

CRISE IMMOBILIÈRE : UNE LEÇON À RETENIR

CLAUDE TAFFIN*

La crise immobilière que subit la France depuis trois ans est d'une ampleur sans précédent. Marché cyclique par excellence, l'immobilier subit des contractions à intervalles plus ou moins réguliers. Cependant, il semble établi, malgré l'insuffisance des données statistiques, que le recul des transactions et des prix en francs constants n'a jamais été aussi important. De plus, en raison de la modération de l'inflation, on a assisté à une baisse sensible des valeurs nominales : si cet événement n'a pas de portée économique particulière, il revêt cependant un impact psychologique certain.

Jusqu'à une période récente, l'économie française était l'une des moins cycliques parmi celles des pays développés, à l'opposé par exemple des Etats-Unis. Quant à l'immobilier, la construction de logements y était largement prépondérante. Dominée par le secteur aidé, cette activité fut longtemps abritée des aléas du marché. Il en va tout autrement depuis une dizaine d'années :

- l'abandon des politiques de soutien conjoncturel et les déréglementations financières exposent plus largement l'économie toute entière à des variations cycliques ;

- la part du logement aidé s'est fortement réduite dans la construction et celle-ci ne représente plus guère que la moitié du marché des transactions d'occasion;

- la construction non résidentielle, notamment de bureaux, a connu un développement considérable dans la seconde moitié des années quatre-vingt et cette activité est beaucoup plus sensible que le logement aux variations des paramètres économiques et financiers.

La crise actuelle est d'autant plus violente qu'elle fait suite à une période d'euphorie exceptionnelle, ce qui est conforme à la logique des cycles, et qu'elle atteint simultanément toutes les composantes du marché immobilier, à l'exception évidente du secteur locatif social. Mais, s'il est vrai que les mêmes causes, hausse des taux d'intérêt et recul de la croissance économique, produisent les mêmes effets, l'immobilier d'entreprise et le

151

* Directeur de l'Observatoire foncier et immobilier du Crédit foncier de France.

logement présentent aussi de telles spécificités que la genèse de la crise, son ampleur et ses perspectives d'évolution sont très différentes selon le secteur concerné.

DES CAUSES EVIDENTES... AUJOURD'HUI

Après deux années brillantes (la croissance du PIB marchand en volume a été de 4,8% en 1988 et 4,7% en 1989), l'économie française a subi un fort ralentissement qui s'est transformé en récession fin 1992. La remontée du chômage qui s'est ensuivie a réduit les besoins immobiliers des entreprises et dissuadé les ménages d'accéder à la propriété. Pourtant, le taux de chômage en 1992 était encore inférieur à celui de 1987 (10,3% contre 10,5%, taux de chômage au sens du BIT en moyenne annuelle) mais la brutalité du phénomène et le fait que la plupart des catégories sociales soient désormais touchées ont affecté les comportements au-delà de l'effet mécanique attendu. Non seulement la composante conjoncturelle est particulièrement accentuée, mais le chômage structurel qui se développe dans notre pays depuis la fin des années soixante provoque une inquiétude plus vive car il ne se cantonne plus dans les secteurs sinistrés de longue date : charbon, acier, textile; il affecte gravement les activités tertiaires et se répand dans toutes les zones urbaines et parmi les cadres.

152

La montée des taux d'intérêt, si fréquemment invoquée parmi les facteurs essentiels de la crise immobilière, présente aussi un décalage entre les données brutes et leur impact psychologique. Si l'on s'en tient aux chiffres, il apparaît qu'entre le point bas (fin 1988) et le point haut (1991) l'écart entre les taux nominaux pratiqués en matière de crédit au logement pour les particuliers dépasse à peine un point (*graphique 1*).

Pour des prêts à taux fixe et annuité constante, cet écart correspond à une augmentation de l'annuité voisine de 5%. L'évolution moyenne des taux réels n'est guère différente puisque, entre 1988 et 1991, le glissement annuel des prix n'a connu que des fluctuations de faible amplitude autour de 3%.

