

Perspectives

Trimestriel – n°19/087 – Mai 2019

FRANCE – Immobilier résidentiel

Évolutions récentes et perspectives 2019-2020

Atterrissage en douceur en 2019-2020

Le marché résidentiel est resté très soutenu en 2018, notamment le marché de l'ancien, avec un nombre de transactions record, 970 000, et une remontée des prix. Celle-ci reste modérée sur l'ensemble du territoire, 3,2% sur un an, mais assez marquée, depuis plusieurs années, dans certaines villes, Paris, Lyon, Bordeaux. Cela s'explique par les facteurs classiques de soutien structurels à la demande et par des conditions de crédit très favorables (taux toujours très bas et allongement de la durée des crédits).

Le marché neuf a toutefois connu une correction, limitée dans le segment promoteur (ventes au détail), mais significative dans les autres segments, notamment les maisons individuelles (secteur diffus), en raison du recentrage graduel sur les zones tendues des mesures de soutien (dispositif Pinel et PTZ) et de l'insuffisance de l'offre.

Ces divers facteurs vont continuer à jouer pour l'essentiel en 2019-2020. Trois éléments pourraient contribuer à infléchir en douceur le marché résidentiel.

- une possible (et très légère) remontée des taux de crédit. En effet, les taux des OAT 10 ans sont très bas mais pourraient légèrement s'accroître sur les prochains mois, vers 0,6% fin 2019 et 0,8% fin 2020, du fait d'une croissance un peu plus soutenue en zone euro sur les prochains trimestres et d'une moindre aversion au risque (si les développements politiques, comme le Brexit et les élections européennes, se révèlent moins négatifs que prévu).

- un effritement de la capacité d'achat en raison de la hausse des prix des logements, conjuguée à la possible remontée des taux de crédit. Les acheteurs pourraient devenir plus hésitants et attentistes.

- une conjoncture et une confiance des ménages mitigées.

Sur l'ensemble du territoire, les transactions connaîtraient ainsi un léger repli en 2019-2020 (-4% par an dans l'ancien, -4% dans le neuf en 2019 et -8% en 2020) et les prix décélèreraient vers +2% par an. Toutefois, à Paris et dans certaines grandes villes, les prix sont clairement surévalués, le marché connaît une forme d'emballlement, qui devrait se poursuivre à court terme, mais avec un risque de correction à moyen terme.

Sommaire

Tendances récentes dans l'ancien et dans le neuf .2

Ancien : marché toujours très dynamique.....	2
Ancien : hausses de prix contrastées	2
Neuf : baisse des ventes en 2018	2
Neuf : encours de logements à peu près stable....	3
Construction : correction en 2018.....	3

2018/début 2019 : un marché à plusieurs vitesses .4

Facteurs de soutien solides, qui stimulent notamment le marché de l'ancien.....	4
Plusieurs freins, qui affectent notamment le marché du neuf.....	4

2019-2020 : freinage en douceur du marché.....6

Trois facteurs de freinage en 2019-2020	6
Tassement du marché en 2019-2020	7

FOCUS – Les prix sont-ils fortement surévalués ? .8

Prime de risque	8
Capacité d'achat	9

Olivier ELUERE

Tendances récentes dans l'ancien et dans le neuf

Ancien : marché toujours très dynamique

Le marché du logement ancien est resté très soutenu en 2018 et ne montre pas de signe d'érosion début 2019.

Les volumes de ventes de logements anciens s'accroissent depuis 2015 et se sont stabilisés à un très haut niveau en 2018, 970 000 unités, montant à peu près équivalent à celui de 2017, 968 000 unités. Ces volumes de transactions atteignent des records historiques, largement supérieurs, de 18%, aux points hauts du boom précédent, 825 000 ventes par an en 2004-2006. Début 2019, les volumes de vente continuent à progresser légèrement, atteignant 974 000 unités en février (cumul 12 mois).

Le marché reste fluide et dynamique, avec des acheteurs qui se décident vite et une vitesse de rotation du parc élevée. Cela est en bonne partie lié à des taux de crédit qui restent extrêmement bas et sont jugés proches de leur plancher, ce qui conforte l'effet d'aubaine. Mais on ne peut pas parler de surchauffe, sauf dans certaines grandes villes.

En Ile-de-France, les ventes sont également très élevées, 177 500 unités en 2018, supérieures de 9% aux niveaux du boom des années 2000, avec une activité encore plus soutenue au second semestre qu'au premier.

Ancien : hausses de prix contrastées

Les prix des logements anciens continuent à progresser, à un rythme assez modéré. La hausse a atteint 3,2% sur un an au T4 2018, après 3,3% au T4 2017. Rappelons que les prix étaient en léger repli en 2012-2015 et en reprise très modérée en 2016, +1,5% sur un an. La remontée des prix reste donc assez mesurée sur la période récente, alors même que les ventes atteignent des niveaux record. Les hausses de prix étaient beaucoup plus fortes lors du boom des années 2000, 12% par an en moyenne en 2004-2007. En 2018, les prix augmentent à un rythme assez voisin pour les appartements, 3,4%, et pour les maisons, 2,9%.

Les tendances sont en revanche assez différenciées par régions et par villes. Au T4 2018, la hausse atteint 2,8% sur un an en province, 4,2% en Ile-de-France et 5,7% à Paris. En cumulé sur les cinq dernières années, la remontée des prix est de 5% en France. Mais elle atteint 9% en Ile-de-France, 17,5% à Paris, 22% à Lyon, 36% à Bordeaux. En revanche, sur cette même période, les prix n'ont augmenté que de 3,6% pour l'ensemble de la province et ont baissé de 1% à Nice, 3% à Marseille et 7% à Grenoble (source : Notaires de France). Ils ont également un peu reculé en zones rurales. L'évolution des prix est donc assez contrastée en fonction des disparités territoriales.

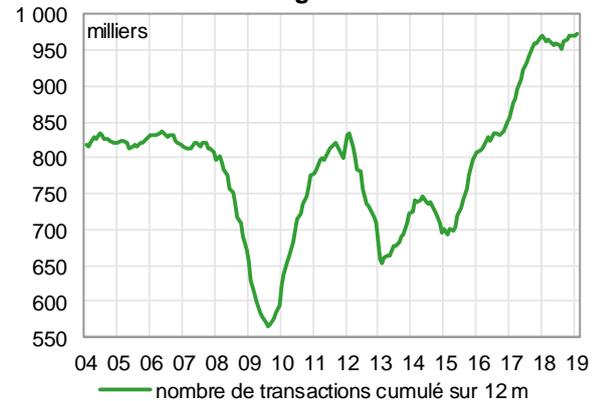
Au regard des indicateurs avancés des Notaires Paris Ile-de-France, les prix des appartements anciens ne devraient pas ralentir à court terme, avec des hausses de 4,5% sur un an en avril 2019 en Ile-de-France (comme fin 2018) et de 6,3% à Paris (5,7% fin 2018).

