

Document de travail confidentiel

Approche du poids du financement du logement dans la finance de long terme et possibles évolutions

A l'évidence abriter sa famille des intempéries ou des environnements hostiles est une des toutes premières nécessités des humains. Il est donc naturel que cette nécessité se voit attribuer des ressources conséquentes en termes de génie, d'industrie et de financement.

D'un point de vue financier, en flux, ce sont 25 à 35% des revenus des ménages qui sont affectés au logement et en stock, soit 6 500 milliards d'euros soit encore 65% du patrimoine des ménages français.

Sur le plan du marché immobilier :

- en **stock**, ce sont 32 millions de logements, couvrant environ 3,2 milliards de M². Ce chiffre est à comparer avec le « marché immobilier » au sens des grands acteurs d'aujourd'hui, lequel marché se limite principalement aux surfaces de bureaux qui ne recèlent que 150 millions de M² ;
- en **flux**, ce sont 800 000 transactions portant sur des unités neuves pour un tiers et une rotation du stock pour deux tiers, soit un taux de rotation de 1,7%, et un chiffre d'affaires, aux prix actuels, estimé à 250 000 euros par transaction, de 200 milliards d'euros ;
- en **financement**, la part d'apport personnel représente 20% et la part financée le solde, soit un montant de production annuel de 160 milliards € de crédits très majoritairement alloués par les banques :
- le **stock de crédits** s'élève à fin 2011 à 850 milliards €, très généralement à taux fixe, sur des durées en moyenne de 211 mois à la souscription et 96 mois en durée moyenne effective ;
- Le **taux d'intérêt moyen** en octobre 2011 s'établit à 3,93%, équivalent au taux d'emprunt de l'Etat français à 30 ans à la même époque.

Il s'agit là, répétons-le, d'ordres de grandeur et a priori cette situation ne présente pas d'élément anormal pour un pays comme la France.

Cependant, les banques qui se livrent, sur le marché de l'acquisition de clients bancables et solvables, une bataille sans merci et sans trêve, ont érigé, à tort ou à raison, en dogme la captation des clients et leur conservation au moyen quasi exclusif du crédit immobilier (y compris ex ante par les PEL et CEL). L'idée est raisonnable ; elle s'accompagne de la délivrance d'une assurance décès-invalidité tout à fait utile et de la domiciliation des revenus futurs des ménages. L'expérience montre, en effet, que les clients restent assez fidèles à leur établissement de primo-accession.

Le bât blesse quand les directions du marketing des banques, poussant à l'extrême la recherche de performance brute, en viennent à perdre de vue le coût d'acquisition de cette clientèle et, tout simplement, la rentabilité des opérations. En effet, ces crédits étant alloués à des conditions de taux anormalement basses, il en résulte pour les banques :

- une marge nulle sur un stock de 850 milliards €, soit un défaut de rémunération d'au minimum 8,5 milliards € pour la première année ;
- une marge très significative sur les assurances obligatoires, marge de plus en plus souvent mise en concurrence, et marge réalisée dans un métier d'assureur.

Globalement le coût d'acquisition d'un client ressort à environ 2000 €, ce qui est un montant raisonnable mais il s'étale sur toute la durée de l'opération, et en lente dégressivité.

Au-delà des conséquences de cette erreur d'appréciation pour le compte de résultats des banques, une étude de Michel Martinez, Chef économiste France de la Société Générale CIB, résumée dans un numéro récent de la revue Option Finance, rejoint les travaux développés par Jacques Friggit ¹ et ceux des spécialistes de l'OCDE et de l'INSEE relatés dans l'édition du journal Les Echos du 30 avril dernier sous la plume de Myriam Chauvot, et montre que :

- la hausse des prix de l'immobilier sur 20 ans a excédé de 105% la hausse due à l'inflation générale constatée sur les prix ;
- ce surcroît de hausse est imputable pour 70% à la baisse des taux, pour 25% à l'allongement des durées et pour 10% à l'augmentation des revenus des acquéreurs.

Cette situation anormale est dûment confirmée dans différentes études et statistiques notamment publiées par l'IEIF qui attribuent au logement parisien des taux de rendement annuel de 17% en 2011, 13% sur les 10 dernières années et 14% pour les 40 dernières années, malgré une faiblesse récurrente progressions des revenus nets (2 à 4%) et une inflation de niveau assez modéré. Ces niveaux de performance ne sont donc atteints que par le jeu de la valorisation qui intègre en premier lieu l'inflation et la rareté relative des biens, mais aussi la traduction d'un taux d'effort constant des acquéreurs dans une ambiance de 30 années de baisse des taux.

