

La boucle est bouclée

*Après dix années de bulle spéculative,
le marché parisien des logements retrouve ses marques*

Retour à la case départ. Le marché parisien de l'immobilier a retrouvé une situation d'équilibre après dix folles années de bulle spéculative. Beaucoup d'acteurs n'en sont pas sortis indemnes, loin de là, puisque cette boucle immobilière aura représenté 200

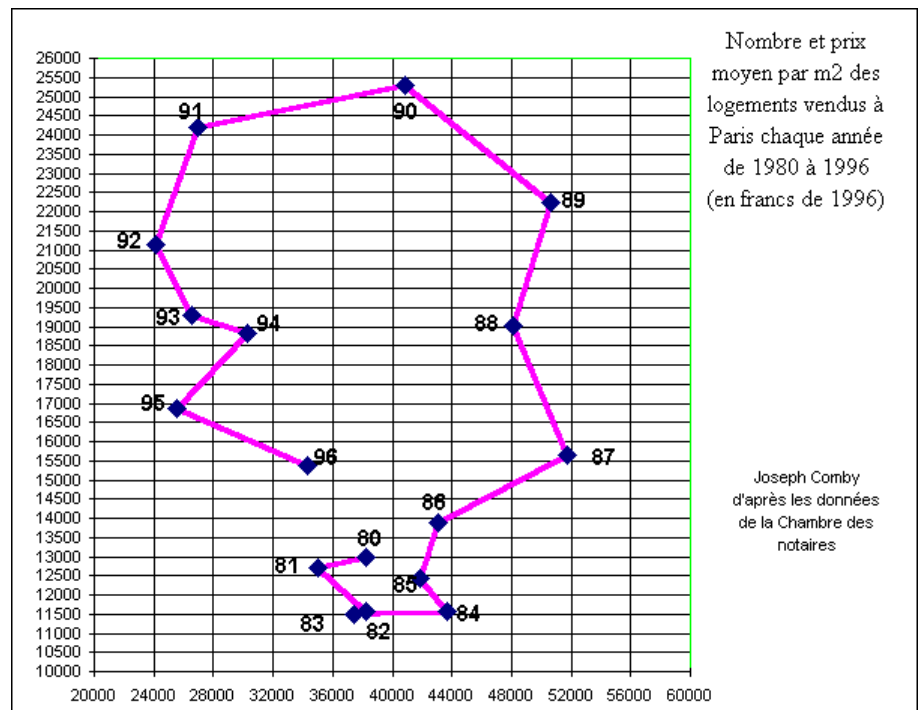
milliards de pertes sur la place de Paris¹ pour les banques et les compagnies d'assurances.

Pertes auxquelles s'ajoutent celles des 150 000 particuliers qui ont acheté des logements de 1988 à 1992 et ont vu leur patrimoine fondre du tiers ou de la moitié et continuent de régler les emprunts qu'ils avaient alors contractés au prix fort. Mais il y a aussi eu de gros gagnants, dont on parle moins, ceux qui ont su se dégager à temps, sans prêter l'oreille aux messages tranquilisants provenant des organismes

professionnels et des milieux officiels qui assuraient que le recul des prix à partir de 1991 était seulement passager. Tous les opérateurs aussi qui ont su faire supporter les pertes par des sociétés et des institutions, après avoir eux-mêmes tiré parti des bénéfices.

Ce graphique porte sur l'ensemble des ventes de logements existants. A côté des 40 000 ventes parisiennes annuelles, la part du marché du logement neuf est faible, habituellement de l'ordre de 1.200 à 1.500 par an. Il avait atteint 3 000 logements en 1989 grâce à l'augmentation des prix qui donnait une rentabilité à la reconstruction de la ville sur elle-même.

La mécanique de la bulle spéculative de l'immobilier, maintenant bien connue, a été évoquée dans *Études foncières* année après année, au fur et à mesure que nous suivions les données statistiques du couple prix-volume sur le marché parisien². Au départ, en 1986 et début 1987, une série de facteurs convergents donnent un supplément de valeur



¹ Évaluation proposée en mars dernier par Les Échos. D'autres estimations, pour l'ensemble de la France, vont jusqu'à 350 milliards.

² Cf. " Nouveau décrochage à Paris ", *Études foncières* n° 71, juin 1996 ; " Retour à l'équilibre de l'immobilier parisien ", *Études foncières* n° 67, juin 1995.

justifié à l'immobilier existant. C'est la suppression de l'encadrement des créations de bureaux qui ouvre une demande nouvelle pour des immeubles de logements qui seront remplacés par des bureaux. Ensuite, c'est l'arrivée d'investissements étrangers (de capitaux japonais notamment) en quête de placements dans une ambiance internationale de fin de crise. Mais surtout, l'annonce par le nouveau gouvernement d'une déréglementation des loyers va augmenter les valeurs locatives et donner une rentabilité nouvelle aux placements immobiliers.

Tous ces facteurs auraient dû finir de produire leurs effets fin 1987, et les prix auraient pu rester à leur nouveau niveau d'équilibre. Il aurait suffi d'un certain réajustement à la baisse du volume des transactions. En effet, quand une hausse brutale des prix a lieu, comme en 1996, après une longue stabilité (cas des années 1980-85), il est normal que le nombre des ventes commence par augmenter, simplement parce que la durée de chaque mise en vente se réduit. Chaque vendeur commence par demander, à tout hasard, un prix supérieur à la valeur de son bien pour baisser ensuite progressivement ses prétentions ; si le marché se met alors à monter dans le même temps, la vente sera plus rapide et le vendeur n'aura pas à réduire beaucoup le prix demandé. Il y aura alors plus de ventes dans l'année et, par compensation, les ventes seront moins nombreuses l'année suivante.

