

## Redynamisation temporaire liée à l'aide fiscale

Le ralentissement du marché résidentiel est de plus en plus manifeste. Les ventes plafonnent en volume et reculent un peu en Ile-de-France, l'investissement logement des ménages stagne, les stocks remontent, les prix freinent nettement (+4,3 % sur un an dans l'ancien en T2 2007), les mises en chantier de logement reculent et la production de nouveaux crédits habitat se replie légèrement.

**Ces signes de tassement ne sont pas a priori l'amorce d'une correction baissière marquée des ventes et des prix**, comme celle observée en Ile-de-France entre 1992 et 1996. Les prix, historiquement très élevés, ne sont pas clairement surévalués. Ils restent cohérents avec les fondamentaux du marché (revenus, loyers, taux d'intérêt), comme le montrent les niveaux atteints par les primes de risque et les ratios de solvabilité. En particulier, la forte hausse des prix (130 % en cumulé entre 1996 et 2006) a été en grande partie compensée par un recul continu et significatif des taux d'intérêt à long terme et donc du coût du crédit habitat. Plus fondamentalement, les mécanismes propres à une bulle ne jouent pas. La demande est à la fois raisonnable et structurellement soutenue et le contrôle du risque reste élevé.

**Le marché freine pour deux raisons : les prix sont devenus très élevés et se rapprochent des seuils de surévaluation ; les taux de crédit habitat ne baissent plus, et remontent un peu depuis quelques mois.** On constate une dégradation de la solvabilité des ménages et un essoufflement de l'investissement locatif. Les acheteurs deviennent ainsi moins nombreux, plus hésitants et plus sélectifs. Les organismes prêteurs sont plus prudents. Ceci, joint à une offre plus abondante, notamment dans le neuf, conduit à une stabilisation (voire une légère baisse) des ventes, une remontée des stocks et un ralentissement graduel des prix.

En l'absence de nouvelles mesures de soutien, une stabilisation des ventes et des prix serait probablement intervenue d'ici quelques mois. **La nouvelle mesure de déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers, qui s'appliquera dès l'été 2007, va revivifier un peu le marché immobilier.** En effet, la baisse d'impôt donne une marge de solvabilité supplémentaire aux acquéreurs et les mesures sur les successions et donations pourront accroître l'apport personnel. L'effet devrait toutefois être temporaire, et limité par le renchérissement du coût du crédit (lié à la remontée récente des taux longs). On peut donc s'attendre à une petite reprise des ventes et une légère accélération des prix fin 2007 et courant 2008, à la suite de quoi un nouveau tassement du marché risque de se produire.

**Olivier ELUERE**

Tél : 01 43 23 65 57

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

### **Le logement ancien** 2

**Plafonnement des ventes en volume**  
**Hausse des prix limitée à 4,3 % sur un an**  
**Ratio de solvabilité dégradé**

### **Le logement neuf** 3

**Ventes ralenties, stocks plus hauts**  
**Net freinage des prix de vente**  
**Le tassement se confirme**

### **Tendances par régions** 4

**Tendances contrastées**  
**Freinage marqué dans 6 régions**  
**Marché soutenu dans 3 régions**

### **Le financement du logement** 5

**Conditions financières moins favorables**  
**Freinage des crédits habitat**  
**Encours de CDL très limités**

### **2007-2008 : quelles perspectives ?** 6

**Signes de freinage de plus en plus nets**  
**Prix non clairement surévalués**  
**Pourquoi le marché freine-t-il ?**  
**Redynamisation à venir liée à l'aide fiscale**

### **L'immobilier de bureaux** 8

**Demande placée soutenue**  
**L'offre disponible se stabilise**  
**Les valeurs locatives réaccélèrent**  
**Flux d'investissement en immobilier d'entreprise très élevés**

### **Déductibilité des intérêts d'emprunts : quel impact ?** 10

**Quelles dispositions ?**  
**Impact sur le marché immobilier**  
**Impact sur les finances publiques**  
**Impact sur la croissance**

## LE LOGEMENT ANCIEN

### Plafonnement des ventes en volume

Les volumes de ventes de logements anciens se maintiennent à un niveau élevé, mais tendent à se stabiliser en France, et à baisser légèrement 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 d'appartements anciens s'est accru de 2,4 % sur un an au premier trimestre 2007, à 27 880 unités. Sur les 12 derniers mois cumulés, les ventes sont toutefois en léger repli sur un an. Et les ventes de maisons anciennes reculent de 4,1 % au premier trimestre 2007, à 10 059 unités.

### La hausse des prix dans l'ancien n'est plus que de 4,3 % sur un an en T2 2007

Le processus de stabilisation graduelle des prix des logements anciens se poursuit. La hausse des prix (mesurée en glissement sur douze mois) avait connu un pic, à 16,9 %, au troisième trimestre 2004 et n'a cessé depuis de ralentir : 14,6 % fin 2004, 9,8 % fin 2005, 6,7 % fin 2006, 5,5 % au premier trimestre 2007. Elle n'est plus que de 4,3 % au deuxième trimestre 2007 (source : FNAIM). La hausse est comparable pour les appartements (4,3 %) et les maisons (4,2 %). Les prix au m<sup>2</sup> s'établissent désormais à 2 703 € en moyenne en France, 3 145 € pour les appartements et 2 261 € pour les maisons.