Les effets des taux réels

Le taux réel est bien mal nommé puisqu'il devrait intégrer les anticipations de hausse des prix au cours de la période de remboursement et non la mesure d'une évolution réelle mais passée. Or, ce qui a beaucoup changé, c'est l'appréciation par les acteurs du taux réel; ceux-ci ont pris conscience du fait que l'inflation était durablement maîtrisée. Autrement dit, les acheteurs des années 1987-1988 espéraient encore que, comme ceux des deux décennies précédentes, ils verraient tôt ou tard leur charge de remboursement allégée par l'inflation. Cet espoir s'est très générale-

ment amenuisé pour faire place à des anticipations défavorables à l'immobilier, à savoir le maintien de taux réels sensiblement positifs avec une faible hausse des prix et des revenus. Il a fallu quelques années pour prendre conscience que cette situation serait durable et pour en mesurer les premiers effets négatifs sur les accédants à la propriété et les investisseurs.

D'abord, les accédants modestes ou du moins ceux qui ont peu d'apport personnel comme les jeunes primo-accédants, sont contraints à un effort prolongé qui les rend fragiles plus longtemps. En effet, leur taux d'effort, c'est-à-dire le poids relatif des remboursements d'emprunt par rapport au revenu, qui diminuait de moitié en 6 ans au milieu des années soixante-dix, n'était plus réduit que de 20% vers 1985. En outre, le recours à des progressivités fortes pour améliorer la solvabilité initiale est désormais limité par la croissance ralentie des revenus nominaux.

Les établissements prêteurs ont donc été confrontés à une nette augmentation des défaillances, la fréquence accrue des divorces s'ajoutant aux motifs d'ordre économique (chômage) et financier (taux réel). On peut, au total, estimer que le taux de contentieux a triplé, passant de 1% à 3% environ au cours des années quatre-vingt. Les prêteurs ont alors réagi d'une part en se montrant plus exigeants sur le ratio de solvabilité et l'apport personnel et d'autre part en décourageant la clientèle a priori la plus fragile par des propositions de taux peu attractives. C'est ainsi que l'écart de taux entre prêt libre et prêt conventionné est devenu insignifiant.

153

Pour les accédants aisés, qui s'endettent moins lourdement, le coût du crédit immobilier est moins déterminant, mais constitue un facteur d'attentisme supplémentaire. La montée des taux à court terme, qui, elle, a été très importante, de l'ordre de 2,5 points entre 1988 et 1991, a favorisé la rémunération de leur épargne. Il en est résulté le gel des transactions du haut de la gamme, les acquéreurs potentiels anticipant la poursuite de la baisse des prix et des taux avant de revenir sur l'immobilier. Cette attitude accentue le ralentissement mécanique des autres transactions : initié par la désolvabilisation des primo-accédants, celui-ci affecte, de proche en proche, tous les ménages qui doivent revendre un logement pour en acquérir un nouveau.

Quant aux investisseurs enfin, les taux d'intérêt élevés les détournent de l'immobilier : d'une part, l'effet de levier de l'endettement joue de façon beaucoup plus modeste, d'autre part les placements financiers sont plus attractifs. C'est, pourrait-on dire, par erreur sur sa nature que l'investissement immobilier, en particulier l'immobilier de bureaux, a été florissant entre 1986 et 1990. Considéré comme un investissement de court terme, il a permis de réaliser des plus-values assez importantes pour masquer la faiblesse des rendements locatifs. Dès que les perspectives de plus-values se sont estompées, les investisseurs se sont brutalement retirés.

Une hausse des prix très inégale

La montée des prix particulièrement accentuée à Paris, aussi bien en matière de bureau que de logement (*graphique 2*), n'a pas seulement provoqué une baisse des rendements. Combinée à la hausse des taux d'intérêt, elle a désolvabilisé les accédants à la propriété. Le cas extrême est celui des primo-accédants à Paris intra-muros dont le «pouvoir d'achat immobilier» a été divisé par 2 entre 1979 et 1991. Au terme d'une analyse prenant en compte l'évolution des revenus, du prix des appartements et des taux d'intérêt, il apparaît qu'un ménage parisien, utilisant au maximum (30% de son revenu) sa capacité d'endettement, ne pouvait plus acquérir, en 1991, que 26 m² dans l'ancien au lieu de 53 en 1979¹. Dans le neuf, le rapport est aussi du simple au double, mais sur une durée plus longue (19 m² en 1991 contre 38 m² en 1973).

