

Pourquoi l'immobilier va baisser

Trois citations s'appliquent aux experts immobiliers. « *Un spécialiste, c'est quelqu'un qui sait tout sur quelque chose, et rien sur tout le reste* » (A. Bierce). « *J'appelle techniciens ceux qui se trompent selon les règles* » (P. Valéry). La dernière situe le jeu des acteurs : « *La stratégie consiste à continuer de tirer pour faire croire à l'ennemi qu'on a encore des munitions* ».

L'immobilier résidentiel va baisser sur des facteurs fondamentaux, rationnels. Parlons d'abord des facteurs comportementaux, irrationnels, qui ont forgé ma conviction.

Quand les pancartes « à vendre » fleurissent sur les immeubles des « zinzins », c'est que le marché atteint son plus haut. Sinon, les « zintelligents » ne seraient pas vendeurs. Quand les mêmes panneaux restent exposés un an plus tard, c'est qu'il n'y a plus de transactions aux prix affichés.

Quand des experts, en situation permanente de conflit d'intérêts (comme par exemple une rémunération au pourcentage), expliquent à longueur de colonnes que ces prix ne sont pas démesurés, se dégagent des relents de la bulle boursière. On nous ressert le coup des paradigmes. Si monsieur Bidule de l'observatoire Bidouille, parrainé par les professionnels du secteur, le dit, c'est alors la vérité vraie. Quand les médias titrent sur la « flambée des prix » -- en passant sous silence l'essoufflement du nombre des transactions -- ils jettent de l'huile sur le feu des achats-panique -- et auto-réalisateurs -- des particuliers les moins avisés.

La stratégie consiste à continuer de tirer pour faire croire à l'ennemi qu'on a encore des munitions

Les agents immobiliers portent négligemment l'estocade : « *Il vaut mieux acheter aujourd'hui car, dans six mois, ça risque d'être plus cher...* » A Paris, la hausse des prix a atteint 12% pour 2003... sur un recul de 2% des transactions. Au premier trimestre 2004, les prix ont encore grimpé de 14% selon la FNAIM... sur un tassement d'activité de 1% pour la France entière. Comme l'a rappelé, Sam Zell, spécula-

teur immobilier américain reconnu, lors d'un récent colloque à l'université de Wharton : « *Quand il n'y a plus d'acheteurs, il n'y a plus que des vendeurs.* » On connaît la suite sur les prix.

Les paramètres qui influent sur l'immobilier d'habitation sont multiples : démographie, stock de logements, solvabilité des ménages, conjoncture économique et chômage, incitations fiscales, taux d'intérêt et allongement de la durée des crédits immobiliers. Chaque argument avancé pour justifier la poursuite de la hausse des prix des logements dispose d'un ou plusieurs contre-arguments. Par exemple, le déséquilibre de la demande qu'on attribue à la décohabitation et à la natalité... et qui occulte les phénomènes « Tanguy » et colocation, amplifiés par l'incapacité à devenir primo-accédant aux prix actuels. Du côté de l'offre, la génération du « papy boom » va libérer d'ici deux à trois ans des appartements pour migrer sous le soleil. Sans oublier la loi Robien qui commence à déballer ses logements locatifs neufs sur le marché. L'immobilier est par essence un marché imparfait, qui fonctionne par à-coups cycliques. Le scénario de « l'atterrissage en douceur », c'est quand on joue avec l'argent des autres.

Le paradigme à la mode, c'est la « soutenabilité » de la hausse du prix des logements, grâce à l'allongement de la durée des crédits. De 1998 à 2004, les prix parisiens se sont envolés de 80%. Depuis 1994, les taux immobiliers ont, en gros, diminué de moitié, de 8,5% à 4,5%. Cette baisse explique mécaniquement une partie de la hausse des prix, soit l'économie induite sur la mensualité d'un crédit (qui diminue de 985 € à 765 € pour un prêt de 100.000 € à 15 ans). « *Puisque les taux ont baissé, vous pouvez emprunter plus, donc ça vaut plus cher !* » L'argument est... financièrement exact. Le sophisme est cependant fallacieux pour l'allongement du crédit : « *Puisque la durée est plus longue, vous pouvez rembourser sur plus longtemps, donc ça vaut encore plus cher !* » Certes, avec un crédit sur 30 ans à 5%, la mensualité tombe à 537 €. Baisse des taux et allongement du crédit représentent un allègement combiné de 45% sur le montant à déboursier chaque mois. Quelle aubaine !