Neuf : baisse des ventes en 2018

A la différence de l'ancien, le marché du logement neuf a connu une correction en 2018, dont l'ampleur est toutefois variable en fonction des segments, et les enquêtes suggèrent une nouvelle dégradation en 2019.

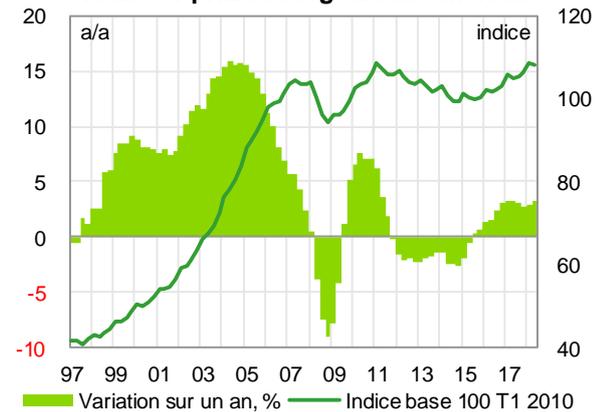
Dans le segment « promoteurs, ventes au détail (ventes aux particuliers) », 128 000 logements neufs ont été vendus en 2018, soit un léger repli, -1,9%, par rapport à 2017. Le repli est plus marqué au second semestre, -5% sur un an. Le nombre de ventes atteint en 2018 reste toutefois élevé, supérieur d'environ 6% aux points hauts du cycle précédent, 123 000 par an en 2006-2007. Les ventes investisseurs reculent assez nettement, et la répartition entre ventes aux investisseurs

Ventes de logements anciens



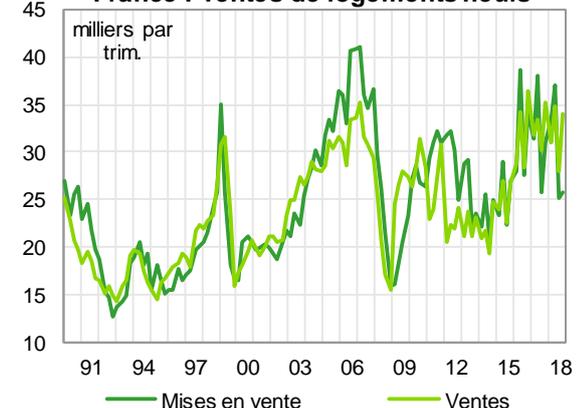
Sources : CGEDD, Notaires, Crédit Agricole S.A.

France : prix des logements anciens



Sources : INSEE, Notaires, Crédit Agricole S.A.

France : ventes de logements neufs



Sources : Ministère de l'Ecologie, CA

et ventes aux accédants se modifie, à respectivement 50% et 50% du total contre 54% et 46% en 2017. Dans le segment « promoteurs, ventes en bloc », les ventes se sont repliées fortement en 2018, -22% sur un an, à 30 000 unités, notamment les ventes aux bailleurs sociaux, du fait de l'impact de la réorganisation du secteur HLM et des baisses de loyers.

Dans le segment « maisons individuelles hors promoteurs », le nombre de transactions s'est réduit assez nettement en 2018, de 11% sur un an, à 120 000 unités. Cette tendance se confirme début 2019, avec 119 700 ventes en cumul 12 mois en mars, -7,3% sur un an. Et à la différence du segment promoteurs, le nombre de transactions demeure nettement en deçà des points hauts de 2006-2007 (189 000 unités par an).

En Ile-de-France, les ventes de neuf (promoteurs) continuent à se redresser assez nettement en 2018, +7,9% sur un an.

D'après l'enquête Insee auprès des promoteurs, la tendance sur la demande de logements neufs s'est améliorée en avril mais reste assez mitigée, avec un solde d'opinions à -16, en deçà de sa moyenne de long terme (-9). Pour les perspectives de mises en chantier, le solde atteint -10 et reste également inférieur à sa moyenne de long terme, -7.

Neuf : encours de logements à peu près stable

Les mises en vente de logements neufs (promoteurs) avaient reculé de 2,6% en 2017. Elles se sont à nouveau repliées en 2018, -3,9% sur un an, et atteignent 121 500 unités. Cela s'explique notamment par les difficultés à initier de nouveaux projets (rareté du foncier, poids des normes et des recours...).

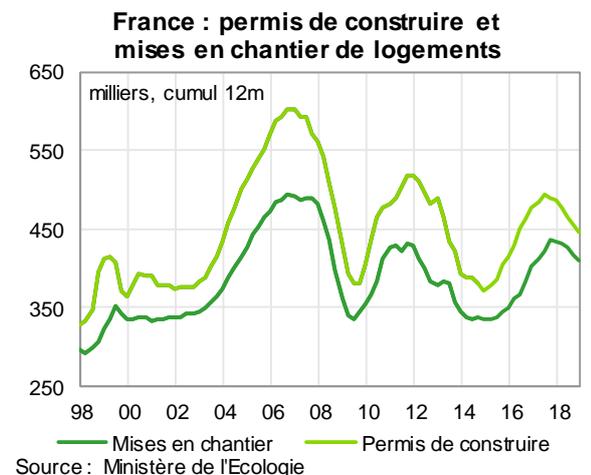
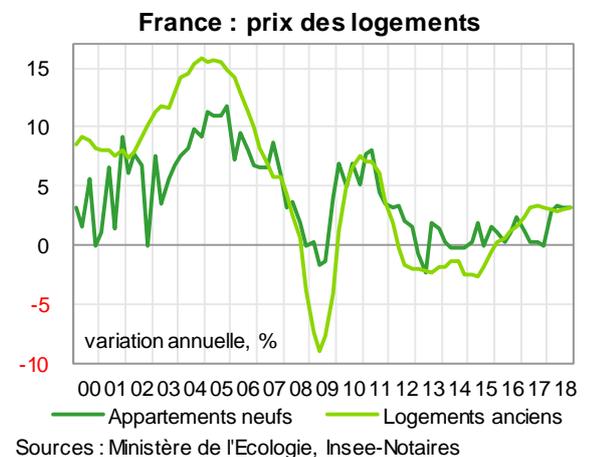
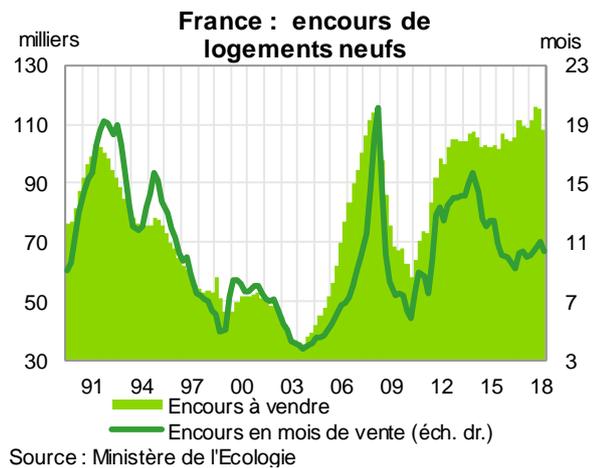
L'encours de logements neufs (achevés, en cours ou en projet) proposés à la vente reste à peu près stable. Il atteint 108 000 unités au T4 2018, contre 108 700 un an plus tôt. Le ratio encours/ventes, qui mesure le délai moyen d'écoulement de l'encours, atteint 10,4 mois de vente, contre 10 mois un an plus tôt. Ce ratio se situe à peu près à son niveau moyen historique, 10 mois sur la période 1985-2016, et un peu en deçà de son niveau d'équilibre (12 mois environ). Les stocks proprement dits (encours de logements achevés ou en cours de construction) sont faibles, 30 000 unités environ : 4% des encours sont achevés, 24% en cours de construction, 72% en projet. En Ile-de-France, l'encours de logements neufs est du même ordre, à 9,6 mois de vente au T4 2018.

