

Le retournement du marché immobilier est pour l'instant moins prononcé en France que dans les autres grandes économies occidentales

Dans les principales économies occidentales, les premières conséquences des hausses de taux directeurs décidées par les banques centrales depuis plus d'un an se manifestent sur le marché immobilier. En effet, ces hausses provoquent un durcissement de l'accès au crédit des ménages et un recul de la demande immobilière, entraînant un retournement du marché immobilier. En particulier, les prix réels de l'immobilier, c'est-à-dire corrigés de l'inflation, apparaissent en recul à différents degrés selon les pays, la France étant pour le moment moins touchée, au contraire de l'Allemagne. Ce retournement du marché immobilier pourrait peser sur l'investissement des ménages, comme c'est déjà le cas aux États-Unis, et sur leur situation financière, en particulier au Royaume-Uni, en Italie ou en Espagne, où les caractéristiques du marché du crédit sont susceptibles de provoquer une hausse rapide de la dette des ménages.

Jules Baleyte, Mathilde Niay

La hausse des taux directeurs des banques centrales provoque un durcissement de l'accès au crédit des ménages

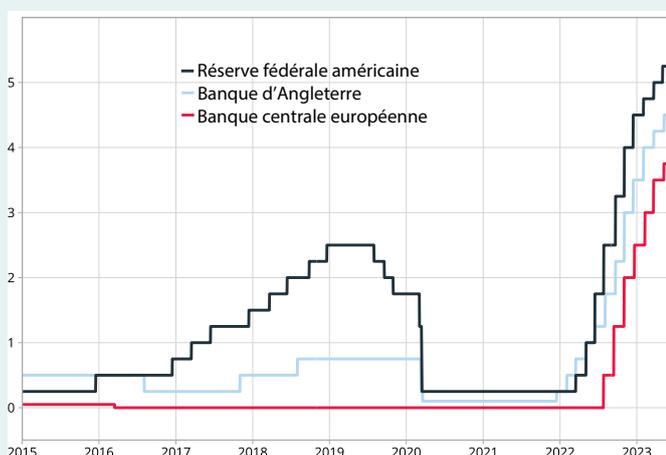
Face à la hausse de l'inflation dans les économies occidentales, les banques centrales ont entamé un cycle rapide de resserrement monétaire depuis le début de l'année 2022, afin de se conformer à l'objectif de stabilité des prix inscrit dans leur mandat. La Réserve Fédérale américaine (Fed) a ainsi relevé son taux directeur de 500 points de base entre mars 2022 et mai 2023 (► **figure 1 gauche**), suivie par la Banque centrale européenne à partir de l'été 2022 : cette dernière a procédé à plusieurs hausses consécutives de 75 points de base, mettant ainsi fin à la période du taux de dépôt négatif, jusqu'à porter le taux principal de refinancement à 3,75 % avant la réunion de mai. Dans le même temps, ces banques centrales ont décidé une réduction progressive de leur bilan qui avaient atteint des niveaux inégalés suite

à l'assouplissement monétaire décidé en 2020 au plus fort de la crise sanitaire. De premières conséquences indirectes de ces resserrements monétaires ont commencé à se manifester dans les principales économies occidentales, notamment sur les marchés financiers (► **Insee, 2022 éclairage** de la *Note de conjoncture* du 24 juin 2022), où des tensions se sont matérialisées au printemps 2023 par la faillite de plusieurs banques régionales aux États-Unis.

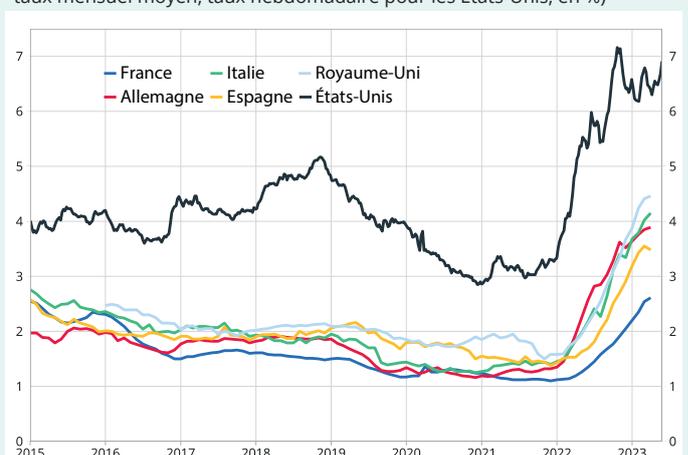
De plus, le relèvement des taux directeurs, en accroissant les taux auxquels les banques commerciales peuvent emprunter et déposer de l'argent à la banque centrale, a pour conséquence d'augmenter également les taux auxquels les banques prêtent aux agents économiques, en particulier les taux d'intérêt des nouveaux crédits aux ménages pour l'achat immobilier (► **figure 1 droite**). Aux États-Unis, le taux d'intérêt des nouveaux crédits sur 30 ans (fortement représentés