Cette situation anormale marque en profondeur le comportement et le devenir des différents acteurs de la filière de l'immobilier de logement.

¹ Voir également les études de J. Friggit conseil général de l'environnement et du Développement durable, <http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-1200-2012>.

Les acquéreurs

Tout se passe effectivement comme si, après avoir satisfait une demande ultra-solvable, le marché se compose pour l'essentiel de clients qui consacrent à leur logement une part de leurs ressources financières en haut de fourchette, soit 30 à 35% de leurs revenus, qu'ils soient locataires ou accédants à la propriété. Ce haut de fourchette est aussi une limite et les acteurs de la filière logement se sont attachés à maintenir constant ce taux d'effort et à laisser les prix se décaler au fur et à mesure de la baisse des taux sur la période.

A l'évidence cette situation ne bénéficie pas aux accédants à la propriété puisque leurs mensualités restent à la limite supérieure admissible, mais sur des durées allongées et avec un risque de valorisation à l'époque de la revente éventuelle. Ce risque étant cependant modéré pour les ménages restant dans le même marché puisque le bien qu'ils choisiront en échange pourra voir sa valeur évoluer parallèlement.

A l'évidence ce surcroît de charge pèse sur la consommation et le financement d'autres projets (études, retraite, ...).

Au demeurant, le volume d'endettement des ménages est passé en 10 ans de 35 à 55% du PIB.

Les vendeurs

Les vendeurs sont le plus souvent aussi acquéreurs et donc connaissent un sort identique. Cependant il existe une catégorie qui tire tout le profit de la situation. Il s'agit des vendeurs nets qui bénéficient de conditions de valorisation exceptionnelles. Pour ces vendeurs nets la seule question difficile reste de replacer les fonds ainsi mobilisés en dehors du marché immobilier et dans des conditions de sécurité et rendement comparables ou acceptables, ce qui est pour aujourd'hui, voire encore demain, un vrai challenge.

Les banques

- Acquittent un prix très élevé pour conquérir et fidéliser un client supplémentaire ;
- acquittent la même « prime » pour un client déjà présent ;
- se privent d'un minimum de 8,5 milliards € de PNB qu'il va falloir trouver sur d'autres marchés dans ou hors métier de banque ;
- se mettent en risque sur la valeur des actifs, malgré des taux de défaut faibles en France, mais souvent plus élevés à l'étranger (0,08% en France, 8% en Espagne ce qui est un extrême). Standard & Poor's estime que les banques françaises peuvent résister à un « choc » de 15% sur la valorisation de l'immobilier ;

- n'ont pas de refinancement évident pour de tels volumes à taux fixe sur longue période, ni de capacité à titriser ces créances dans des conditions optimales ;
- espèrent continuer à bénéficier de la différence entre durée à la souscription (211 mois) et durée effective (96 mois) . Signalons que cet écart moyen a été observé au cours d'une période de baisse des taux de 30 années consécutives. On ne peut pas croire que dans une période de hausse, même modérée, des taux, qui peut survenir à moyen terme, les emprunteurs aient la même envie de rembourser par anticipation alors qu'il auront la possibilité de replacer ces sommes avec un différentiel positif . Dans une telle occurrence, la jouissance de ces crédits sur leurs durées totales souscrites auraient des conséquences très significatives sur le niveau des encours et les besoins de refinancement des établissements prêteurs .
- sont engagées dans un jeu absurde de concurrence qui les amène à agir massivement à perte sur un marché par ailleurs tout à fait sain en objets et en clientèle ordinairement solvable.
- Ces 850 milliards € d'encours peuvent se comparer avec le financement des entreprises dont l'encours s'élève en février 2012 à 827 milliards €, dont 350 dédiés au secteur immobilier.

Globalement l'addition de cette erreur collective de tarification est lourde : défaut de résultat, risque de liquidité et risque de taux sur longue période.

