



L'immobilier est-il trop cher ?

DAVID AUBIN, DIRECTEUR GÉNÉRAL DE VICTOIRES HAUSSMANN, SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLES ET DE FONDS IMMOBILIERS POUR INVESTISSEURS PATRIMONIAUX ET FORTUNÉS.

Voici l'une des questions qui occupent actuellement les médias économiques, les professionnels de l'épargne, et finalement tous nos contemporains. Question légitime, tant le quart de siècle de hausse continue des prix de l'immobilier français défie l'adage « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ». Question fébrile eu égard à l'accélération récente de la hausse des prix de tous les actifs qui suggère immanquablement l'idée d'une « bulle ». Question un peu effrayante quand on sait que l'immobilier représente environ 40% de la richesse française, et qu'un krach réduirait considérablement la valeur du patrimoine du pays. Question qui semble toutefois induire un choix unique de réponse : le oui. La réalité est-elle toutefois aussi simple ?

Des prix en hausse

Les observateurs relèvent en premier le prix des logements, avec souvent un géocentrisme parisien qui fait oublier toutes les leçons de Galilée. Et les chiffres donnent le tournis : en 15 ans, l'immobilier parisien a crû de 9,7% par an (loyers réinvestis) pour atteindre des records (14 000€ / m²). On note néanmoins un net ralentissement sur les 5 dernières années, avec une hausse limitée à 2,7%.

A contre-courant de cette stabilisation des prix, les professionnels s'alarment de la forte hausse, plus récente, des prix de l'immobilier commercial : passé l'orage des années 2008 à 2012 qui avait vu l'investissement en Europe fondre de 60%, les prix se sont envolés : le mètre carré de bureau parisien qui se négociait autour de 10 000€ en 2009, se négocie désormais pour plus de 20 000€. La hausse des prix est encore plus importante sur les commerces de centre-ville et les hôtels. Si cet ensemble qui représente plus de 40% de la richesse du pays (plus que les placements financiers) se valorise autant, n'est-ce pas d'abord pour ses vertus ?

Nécessité et rareté de l'immobilier

L'immobilier est évidemment nécessaire. Chacun a besoin d'un logement. Or, nous étions 44 millions il y a 50 ans, et sommes désormais 67 millions dans le même nombre de grandes villes et des centres-villes bondés. Vivant davantage seuls, nous avons donc besoin d'encre plus de logements, et ils sont 30% plus grands qu'il y a 30 ans. Dans le même temps, la population active consomme bureaux, commerces et locaux d'activité, disputant des milliers de mètres carrés dans le centre des grandes villes, créant une inflation que rien n'enraye, et évinçant le logement vers la périphérie. Nécessité et rareté alimentent dès lors une tendance de fond à la hausse des prix.

Tangibilité

L'immobilier est l'actif réel, tangible, par excellence. Sauf risque extrême, un propriétaire immobilier sera toujours détenteur d'un terrain, et d'un actif susceptible de générer des loyers. Cette vertu, négligée en période d'euphorie économique, retrouve bien des attraits en période de tension. Avec l'or, la pierre est une valeur refuge. Mais à la différence de l'or, l'immobilier produit un rendement.

Résilience et attractivité des loyers

Pour l'investisseur en capital, l'immobilier présente le grand avantage de produire des loyers, rendement beaucoup plus stable et résilient que les dividendes.

Fait plus marquant : les loyers les plus faibles constatés sur les bureaux, commerces et logements en centre-ville sont considérablement plus élevés que la rémunération des emprunts d'Etat : environ 3% à Paris, 4% à 5% dans les métropoles régionales, contre 0,20% à 0,90% pour les OAT 5 à 10 ans. Par la même occasion, l'immobilier rémunère nettement au-dessus de l'inflation.

Ces facteurs combinés permettent à l'investisseur de s'assurer un revenu attractif, très peu volatil, et sur longue période, ce qui en fait à l'évidence une classe d'actifs remarquable.

Logement : en surtension ?

L'essentiel des craintes se fonde sur la hausse constante des prix, qui, ceteris paribus, complique l'accès au logement. A 4 133€/m², après des années de hausse, le logement français est-il trop cher ? La stagnation récente des ventes (120 000 par an) le suggère. Néanmoins la réalité est plus contrastée. Sur 30 ans, par exemple, la hausse des valeurs du logement en France, en incluant les loyers réinvestis pour la comparer utilement aux autres actifs, est de 8,4%. Mais si l'on corrige ces chiffres des loyers et de l'inflation, les prix d'acquisition moyens sont tout juste supérieurs à ceux de 2004 !