Cependant, l'évolution des prix de l'immobilier n'a pas été homogène sur tout le territoire. Au contraire, les années quatre-vingt sont marquées par l'accentuation des déséquilibres régionaux et locaux, alors que les écarts avaient eu tendance à se réduire aux cours des années précédentes. Ainsi, d'après une étude portant sur Paris et 168 communes de banlieue, les prix du foncier ont augmenté de 100 % entre 1984 et 1990 à Paris et dans les communes les plus chères, contre seulement 25 % dans les 42 communes les moins chères². Les contrastes entre régions sont moins violents : entre 1980 et 1990, les prix réels des logements ont presque doublé en Ile-de-France ; ils ont plus ou moins augmenté dans quatre autres régions (Rhône-Alpes, Languedoc-Roussillon, Midi-Pyrénées et Aquitaine) ; ils ont stagné, voire régressé partout ailleurs³. La crise est en général la plus sévère là où les prix avaient le plus monté mais la responsabilité de la hausse des prix dans la crise ne peut pas être invoquée sans nuance.

154

... AGGRAVÉS PAR DES FACTEURS SPECIFIQUES

Chacun des facteurs évoqués ci-dessus était de nature à provoquer un ralentissement des marchés immobiliers. Or, non seulement, ils se sont cumulés mais d'autres éléments, ceux-là propres à tel ou tel segment, sont venus s'y ajouter. C'est sans doute en matière d'immobilier de bureaux que le cumul d'événements malheureux a été le plus important.

1 *Analyse financière du marché du logement parisien - Cholet Dupont, novembre 1992.*

2 *Les banlieues à deux vitesses, par J. Comby, Etudes Foncières n° 53, décembre 1991.*

3 *Source : fichier IMO de la Direction Générale des Impôts.*

La surestimation des besoins en bureaux

Au début de 1985, le parc de bureaux d'Ile-de-France comprenait 29 millions de m². Entre 1985 et 1991, 12 millions de m² supplémentaires ont été mis en chantier, ce qui correspond à un accroissement de 40% ; le département des Hauts-de-Seine a enregistré une hausse de 90%. Cette progression foudroyante s'explique par la libéralisation de l'agrément : la demande d'agrément préalable pour construire des bureaux en blanc, exigée par l'administration depuis 1960⁴ a été supprimée en janvier 1985. Cela a facilité un développement longtemps contrarié et accru les choix d'implantation des entreprises. La croissance des besoins se justifiait notamment par la tertiarisation de l'économie, avec la création de nombreuses sociétés de services, ainsi que par l'amélioration des conditions de travail et la diffusion de la bureautique, qui se sont traduites par l'extension de la surface par employé nécessaire. Le regain de croissance économique a en outre accru les disponibilités financières des entreprises tandis que les capitaux étrangers affluaient, attirés à la fois par les prix très compétitifs, la situation géographique favorable et la perspective de plus-values qui semblaient assurées.

Mais, à partir de 1990, tous les paramètres se sont inversés. Le taux de croissance de l'économie est revenu dès 1990 en dessous du seuil (de l'ordre de 2,8%) au-delà duquel sont créés des emplois. Les investisseurs étrangers, japonais et suédois notamment, se sont brutalement retirés du marché : leurs engagements seraient passés de 12 milliards de francs en 1989 à moins de 1,4 milliard en 1992. Les investisseurs nationaux ont également diminué leur activité (*graphique 3*). Les compagnies d'assurance, en particulier, ont connu des résultats moins favorables ; plusieurs d'entre elles ont aussi entrepris des restructurations, mobilisant les moyens nécessaires aux dépens des placements traditionnels comme l'immobilier. L'offre est donc devenue excédentaire, d'autant qu'arrivaient sur le marché les programmes ambitieux lancés lors des années d'euphorie et calibrés pour répondre à la demande supposée des grands groupes internationaux.