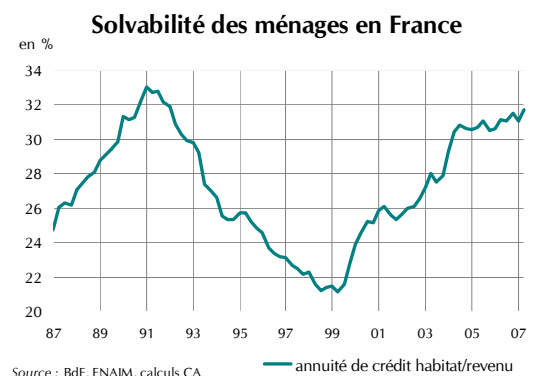
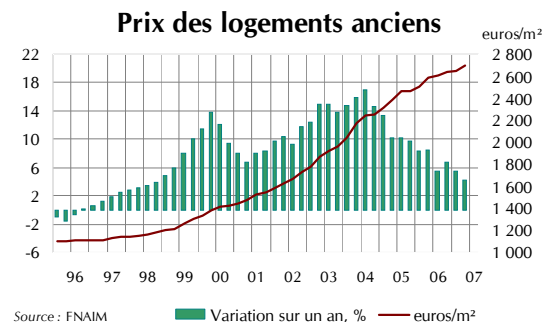
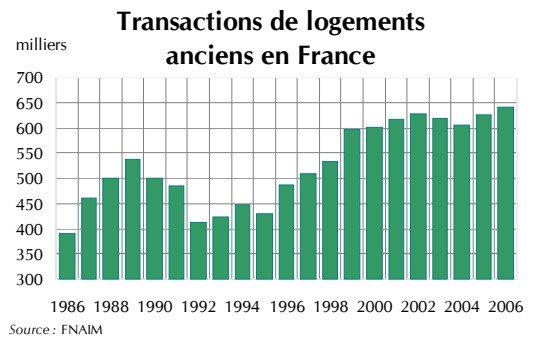
Par régions, les rythmes de hausse des prix sur un an sont plus modérés dans le Sud-Ouest (2 %) et l'Ouest (2,9 %) et restent assez soutenus le Sud-Est (7,9 %) (source : FNAIM).

A Paris, selon la Chambre des notaires de Paris Ile-de-France, les prix des appartements anciens ralentissent également. Au premier trimestre 2007, la progression sur douze mois atteint 8,7 %, après 9,7 % fin 2006 et 14 % fin 2005. Le prix moyen du mètre carré des appartements anciens vendus libres s'élève à 5 867 euros. En petite couronne, la hausse des prix sur un an des appartements anciens freine à 7,6 % contre 10,6 % fin 2006 et 16,3 % fin 2005. En grande couronne, elle ralentit également à 8 % contre 11 % fin 2006 et 17,3 % fin 2005.

### Ratio de solvabilité dégradé

Le ratio de solvabilité ou taux d'effort est défini par le remboursement annuel (capital et intérêts) pour un nouvel acquéreur d'un crédit habitat à taux fixe pour un logement ancien en France, rapporté à son revenu disponible brut annuel moyen. Selon les calculs du Crédit Agricole, ce ratio s'est régulièrement dégradé depuis dix ans mais reste acceptable. Il atteint environ 31 % du revenu début 2007, contre 25 % en 2000. Les hausses de prix des logements ont été très marquées, beaucoup plus que celles des revenus. Mais ces hausses de prix ont été en bonne partie compensées par la baisse régulière des taux de crédit habitat et par un allongement graduel de la durée des crédits.

Le taux d'effort se rapproche toutefois de seuils critiques. Il est proche d'un tiers du revenu en moyenne et supérieur à 35 % pour environ un quart des nouveaux acheteurs, notamment parmi les primo-accédants à revenu modéré. De plus, le coût du crédit habitat a commencé à remonter, ce qui alourdit le taux d'effort. Tout ceci explique en partie le freinage du marché immobilier (cf. p. 6).



## LE LOGEMENT NEUF

### Ventes ralenties, stocks de plus en plus hauts

Les ventes de logement neuf (filière promoteurs, programmes de plus de quatre logements) restent en hausse, mais à un rythme de plus en plus modéré. Au premier trimestre 2007, le cumul sur 12 mois atteint 130 000 logements, en hausse de 5,2 % sur un an contre 9,3 % un an plus tôt. En Ile-de-France, les ventes des 12 derniers mois ne progressent que de 2,7 % sur un an.

Ces rythmes sont d'autant plus modérés qu'ils contrastent avec ceux des mises en vente, toujours très élevés. Au premier trimestre 2007, le cumul des douze derniers mois atteint 155 000 unités, en hausse de 12,7 % sur un an. En Ile-de-France, la progression est de 18,7 %. Ces rythmes très soutenus s'expliquent par la reprise marquée des mises en chantier de logement en 2005 et 2006, à respectivement 409 000 et 417 000 unités. Celles-ci reculent légèrement depuis quelques mois mais, en mars 2007, le cumul sur 12 mois reste très élevé, 410 000 unités.

Avec des ventes en faible hausse et des mises en vente en croissance soutenue, les stocks de logements neufs disponibles à la vente continuent à remonter. Ils atteignent 82 700 unités en T1 2007, en hausse de 47 % 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, contre six mois un an plus tôt, et sept mois pour les appartements, contre cinq mois un an plus tôt.

### Net freinage des prix de vente

Les prix de vente décèlent de plus en plus nettement. Au premier trimestre 2007, les prix des appartements s'accroissent de 6,7 % sur un an (contre 7,2 % un an plus tôt), ceux des maisons individuelles de 4,9 % (contre 11 %). En Ile-de-France, les prix ont un peu reculé sur les douze derniers mois, -0,2 % pour les appartements, -3,2 % pour les maisons, alors que les hausses étaient supérieures à 12 % il y a un an.

Les promoteurs s'efforcent pourtant de répercuter dans leurs prix de vente les hausses de coûts liées aux salaires, au foncier, et surtout celles, récemment très marquées, liées aux matériaux de construction. Le freinage des prix traduit bien un tassement du marché.

### Le tassement se confirme

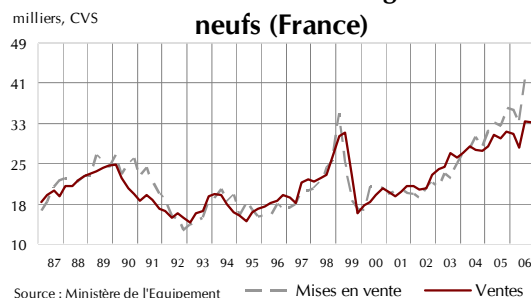
La demande tend à se stabiliser. En 2002-2004, elle était très soutenue, les ventes étaient supérieures aux mises en vente, les stocks ont été réduits à quatre mois de ventes : ce niveau peut être considéré comme un seuil incompressible, ce qui suggère que la demande était en partie insatisfaite. Depuis 2005, les ventes ne progressent que modérément, alors que les mises en vente rebondissent fortement et que les stocks se regarnissent.