Les observateurs s'inquiètent aussi de la baisse de solvabilité des ménages, faisant fi de réalités incontournables : l'emprunt immobilier moyen d'un propriétaire français, soit 55 655 €, représente 4,1 années de revenus, à peine supérieur à la moyenne décennale. Et aujourd'hui, on emprunte sur 20 ans à 1,65%, contre 7% en 2000. Adieu les emprunts in fine dont on n'arrive pas à rembourser le capital : si au lieu de payer un loyer de 3,33% de la valeur de mon logement, j'achète en empruntant, je parviens à rembourser 33% de mon acquisition.

Ceci ne profite-t-il qu'aux riches investisseurs ? Voire. 75% des logements sont acquis pour être habités, et les encours de prêts immobiliers ont quintuplé en 20 ans (984 Mds €). Dernier élément de réponse : le marché du logement est libre et fluide (3 ventes par an pour 100 ménages) et les prix s'ajustent très rapidement à la baisse si les acquéreurs ne suivent plus : depuis janvier, 35% des 50 plus grandes villes de France ont vu leurs prix moyens diminuer. Un candidat acquéreur qui trouve le marché trop cher différera son achat en restant locataire. Dès lors, l'immobilier résidentiel est-il trop cher ? Nous sommes loin d'en être convaincus. Quand Paris se négocie à 8 017 Euros le m² (+ 41,5% en 10 ans), au niveau de New York (8 162 Euros) mais nettement en-dessous de Londres (9 921 Euros), on peut même miser sur un effet Brexit pour nourrir une hausse de 10%. En dehors de la capitale, les chiffres montrent que les prix sont à un niveau d'équilibre à moyen terme.

Bureaux et commerces : bulle spéculative ?

La réalité est assez différente sur l'immobilier d'entreprise. Après avoir été exagérément boudé, le marché de l'investissement a retrouvé depuis 2014 ses niveaux de 2007 (près 20 Mds € de ventes de bureaux par an, dont 73% en Île-de-France). Les prix sont exposés à des facteurs très antagonistes.

Puissant facteur positif : dans un climat des

affaires 6% supérieur à la moyenne longue, la France crée 200 000 emplois par an dans le tertiaire et les créations d'entreprise sont nombreuses. Résultat : sur Paris et les grandes métropoles régionales, les surfaces disponibles deviennent rares et il est facile de remplacer rapidement un locataire. De plus, sur 30 ans, les loyers de bureaux corrigés de l'inflation n'ont pas véritablement augmenté. Ceci sera-t-il tenable si l'offre de bureaux devient insuffisante ? Nous pouvons parier sur une hausse progressive des loyers sur la décennie à venir.

Plus préoccupant, en revanche, la hausse est très largement entretenue par les banques centrales : en abreuvant le marché de liquidités, elles créent une disponibilité artificielle et momentanée ; et en maintenant des taux très bas, elles poussent des flots d'épargne vers les actifs de rendement. 73% des acquéreurs sont des fonds, dont les SCPI et OPCV qui collectent environ 10 Mds € annuels, six fois plus que dans les années 2000. Et, le marché en Euros est 30% moins cher qu'il y a quelques années pour les acheteurs en dollars US (et en pétrodollars). Surabondance de liquidités se concentrant sur une classe d'actifs, le cocktail idéal pour alimenter une bulle. Indiscutablement, dès lors, les bureaux ou commerces parisiens sont devenus très chers, et seule une tendance haussière confirmée sur les loyers pourrait justifier le maintien de ces niveaux de prix.

Au-dessus du volcan ?

Le risque le plus fréquemment évoqué est celui de la hausse des taux d'intérêt. Or une hausse rapide nous semble très improbable, et une hausse mesurée serait probablement peu impactante. En revanche, si le secteur bancaire prend peur, la prime de risque des financements bancaires pourrait remonter brutalement, et le crédit se tarir. Un retournement de la violence de celui de 2007-2008 n'est alors pas à exclure.

Que faire avant l'orage ?

Pour un particulier qui souhaite se loger ou investir, tirer profit des taux de financement très bas reste très pertinent. D'autant que si l'inflation remonte au-dessus de 2%, il aura emprunté à taux négatif ce qui est historiquement inouï. En revanche l'investisseur professionnel ou institutionnel est condamné à un exercice très sain : choisir des actifs loin du Triangle d'Or parisien, avec du travail à faire (relouer, agrandir, rénover) et un potentiel de rendement élevé. Celui qui n'y parvient pas risque fort de payer trop cher. *