Une fois les perspectives de plus-values réduites, les taux de rendement parisiens, parfois inférieurs à 5%, sont vite apparus insuffisants par comparaison avec d'autres localisations et avec les placements financiers. En outre, le niveau élevé des droits de mutation, un temps occulté par la forte progression des valeurs nominales, est redevenu un lourd handicap à l'acquisition. Le doublement des prix en 4 ans était un phénomène excep-

⁴ Pour les bureaux de plus de 500 m² ; ce seuil fut élevé à 1.000 m² en 1972. L'agrément fut partiellement rétabli en janvier 1990 sur les arrondissements de l'ouest de Paris et une partie des Hauts-de-Seine pour lutter contre la concentration des bureaux dans l'ouest de l'agglomération.

tionnel ; il n'était pas raisonnable de l'extrapoler implicitement, ne serait-ce qu'à un horizon de quelques années, délai nécessaire au montage d'une opération lourde.

Des données de fond concernant les besoins et la demande des utilisateurs ont été perdues de vue spécialement en ce qui concerne les bureaux. D'abord, la croissance des années 1985-1990 comportait une forte composante de rattrapage puisque, on l'a vu, le marché avait été bridé pendant 25 ans. Ce rattrapage devait nécessairement prendre fin, tôt ou tard. Le ralentissement de la croissance de l'emploi tertiaire en Ile-de-France pourrait avoir plusieurs explications. Indépendamment des variations conjoncturelles, certaines activités tertiaires sont menacées par la concurrence étrangère, en particulier celle de l'Asie du sud-est ; le nombre d'emplois est aussi appelé à diminuer du fait des gains de productivité et la surface nécessaire par employé peut être réduite par le transfert dans des locaux plus fonctionnels (phénomène observé actuellement avec la mise en service de nombreux immeubles neufs) ; enfin, les délocalisations d'administrations publiques devraient se poursuivre puisque cet objectif a été réaffirmé lors du CIAT⁵ de Mende. On serait tenté d'ajouter à cette liste, mais à plus long terme, le développement du télétravail : s'il venait à intéresser ne serait-ce que 1% des utilisateurs de bureaux actuels, ce seraient 400.000 m² de besoins qui feraient défaut au marché, soit environ le double de la production de bureaux en blanc pour 1993 ou près de la moitié de la demande placée en 1992.

Une autre donnée de base, financière celle-là, est de plus en plus prise en considération : aux niveaux de loyer atteints à Paris, la location de l'espace avoisinait 25% du coût salarial de l'occupant. Ce ratio a été multiplié par 2 en une vingtaine d'années. Dans une situation économique dégradée, il n'était plus tenable. Les entreprises ont donc réagi, d'une part en déplaçant tout ou partie de leurs activités vers les zones périphériques, d'autre part en rationalisant l'occupation de l'espace, ce qui se traduit souvent par l'abandon de locaux anciens situés au centre de la capitale au profit d'immeubles neufs en banlieue.

Le logement et la politique de l'Etat

Les projections démographiques permettent d'affirmer que ce n'est pas l'insuffisance des besoins qui provoque le marasme du marché du logement. Le problème se situe au niveau de la solvabilité de la demande pour les accédants et de la rentabilité pour les investisseurs, comme on l'a vu plus haut. Toutefois, l'Etat a également joué un rôle important et double-

5 Comité interministériel d'aménagement du territoire.

ment négatif, d'une part en alourdissant la fiscalité immobilière, d'autre part en réduisant sévèrement les aides à l'accession sociale.

On ne reviendra pas sur le «matraquage» subi par les bailleurs privés de la part du fisc, puisqu'il a fait l'objet d'un rapport très remarqué du Conseil des Impôts, sauf pour rappeler les deux points suivants : d'une part, l'alourdissement de la fiscalité a sans doute moins contribué à la baisse de rentabilité de la location de logements que l'évolution des prix des loyers et des taux d'intérêt, mais ses effets psychologiques sont allés bien au-delà des simples conséquences arithmétiques; d'autre part, c'est peut-être la complexité et le changement permanent de la fiscalité tout autant que son poids qui ont détourné les investisseurs du placement-pierre. Le résultat est une perte annuelle de 50 à 100.000 logements par an pour le parc locatif privé.