Les prix des logements neufs (promoteurs) restent en hausse assez mesurée. Les prix des appartements se sont accrus de 3,1% sur un an au T4 2018 (contre 0% un an plus tôt). Les prix des maisons (promoteurs) ont progressé de 1% sur un an au T4 2018 (après 6,6% un an plus tôt). Il s'agit des prix à la réservation.

Construction : correction en 2018

Une reprise de la construction de logements s'est mise en place en 2016-2017. Les délais de réaction sont assez longs entre l'acte de vente d'un logement neuf et le démarrage du chantier, de l'ordre de six à douze mois suivant les opérations. Le rebond des ventes de neuf, amorcé en 2015, s'est ainsi répercuté sur l'activité de la construction à partir de 2016.

En 2018, la construction a été un peu moins dynamique, en liaison avec le tassement des ventes. Sur l'année, 418 000 logements ont été mis en chantier, soit une baisse de 4,3% sur un an. Les permis de construire ont atteint 456 000 unités, en recul de 7% sur un an. Ces niveaux d'activité restent assez élevés historiquement mais l'effritement devrait se poursuivre en 2019 et 2020. Au premier trimestre 2019, les mises en chantier se chiffrent à 411 000 (cumul 12 mois), -5,2% sur un an, et les permis à 446 000, -8,2% sur un an.



2018/début 2019 : un marché à plusieurs vitesses

Facteurs de soutien solides, qui stimulent notamment le marché de l'ancien

Le marché résidentiel est resté globalement très soutenu en 2018, et particulièrement le marché de l'ancien, avec un nombre de transactions record et une remontée des prix. Celle-ci reste assez modérée sur l'ensemble du territoire, 3,2% sur un an mais est assez marquée, depuis plusieurs années, dans certaines villes, Paris, Lyon, Nantes et Bordeaux.

✓ Demande structurellement solide

Cette dynamique de l'ancien s'explique d'abord par les « fondamentaux » du marché. La demande est stimulée par une série de facteurs de soutien structurels : désir d'accession à la propriété ; démographie assez dynamique et phénomènes de décohabitation ; préparation de la retraite ; saturation du marché locatif ; effet « valeur refuge » de l'immobilier. Ce dernier point joue fortement sur le passé récent, compte tenu de la forte volatilité des marchés boursiers et du bas niveau des taux de rendement de la plupart des placements financiers, qui favorisent les arbitrages en faveur des investissements immobiliers.

Ces facteurs ne jouent toutefois pas de manière uniforme. Ils sont particulièrement présents à Paris et dans les centres des grandes villes, en particulier les facteurs démographie/décohabitation et saturation du marché locatif. La vigueur de la demande dans ces zones tendues s'explique également par un tissu économique et un bassin d'emploi plus favorables et des effets qualité et prestige.

✓ Conditions de crédit favorables

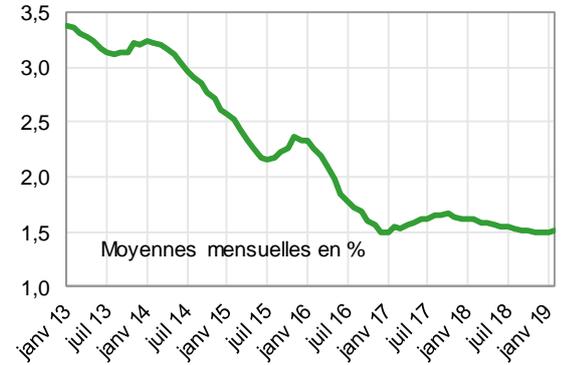
Mais la très bonne tenue du marché s'explique avant tout par des conditions de crédit très favorables. Les taux de crédit sont en baisse tendancielle depuis de nombreuses années, compte tenu du repli continu du taux des OAT dix ans et d'une concurrence forte entre institutions de crédit. Ils sont passés de 4,9% en moyenne annuelle en 2008 à 3,8% en 2012 et 1,6% en 2017 (taux des crédits nouveaux, crédit à long terme à taux fixe hors assurance, source : Banque de France). En 2018, ils se sont encore un peu effrités, à 1,5% en moyenne. Ils restent stables à ce niveau au premier trimestre 2019 (1,51% en mars). Ces niveaux historiquement bas et le fait qu'ils sont *a priori* à leur plancher et risquent de remonter à plus ou moins brève échéance dopent les ventes par effet d'aubaine, les acheteurs concrétisant ou accélérant leur projet pour bénéficier de ces taux très attractifs.

Par ailleurs, l'accès au crédit est facilité par une diminution de l'apport personnel et un léger allongement de la durée des crédits (19 à 20 ans en moyenne en 2018 après 19 en 2017 et 18,6 en 2016). L'encours de crédit habitat est ainsi en hausse assez élevée, 5,8% sur un an fin 2018 et 6,1% en mars 2019, et le taux d'endettement habitat des ménages (encours de crédit sur revenu des ménages) continue à s'accroître, à 78% au T4 2018. Le modèle français de crédit habitat reste toutefois prudent, avec des critères d'octroi assez stricts. Le taux d'effort moyen (remboursement mensuel/revenu) demeure à peu près stable autour de 30%. Le taux de créances douteuses sur encours de crédit habitat reste bas et diminue légèrement, 1,47% en 2017 après 1,54% en 2016. La production de crédit demeure quasi exclusivement à taux fixe. Il n'y a donc pas de montée significative des risques sur le crédit habitat.