Ce tassement de la demande, qui reste pourtant potentiellement très forte, s'explique par deux éléments :

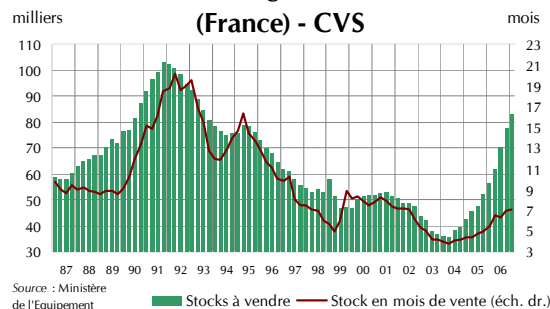
- comme dans le logement ancien, les prix sont devenus très élevés, les taux de crédit remontent un peu et la solvabilité d'une partie des acheteurs se rapproche de niveaux critiques ;
- pour les investisseurs, le taux de rendement locatif initial est désormais un peu en deçà des taux OAT 10 ans. De plus, les produits « Robien » deviennent moins attractifs, en dépit de leurs avantages fiscaux : dans certaines communes, ces programmes n'ont pas rencontré la demande locative espérée.

Dans ces conditions, le volume des ventes tend à se stabiliser, les acheteurs deviennent plus exigeants et sélectifs, les stocks remontent, les délais d'écoulement s'allongent, les prix ralentissent.

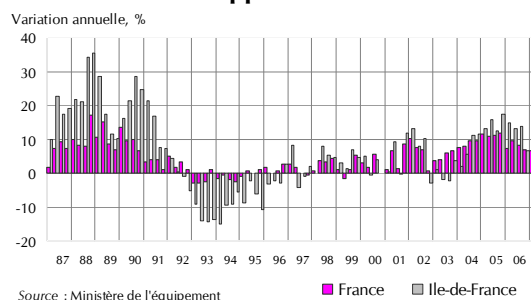
### Commercialisation de logements neufs (France)



### Stocks de logements neufs (France) - CVS



### Prix des appartements neufs



## LE LOGEMENT NEUF : TENDANCES PAR REGIONS

### Tendances contrastées

Dans le logement neuf, les signes de ralentissement touchent l'ensemble du territoire. Mais ce mouvement n'est pas uniforme et les tendances par régions restent même assez contrastées.

Les ventes de logement neufs (en cumul sur 12 mois), qui sont en légère hausse en France en T1 2007, 5,2% sur un an, se replient dans huit régions. Elles reculent de plus de 20 % en Alsace, Poitou-Charentes et Limousin. A l'inverse, elles sont en hausse supérieure à 30 % en Bourgogne ou en Haute-Normandie.

Le délai moyen d'écoulement des stocks de logements neufs atteint 7 mois en moyenne en France, 2 mois de plus qu'il y a un an. L'Alsace culmine avec un délai d'écoulement de 12 mois et celui-ci atteint 10 mois en Rhône-Alpes et en Franche-Comté. Inversement, le délai n'est que de 4 à 5 mois en Picardie, Midi-Pyrénées, Lorraine et Haute-Normandie.

Les prix des appartements neufs ralentissent. Au premier trimestre 2007, le freinage est particulièrement marqué en Franche Comté (+2,4% sur un an), en Lorraine (+1,4% sur un an) et en Ile-de-France (-0,2% sur un an). Mais la hausse reste supérieure à 15 % sur un an en Champagne Ardennes, Poitou-Charentes, Basse Normandie et Picardie.

### Freinage marqué dans six régions

**L'Alsace, la Bretagne, l'Île-de-France, la Franche Comté, l'Aquitaine et le Nord Pas de Calais** sont les régions montrant les signes de freinage les plus marqués : érosion des ventes de logements, délai d'écoulement des stocks élevé, net ralentissement des prix.

Avec des ventes (cumulées sur 12 mois) en baisse de 23,2 % sur un an et un délai d'écoulement des stocks de 12 mois, l'Alsace est la région où le tassement du marché semble le plus visible.

En Franche-Comté, les ventes reculent de 12 %, les prix ne croissent que de 2,4 % et le délai d'écoulement des stocks atteint 10 mois. En Bretagne, les ventes se réduisent de 1,9 % et le délai d'écoulement est de 9 mois. En Aquitaine, les ventes diminuent de 8,6 % et les prix ne croissent que de 3,3 %.

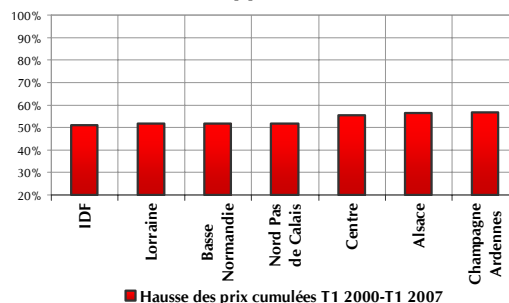
### Un marché encore très soutenu dans trois régions

L'atterrissage en douceur du marché du logement neuf n'est pourtant pas vérifié sur tout le territoire. Trois régions restent particulièrement dynamiques en termes de ventes et de prix. En **Provence Alpes Côte-d'Azur**, les ventes (cumulées sur 12 mois) ont progressé de 44 % en deux ans. La hausse des prix reste forte, 9,2 % sur un an. En **Languedoc-Roussillon**, les ventes se sont accrues de 37 % en deux ans et les prix ont connu une augmentation de 6,9% sur un an. Enfin, en **Rhône-Alpes**, les ventes croissent de 8,1 % sur deux ans et les prix de 9,7 % sur un an.

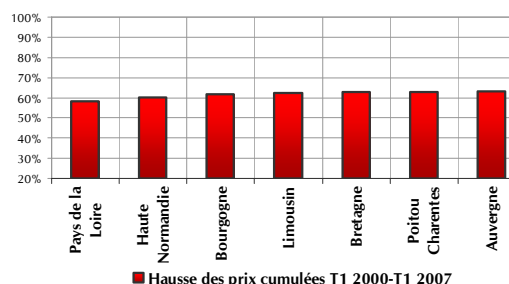
Le marché reste soutenu dans ces trois régions alors même que les hausses de prix cumulées entre 2000 et 2007 sont, de loin, les plus fortes : respectivement 86 %, 87 % et 91 % (contre 58,1 % dans l'ensemble de la France).

