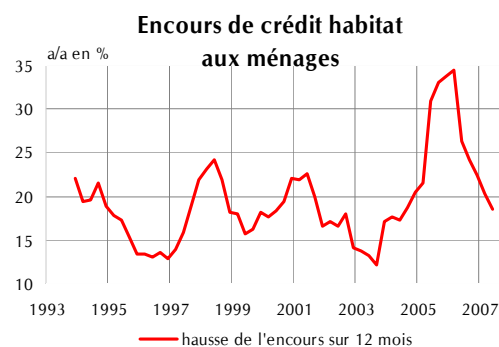
**On ne peut évidemment exclure un scénario de correction plus marquée.** En particulier, une prolongation de la crise financière actuelle avec des tensions prégnantes sur les marchés interbancaires (Euribor à plus de 4,7 %) pourrait précipiter un ajustement plus brutal en transitant par deux canaux :

- banques : resserrement marqué des conditions du crédit lié à des problèmes de liquidité et de refinancement amenant à une détérioration de la situation des banques espagnoles.
- ménages : hausse des charges d'intérêts causée par des taux variables indexés sur l'Euribor, entraînant une montée des défauts et des saisies ; reventes rapides de la part des spéculateurs ; attentisme des acheteurs potentiels etc.

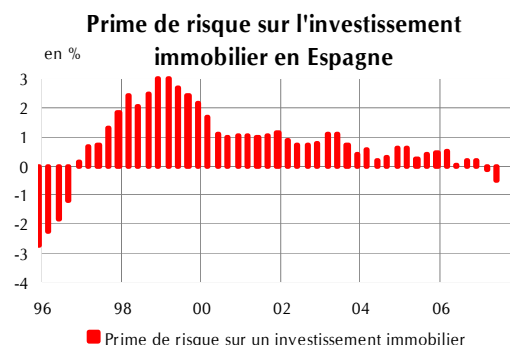
Une spirale où baisses des transactions et des prix se nourrissent mutuellement pourrait alors s'enclencher. ■



Source : Ministerio de Fomento, ministère de l'Équipement



Source : Banque d'Espagne



Source : IPD, DS, CA

## Indicateurs des marchés immobiliers français

	Résidentiel		Non résidentiel	
	Ancien	Neuf		
Ventes	⇒	⇒	Ventes	↑
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 : Véronique Champion-Faure**  
**Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto: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.fr/>    rubrique : kiosque-eco**

*Cette publication reflète l'opinion du Crédit Agricole 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 ou de l'une de ses filiales. Le Crédit Agricole 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. Le Crédit Agricole ne saurait donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*