Plusieurs freins, qui affectent notamment le marché du neuf

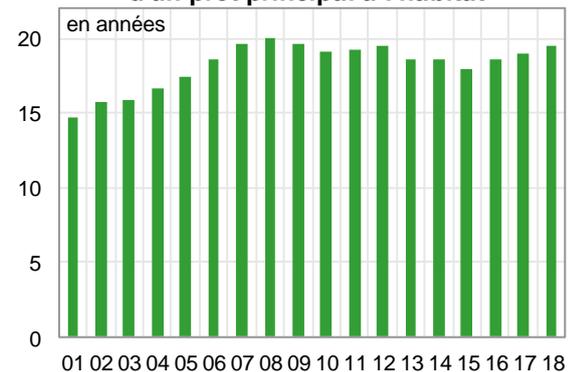
L'immobilier neuf a bénéficié comme l'ancien des « fondamentaux » favorables et des conditions de crédit attractives. Il a pourtant connu une correction en 2018. Celle-ci s'explique par deux facteurs propres à ce marché, le recentrage des mesures de soutien et la faiblesse de l'offre.

France : taux de crédit habitat



— Taux crédit habitat à long terme hors assurances
Sources : BdF, Crédit Agricole S.A.

France : durée moyenne initiale d'un prêt principal à l'habitat



Source : ACPR

France : encours de crédits habitat ménages



Sources : BdF, Crédit Agricole

✓ Recentrage des mesures de soutien

Le dispositif Pinel pour l'investissement locatif dans le neuf et le prêt à taux zéro (PTZ), renforcé en 2016, avaient clairement soutenu le marché du neuf en 2015-2017. Ces dispositifs ont été prolongés jusqu'à fin 2021 mais progressivement recentrés à partir de 2018 sur les zones tendues (majeure partie de l'Île-de-France, Côte d'Azur, Francogénévois, la plupart des grandes agglomérations). Le Pinel a été recentré dès 2018 sur les zones tendues (sauf si la demande de permis avait été déposée fin 2017), ce qui explique la baisse des ventes investisseurs. Le PTZ ne sera supprimé en zones non tendues qu'en 2020. Il reste éligible dans ces zones en 2018-2019, mais la part du prêt dans le coût d'acquisition est ramenée de 40 à 20%. Cela explique en partie le recul des ventes de maisons individuelles (secteur diffus), pour lesquelles l'apport du PTZ est déterminant.

La baisse des ventes de neuf en 2018 est donc en bonne partie liée à l'impact de ces mesures de recentrage. Cet impact serait du même ordre en 2019 mais s'amplifierait en 2020, du fait de la montée en puissance des mesures. Au total, pour les ventes en neuf promoteurs, la baisse des ventes serait modérée en 2019, -4%, et plus accusée en 2020, de l'ordre de -6%. Pour les ventes de maisons individuelles (secteur diffus), la baisse des ventes serait de 5% en 2019. Elle serait marquée en 2020, de l'ordre de 10 à 15%.

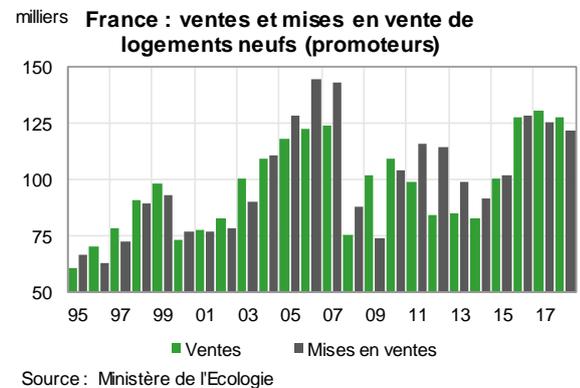
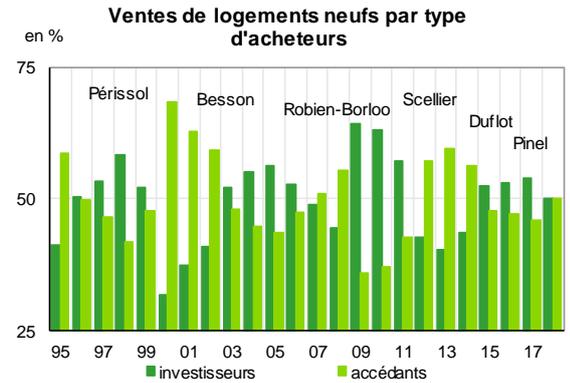
Par ailleurs, les mesures de réorganisation du secteur HLM prévues dans le plan ELAN, et notamment les baisses de loyers, destinées à compenser la baisse des APL, expliquent en bonne partie la baisse des ventes en bloc aux bailleurs sociaux en 2018.

✓ Faiblesse de l'offre

Dans le logement neuf, le tassement des ventes s'explique en partie par la faiblesse de l'offre. Les mises en vente dans le segment « promoteurs » ont à nouveau reculé en 2018, de 3,9%. Elles se sont repliées en zones non tendues, du fait d'une moindre demande, mais aussi en zones tendues. C'est notamment le cas en zone B1 (grandes agglomérations hors Paris et Côte d'Azur), avec une baisse des mises en vente de 3,5% sur un an en 2018 après un recul de 7,5% sur un an en 2017. La faiblesse de l'offre nouvelle se répercute sur le nombre de transactions.

Le déficit de logements en zones tendues et la difficulté à initier de nouveaux projets s'expliquent par une série de facteurs. D'abord, la difficulté à obtenir des permis de construire et des délais d'obtention généralement élevés. Ensuite, la rareté et le prix élevé du foncier en zones tendues ainsi que les coûts liés aux normes de construction. Enfin, le poids des recours abusifs. Tout cela conduit à un niveau élevé des coûts de construction, qui pèse sur les marges du fait de la nécessité de limiter la hausse des prix de vente.

Le plan ELAN propose une série de mesures pour créer un « choc d'offre », réduire les contraintes et les freins cités ci-dessus, construire plus et à un moindre coût et diminuer le déficit de logements en zones tendues. Mais il est difficile de mesurer l'impact de ces mesures, notamment des incitations fiscales mises en place pour stimuler les cessions de terrains et libérer du foncier privé. Et, du fait des délais de réalisation des programmes immobiliers, l'effet du plan ELAN sur la construction et la vente de logements de ce choc d'offre sera très graduel et mesuré à l'horizon 2019-2020.