Dans ces trois régions, outre les tendances structurelles à l'œuvre sur l'ensemble du territoire, le logement bénéficie de facteurs de soutien spécifiques : attractivité économique, nombre de résidences secondaires élevé, poids important des ménages retraités et d'une clientèle étrangère aisée. Le revenu moyen des acquéreurs y est donc probablement plus élevé que dans les autres régions. Mais il est également probable que les ratios de solvabilité y sont plus dégradés qu'ailleurs et que les prix commencent à devenir surévalués. Le tout plaide en faveur d'un niveau de risque plus marqué.

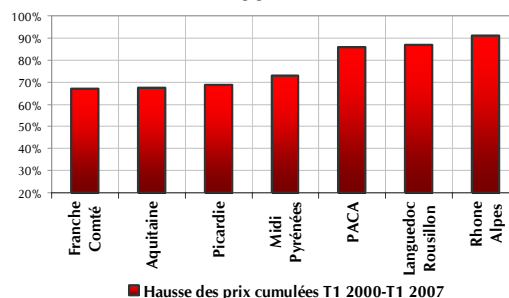
#### Prix des appartements neufs



#### Prix des appartements neufs



#### Prix des appartements neufs



## LE FINANCEMENT DU LOGEMENT

### Conditions financières moins favorables

Pendant près de dix ans, la hausse continue des prix immobiliers a été amortie par la baisse du coût du crédit habitat. Ceci ne joue plus depuis quelques mois. Les taux de crédit habitat restent à des niveaux bas, mais tendent à remonter. Le taux moyen d'un crédit habitat d'une durée supérieure à un an est passé de 3,51 % fin 2005 à 4,03 % en mars 2007. Sur cette période, le taux effectif global moyen d'un crédit habitat à taux fixe s'est accru de 4,29 % à 4,7 %. Ceci s'explique notamment par la remontée des taux longs, de 3,4 % fin 2005 à 4,6 % en juin 2006, même si le contexte très concurrentiel conduit les banques à ne répercuter qu'en partie cette hausse. Sur les prochains mois, le taux 10 ans devrait rester proche de 4,6 % puis revenir vers 4,40 % en 2008. Les taux de crédit habitat pourraient donc monter encore modérément.

Dans la production de crédits habitat (flux de nouveaux crédits), la part des prêts à taux fixe, nettement prépondérante, remonte de 68 % en 2005 à 78 % en 2006, celle des prêts à taux variable recule de 31 % à 21 %.

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.

### Freinage des crédits habitat

Les crédits habitat restent très élevés, en flux comme en encours, mais un mouvement de freinage est amorcé. L'encours de crédit habitat (stock des crédits en cours diminués des remboursements) reste en hausse marquée, mais décélère, +14,2 % sur 12 mois en avril 2007 contre +15,4 % en moyenne en 2006. Surtout, la production de crédits habitat tend à se stabiliser et a même reculé sur les derniers mois : le cumul sur 12 mois atteint 153 milliards en avril 2007, en baisse de 2 % par rapport à octobre 2006.

Ceci reflète le ralentissement du marché immobilier décrit en pages 2 et 3. Le plafonnement des ventes en volume et le freinage marqué des prix conduisent logiquement à une stabilisation du flux de financement à crédit. Ceci suggère également une plus grande sélectivité de la part des organismes prêteurs.

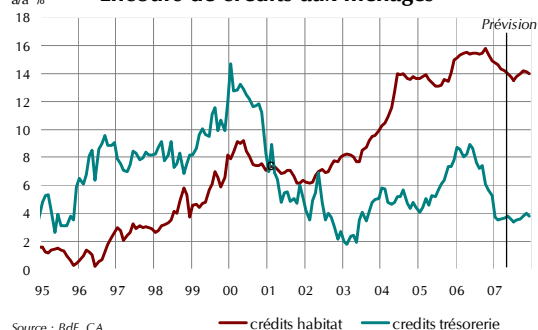
Sur les prochains trimestres, la relative redynamisation du marché résidentiel permise par la déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers (mais limitée par la remontée des taux de crédit) devrait conduire à une croissance de l'encours de crédit habitat proche du rythme actuel, 14 % sur un an environ. La production de nouveaux crédits habitat serait en très légère hausse.

### Des encours de créances douteuses très limités

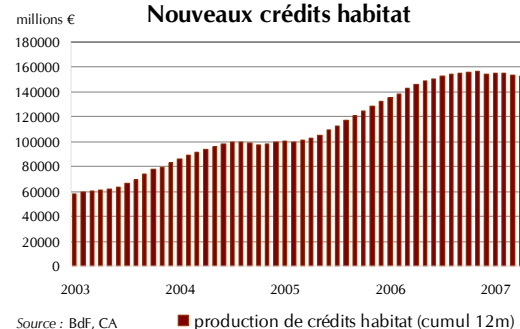
Le taux d'endettement hypothécaire des ménages (encours de l'ensemble des crédits habitat rapporté au revenu des ménages) continue à s'accroître. Il atteint 49,2 % fin 2006 contre 44,7 % fin 2005. Ces niveaux restent toutefois inférieurs à ceux de la plupart des autres pays et sont nettement en deçà de ceux du Royaume-Uni (130 %), aux Etats-Unis (100 %) ou en Espagne (72 %).

Les encours de créances douteuses et litigieuses (CDL) sur les crédits aux ménages ont baissé en fin d'année, 24,2 milliards au quatrième trimestre, contre 24,7 milliards au troisième. Ces niveaux sont historiquement bas, et le ratio encours de CDL/encours de crédit continue à se réduire : 3,0 % fin 2006 contre 3,4 % fin 2005. Sur les seuls crédits habitat, ce ratio de CDL est encore plus faible, 0,93 % en moyenne en 2006.