Cela ne s'est pourtant pas produit en 1988, ni en 1989, ni en 1990. Au contraire une demande spéculative est alors venue prendre le relais. Durant cette période, toute la presse spécialisée expliquait que la rentabilité d'un placement immobilier ne dépendant pas seulement de la valeur locative du placement, mais aussi des plus-values, il était normal d'inclure dans la valeur actuelle du bien une actualisation de sa plus-value future. Ce n'est pas faux, à une petite réserve près : cela suppose de connaître l'avenir.

A défaut de lire dans les astres, toute la presse économique de l'époque proposait à ses lecteurs de procéder par extrapolation : puisque les immeubles de tel quartier ont augmenté de 30 % durant les deux dernières années, c'est qu'ils augmenteront de 150 % au cours des dix années suivantes. Donc, dès maintenant, par actualisation de la valeur future, ils valent plus cher que leur valeur présente. La hausse expliquait, nourrissait et entretenait la hausse.

Habituellement, un tel processus ne peut heureusement pas aller très loin car il ne suffit pas que tout le monde se trompe en même temps sur les valeurs futures. Il faut encore que les acheteurs, apprentis spéculateurs, obtiennent les crédits nécessaires pour apporter leur contribution à l'incendie, faute de quoi le feu retombe vite. Mais les banques ont suivi. Elles ont suivi d'autant mieux que leurs préoccupations et leurs moyens d'étude étaient orientés non pas tant vers la prévision économique que vers la surveillance de leurs concurrents, aboutissant à ce que toutes fassent la même chose en même temps. Avec l'idée qu'il n'est pas trop grave de se tromper pourvu que ce soit en chœur. Et puis chaque responsable est récompensé en fonction de sa contribution à l'accroissement de l'activité, pas en fonction des résultats qui n'en découleront que plusieurs années plus tard.

Les vendeurs font de la résistance

Mieux, elles ont voulu être partie prenante aux " tours de table ". Ne se contentant pas d'apporter des crédits aux opérateurs, elles ont voulu participer aux opérations comme apporteurs de fonds propres, pour en partager les bénéfices attendus. Mais les capacités de crédit des banques elles aussi ont une limite. Les premiers signes d'essoufflement sont apparus au printemps 1990. La crise puis la guerre du Golfe ont provoqué un attentisme qui a brutalement calmé le jeu : si les prix ne montent plus, il n'y a plus de

raison d'acheter (dans une perspective de plus-values), et s'il n'y a plus actualisation d'une plus-value future, les biens valent moins que ce qu'ils valent.

La baisse des prix aurait donc pu s'amorcer dès cet instant, si un autre facteur n'était intervenu : l'encouragement des vendeurs à résister à la baisse. En règle générale, sur le marché de l'immobilier, le vendeur ne peut rien à la valeur de son bien, laquelle ne dépend que de la compétition entre les acheteurs et des facteurs qui animent cette compétition. Mais il peut refuser de vendre et, de fait, le plus souvent, rien ne l'empêche de reporter à plus tard son projet de vente. à partir de 1991, la résistance des vendeurs potentiels a été grandement stimulée par le discours ambiant, aussi bien celui des pouvoirs publics que celui des organismes professionnels, adeptes de la méthode Coué, qui ont tendu à nier le retournement, puis à le minimiser, puis à annoncer année après année un frémissement, une reprise imminente, etc. Bref, si on était vendeur, il était urgent d'attendre que les prix remontent.

Au lieu d'un effondrement des prix, c'est d'abord un effondrement du nombre des ventes qui a été enregistré. Et pendant cinq ans les candidats vendeurs ont tenu bon, pour le plus grand malheur de ceux qui ont le mieux résisté, retardant par là même le moment de la reprise du marché qui ne pouvait pas avoir lieu tant que la purge des valeurs n'était pas achevée. Le graphique page ci-contre montre bien cette résistance puisque de 1991 à 1995 inclus, le nombre des ventes reste très inférieur au rythme d'équilibre tel qu'il existait au début des années 1980. Or, qui dit résistance des vendeurs dit réserve de baisse. Cette résistance n'a pris fin qu'en 1996 et le marché a presque retrouvé son volume normal, un peu aidé artificiellement il est vrai par des mesures fiscales. Il ne descendra pas beaucoup plus bas.

Bulle ou cycle ?

Doit-on s'attendre à une nouvelle hausse des prix ? Autrement dit, était-ce seulement une bulle ou s'agit-il au contraire d'un cycle ? Rien de ce qui s'est passé depuis dix ans ne permet de soutenir la thèse du cycle répétitif. Une bulle spéculative de l'ampleur de celle que le marché parisien a traversée s'analyse rationnellement et ne possède pas dans son mécanisme de facteurs auto-entretenus. Il a fallu au départ une conjonction de facteurs exogènes qui n'ont pas de raison particulière de se reproduire régulièrement.

D'ailleurs, les acteurs économiques ne sont pas si dépourvus de mémoire qu'on veut bien le dire. Si la bulle spéculative immobilière a pu prendre à Paris une telle ampleur et les banques commettre de telles erreurs, c'est précisément parce que le phénomène était assez nouveau en France. Dans les pays anglo-saxons où l'on a l'habitude des fluctuations de l'immobilier, les acteurs n'ont pas eu le même comportement.

On ne retrouvera donc pas de sitôt les valeurs record de 1990.

Joseph Comby

... en réalité, il faudra douze ans pour retrouver (hors inflation monétaire), en 2002, les valeurs de 1990, et les faire presque doubler dans six années suivantes