► 1. La hausse des taux directeurs se répercute sur les taux d'intérêt des prêts immobiliers aux ménages, mais de façon moins prégnante en France

(taux directeurs ; taux journalier en %)



(taux d'intérêt des nouveaux crédits immobiliers aux ménages ; taux mensuel moyen, taux hebdomadaire pour les États-Unis, en %)



Dernier point : à gauche : 6 juin 2023 ; à droite : avril 2023 pour les pays européens et 26 mai 2023 pour les États-Unis.

Note : pour les pays européens, le taux d'intérêt des nouveaux crédits immobiliers aux ménages représentés est la moyenne pondérée par les volumes des taux d'emprunt des ménages et ISBLSM pour l'achat de logement. Pour les États-Unis, en raison de l'importance des crédits sur 30 ans, le taux d'intérêt des nouveaux crédits immobiliers aux ménages représenté est le taux d'intérêt des crédits à 30 ans.

Source : Banque Centrale Européenne, Banque d'Angleterre, Réserve Fédérale, Mortgage Bankers Association.

dans les crédits octroyés aux ménages) a ainsi bondi, passant d'environ 3 % à plus de 6 % en un an. En Europe, les taux des nouveaux crédits immobiliers aux ménages, évoluant en moyenne autour de 2 % depuis plusieurs années puis entre 1 % et 2 % pendant la crise sanitaire, ont augmenté de plus de 2 points au cours de 2022. En France cependant, la remontée des taux d'emprunts immobiliers apparaît plus modérée (de 1,1 % début 2022 à 2,6 % en avril 2023) en raison notamment de leur plafonnement par le taux d'usure, celui-ci étant révisé à un rythme régulier à partir des taux effectifs moyens pratiqués par les établissements de crédit. Depuis février 2023, compte tenu de la remontée rapide des taux directeurs, le rythme de révision du taux d'usure est devenu mensuel (au lieu de trimestriel, cette mesure étant initialement instaurée pour une durée de 6 mois), ce qui a permis une augmentation plus rapide des taux d'intérêt des nouveaux crédits aux ménages.

Ce durcissement de l'accès des ménages au crédit transparaît également dans les enquêtes de conjoncture réalisées en zone euro auprès des banques (► **figure 2 gauche**). Les conditions d'octroi des crédits pour les achats immobiliers, après une période très atypique en 2020, se sont nettement durcies en 2022 dans tous les pays, toutefois davantage en Italie, en Espagne et en Allemagne qu'en France. Cependant, au premier trimestre 2023, dans le contexte de la hausse du taux d'usure, l'indicateur a rattrapé pour la France les niveaux espagnol et italien, signe du réalignement de la France sur ses voisins européens après une période de crédit

plus abondant et moins cher. Au contraire, en Allemagne, sous l'effet depuis plusieurs mois d'une hausse moins dynamique des taux des nouveaux crédits et d'une intensification de la concurrence entre banques du fait de la baisse de la demande des ménages, l'indicateur a nettement diminué début 2023 après le point haut atteint à la mi-2022.