Avant que les derniers plans de soutien et de relance, en particulier celui du printemps 1993, ne relèvent le nombre des prêts PAP inscrits au budget, l'accession sociale aidée⁶ avait atteint le niveau minimum de 60.000 prêts au lieu de 170.000 en 1982. De plus, au fil des années, le pouvoir solvabilisateur de l'APL-accession a été constamment affaibli pour les nouvelles générations d'emprunteurs tandis que le niveau des taux des prêts conventionnés se rapprochait de celui des prêts libres au point de n'en être plus séparé que par 10 points de base en moyenne. Enfin, si le durcissement des conditions d'octroi des prêts non aidés a déjà été évoqué, pour ce qui concerne les prêts PAP, la non-réévaluation des plafonds de ressources puis l'obligation d'un apport personnel véritable de 10 % ont sévèrement limité la demande.

157

Le recul de l'accession aidée empêche ce secteur de jouer le rôle d'amortisseur qu'il avait pu avoir lors de la crise précédente, en 1984-85. En effet, il n'a été compensé que partiellement par une croissance du locatif social (*graphique 4*). Sans revenir à une politique contracyclique de relance par la construction aidée, qui n'a pas toujours été heureuse dans le passé, l'Etat a compris qu'une intervention significative était nécessaire, en particulier dans le secteur de l'accession aidée. Cependant, ses effets seront peu sensibles en 1993, de sorte que le niveau des mises en chantier sera voisin de 250.000, ce qui nous ramène environ quarante ans en arrière.

Enfin, le déclin de l'accession sociale et la contraction du parc locatif privé diminuent la mobilité dans le parc locatif social. Il s'agit en effet des deux principales possibilités de sortie offertes aux locataires HLM, avec des flux respectifs de 70.000 et 45.000 mouvements par an (mesurés entre 1984 et 1988). De ce fait, le taux de mobilité dans le parc HLM a diminué

⁶ Tous prêts PAP et PC avec APL.

(de 2,5 points entre 1987 et 1991), ce qui équivaut à une réduction de l'offre que le récent accroissement des dotations de PLA est loin de compenser.

LOGEMENT : LE BOUT DU TUNNEL

Le sentiment prévaut largement que le point bas a été dépassé en matière de logement. Les premiers signes tangibles de reprise se manifestent : décreue des stocks des promoteurs, remontée des ventes de logements neufs ainsi que d'appartements anciens à Paris. Ceci demande confirmation. Il est probable que, en début 1994, l'horizon prévisionnel des ménages s'éclaircira, parce qu'une stabilisation du chômage sera en vue (on ne peut guère espérer mieux). L'attentisme à la baisse, qu'il s'agisse des prix ou des taux, pourrait faire place à la crainte de voir les prix, plus que les taux, remonter à la suite d'un dégel du marché. En outre, les mesures de relance devraient être attractives pour des investisseurs désireux de revendre leur Sicav monétaires et attentifs à la date limite de septembre 1994.

La plupart des mesures de relance feront sentir leurs effets en 1994 plutôt qu'en 1993, y compris l'augmentation des PAP. Le CEREVE⁷ les estimait à 33.000 logements neufs supplémentaires, ce qui permettrait au niveau de la construction de s'approcher à nouveau du seuil des 300.000 unités si la situation économique d'ensemble se redressait suffisamment.

158

BUREAUX : HORIZON BOUCHE

Bien que certaines informations récentes fassent état d'un dégel des transactions, imputable à de fortes baisses de prix, les principales données dont on dispose témoignent d'un décalage important, et probablement durable, entre l'offre et la demande. L'offre disponible immédiatement, c'est-à-dire composée soit de bureaux neufs achevés, soit de locaux anciens libérés, était estimée, pour l'Île-de-France à 2,9 millions de m² début 1993. D'ici la fin de l'année, il s'y ajoutera 1,3 million de m² de bureaux «en blanc»⁸ actuellement en cours de construction. De plus, des locaux anciens en grand nombre sont remis sur le marché à la suite de disparitions d'entreprises, de délocalisations ou d'emménagement dans des locaux neufs. La crise économique se traduit non seulement par des libérations de locaux consécutives aux pertes d'emploi mais aussi par un resserrement des entreprises à l'occasion d'un emménagement dans un immeuble neuf.