Les investisseurs institutionnels

Ces investisseurs se sont très largement dégagés de ce type d'actifs depuis plusieurs décennies pour un bouquet de vraies raisons :

- la difficulté à gérer un grand nombre de locataires alliés : personnel, amis, ...
- la difficulté à gérer les locataires dans leur ensemble. La gestion d'un parc locatif est un métier qui requiert des techniques bien particulières, beaucoup de présence, d'écoute, de patience et de bons avocats. Avant que les investisseurs aient décidé de déléguer cette gestion à des asset managers spécialisés, la faiblesse relative des flux de loyers a précipité une décision de vente ;
- la nécessité de compenser la relative baisse des rendements d'autres actifs en réalisant des plus-values importantes sur des actifs à faible rendement en flux ;
- les parcs locatifs détenus par ces investisseurs ont en effet révélé des niveaux de plus-values importants voire très importants dans des ventes « à la découpe », à comparer avec des flux de loyers faibles, une relative absence d'effet inflation sur ceux-ci, et une difficulté récurrente de gestion ;
- plus globalement, les passifs de ces investisseurs ayant encore actuellement une tendance au raccourcissement de leurs durées, il est privilégié, à performance totale égale, un équilibre flux/valorisation plus à l'avantage des premiers. L'exemple est montré dans l'intérêt de ces

investisseurs pour les marchés immobiliers du bureau ou des surfaces commerciales qui génèrent plus de flux périodiques ;

- enfin, d'une manière générale, il faut signaler la disparition d'un grand nombre d'équipes de ces investisseurs capables de gérer avec succès cette classe d'actifs.

Les locataires

Le désengagement des investisseurs, dont les investisseurs institutionnels, a pour effet évident de réduire la dimension du marché locatif, accroissant ainsi la rareté et, par ailleurs, cette hausse des valeurs a également pour effet de rendre les bailleurs plus exigeants quant au niveau des loyers demandés. Les difficultés de logement en sont ainsi amplifiées.

Rappelons qu'un marché locatif dense et consistant est une condition incontournable pour que tous les ménages puissent se loger dans des conditions décentes par rapport à leurs besoins et leurs activités et qu'il s'agit d'un moyen très puissant d'éviter des crises de type « sub-prime », les malaises sociaux et l'embolie certaine qui menace une société d'arapèdes.

Les locataires sont évidemment touchés négativement par cet état de fait qui peut également les pousser à se porter à leur tour acquéreur dans des conditions de plus en plus tendues.

Les promoteurs

Le temps n'est plus où le prix de vente d'un programme était déterminé par un multiple du prix d'acquisition du terrain et du droit à construire. En revanche, l'élévation des prix des logements neufs ou rénovés, qui supportent la TVA au taux plein, rappelons-le, se porte bien sûr sur la valorisation des droits à construire, les autres éléments tels que travaux, portage financier, commercialisation, marge, ... pouvant évoluer de manière plus retenue.

Les promoteurs sont ainsi également touchés négativement par la raréfaction des terrains constructibles dans des conditions économiques acceptables et par le risque pris sur des éventuels stocks de biens à développer ou en cours de développement.

Les autorités

Françaises, européennes ou internationales, les autorités, Etat et tutelles, extraordinairement pointilleuses sur la définition de la taille minimale des escargots ambidextres commercialisables, n'ont pas été en mesure de définir la notion de « vente à perte » en matière financière. Il s'agit pourtant d'une notion très importante, commune à toutes les activités commerciales, qui n'est qu'approchée par Bale II et III, mais en aucune manière cette pratique n'est proscrite. Ce n'est pas faute de travaux de recherche ou d'apports scientifiques de tous ordres, ou alors est-ce dans l'intention de protéger certaines formes de spéculation de type vente à découvert ?

Peut-on en conclure que cette absence de disposition prudentielle profite finalement aux autorités en évitant un sujet qui fâche alors qu'en apparence tout fonctionne sans heurt, à l'Etat dont le système fiscal trouve largement sa part dans l'envolée des prix en taxes indirectes et directes ?

Il est vrai que, pour le personnel politique, faire assimiler à la population qu'il faut revenir sur des positions excessivement généreuses des banques à l'égard de leurs clients est aussi un challenge qui demande talent et goût du sacrifice.

La collectivité

Cependant, pénurie de logement, cherté du logement, caractères inappropriés des surfaces, de la localisation, des prestations, du bilan énergétique, ce sont les propos les plus fréquents sur le thème du logement, en particulier de la population active.