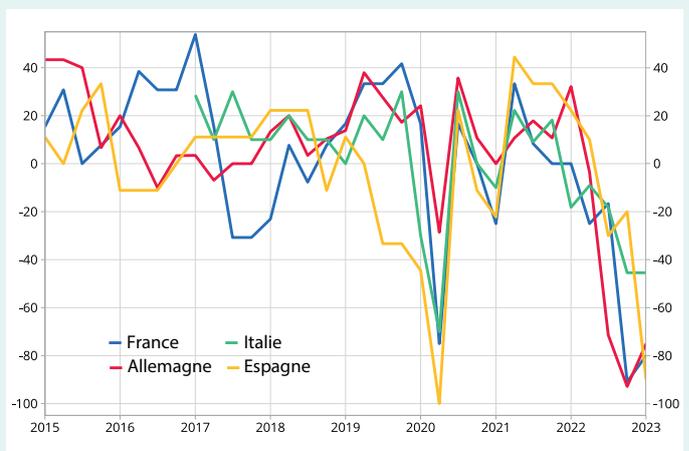
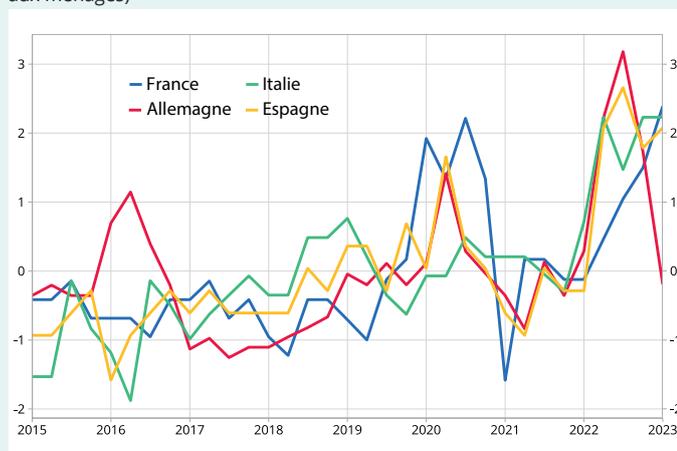
Le durcissement de l'offre de crédit pèse sur la demande des ménages en nouveaux prêts immobiliers (► **figure 2 droite**). Dans les enquêtes réalisées auprès des banques, le solde d'opinion relatif à la demande de crédit de la part des ménages a fortement diminué en 2022, tombant à des niveaux très dégradés en France et en Allemagne ; en Espagne il s'est fortement replié au premier trimestre 2023. La hausse des taux d'intérêt est le premier facteur explicatif de cette chute, selon les banques interrogées, mais les perspectives futures du marché immobilier sont également avancées, particulièrement en France et en Allemagne, tandis que la baisse de confiance des ménages contribue aussi négativement, et ce dans tous les pays. Cette forte baisse de la demande de crédits de la part des ménages s'est traduite par une importante diminution des nouveaux crédits accordés : en février 2023, le volume de crédits immobiliers octroyés aux ménages a chuté de 54 % sur un an en Allemagne et de 37 % en France.

Aux États-Unis, l'enquête de la Réserve Fédérale sur les conditions de crédit (*Senior Loan Officer Opinion Survey*) publiée le 8 mai, présente un diagnostic similaire pour le premier trimestre 2023 avec à la fois un durcissement des conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages et une baisse de la demande de ces crédits.

► 2. Les conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages se durcissent en zone euro tandis que la demande de crédits immobiliers des ménages recule

(indicateur centré-réduit des conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages)

(solde d'opinion sur la demande de crédits immobiliers aux ménages ; en %)



Dernier point : premier trimestre 2023.

Note : pour une question donnée de l'enquête auprès des banques sur la distribution de crédit, le solde d'opinion est calculé comme la différence nette entre le pourcentage des banques déclarant une augmentation et le pourcentage de banques déclarant une diminution. Sur le graphique de gauche, l'indicateur est la moyenne de deux soldes d'opinion : l'un portant sur les standards de crédit immobilier aux ménages (qui sont les lignes directrices ou les critères d'approbation des prêts par la banque), l'autre sur les termes et conditions de crédit immobilier aux ménages (qui sont les conditions d'un prêt qu'une banque est disposée à accorder). Cet indicateur est ensuite centré autour de 0, réduit à un écart-type de 1. Si cet indicateur est positif, cela signifie que la part des banques durcissant les conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages est supérieure à la part des banques les assouplissant. Sur le graphique de droite, le solde d'opinion représenté porte sur la demande de crédit immobilier des ménages.

Lecture : en France, au premier trimestre 2023, l'indicateur centré réduit des conditions d'octroi des crédits immobiliers aux ménages était de 2,4 ; le niveau du solde d'opinion sur la demande de crédit immobiliers aux ménages était de -80 %.

Source : Banque Centrale Européenne, Bank Lending Survey.

Conjoncture internationale

En conséquence, le marché de l'immobilier montre des signes de retournement

La dégradation des conditions d'accès au crédit pour les ménages et la diminution du volume des nouveaux crédits octroyés pour l'achat d'un logement, observées depuis 2022 en Europe, se transmettent à l'économie réelle par l'intermédiaire du marché immobilier résidentiel. En effet, celui-ci avait connu une période de fort dynamisme au sortir du printemps 2020, porté par l'engouement pour le confort résidentiel et les espaces à la campagne après le premier confinement, dans un contexte de taux bas rendant l'endettement aisé et peu coûteux. Cette dynamique s'est récemment inversée, aussi bien au niveau des achats de logements, de la construction de logements neufs que des prix du marché immobilier.