⁷ Centre d'études et de recherche sur la ville et l'espace (Université Paris X - Nanterre).

⁸ Destinés à être vendus ou loués à des utilisateurs non connus avant la mise en chantier.

Quant à la demande placée, c'est-à-dire la surface des bureaux loués ou vendus à des utilisateurs, son redressement est étroitement lié à une reprise économique créatrice d'emplois tertiaires. En raison du décalage temporel entre croissance économique et marché de l'emploi, les effets de la crise actuelle seront encore ressentis jusqu'en 1995. La demande placée, qui est descendue en-dessous du million de m² en 1992, après avoir dépassé le double en 1989, ne devrait donc pas se redresser sensiblement avant environ 3 ans. On peut dès lors tenir pour probable que le stock de bureaux disponibles atteindra 5 millions de m² à la fin de 1993 et continuera à s'élever au cours des prochaines années.

L'Etat doit-il intervenir ?

L'intervention de l'Etat en matière de logement est traditionnelle et revêtue d'une double légitimité : elle vise d'une part à faciliter l'accès au logement pour les ménages à revenu modeste, d'autre part à soutenir la construction pour stimuler l'emploi. Ces deux objectifs sont conjointement atteints lorsque les dotations de prêts aidés PAP et PLA sont augmentées. Le dernier plan de relance va au-delà puisqu'il comporte des mesures qui ne visent ni les ménages modestes ni la construction immédiate, mais l'allègement des stocks des promoteurs.

Une intervention en matière d'immobilier professionnel ne se justifie à l'évidence ni par un objectif social, ni par le souci de soutenir conjoncturellement la construction puisque l'offre est supérieure à la demande pour plusieurs années. Il n'est pas non plus envisageable de dépenser de l'argent public pour sauver des promoteurs de la faillite. Par contre, si l'effondrement du marché des bureaux atteignait par ricochet des points vitaux de l'économie, l'action des pouvoirs publics deviendrait légitime. Or, le secteur le plus exposé est le système bancaire. Nous manquons d'informations précises dans ce domaine mais les recoupe-ments permettent d'aboutir à des résultats partiellement rassurants. Il apparaît en effet que l'encours total des crédits aux professionnels de l'immobilier, de l'ordre de 300 milliards de francs, est constitué environ pour moitié de bureaux et pour moitié de logements. De plus la centaine de milliards d'encours douteux était déjà provisionnée à 38% en moyenne en fin 1992.

Les compagnies d'assurance subissent aussi la crise immobilière. C'est la contraction des volumes de transactions et des prix qui affecte leurs résultats : le recul des prix diminue les plus-values latentes et la chute des transactions limite les possibilités de les réaliser. Par ailleurs, l'augmentation des taux de vacance diminue les rendements locatifs. Ces éléments négatifs ne sont cependant pas susceptibles d'affecter la solidité financière des compagnies d'assurance qui, pour la plupart, ont cessé d'investir dans

l'immobilier de bureaux avant que les prix n'atteignent leur sommet de 1990.

Les restrictions de crédit à l'économie sont donc, pour l'avenir, peut-être plus redoutables que les pertes du système financier puisqu'elles risquent de constituer un frein à la reprise des investissements. Néanmoins, ce n'est pas un argument suffisant pour justifier une intervention de l'Etat sur le marché des bureaux.

Transformer des bureaux en logements : une utopie ?

Avec ou sans l'aide de l'Etat, il faut rechercher les moyens de diminuer l'offre puisque, contrairement au logement, le problème posé n'est pas celui de la solvabilisation de la demande. Une piste au moins mérite d'être explorée, il s'agit de la transformation de bureaux en logements.