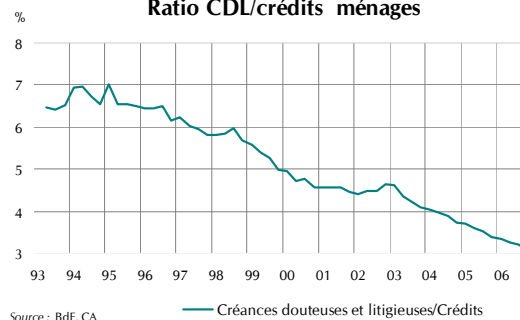
### Encours de crédits aux ménages



### Nouveaux crédits habitat



### Ratio CDL/crédits ménages



## 2007-2008 : QUELLES PERSPECTIVES ?

### Signes de freinage de plus en plus nets

Le marché immobilier résidentiel donne des signes de ralentissement de plus en plus marqués.

- Les ventes plafonnent en volume dans le neuf comme dans l'ancien. Elles reculent un peu 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 sept à huit mois, deux mois de plus qu'il y a un an.
- Les mises en chantier de logement neuf se replient légèrement.
- Les prix freinent nettement dans l'ancien, en hausse de 5,4 % sur un an en T1 2007 contre 9,8 % fin 2005 et 14,6 % fin 2004. Ils ralentissent assez nettement dans le neuf également et ont même un peu reculé en Ile-de-France en T1 2007.
- La production de nouveaux crédits habitat (en cumul sur 12 mois) s'est repliée sur les derniers mois.

Ces signes de tassement sont-ils liés à un processus d'atterrissage en douceur et à un rééquilibrage « rationnel » du marché ? Ou bien sont-ils l'amorce d'une correction baissière marquée des ventes et des prix, du type de celle observée en Ile-de-France entre 1992 et 1996 ? Certains observateurs privilégient la seconde hypothèse. Selon eux, le marché s'apparente à une bulle, les prix seraient fortement surévalués et vont finir par se replier nettement : leur hausse cumulée est en effet considérable, 130 % dans l'ancien depuis 1996, et leur niveau, même corrigé de l'inflation, est nettement supérieur à celui du pic du cycle précédent, atteint en 1991 (cf. graphique).

### Les prix ne sont pas clairement surévalués ; la demande est structurelle et raisonnable

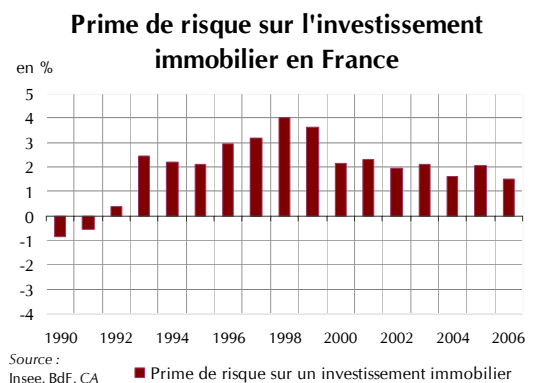
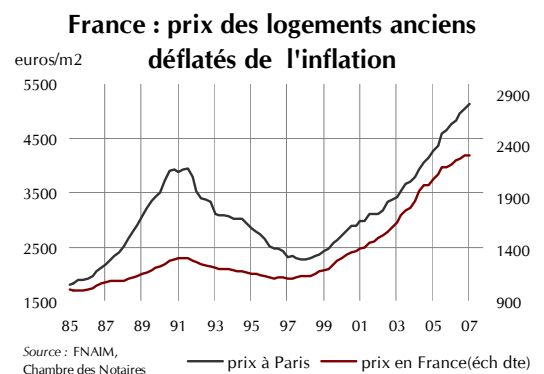
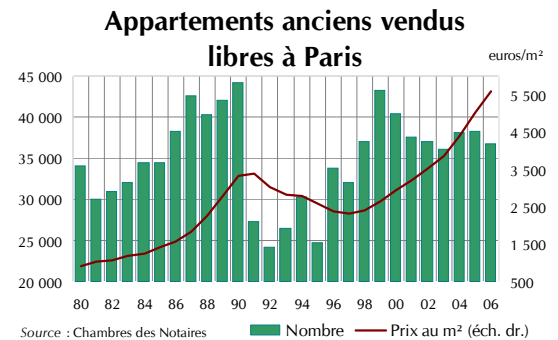
Les prix sont certes historiquement très élevés. Ceci ne suffit pas pour conclure à une forte surévaluation. Les prix restent cohérents avec les fondamentaux du marché (revenus, loyers, taux d'intérêt etc). **En particulier, la forte hausse des prix immobiliers a été en grande partie compensée par un recul continu et significatif des taux d'intérêt à long terme et donc du coût du crédit habitat sur la période 1996-2006.** Deux principaux outils permettent de vérifier que les prix ne sont pas clairement surévalués (1).

\*La « prime de risque » reste clairement positive. La prime de risque sur un investissement immobilier, différence entre le taux de rendement interne global estimé de cet investissement et celui d'une obligation d'Etat, s'est réduite mais reste significativement positive, proche de 2 % (même en prenant un taux de rendement locatif net, diminué de la dépréciation du capital physique). Le prix d'achat reste donc 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 (2).

**Plus fondamentalement, les mécanismes propres à une bulle ne jouent pas.** 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. Le contrôle du risque par les établissements prêteurs est élevé et les ratios de créances douteuses n'ont jamais été aussi bas. **De plus, les particuliers achètent un logement pour une série de raisons structurelles** : désir de devenir



propriétaire (57 % des ménages en 2005 et cette proportion n'a cessé de s'accroître) ; préférence pour le « placement pierre », perçu comme plus sûr et moins risqué que les placements boursiers ; inquiétudes face au financement de retraites ; besoins de logement liés à la forte croissance du nombre de ménages, 320 000 nouveaux ménages par an environ. **Le cycle actuel n'est donc pas assimilable à une bulle spéculative, la demande est à la fois raisonnable et structurellement soutenue.**

### Pourquoi le marché freine-t-il ?

**Pour deux raisons : les prix sont devenus très élevés et se rapprochent des seuils de surévaluation ; les taux de crédit habitat ne baissent plus, et remontent un peu depuis quelques mois.** Face à cela, les acheteurs, les vendeurs et les prêteurs deviennent plus prudents. Plus spécifiquement, on constate :

#### \* 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 % début 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.