2019-2020 : freinage en douceur du marché

En 2019 et 2020, le marché résidentiel devrait demeurer soutenu. Le marché de l'ancien pourrait toutefois connaître un certain tassement, avec des transactions en léger repli par rapport aux points hauts de 2018 et des prix qui décélèreraient peu à peu, tandis que la correction amorcée dans le neuf se poursuivrait.

Les fondamentaux structurels vont évidemment continuer à jouer positivement. Symétriquement, le recentrage des mesures de soutien et l'insuffisance de l'offre vont continuer à peser sur le logement neuf.

Trois autres éléments pourraient contribuer à infléchir le marché résidentiel : le risque d'une légère hausse des taux de crédit, l'évolution de la capacité d'achat et le climat conjoncturel.

Trois facteurs de freinage en 2019-2020

✓ Une possible (et très légère) remontée des taux de crédit

En 2019-2020, le niveau des taux de crédit constitue la principale incertitude pour les marchés immobiliers. Ils sont restés quasi-stables à un niveau historiquement bas sur les derniers trimestres. Les crédits étant essentiellement à taux fixe, le niveau des taux de crédit dépend en bonne partie de celui des obligations d'État à dix ans.

Les taux longs OAT 10 ans se sont maintenus à des niveaux très bas en 2018, 0,73% en moyenne, après 0,78% en 2017. Ils se sont encore repliés début 2019, +0,48% en moyenne sur les quatre premiers mois. Ces niveaux très faibles s'expliquent par les facteurs suivants :

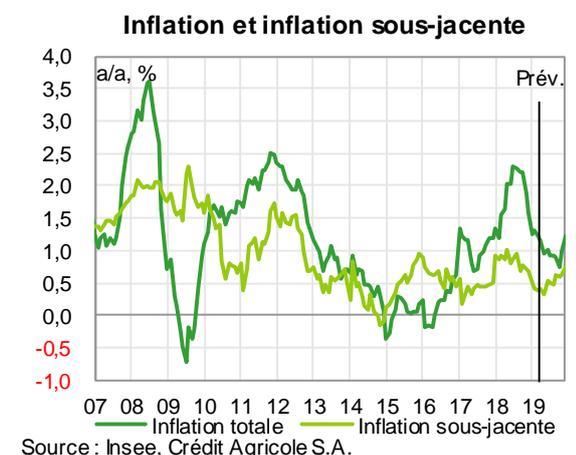
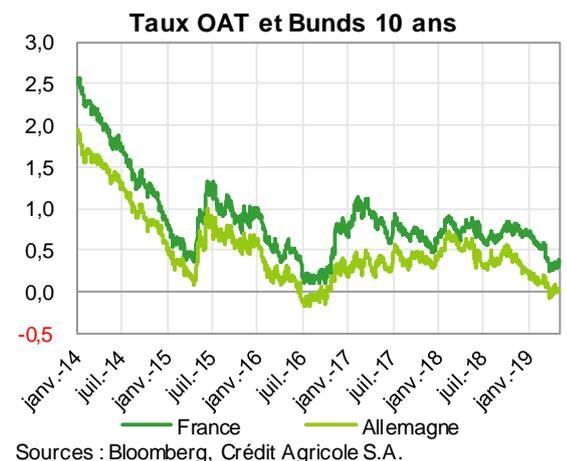
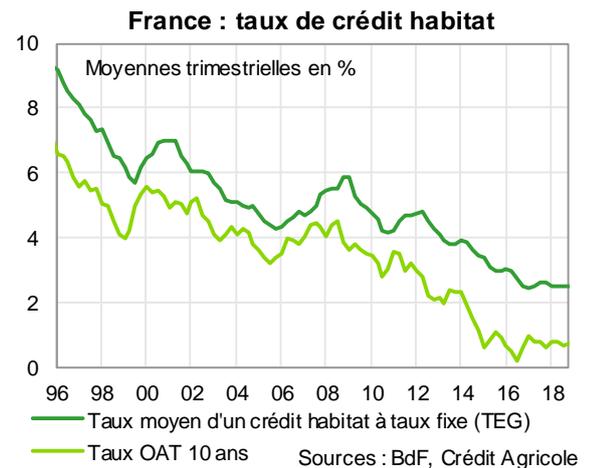
- Une forte aversion au risque des investisseurs face aux multiples incertitudes (guerre commerciale US-Chine, freinage chinois, risque de récession aux États-Unis, Brexit, montée des populismes en Europe, politique budgétaire italienne...). Cette aversion s'est amplifiée sur les derniers mois avec le risque accru d'un Brexit sans accord. Elle pénalise les actifs risqués (actions, obligations *corporate*, émergents) et profite aux obligations *core* (Bund) et semi-*core* (OAT).

- Des statistiques économiques décevantes, notamment en zone euro. La croissance a été médiocre fin 2018-début 2019 et serait limitée à 1,2% en 2019 et 1,4% en 2020. L'inflation reste faible, 1,3% par an prévu en 2019-2020, nettement en deçà de la cible de 2%.

- Une politique monétaire de la BCE toujours très accommodante, en dépit de l'arrêt de son programme d'achats d'actifs (achats nets nuls à partir de janvier 2019). L'hypothèse d'un relèvement du taux de dépôt et du taux refi semble désormais reportée au mieux à mi-2021, si l'inflation sous-jacente se renforce légèrement. De même, la *Federal Reserve* s'est récemment déclarée « patiente » en termes de resserrement monétaire, en raison des multiples incertitudes décrites ci-dessus.

Les taux OAT 10 ans pourraient toutefois remonter très légèrement sur les prochains mois, vers 0,6% fin 2019 et 0,8% fin 2020. D'une part, la croissance en zone euro, affectée par des facteurs exceptionnels fin 2018, pourrait légèrement accélérer sur les prochains trimestres. D'autre part, l'aversion au risque, actuellement exceptionnellement forte, devrait se réduire au cours des prochains mois si, comme cela semble probable, les développements politiques (élections européennes, Brexit...) se révèlent moins négatifs que ce que les marchés anticipaient en début d'année.

Dans ces conditions, les taux de crédit demeureraient très bas. Ils pourraient rester à peu près stables en 2019 et remonter très légèrement en 2020.



