

# L'impact des taux d'intérêt sur les marchés immobiliers

**Les perspectives de hausse des taux d'intérêt pourraient-elles détériorer le dynamisme observé sur les marchés immobiliers depuis ces dernières années ? De façon générale se pose la question des mécanismes de marché et des liens entre marchés immobiliers et taux d'intérêt.**

■ Après avoir été largement affectés par une phase de forte récession immobilière au début des années 1990, les marchés immobiliers, et le secteur immobilier en général, connaissent depuis 1996 un nouveau dynamisme soutenu par une croissance continue des niveaux de transactions et des prix de l'immobilier. Une pléthore de chiffres concernant la hausse des prix immobiliers, notamment dans l'ancien, alimente depuis

*« Entre 1996 et 2003, les prix des logements anciens ont augmenté de plus de 60 % en France. »*

plusieurs semestres la presse économique et souligne la déconnexion entre la morosité et le ralentissement de l'économie générale et l'explosion des marchés immobiliers.

Quelques données permettent d'illustrer l'ampleur du phénomène: entre 1996 et 2003, les prix des logements anciens ont augmenté de plus de 60 % en France. Selon la FNAIM, cet accroissement cache en réalité d'importantes disparités. Sur le premier semestre 2003, on observait une hausse moyenne des prix de l'ancien de

11 %, plus particulièrement de 14,6 % pour les appartements et de plus de 22 % pour les studios. Sur Paris intra-muros, le prix moyen du mètre carré dépasse, début 2003, les 3700 euros contre 1100 euros en 1996.

Ce mouvement de hausse enregistré sur les marchés de l'immobilier de logements neufs et anciens – mais aussi sur la plupart des marchés de l'immobilier d'entreprise, bureaux et entrepôts notamment – n'a cessé de s'amplifier sur cette période en dépit d'une conjoncture économique dégradée et d'un taux de chômage en hausse.

Ce décalage entre secteur immobilier et état général de l'économie soulève la question de l'envolée des prix immobiliers et en particulier du rôle des taux d'intérêt sur le dynamisme du marché immobilier. Cette dépendance vis-à-vis des taux amène à redouter l'impact de leur remontée sur le marché.

## Les facteurs du dynamisme

On peut identifier de façon générale deux principaux facteurs qui ont alimenté et soutenu la dynamique sur les marchés immobiliers depuis ces dernières années. La demande de biens immobiliers dépend à la fois des conditions de financement et du prix des actifs immobiliers.

**Ingrid Nappi-Choulet**  
Professeur à l'ESSEC  
et à l'ENPC  
Titulaire  
de la chaire Immobilier  
**ESSEC-ENTENIAL**



**Viriato-Manuel Santo**  
Directeur de la stratégie  
et du marketing  
**ENTENIAL**



Les conditions de financement et notamment la baisse des taux d'intérêt nominaux et réels sont particulièrement favorables depuis 2000 à l'investissement immobilier. Une baisse des taux entraîne une diminution de la charge de la dette des acquéreurs et dynamise, d'une part, le marché des crédits immobiliers et d'autre part, le marché de l'immobilier lui-même. Concernant le marché du crédit immobilier, toute diminution des taux entraîne un accroissement de la demande de crédits, qui s'accompagne également d'un refinancement des crédits hypothécaires.

Ces trois dernières années ont montré un accroissement de la production des crédits aux particuliers lié au faible niveau des taux offerts aux ménages. Ainsi, selon l'Observatoire de la production de crédits immobiliers (OPCI), la production s'est accrue de +16,4 % entre 2001 et 2002 et le mouvement semble se poursuivre en 2003 avec une augmentation de +13 % sur le premier trimestre 2003. Quant à l'investissement dans l'immobilier d'entreprise, la plupart des investisseurs présents sur les marchés de bureaux et d'entrepôts ont largement bénéficié de l'effet de levier financier et ont financé leurs acquisitions pour la plus grande partie d'entre eux essentiellement sur la dette.

Concernant le refinancement des

## Étude de la relation d'équivalence prix/taux : exemple d'un prêt de 100 000 euros à 5 % sur 20 ans

Tableau 1

Prix du bien	80 000 €	85 000 €	90 000 €	95 000 €	100 000 €	105 000 €	110 000 €	115 000 €	120 000 €
Taux équivalent pour un coût d'acquisition constant sur 20 ans	8,5 %	7,5 %	6,6 %	5,8 %	5 %	4,3 %	3,6 %	3 %	2,4 %

Le tableau ci-dessus présente des couples équivalents en termes de coût total à un prêt de 100 000 € à 5 % sur 20 ans. Ainsi, si les prix augmentent de 10 % et qu'il faut emprunter 110 000 €, le coût total ne sera équivalent pour l'emprunteur que s'il peut s'endetter sur 20 ans à 3,6 %.

Tableau 2

Taux d'emprunt sur 20 ans	3 %	3,5 %	4 %	4,5 %	5 %	5,5 %	6 %	6,5 %	7 %
Prix équivalent pour un coût d'acquisition constant	115 010 €	110 9590 €	107 115 €	103 465 €	100 000 €	96 702 €	93 568 €	90 585 €	87 746 €

Ce second tableau qui reprend la même situation, mais cette fois pour une évolution donnée du taux d'emprunt, montre l'évolution du prix afin que le coût total sur 20 ans reste le même. Par exemple, si les taux passent de 5 à 4 %, il sera possible pour un même coût de s'endetter à hauteur de 107 115 €.

crédits hypothécaires, il est clair qu'à partir d'une diminution des taux de 0,5 %, il peut en effet devenir plus rentable de refinancer son crédit immobilier, à condition qu'il reste un nombre suffisant d'années de remboursement. Ainsi, prenons un bien pour lequel on s'endetterait pour un montant de 100 000 euros sur 20 ans à 5 %. Une baisse de 0,5 % des taux permet d'acheter pour un même coût total un bien nécessitant un endettement de 103 465€ (tableau).