Comme des besoins en logements restent à satisfaire alors que le stock de bureaux est en excédent durable, l'idée de compenser l'insuffisance des uns par le trop plein des autres est logique ; elle contribuerait en outre à rétablir un meilleur équilibre dans la zone centrale de l'agglomération parisienne. Cependant, le coût de la transformation, son caractère *a priori* irréversible et l'écart entre les loyers respectifs (qui demeure de l'ordre de 50%) constituent des obstacles que bien peu d'investisseurs se résolvent à franchir. Il est en effet plus rentable, sur longue période, et si la trésorerie le permet, de conserver un bureau vide pendant une dizaine d'années que de le transformer en logement. Les aides publiques se limitent actuellement à une subvention de l'ANAH, une déduction fiscale (dite Quilès-Méhaignerie), à hauteur respectivement de 25% et 10% du coût des travaux, ainsi qu'à l'exonération de la participation des constructeurs pour insuffisance d'aires de stationnement (59.000 F à Paris). Il faudrait probablement majorer substantiellement ces avantages fiscaux et surtout accorder aux investisseurs une compensation c'est-à-dire les autoriser à transformer une surface équivalente en locaux professionnels. Pour ne pas annuler les effets de la réaffectation de bureaux en logements, cette compensation ne pourrait être accordée que sous des contraintes de délais, voire de localisation. Les obstacles sont donc nombreux et on peut penser que ces opérations resteront confidentielles.

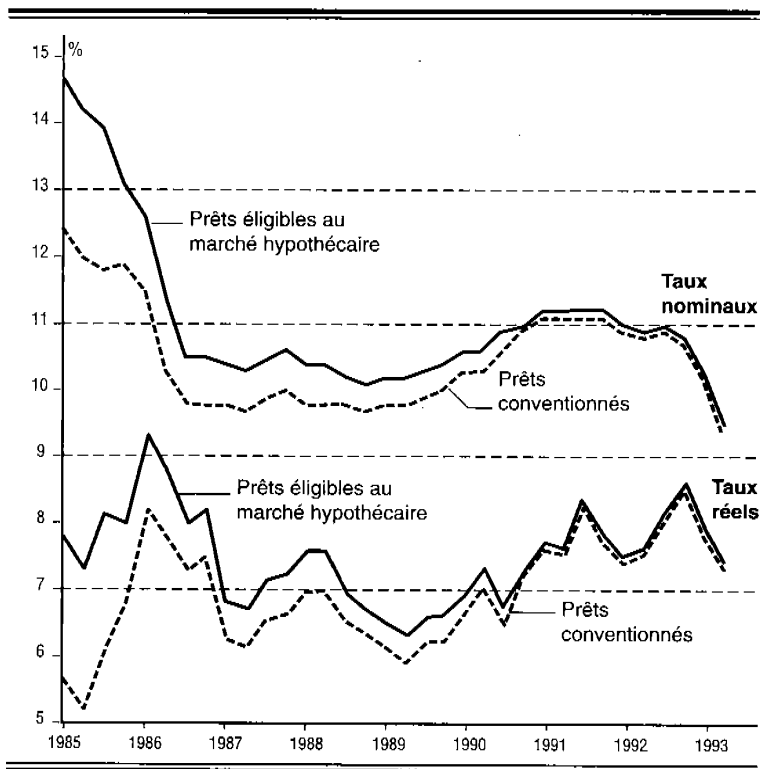
L'analyse d'une crise n'a d'intérêt que si elle sert de leçon pour la suivante. Il serait certes préférable qu'elle permette de l'éviter mais on ne peut raisonnablement nourrir un tel espoir. L'ouverture de l'économie française, la réduction du secteur du logement aidé et les délais de production des immeubles incitent à penser que la crise profonde que nous vivons inaugure une série plutôt qu'elle n'en clôt une.

Il est impossible d'empêcher un tremblement de terre et d'en diminuer l'intensité, par contre on peut le prévoir. S'agissant des crises immobilières

res, le premier objectif, non encore atteint, concerne la prévision. L'observation statistique est multiple en matière de logement mais encore très insuffisante, notamment en matière financière (prix, rentabilité, crédits nouveaux). Elle est embryonnaire pour ce qui concerne l'immobilier d'entreprise. On devra la développer dans le second cas, en diminuer les délais de mise à disposition dans le premier. Saura-t-on ensuite mettre en place les dispositifs permettant d'amortir les chocs ?