✓ Effritement de la capacité d'achat

On mesure le pouvoir d'achat immobilier des ménages ou leur « capacité d'achat » par la surface achetable par un ménage moyen, avec un taux d'effort à 30%. Cette capacité d'achat s'est nettement redressée depuis 2008, grâce à la baisse des taux de crédit. Les ménages se sont résolubilisés. Mais les prix restent très élevés, ne se sont pas corrigés à la baisse après le boom des années 2000-2007 et repartent à la hausse depuis deux ans. Au vu de cet indicateur, la capacité d'achat est acceptable, proche de sa moyenne de longue période, et les prix sont donc à peu près « à l'équilibre » en France. Mais de nouvelles hausses de prix et une éventuelle hausse de taux désolvabiliseraient les ménages. En 2019-2020, les prix devraient continuer à remonter. Les taux de crédit resteraient stables en 2019, avec un risque de légère remontée en 2020. La capacité d'achat devrait donc se réduire légèrement et les acheteurs pourraient devenir plus hésitants et attentistes.

En revanche, à Paris et dans certaines grandes villes, les prix ne sont pas à l'équilibre. Ils sont clairement surévalués et en hausse soutenue. Le marché connaît une forme d'emballlement et les prix devraient rester en hausse assez soutenue en 2019-2020. *Ces points sont détaillés dans le [focus pages 8-9](#).*

✓ Conjoncture et confiance mitigées

Le contexte conjoncturel est relativement mitigé. La croissance devrait légèrement ralentir, à 1,4% par an en 2019 et 2020 après 1,6% en 2018. Le taux de chômage (métropole) recule lentement et demeure élevé, 8,5% en 2019 et 8,3% en 2020 (après 8,7% en 2018).

Le revenu des ménages progresserait assez fortement, 3,6% en valeur en 2019 et 2,7% en 2020, du fait des mesures de soutien (baisses d'impôts et de cotisations sociales, hausse de la prime d'activité, prime exceptionnelle...) mises en place en réponse à la crise des gilets jaunes et des nouvelles mesures annoncées en avril. En sens inverse, la confiance des ménages reste assez médiocre. Elle s'était nettement dégradée au second semestre 2018. Elle se redresse un peu début 2019, mais, à 96 sur les trois derniers mois (février-avril), reste assez en deçà de sa moyenne de longue période (100). En particulier, le solde d'opinion des ménages sur leur situation financière future reste bas, -11 sur les trois derniers mois contre -6 sur longue période. Et les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage demeurent élevées.

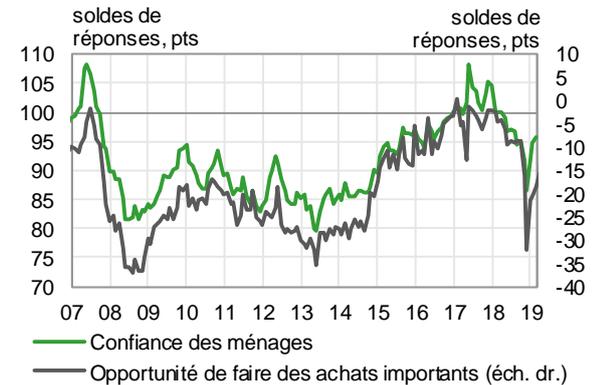
Ce niveau de confiance reste donc fragile et pourrait se détériorer à nouveau compte tenu des multiples incertitudes économiques et politiques, en France comme au plan international. Cela pourrait peser sur la décision d'achat de logement et d'endettement sur longue période d'un certain nombre de ménages.

Tassement du marché en 2019-2020

Sur l'ensemble du territoire, les transactions connaîtraient ainsi un léger repli en 2019-2020 (-4% par an dans l'ancien, -4% dans le neuf en 2019 et -8% en 2020) et les prix décéléreraient vers +2% par an.

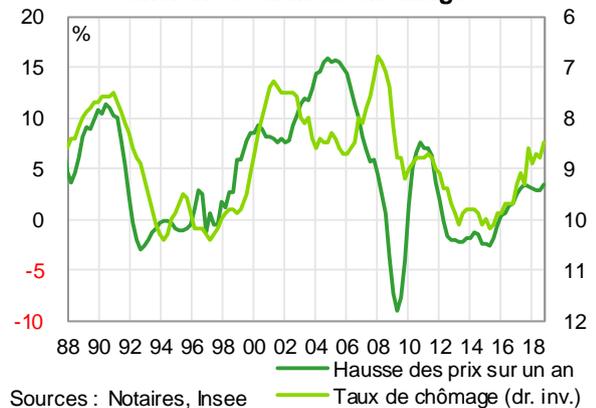
À Paris et dans certaines grandes villes, le marché resterait soutenu et les prix continueraient à progresser assez fortement en 2019-2020. Mais les prix étant clairement surévalués sur ce segment, un risque de correction est possible à moyen terme, notamment en cas d'inflexion conjoncturelle ou de remontée des taux.

France : confiance des ménages



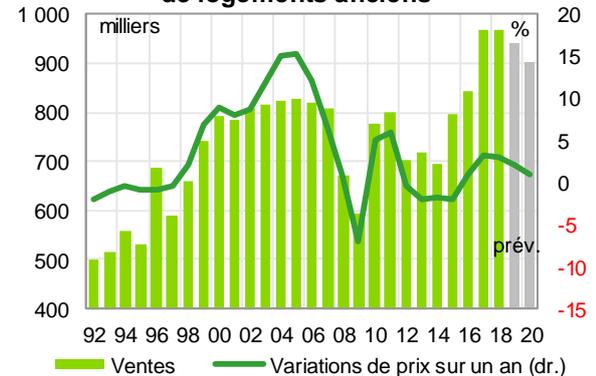
Source : Insee, Crédit Agricole S.A.

France : prix des logements anciens et taux de chômage



Sources : Notaires, Insee

France : ventes et prix de logements anciens



Sources : CGEDD, Notaires, CA

FOCUS – Les prix sont-ils fortement surévalués ?

Les prix des logements ont connu une très forte hausse depuis le début du cycle haussier des années 2000. Si l'on prend le logement ancien, qui représente les trois quarts des transactions, la hausse des prix atteint 165% en cumulé entre 1998 et fin 2018. L'essentiel de cette progression, 155%, a eu lieu pendant le boom des années 2000, entre 1998 et 2007. Ensuite, la hausse cumulée des prix a été très mesurée, à travers plusieurs phases successives : repli en 2008-2009, compensé par un rebond en 2010-2011, léger recul en 2012-2015 suivi d'un redémarrage graduel en 2016-2018. A la différence de la plupart des pays européens, la crise économique et financière de 2008 n'a pas déclenché une correction marquée et durable du marché et des prix, ce qui aurait permis de resolvabiliser les ménages. Les prix restent très élevés.

