

Débat sur les valeurs foncières

Retour sur une flambée sans précédent des prix immobiliers

La flambée des prix de l'immobilier durant les années 1998-2008 et leur maintien à des niveaux élevés depuis cette date, a surpris les spécialistes et n'a trouvé aucune explication pleinement satisfaisante jusqu'à ce jour.

Le phénomène est là, indiscutable réalité. Une montée généralisée dans tout le territoire métropolitain (à la différence du mouvement de 1991-1992 qui n'avait véritablement concerné que l'Île-de-France), amorcée en 1998, poursuivie jusqu'à la crise financière de 2008 (qui n'a apporté que des corrections minimales), puis reprenant en 2010 selon des modalités moins homogènes, comportant des baisses sensibles sur une part du territoire, mais même dans ces cas les prix, en valeur réelle, restant très supérieurs à ceux de 1998. Globalement, et avec des disparités considérables, le chiffre d'une multiplication par 1,6 en termes réels est généralement retenu pour caractériser ce mouvement général.

Un phénomène qui n'avait été anticipé par personne

En 1998 le pronostic des spécialistes était celui d'une stagnation durable. On ne repère aucun agent économique dont la stratégie à l'époque intégrait une perspective de hausse forte et généralisée. Les dernières années du XX^e siècle sont au contraire et paradoxalement celles où l'on a vu les institutionnels, compagnies d'assurance et fonds d'épargne, accélérer les opérations de vente « à la découpe » de leurs immeubles locatifs à des particuliers, à des prix qui paraissent aujourd'hui dérisoires. Dans la même ligne, l'évaluation reste à faire du montant dont aurait été réduite la facture, pour l'État, de la défaillance du Crédit Lyonnais, si les actifs immobiliers qu'elle contenait avaient été conservés quelques années de plus.

Au cours des premières années de cette vague décennale, 2000 à 2003, les professionnels qui en constataient les premiers effets la jugeaient aberrante et pronostiquaient une correction prochaine, probablement brutale. C'est dire que ce qu'ils observaient ne se rattachait pas à des explications connues.

Faute d'avoir été repérées en temps utile pour anticiper le phénomène, des explications ont été formulées a posteriori. Des travaux savants ont recherché des corrélations avec des évolutions socio-économiques concomitantes à ce mouvement de hausse et, à partir de là, proposé d'y identifier des causes¹.

Dans le cas de la France métropolitaine, à laquelle se limitent les réflexions ici proposées, deux facteurs principaux, susceptibles de constituer des explications sont mis en avant : la spectaculaire diminution des taux d'intérêt, dont les effets mécaniques sur la capacité des emprunteurs à supporter un prix plus élevé sont évidents ; le comportement des banques, qui, de 2000 à 2006 ont multiplié par un facteur de 2,6 le volume des prêts qu'elles ont accordé aux acquéreurs.

La responsabilité discutable des taux d'intérêt

Le praticien qui rapproche ces énonciations de ce qu'il a pu observer, n'est pas complètement convaincu de trouver là l'explication des phénomènes que la profession n'a pas vu venir. Le premier facteur, la baisse des taux d'intérêt jusqu'au niveau actuel qui eût paru inimaginable il y a 15 ans, a effectivement un effet mécanique sur la solvabilité de ses clients. Combiné à l'allongement des prêts, allongement qu'il rend possible², il augmente très sensiblement le montant que l'acheteur peut emprunter pour une même annuité de remboursement. La demande exprimée a donc, pour un même volume d'acheteurs de même profil, une capacité de supporter des prix accrus. Pour autant, est-ce suffisant pour que les acheteurs acceptent des prix plus élevés ? Il y a quantité d'exemples en économie où les prix de marché ne s'établissent pas automatiquement, à la limite de ce que les →

¹ Plus particulièrement pour le cas de la France, Alain Trannoy et Étienne Wasmer. Voir Alain Trannoy : « Une évolution plus lisible des prix », *La revue foncière*, n° 7, septembre-octobre 2015, et Alain Trannoy et Étienne Wasmer, note CAE n° 2, « Comment modérer les prix de l'immobilier », février 2013.

² Beaucoup de commentateurs voient dans la diminution des taux d'intérêt et l'allongement de la durée des prêts deux phénomènes distincts, à tort me semble-t-il. Ils sont étroitement liés, car l'allongement de la durée des prêts ne réduit sensiblement l'annuité de remboursement que si le taux d'intérêt nominal est suffisamment bas.

→ acheteurs peuvent tolérer. Le praticien se souvient en outre que le mouvement de hausse des prix immobiliers, qui a tant surpris, a démarré et connu ses hausses les plus rapides de 2003 à 2006, avec des taux d'intérêt supérieurs à 6 %, qui paraîtraient aujourd'hui prohibitifs. Ainsi, le mouvement de hausse des prix immobiliers a plutôt précédé que suivi celui de la baisse des taux d'intérêt. La faiblesse de ces derniers a rendu possible l'installation dans la durée de la hausse des prix immobiliers, mais on peut douter qu'elle en soit le déclencheur principal. Enfin, dans le même sens, on garde en mémoire que, dans les années 60 et 70, des générations entières d'accédants à la propriété ont, l'inflation aidant, connu des taux d'intérêts réels négatifs, sans que cela ne provoque des hausses comparables.