De fait, le nombre de transactions immobilières, qui avait fortement augmenté, atteignant des niveaux records juste après la crise sanitaire en 2020, a nettement diminué aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans une moindre mesure en France (► **figure 3 gauche**). Cette inversion de la dynamique a été plus précoce aux États-Unis où le nombre de transactions immobilières a commencé à chuter dès l'automne 2020, en contrecoup du pic de l'été 2020, puis a continué à reculer dans le contexte du resserrement monétaire rapide de la Fed. Début 2023, les transactions immobilières ont rejoint au Royaume-Uni leur trajectoire tendancielle d'avant la crise sanitaire, tandis qu'aux États-Unis et en France, elles sont désormais légèrement en dessous de cette trajectoire. En Espagne, le recul des transactions apparaît plus modéré, mais la dynamique du marché de l'immobilier y est très différente des autres pays étudiés sur la dernière

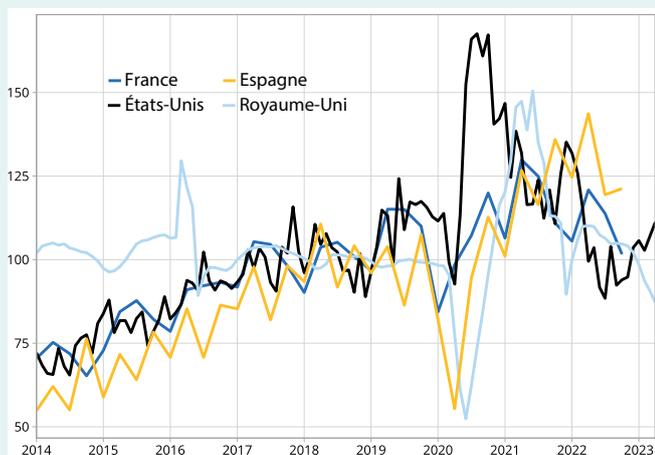
décennie. Elle porte encore les stigmates de la crise de 2008, ce qui nécessite de faire preuve de prudence dans la comparaison des dynamiques récentes entre l'Espagne et ses voisins.

Par ailleurs, la baisse de la demande en logements s'est accompagnée d'une baisse des permis de construire octroyés, et donc de la construction de logements neufs, à partir du deuxième trimestre 2022 pour les États-Unis, la France, l'Allemagne ou l'Italie (► **figure 3 droite**). Dans ces pays, les permis de construire ont suivi ces dernières années une dynamique comparable aux transactions immobilières, avec une forte augmentation consécutive au printemps 2020 puis un net recul à partir de 2022. Aux États-Unis par exemple, le nombre de permis de construire était, au premier trimestre 2022, 40 % supérieur à son niveau moyen de 2018 mais seulement 7 % au-dessus de ce niveau au quatrième trimestre 2022.

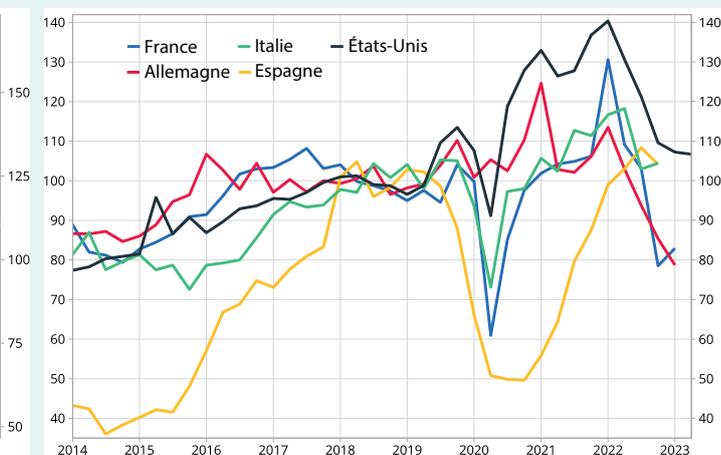
Les prix réels de l'immobilier, c'est-à-dire corrigés de la dynamique des prix à la consommation, montrent également des signes de retournement (► **figure 4**). Au sortir des premiers confinements de 2020, et en lien avec l'accroissement brutal de la demande en logements, les prix réels de l'immobilier ont nettement augmenté, s'écartant à la hausse de leur tendance de court terme à partir du troisième trimestre 2020 (sauf en Espagne, caractérisée là aussi par une dynamique spécifique, les prix réels de l'immobilier ayant au contraire ralenti en 2020). L'écart par rapport à la trajectoire tendancielle des dernières années (2015-2019) peut être interprété comme une forme de surévaluation du marché immobilier, résultant des conditions propres à la conjonction de la crise sanitaire et de taux d'intérêt

► 3. Les transactions immobilières et les permis de construire sont désormais en recul

(nombre de transactions immobilières ; base 100 en 2018)



(nombre de permis de construire ; base 100 en 2018)



Dernier point : pour les transactions immobilières, avril 2023 pour les États-Unis et le Royaume-Uni, T4 2022 pour la France et l'Espagne ; pour les permis de construire, T2 2023 pour les États-Unis, T1 2023 pour la France et l'Allemagne, T4 2022 pour les autres.