Les acheteurs (acquéreurs classiques et investisseurs) deviennent donc moins nombreux, plus hésitants et plus sélectifs. Les organismes prêteurs deviennent plus prudents. Ceci, joint à une offre plus abondante, notamment dans le neuf, conduit à une stabilisation (voire une baisse) des ventes, une remontée des stocks et un ralentissement des prix.

### Sur les prochains mois, un marché redynamisé par la nouvelle aide fiscale

En l'absence de mesures de soutien, le mouvement de freinage se serait sans doute poursuivi. Comme la demande reste structurellement forte et que son érosion dépend principalement de niveaux de prix trop élevés, les prix et les ventes se seraient peu à peu stabilisés. Mais, sauf choc externe (du type remontée violente des taux d'intérêt), une baisse notable des prix paraissait peu probable.

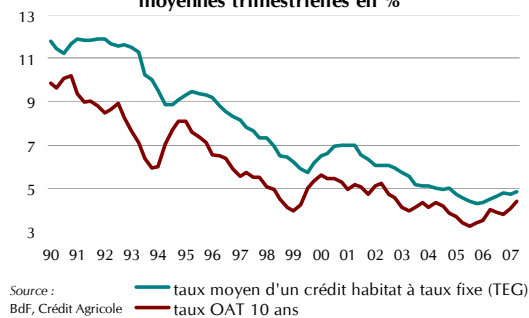
La mesure de déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers change la donne. Cette mesure, dont les modalités et les impacts sont décrits pages 10 et 11, et qui s'appliquera dès l'été 2007, devrait revivifier le marché immobilier. En effet, la baisse d'impôt donne une marge de solvabilité supplémentaire aux acquéreurs et les mesures sur les successions et donations pourront accroître l'apport personnel. L'effet sera toutefois temporaire, et limité par le risque de renchérissement du coût du crédit, lié à la hausse récente des taux longs.

On peut donc envisager une petite reprise des ventes et une légère accélération des prix fin 2007 et courant 2008, à la suite de quoi un nouveau tassement du marché risque de se produire.

(1) Il faut évidemment rester prudent face à ces approches « théoriques ». Les éditions précédentes d'Eco Immobilier explicitent les qualités et les limites de ces divers outils.

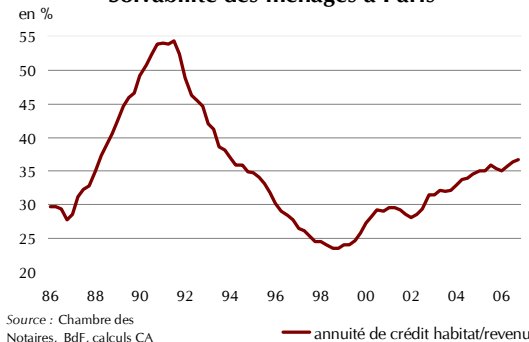
(2) Prix correspondant à une prime de risque de 1,5 à 2 % et un taux d'effort moyen de 33 à 35 %.

### Taux de crédit habitat moyennes trimestrielles en %



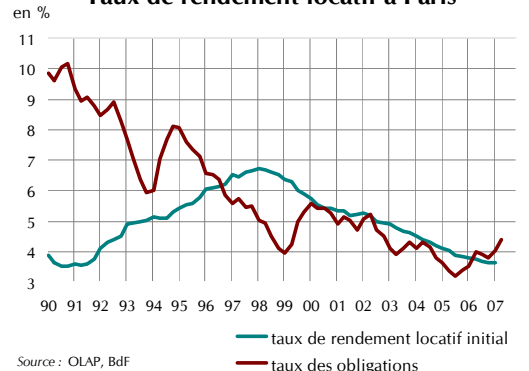
Source : Bdf, Crédit Agricole

### Solvabilité des ménages à Paris



Source : Chambre des Notaires, Bdf, calculs CA

### Taux de rendement locatif à Paris



Source : OLAP, Bdf

## L'IMMOBILIER DE BUREAUX

### Une demande placée soutenue

Sur le marché des bureaux en Ile-de-France, la demande placée auprès des utilisateurs (en location ou à la vente) avait été très marquée en 2006, à 2,9 millions de m<sup>2</sup>, en hausse de 32 % par rapport à 2005. Au premier semestre 2007, elle a atteint 1 424 500 m<sup>2</sup>, soit un rythme un peu inférieur (-3 %) à celui enregistré un an plus tôt. Ce niveau reste toutefois très élevé (source : CB Richard Ellis).

La demande reste motivée par trois grands facteurs :

- la recherche de loyers attractifs ;
- les opérations de restructuration, 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 1,5 % sur un an en T1 2007. Mais ceci ne se traduit pas pour l'instant par une hausse significative 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 37 % de la demande placée au deuxième trimestre 2007. La proportion de locaux neufs ou restructurés reste forte, de l'ordre de 33 %. Paris et les secteurs des affaires de l'Ouest (y compris La Défense) continuent à concentrer la majeure partie de la demande placée en Ile-de-France, totalisant 72 % de l'ensemble.

### L'offre disponible se stabilise

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 juin 2007, l'offre immédiate reste à peu près au même niveau, s'établissant à 2,43 millions de m<sup>2</sup> (source : CB Richard Ellis).

Le dynamisme de la demande n'a pratiquement pas d'impact sur le niveau de l'offre. La demande placée est liée principalement à des opérations de rationalisation et de modernisation. Avec les surfaces libérées et l'offre nouvelle, le stock ne diminue que très peu.

La part de l'offre neuve ou restructurée dans le total du stock disponible reste limitée et atteint 20 %, contre 23 % fin 2006.