Ce doute est plus accentué encore pour le second facteur, qui concerne l'accroissement du volume prêté par les banques. Le praticien observe que, du moins en France, les candidats emprunteurs n'ont pas, dans cette période, bénéficié de moindres exigences de solvabilité. Avec le recul, on le vérifie bien par le fait que la sinistralité des prêts, déjà à un niveau très faible par rapport aux économies étrangères comparables, ne s'est pas sensiblement accrue. Les emprunteurs immobiliers remboursent effectivement leurs prêts, sans accroissement du nombre de cas de défaillance, ces derniers toujours liés à des accidents de la vie (chômage, divorce). Les banques n'ont pas encouragé des acquéreurs non solvables, rien de comparable aux *subprimes* américains. Si elles ont prêté davantage c'est simplement que les montants qui leur étaient demandés, s'accroissaient. Elles ont suivi le mouvement mais n'ont pas pris de mesures susceptibles de le provoquer. Évidemment, si cet accroissement du volume prêté n'avait pas eu lieu, si les banques avaient rationné les prêts, comme certains le préconisent aujourd'hui, le marché en eût été affecté. Là encore, la condition est nécessaire mais le moteur du mouvement ne se situait pas là.

À la recherche d'explications

L'observateur reste donc à la recherche d'autres explications que celles que propose la science économique, au mieux partielles, certes nécessaires mais pas suffisantes. Les auteurs déjà cités en conviennent d'ailleurs, qui précisent dans leurs travaux que les coefficients de corrélation avec les facteurs qu'ils ont identifiés sont significatifs mais relativement faibles, et ne peuvent expliquer à eux

seuls le phénomène de hausse immobilière, dans sa vigueur et sa durée. Il en va de même des autres facteurs classiques, à évolution lente, PIB, pouvoir d'achat, démographie, qui du fait même de leur inertie ne peuvent suffire à expliquer un mouvement rapide et de grande ampleur.

La recherche reste donc à poursuivre, mobilisant certainement d'autres branches des sciences humaines, pour comprendre ce changement généralisé de l'attitude collective quant au prix à payer pour être propriétaire d'un bien immobilier résidentiel.

Pour nourrir cette réflexion, soulignons qu'une telle recherche doit prendre en compte des dimensions de ce phénomène qui ne sont pas toujours suffisamment considérées.

D'abord sur la décorrélation entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers. Ces derniers n'ont pas suivi le même mouvement. Cela est bien repéré par divers travaux, mais on ne s'attache pas assez à décrypter ce que cela traduit. Le prix accepté pour obtenir le service élémentaire logement, exprimé par le loyer – avoir un toit – n'a pas évolué de façon parallèle aux prix d'achat mais a suivi approximativement le mouvement des revenus. Cela suggère que la hausse à expliquer, porte exclusivement sur ce que contient la différence entre ces deux familles de prix, c'est-à-dire la part attachée au « statut », de propriétaire, occupant ou bailleur, avec les dimensions psychologiques complexes liées à cette préférence. Le phénomène à expliquer est, en quelque sorte, celui de l'augmentation du prix de ce statut de propriétaire, à considérer comme distinct de celui du service logement.

En second lieu, les explications à trouver doivent intégrer le fait que cet appétit de propriété est resté strictement cantonné au résidentiel. L'évolution des prix des bureaux et locaux d'activité, ce que la profession appelle l'immobilier d'entreprise, ne ressemble en rien à celle qui a touché les logements. Elle n'a pas connu de mouvement violent, les différences de prix se justifient bien par les localisations et aménagés ; loyers et prix sont restés clairement corrélés, à des valeurs bien expliquées par les équations économiques courantes. Le statut de propriétaire n'y présente donc pas une dimension spécifique, distincte de sa rationalité économique, comme ça paraît être le cas pour le logement. Notons au passage que, preuve et conséquence de cette différence, les prix du foncier pour l'immobilier d'entreprise sont restés stables et, sauf rares

exceptions, très fortement inférieurs à ceux du résidentiel, à localisation comparable³, ce qui montre bien que le mouvement de hausse observé pour le résidentiel ne trouve pas sa cause dans une mystérieuse augmentation généralisée du foncier. Cette dernière, bien réelle pour le résidentiel et d'une plus grande amplitude encore que celle des prix immobiliers en est la résultante et non l'origine.

Enfin, il y a lieu de ne pas se tromper sur la lecture de la deuxième phase de ce mouvement, depuis 2010, comportant une différenciation accentuée des valeurs immobilières, nouvelles hausses dans les zones tendues et baisses dans les autres. Certains commentateurs sont tentés d'y voir une correction de la hausse généralisée précédente et un « retour à la normale ». Ça n'est pas conforme à ce qu'on relève. Cette différenciation a bien lieu, semble s'accroître, mais les prix qui en résultent restent très fortement au-dessus de ce que donnerait l'actualisation du prix des années 90, y compris dans les zones déprimées. Les différenciations jouent, mais ce sont des vagues sur une marée haute.

Bien comprendre tous les ressorts du mouvement des prix de l'immobilier résidentiel dans les 20 dernières années, nécessite encore bien des analyses et des recherches. À coup sûr, elles ne se situent pas toutes dans le champ de ce que décrit habituellement l'économétrie. Ce complément d'études reste à faire et c'est difficile. C'est pourtant hautement nécessaire. En effet, un point ne soulève guère de doute : c'est l'effet socialement calamiteux de cette situation de marée haute. Au fur et à mesure des transactions, un niveau élevé des prix immobiliers résidentiels se traduit par un prélèvement de ceux qui sont déjà détenteurs sur ceux qui entrent sur le marché, des nantis, les plus âgés et les plus riches, sur les plus jeunes qui rentrent dans la vie économique sans stock accumulé, un tribut des *insiders* sur les *outsiders*. Imaginer les politiques adaptées pour contenir ce phénomène implique de mieux en saisir toutes les dimensions. Bel objectif pour la recherche. ■

³ Cf. Arnaud Bouteille, « L'impact de l'usage de l'immobilier sur les charges foncières », *La revue foncière*, n° 10, mars-avril 2016.