Sauf que... l'allongement du crédit renchérit considérablement son coût : sur 30 ans, les mensualités totalisent 193.000 €, contre 138.000 € à 15 ans. C'est 40% de plus à rembourser, car le poids des intérêts est deux fois et demi plus important.

Et l'allongement augmente le risque de l'acheteur, dont l'apport personnel peut être intégralement laminé par une hausse des taux, désormais probable, de 2%. Si la baisse des taux explique une partie de la hausse de l'immobilier, l'augmentation des taux a l'effet de levier négatif inverse. Peu importe que le taux initialement contracté soit « fixe ». Quand les taux montent, la solvabilité du *prochain* acquéreur est réduite d'autant, et la valeur de marché baisse. C'est le retour du bâton, d'autant plus violent que l'endettement est important, qu'il a été contracté sur une durée longue et que les taux sont au départ historiquement bas. Ce risque s'appelle la « sensibilité au taux ».

Ainsi, quand on finance l'achat d'un logement avec 20% d'apport personnel (25.000 €) pour un crédit de 100.000 € sur 30 ans, et que les taux montent de 2%, on ne peut le revendre que 101.000 €, soit une perte de valeur de 19%, qui détruit la quasi-totalité de l'apport initial (tombé de 25.000 € à 1.000 €, une fois le prêt défalqué). Quand l'achat est financé sans apport, comme nombre de prêts immobiliers en ce moment, on est condamné à ne pas vendre avant l'échéance du crédit, au péril de ne pas pouvoir rembourser la banque. L'allongement du prêt augmente aussi la probabilité de défaillance de l'emprunteur...

Le paradigme à la mode, c'est la « soutenabilité » de la hausse, grâce à l'allongement de la durée des crédits

Notez qu'avec 125.000 €, on ne peut acheter que 30 m² à Paris où le prix *moyen* dépasse les 4.100 €. Contre 54 m² en 1998. Soit une baisse du pouvoir d'achat de 45%. Les beaux raisonnements en euros constants (déinflatés) ont du mal à convaincre des ménages qui se nourrissent avec des salaires courants, non indexés sur l'inflation depuis belle lurette... Et dire qu'il n'y a pas de problème car les prix absolus sont plus élevés dans d'autres capitales, c'est discutable car il faut raisonner en solvabilité relative des ménages. En proportion du revenu disponible des ménages français, les crédits immobiliers atteindront cette année le

record de 40%, contre 31% en 1998. Les familles ne peuvent plus suivre et sont évincées de Paris. Supposer que les zinzins internationaux vont prendre le relais des ménages, seul socle du marché, c'est oublier que le prix d'un bien finit toujours par s'aligner sur sa valeur fondamentale : celle des loyers actualisés, dans le cas de l'immobilier. Avec des ménages au maximum de leur capacité, les rendements locatifs commencent à diminuer, et la source des investisseurs étrangers se tarit.

La question n'est plus de savoir si l'immobilier résidentiel parisien va baisser. La question est désormais « *quand et combien ?* ». La dernière crise immobilière a démarré quatre ans après le krach boursier de 1987. Elle a duré six longues années (1991-1997) pour une perte de valeur d'un bon tiers. Meurtrier pour le patrimoine de ceux qui étaient endettés.



Par Christophe J. Nijdam,
Associé-gérant CapitalAction,
maître de conférences à
Sciences-Po Paris

opinion publiée dans *Le Nouvel Economiste*
du 9 juillet 2004

**Addendum postérieur à la publication
(08/11/2008) :**

- Le début des problèmes de l'immobilier en France est désormais daté de... 2004 (www.capitalaction.com/Challenges-16-10-08.pdf)
- Les prix de l'immobilier en France pourrait baisser cette fois-ci de... 40% (www.capitalaction.com/Les_Echos-05-11-08.pdf)