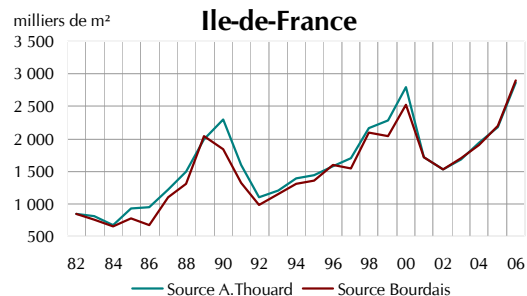
Le taux de vacance moyen en Ile-de-France reste stable en juin 2007 à 5 % comme en mars 2007 (il atteignait 5,8 % fin 2005). Il reste très contrasté suivant les localisations. A Paris, il atteint un niveau très bas, 3,2 %, ce qui révèle un marché tendu. A Paris Centre-Ouest, le taux de vacance est à 3,8 %. A la Défense, il se réduit à 4,5 % contre 5,7 % fin 2006. En revanche, en Première Couronne Nord et Sud, il reste proche de 10 %.

### Les valeurs locatives réaccélèrent

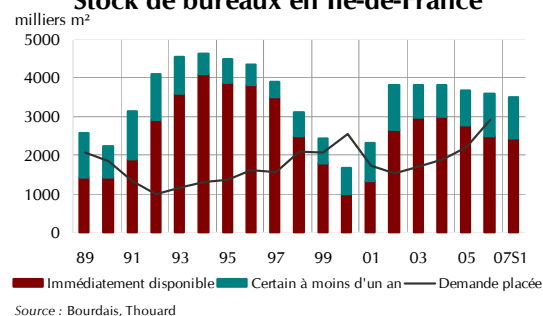
Les loyers de bureaux s'étaient un peu redressés en 2006 en Ile-de-France. Après une faible hausse au premier trimestre 2007 (1 % sur 3 mois), la croissance des loyers a atteint 4 % au deuxième trimestre (sur 3 mois). En juin 2007, les loyers atteignaient 324 euros/m<sup>2</sup>/an pour les immeubles neufs ou restructurés et 231 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.

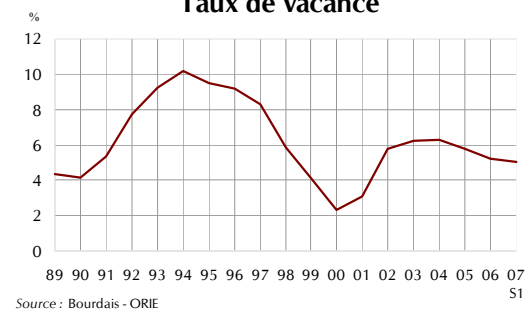
### La demande placée de bureaux en Ile-de-France



### Stock de bureaux en Ile-de-France



### 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 10 % au cours du premier semestre 2007, à 771 euros. Dans le croissant Ouest (hors Défense), le loyer prime s'accroît de 15 %, atteignant 489 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 toujours très élevés

L'investissement en immobilier d'entreprise en France reste très soutenu et continue à progresser. Sur les six premiers mois de 2007, les engagements ont atteint 13,3 milliards, soit un niveau encore supérieur au montant atteint au premier semestre 2006, 12,7 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) ;
- 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 pourtant 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 a ainsi baissé à 3,6 % en juin 2007 contre 4 % fin 2006 et 4,50 % fin 2005. Ce taux devient nettement inférieur aux rendements obligataires.

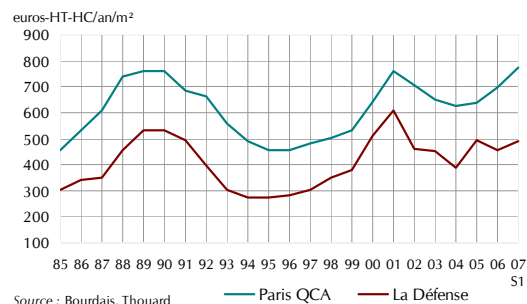
Mais le taux de rendement interne global de ces investissements reste attractif, avec une « prime de risque » acceptable, compte tenu des hausses anticipées de loyers : pour les nouvelles locations, les loyers sont en hausse marquée, et pour les baux en cours, les loyers bénéficient de la forte hausse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

En juin 2007, les taux de rendement « prime » immédiats atteignent 4,50 % pour les bureaux à la Défense, 4,50 % pour les bureaux des secteurs des affaires de l'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 en Ile-de-France (93 % des engagements), et principalement à Paris et le Secteur des Affaires de l'Ouest (incluant La Défense). 76 % des investissements portent sur des bureaux, 9 % concernent des commerces et 15 % des locaux d'activité et entrepôts.

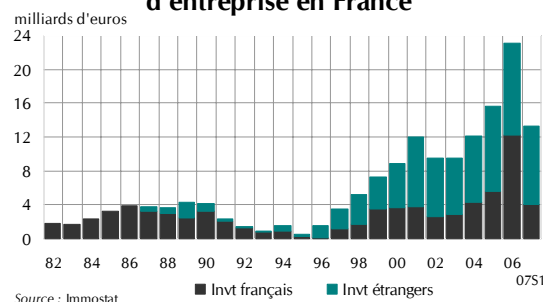
Au premier semestre 2007, les investisseurs ont été majoritairement étrangers (71 % des engagements) et notamment américains (28 %), britanniques (13 %) et allemands (12 %).

## Loyers faciaux des meilleurs immeubles de bureaux au 31/12



Source : Bourdais, Thouard

## L'investissement en immobilier d'entreprise en France



Source : Immostat

## Prix des Bureaux Paris Centre-Ouest



Source : CBRE

## DEDUCTIBILITE DES INTERETS D'EMPRUNTS IMMOBILIERS : QUEL IMPACT ?

Les intérêts des emprunts immobiliers liés à l'achat d'une résidence principale vont devenir déductibles des impôts.

### Quelles dispositions ?

Pour tous les acquéreurs d'une résidence principale, et pendant les cinq premières années suivant l'acquisition, 20 % des intérêts liés à l'emprunt immobilier pourront être déduits de l'impôt sur le revenu. Cette mesure s'appliquera aux intérêts payés à partir du premier mois suivant la date d'entrée en vigueur de la loi.