Ces évolutions concernent l'ensemble du territoire. La hausse des prix a été plus faible en zones non tendues (zones rurales, petites et moyennes agglomérations) mais beaucoup plus marquée dans certaines grandes villes. Ainsi à Paris, les prix ont été multipliés par 4,2 entre 1998 et 2018. La hausse cumulée est considérable, 320%, dont 180% pendant le boom des années 2000, puis 50% entre 2008 et 2018.

Les prix sont-ils pour autant nettement surévalués ? La surévaluation d'un prix est l'écart entre le prix observé et le prix d'équilibre (*fair value*) : ce dernier est le prix qui serait déterminé par les principales variables « fondamentales », démographie, revenus, loyers, taux, etc., qui correspondrait à un marché « équilibré », notamment en termes de rendement ou de coût pour l'acheteur, et qui excluerait les variables « conjoncturelles » conduisant aux fortes fluctuations des marchés immobiliers (forte inflexion de la conjoncture économique, erreurs d'anticipations, mouvements spéculatifs, offre de logements mal adaptée, offre de crédit trop ou trop peu accommodante, etc.).

Diverses approches existent. Deux indicateurs communément utilisés sont le rapport prix/loyers et le rapport prix/revenu. Ces approches sont intéressantes mais nous paraissent simplificatrices : la très grande majorité des achats immobiliers se font à crédit ; le niveau des taux d'intérêt et des taux de crédit sont des variables essentielles qui influent sur la demande et sur les prix et doivent donc intervenir dans le calcul de la surévaluation. ECO utilise deux autres approches, la prime de risque et la capacité d'achat.

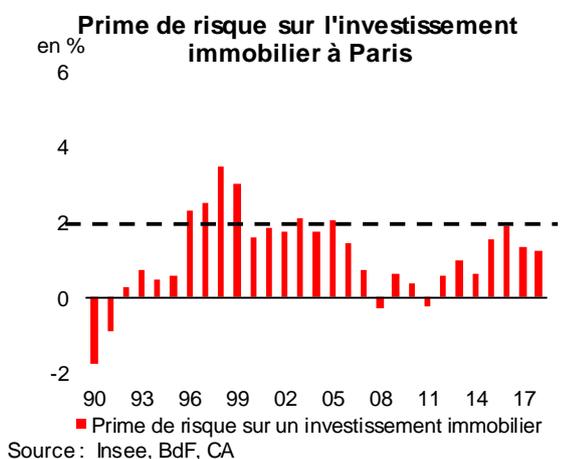
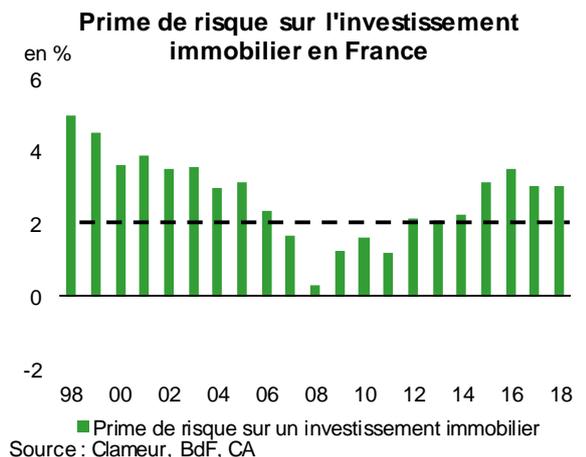
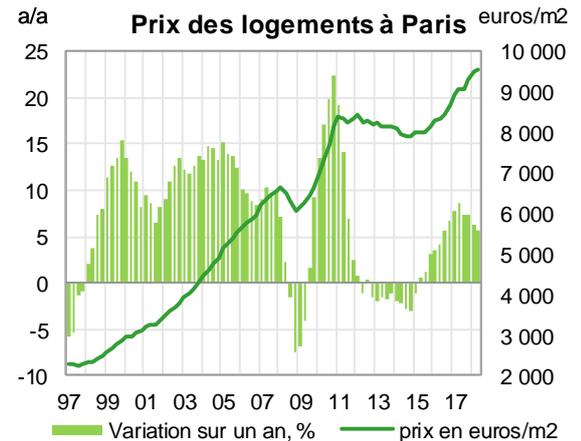
Prime de risque

Le prix d'un bien immobilier à l'instant « t » est en théorie, comme pour tout actif, égal à la somme actualisée des flux de revenus futurs permis par cet actif : les loyers futurs et la valeur du bien au moment de la revente. Le taux d'actualisation, ou taux de rendement interne, peut être décomposé en somme d'une prime de risque et du taux de rendement nominal d'une obligation d'Etat (placement sans risque). Un placement immobilier comporte en effet des risques : moins-value lors de la revente, incertitude sur le niveau des loyers futurs, impayés, etc.

Cette approche permet, après diverses approximations, d'arriver à la formule de Gordon Shapiro :

$$\text{Prime de risque} = \text{taux de rendement initial de l'investissement immobilier} + \text{croissance annuelle moyenne anticipée des loyers} - \text{taux de dépréciation du capital} - \text{taux de rendement des OAT 10 ans}$$

Si la prime de risque est positive, cela signifie que les investisseurs sont correctement rémunérés par rapport au risque qu'ils encourent. On considère en général qu'une prime de risque de l'ordre de 2% correspond à des prix correctement valorisés. Si la prime de risque est très fortement positive, les prix sont sous-évalués. Si la prime de risque



est significativement inférieure à 2%, les prix sont surévalués. Le taux de rendement est trop bas, les investisseurs ne sont pas correctement rémunérés par rapport au risque qu'ils encourent.

Cet outil est à interpréter avec prudence : le calcul suppose plusieurs simplifications, la norme de 2% est relativement arbitraire, il est difficile d'estimer la croissance anticipée des loyers, etc. ; de plus, sur les années récentes, le niveau historiquement bas des taux obligataires améliore artificiellement le niveau de la prime de risque, qui est donc plus difficile à interpréter.

Au vu de cet indicateur, les prix étaient clairement surévalués en France, et plus encore à Paris, en 1990-1992 et en 2007-2008, au moment de l'apogée et de l'éclatement des deux « booms » précédents : la prime de risque était négative ou proche de zéro, avec un net repli du taux de rendement immobilier lié à la forte hausse des prix. Dans les deux cas, ce niveau très bas de la prime de risque a été un des éléments déclencheurs de l'éclatement du boom (voire de la bulle), les acheteurs prenant conscience que le rendement de leur investissement était devenu trop faible par rapport à un placement sans risque.

Actuellement, le diagnostic est plus complexe. Au vu des niveaux de prime de risque, les prix ne sont pas surévalués en France et le sont à Paris, mais modérément. Pourtant, le taux de rendement est faible, avec des prix élevés et des loyers en faible hausse. Le niveau favorable de la prime est essentiellement lié à des taux OAT 10 ans extrêmement bas. Si ces derniers étaient à leur niveau moyen de 2010-2015, 2,2%, les prix seraient surévalués en France. Ils le seraient très fortement à Paris.