Enfin, l'allongement récent de la durée du crédit immobilier contribue à stimuler la demande de prêts immobiliers. Ainsi, sur la période 1998-2002, la durée moyenne d'un PAS (Prêt à l'accession sociale) est passée de 16,5 ans à 19 ans, soit une hausse de la durée du prêt de près de 20 %. Près de 9 % des prêts libres, soit plus de 80 % du marché au début 2003, proposent une durée de vingt ans ou plus, contre 4 % en 1996. À remboursement constant, les ménages disposent d'un pouvoir d'achat supérieur qui leur permet de compenser la hausse des prix de l'immobilier.

La hausse des prix de l'immobilier, et notamment des loyers, alimente paradoxalement la demande des acquéreurs. L'investissement locatif est favorisé par cette combinaison de taux d'intérêt bas et de loyers élevés. Cet investissement est rendu d'autant plus attractif que la morosité économique affecte les marchés financiers et les placements alternatifs. L'effet auto-entretenu de la baisse

des taux et de l'accroissement des prix immobiliers entraîne enfin une demande accrue de biens immobiliers et accentue à la hausse les prix de l'immobilier. En période de hausse rapide des prix, les accédants à la propriété préfèrent arbitrer en faveur de l'acquisition de leur logement, au détriment de l'accroissement de leur épargne, dans un contexte de rallongement de la durée des crédits immobiliers.

### Une hausse des taux peut-elle provoquer un retournement du marché immobilier ?

Tout laisse à penser qu'une hausse des taux fasse chuter la demande de biens immobiliers tant à titre d'acquisition pour compte propre que d'investissement locatif et contribue ainsi au ralentissement voire au retournement du secteur immobilier. Le principe de base est simple et se calque sur l'impact des taux d'intérêt sur les marchés financiers : la hausse des taux fait baisser la valeur et le prix de l'immobilier, tandis que la baisse des taux favorise le marché de l'immobilier.

Sur la période 1998-2002, une baisse de 1 % des taux s'accompagnait d'une hausse de cinq à dix points de la solvabilité des ménages (selon l'indice FNAIM). Cette forte corrélation jouera en sens inverse en cas de remontée des taux, entraînant par là même une dégradation de la situation économique des ménages et donc une baisse de la de-

mande sur le marché de l'immobilier.

Si dans la situation actuelle les taux repartaient à la hausse, ce mouvement s'accompagnerait d'une réallocation des fonds investis vers des valeurs actions ou obligations, qui regagneraient en attractivité pour les investisseurs. A contrario, dans les opérations d'investissement immobilier, le renchérissement du coût de la dette diminuerait le levier financier qu'utilisent les investisseurs, parallèlement à la fin de la hausse des prix des immeubles sur laquelle il leur était possible de spéculer lors d'un achat ces dernières années. Un investisseur serait par-

*« La hausse des prix de l'immobilier, et notamment des loyers, alimente paradoxalement la demande des acquéreurs. L'investissement locatif est favorisé par la combinaison de taux d'intérêt bas et de loyers élevés. »*

ticulièrement exposé dans une conjoncture de baisse des prix en choisissant un mode de remboursement de son emprunt in fine. La hausse des taux engendrera l'augmentation des paiements mensuels d'intérêts dans le montage alors que l'investisseur devra faire

face à des rentrées de loyers stables ou en baisse et à une valeur finale de l'immeuble risquant d'être inférieure à ses prévisions.

Facteur aggravant, les conditions d'emprunt des ménages sont aujourd'hui susceptibles de se dégrader à taux de marché égal. En raison de la nouvelle législation sur les PEL, bien moins attractive pour les épargnants, ces derniers vont moins favoriser ce placement, entraînant une diminution des ressources des banques. L'épuisement de cette ressource à taux bas devrait entraîner un renchérissement du crédit.

### **La hausse des taux est-elle probable ?**

Il faut bien sûr distinguer les taux longs des taux courts. En France, le marché des crédits immobiliers se compose majoritairement de taux fixes à long terme et est donc moins sensible aux variations des taux courts fixés par la Banque centrale européenne. Or, alors que les taux courts sont restés stables depuis juin (entre 2,1 % et 2,2 % pour l'E3M), l'OAT 10 ans est remontée sur la même période de 3,7 % à plus de 4,4 % aujourd'hui, soit son niveau à fin 2002.

*« Les conditions d'emprunt des ménages sont aujourd'hui susceptibles de se dégrader à taux de marché égal. »*

La reprise économique déjà démarrée aux États-Unis, associée à la remontée significative des marchés boursiers depuis le premier trimestre 2003 et aux prévisions économiques de redémarrage pour 2004 en Europe, permettent d'augurer un environnement favorable à une hausse des taux à long terme dans les prochains mois. Cette hausse sera peut-être d'ampleur limitée. Toutefois, la seule anticipation par le marché d'une tendance haussière, même mesurée, des taux de crédit, devrait avoir un effet immédiat sur le niveau des transactions immobilières en termes de volumes et de prix, entraînant un surcoût des acquisitions et une augmentation du risque de défaut des ménages. ●