Le montant annuel des intérêts déductibles sera toutefois plafonné à 7 500 euros pour un couple (soit une baisse d'impôts de 1 500 euros) et 3 750 euros pour un célibataire (soit une baisse d'impôts de 750 euros), avec 500 euros supplémentaires par personne à charge.

Les ménages non imposables (45 % environ des ménages) recevront un chèque du Trésor Public.

La mesure s'applique aux nouveaux acquéreurs, mais également à ceux ayant déjà un crédit en cours (pour autant que celui-ci ait été accordé dans les cinq dernières années).

### Quel impact sur le marché immobilier ?

**L'enjeu de cette mesure est de stimuler l'accèsion à la propriété et de relancer un marché résidentiel donnant des signes de tassement de plus en plus marqués, avec des ventes en volume et des prix d'acquisition en passe de se stabiliser. Cette mesure devrait raviver le marché pendant un à deux ans.**

Actuellement, le prix d'acquisition moyen d'un logement est de 250 000 euros environ. Pour un ménage « moyen », au vu des conditions actuelles du marché (taux de crédit effectif global de 4,7 %, durée moyenne du prêt de 19 ans, prix d'acquisition moyen de 250 000 euros, niveau moyen de capital emprunté de 175 000 euros), la charge d'intérêts est de 7 000 à 8 000 euros par an les cinq premières années de remboursement du crédit. La baisse d'impôt atteint donc 1 500 euros par an. Pour un ménage à revenu plus élevé et achetant un bien plus cher, la charge d'intérêts est supérieure mais, compte tenu des plafonds, la baisse d'impôt sera la même.

En moyenne, la baisse d'impôts correspondrait à une hausse de 2 à 3 % du revenu disponible moyen des ménages acquéreurs.

Cette mesure devrait raviver, au moins à court terme, le marché résidentiel, puisqu'elle donne une marge de solvabilité supplémentaire. De plus, les allègements fiscaux sur les successions et donations pourraient permettre une hausse de l'apport personnel. Rappelons que, depuis plusieurs trimestres, les ventes de logement plafonnent en France et reculent un peu en Ile-de-France, les prix ralentissent de plus en plus (+5 % sur un an en mars) et la production de crédits habitat a légèrement baissé sur les derniers mois. En effet, les prix sont devenus prohibitifs, les taux de crédit remontent, les ratios de solvabilité se rapprochent de seuils critiques et les taux de rendement locatifs deviennent peu attractifs.

Certaines enquêtes récentes notent d'ailleurs une présence moins forte de la clientèle aisée depuis quelques mois, du fait d'un attentisme face à des avantages fiscaux à venir.

La demande (qui reste potentiellement forte) va donc être stimulée, les ventes vont remonter un peu et, sur un marché structurellement tendu (stocks encore assez bas), les prix de vente vont repartir à la hausse.

L'impact devrait toutefois rester temporaire. Toutes choses égales par ailleurs, cette mesure permettrait une hausse des prix supplémentaire de 8 % environ, avant de revenir aux niveaux actuels de solvabilité. Au bout de cette période (un à deux ans), le marché va se retrouver dans les conditions actuelles (prix trop élevés, acheteurs moins nombreux et plus sélectifs, investisseurs très hésitants) et un nouveau tassement s'amorcera.

Notons par ailleurs que ceci suppose des taux de crédit habitat à peu près stables par rapport aux niveaux actuels. Si les taux de crédit remontent un peu, ce qui est probable au vu de la hausse récente des rendements obligataires, cette mesure fiscale ne fera que compenser en partie le renchérissement du crédit.

De plus, les investisseurs (30 % du marché environ) ne sont pas concernés par cet avantage fiscal. Si les prix réaccélèrent, les taux de rendement locatif vont se réduire d'autant plus, ce qui va renforcer l'attentisme de cette clientèle.

**La déductibilité des intérêts d'emprunts devrait donc simplement différer d'un à deux ans la stabilisation attendue du marché.**

### **Quel impact sur les finances publiques ?**

Les nouveaux accédants à la propriété (acheteurs recourant au crédit) pour une résidence principale (neuve ou ancienne) sont au nombre de 600 000 par an environ. La première année, l'impact budgétaire lié à ces nouveaux accédants serait de 0,6 md € environ. Il monterait ensuite vers 3 milliards d'ici 5 ans.

Si l'on prend en compte les ménages ayant ouvert un crédit dans les cinq dernières années, et qui sont également concernés par cette mesure, la charge d'intérêts est du même ordre que pour les acquéreurs actuels, car les prix d'acquisition étaient moins élevés mais les taux de crédit et leur durée étaient un peu moins hauts également. Le coût budgétaire annuel lié à ces crédits préexistants serait d'environ 3 milliards par an.

Le coût total serait donc de près de 4 milliards la première année et 6 milliards en fin de mandature. Les baisses d'impôts pour les propriétaires endettés conduiront à des dépenses de consommation accrues et, via par exemple la TVA, réduiront un peu le coût fiscal net de cette mesure. Mais celui-ci sera tout de même très élevé.

### **Quel impact sur la croissance économique ?**

Cette mesure s'inscrit dans un « paquet fiscal » global, destiné à doper la croissance. Sur cette période de deux ans, les effets positifs sur l'activité seront assez nets.

D'abord interviendra une relance du marché immobilier, donc de la construction (qui commençait à fléchir depuis quelques mois), des divers services immobiliers et de l'emploi dans ces secteurs. Ensuite, les propriétaires ayant déjà un crédit en cours bénéficieront, via les baisses d'impôts, d'une hausse de leur revenu disponible à hauteur d'environ 3 milliards par an. L'impact sur la consommation sera toutefois un peu moins élevé, les ménages propriétaires ayant des revenus plus élevés que la moyenne et une propension à épargner plus élevée.

Enfin, pour tous les propriétaires (57 % du total des ménages), des effets de richesse toujours positifs (les prix de leur actif continuant à monter) vont jouer en faveur d'un rythme de consommation élevé. ■

## Indicateurs des marchés immobiliers français

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

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

**Rédacteur en chef**  
Jean-Paul Betbèze

**Secrétariat de rédaction**  
Elisabeth Nicolas

**Diffusion**  
*publication.eco@credit-agricole-sa.fr*

**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.*