Il paraît clair que les conditions financières absurdes qui prévalent ont finalement pour conséquences à la fois la quasi-impossibilité de produire des logements même sociaux dans des conditions acceptables et un « rent crunch » qui comprime le marché locatif dans des volumes de plus en plus réduits.

Parvenus à cette étape, il nous faut essayer d'imaginer quelles suites peuvent être envisagées.

Le statu quo

Peu probable compte tenu des difficultés grandissantes de tous les acteurs de cette filière qui subissent les effets directs ou indirects de conditions financières absurdes qui mènent l'ensemble des acteurs de la filière à l'épuisement et les banques probablement au-delà de leurs capacités de transformation.

La crise de l'immobilier

Conséquence d'une multiplicité de raisons et d'évènements, les prix s'effondrent de 50%, les transactions se figent, les banques sont en risque sur la valeur des actifs, un certain nombre d'acteurs surpris en mouvement ou en stock sont ruinés.

Ce schéma est possible mais n'est pas le plus vraisemblable en raison de la rareté persistante et de l'appétit constant des ménages ou des investisseurs pour les actifs « tangibles ».

Les effets de la régulation bancaire

Sans rêver d'une régulation qui enjoindrait aux banques de s'abstenir de vente à perte, les conditions nouvelles de transformation créées par Bâle III vont amener, et amènent déjà, les établissements bancaires qui produisent la quasi-totalité des crédits au logement à resserrer leurs conditions d'octroi en ce qui concerne la solvabilité des prêteurs et des emprunteurs, les taux d'intérêt demandés à la hausse et la durée des crédits à la baisse.

Il paraît clair que, mécaniquement, ce resserrement accru dans le temps va provoquer une baisse des valeurs que l'on peut imaginer autour de 30%. Cette baisse des valeurs aura un certain nombre d'effets positifs sur l'ensemble de la filière et ses acteurs, mais ces effets se produiront dans un environnement économique, financier et social sans doute modifié.

On peut en tout cas s'attendre dans cette occurrence à :

- un allègement considérable des valeurs et des risques. – 30% en valeur, c'est mécaniquement – 37% en montant de crédit exposé aux risques de contrepartie et de valorisation et une LTV qui passerait de 80 à 71% ;
- la solvabilisation de nouveaux accédants ;
- un retour possible des investisseurs, dont les investisseurs institutionnels, qui retrouveraient des niveaux de valeurs, de flux et d'espérance de valorisation compatibles avec leurs politiques d'investissement ;
- et donc un re-développement d'un marché locatif absolument indispensable pour loger tous les ménages dans des conditions de fluidité bien adaptées à une période où la mobilité peut être un atout ;
- une réallocation de financements à long terme, 100 milliards € contre 160 précédemment étant absorbés par le financement du logement, 60 milliards € peuvent être affectés chaque année à la réduction des crédits ou, de préférence, à d'autres financements de long terme tels que infrastructures, entreprises industrielles, ... Il s'agit d'une somme considérable que l'on peut envisager voir être investie dans des projets plus productifs ;
- signalons que dans l'article cité plus haut du journal Les Echos, il apparaît clairement que le prix des logements en Allemagne a connu une progression nulle sur la période 1991-2010. Ce pays a ainsi pu préserver sa capacité d'investissement à long terme dans des projets de production de biens et de services.

En conclusion de cette description, il paraît possible d'affirmer que des crédits au logement, alloués dans des conditions financières viables permettant à chaque acteur de jouer son rôle sans péril excessif. Ces crédits, re-calibrés à la lumière d'une régulation raisonnable, permettraient de mettre un terme à une situation absurde sans profit pour quiconque et avec des risques pour tous.

Dans cette attente, on ne peut qu'attirer l'attention du lecteur sur une catégorie importante de vendeurs nets constituée des personnes au seuil de la dépendance. La période présente est, avec ses excès, une opportunité sans doute exceptionnelle pour concevoir et créer des véhicules qui accueilleront en toute équité certifiée les actifs immobiliers de personnes en situation de dépendance qui pourront céder un droit réel viager et financer ainsi leur séjour en établissement spécialisé. C'est sans doute aussi un rôle des investisseurs institutionnels que de se préoccuper de ne pas laisser ces cas sans solution ou avec des solutions actuariellement mal établies.

Philippe Haudeville 7 mai 2012