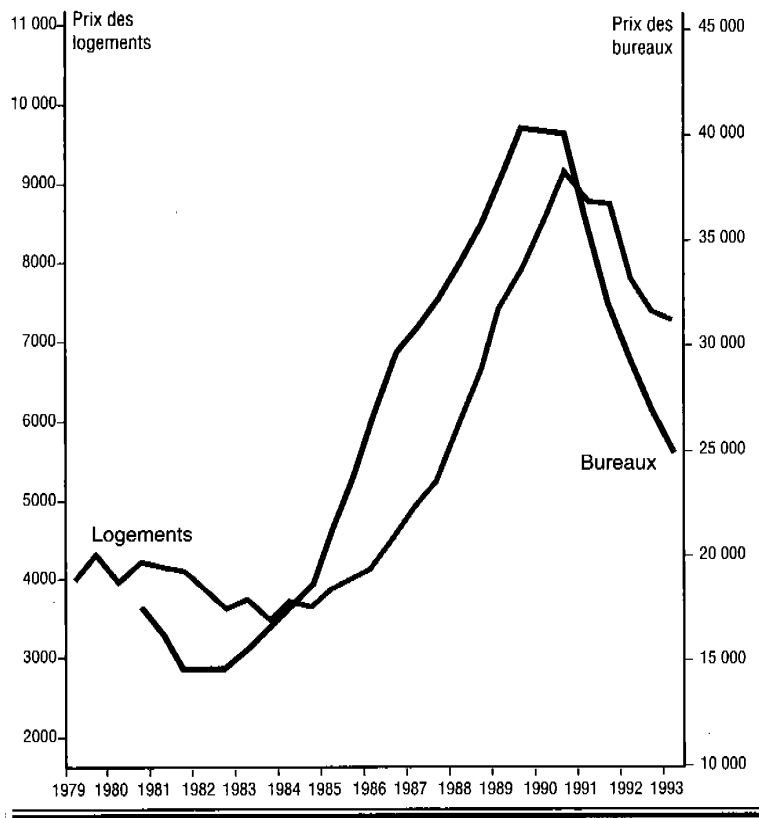
La crise actuelle correspond pour une bonne part à une correction des excès commis en sens inverse; ce n'est donc pas seulement la technique qui fait défaut mais aussi la sagesse. Il faut espérer qu'une seule crise permette de s'en approcher.

Graphique 1
Evolution du taux des prêts immobiliers



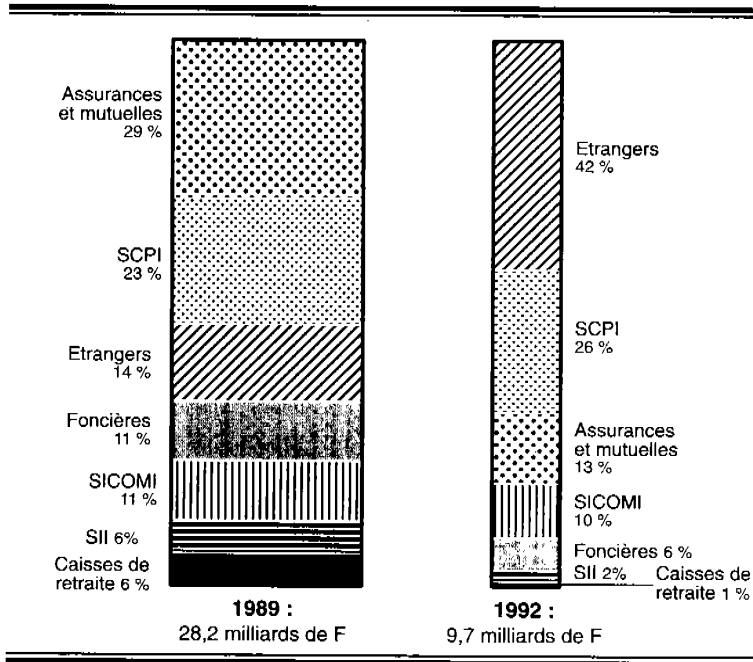
Graphique 2

Appartements vendus libres à Paris
Bureaux dans les quartiers d'affaires au centre de Paris
(en francs constants 1979 par m²)



Graphique 3

Répartition des investissements en immobilier non-résidentiel en Ile-de-France par catégorie d'investisseur



Graphique 4
Logements mis en chantier de 1980 à 1992
par secteur de financement