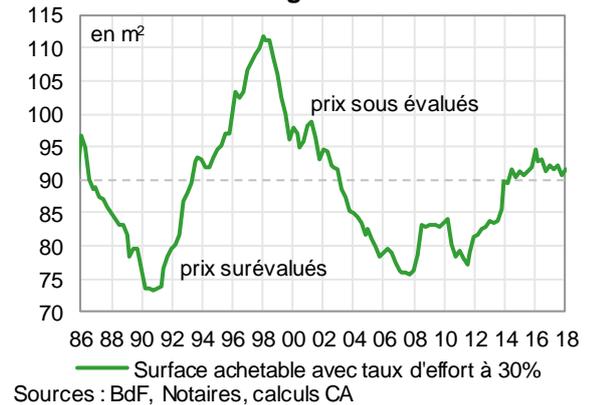
Capacité d'achat

Une autre approche repose sur le ratio de solvabilité des ménages, c'est à dire le remboursement annuel (capital et intérêts) pour un nouvel acquéreur d'un crédit habitat à taux fixe, rapporté à son revenu. À chaque période, on calcule la surface qu'un ménage à revenu moyen peut acheter, au prix, au taux et à la durée de crédit du marché, en respectant la règle d'un ratio de solvabilité de 30%. Les banques exigent en effet en général un ratio de solvabilité (ou taux d'effort) proche d'un tiers du revenu.

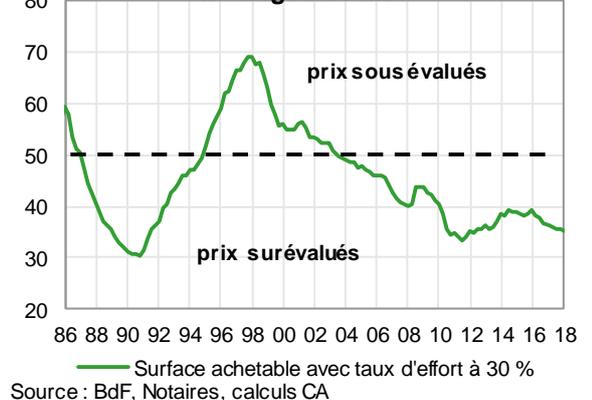
Cet indicateur mesure donc la capacité d'achat de logement d'un ménage. Sur l'ensemble de la France, la surface achetable par ce ménage moyen évolue de façon cyclique autour d'une moyenne d'environ 90 m². Ces cycles sont synchrones avec ceux du marché immobilier. Les prix sont correctement valorisés si le ménage moyen a la capacité d'acheter cette surface moyenne. Si la surface achetable est nettement inférieure à cette moyenne, les prix sont clairement surévalués, l'acheteur doit opérer des concessions marquées sur la taille ou la qualité du produit. Si elle est très supérieure, les prix sont sous-évalués.

Au vu de cet indicateur, on retrouve les mêmes pics de surévaluation, en 1990-1992 et en 2007-2008. La surface achetable s'est nettement redressée entre 1991 et 1998, de 73 à 110 m², dans la phase de correction du marché, du fait d'un recul continu et mesuré des prix, d'une baisse des taux et de la hausse des revenus. Ensuite, la surface s'est peu à peu réduite, de 110 à 76 m² entre 1998 et 2008, dans la phase de « boom », sous l'effet des fortes hausses de prix. Depuis 2008, les ménages se sont resolvabilisés, la surface s'est accrue et se situe en 2017-2018 à des niveaux proches de sa moyenne, 90 m², voire un peu plus. Les prix semblent donc à peu près à l'équilibre. Mais attention, cela est essentiellement imputable au recul marqué et continu des taux de crédit. Sur la période 2008-2017, les prix ne sont pas corrigés mais ont connu une quasi-stagnation (cf. plus haut). La resolvabilisation est donc fragile et menacée par une poursuite de la

Capacité d'achat de logement des ménages en France



Capacité d'achat de logement des ménages à Paris



hausse des prix et une possible remontée des taux. Dans cette hypothèse, les acheteurs deviendraient plus hésitants et attentistes.

A Paris, on retrouve les mêmes phases cycliques entre 1985 et 2007, autour d'une surface moyenne de 50 m², avec une amplitude encore plus marquée. Mais à la différence du marché français dans son ensemble, les acheteurs parisiens ne se sont pas résolubilisés depuis la crise de 2008. La surface achetable s'est encore réduite et est ramenée à 35 m² en 2018, malgré le net repli des taux, et du fait des fortes hausses de prix. Le marché est donc clairement surévalué, de près de 30%, au vu de cet indicateur.

On n'est pas *a priori* dans une bulle spéculative du type de celle de 1985-1991. La forte hausse des prix à Paris s'explique en partie par les spécificités de ce marché : taille réduite, effets qualité et prestige, demande étrangère forte, quasi absence d'offre de neuf, marché locatif saturé. Mais pas seulement. Le niveau de surévaluation des prix et le dynamisme du marché révèlent un emballement de la demande. Celui-ci devrait se poursuivre à court terme, mais une hausse significative des taux ou un accident conjoncturel pourraient entraîner une correction marquée du marché résidentiel dans ces grandes villes.

Achevé de rédiger le 14 mai 2019

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
10/05/2019	<u>France – Scénario 2019-2020 : 2019, un pouvoir d'achat plus dynamique</u>	France
10/05/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/05/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
02/05/2019	<u>Espagne – Enjeux politiques : une victoire pour la gauche</u>	Espagne
30/04/2019	<u>France – Enjeux politiques : réponse au grand débat</u>	France
26/04/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/04/2019	<u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : un ralentissement plus marqué de la croissance</u>	Allemagne
23/04/2019	<u>Espagne - Enjeux politiques : l'élection de tous les possibles</u>	Espagne
12/04/2019	<u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : prévenir plutôt que guérir</u>	Monde, scénario
12/04/2019	<u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : prévisions économiques et financières</u>	Monde, prévisions
02/04/2019	<u>Webzine Innovation Santé – Numéro #2 : Diabète, Blockchain, IA & l'actualité des start-up</u>	Sectoriel
25/03/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-Agroalimentaire

Crédit Agricole S.A. – Études Économiques Groupe

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex
Copyright Crédit Agricole S.A. – ISSN : 1768-9538

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Gisèle Walter – **Statistiques** : Robin Mourier

Réalisation & secrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.com

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application **Études ECO** disponible sur l'App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

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. 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.