Note : les données de transactions immobilières (concernant le neuf et l'ancien) sont trimestrielles en France et en Espagne, et mensuelles au Royaume-Uni et aux États-Unis. L'indicateur d'Eurostat trimestriel utilisé pour les permis de construire est la surface utile autorisée en m² des bâtiments résidentiels, tandis que pour les États-Unis, il s'agit du nombre mensuel trimestrialisé de permis de construire de nouvelles maisons privées.

Lecture : en France, au quatrième trimestre 2022, le nombre de transactions immobilières était 1,6 % supérieur à son niveau de 2018 ; au premier trimestre 2023, le nombre de permis de construire octroyé était de 17,1 % inférieur à son niveau de 2018.

Source : Eurostat, HM Revenue & Customs, Census Bureau.

remarquablement bas. D'ampleur disparate selon les pays, cet écart par rapport à la tendance a été particulièrement marqué aux États-Unis et en Allemagne (écart à la trajectoire tendancielle de respectivement 18 points de pourcentage au premier trimestre 2022 et 11 points de pourcentage au dernier trimestre de 2021, à leur maximum), et dans une moindre mesure en France (9 points de pourcentage au troisième trimestre 2021), en Italie (6 points de pourcentage au troisième trimestre 2021) et au Royaume-Uni (4 points de pourcentage au premier trimestre 2022). En Italie, à l'inverse des autres pays, la trajectoire tendancielle des prix est à la baisse, et ce depuis la crise de 2008, en raison du tassement prolongé de la demande entre 2008 et 2015, de l'accumulation du stock de logements et des faibles anticipations des ménages pour le marché de l'immobilier durant cette période de spirale négative. Dès lors, à l'image de la situation dans les autres pays, le maintien des prix en Italie après 2020 peut être vu comme un écartement à la hausse par rapport à la tendance pré-crise.

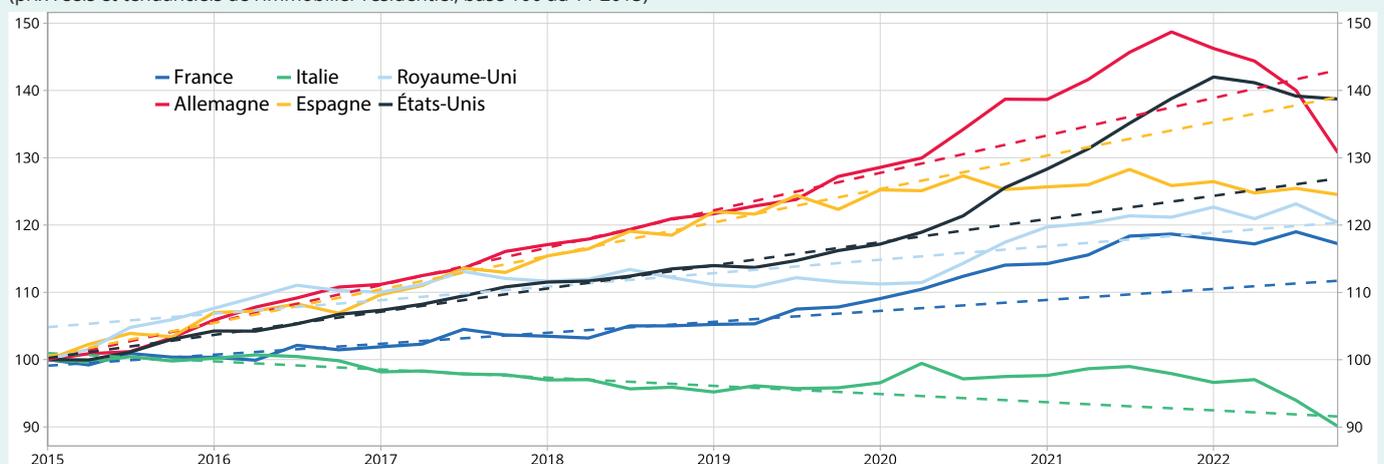
À partir de fin 2021 ou début 2022, en lien avec les perspectives de remontée des taux d'emprunt et de durcissement de l'offre de crédit, la dynamique des prix réels de l'immobilier s'est inversée et s'oriente désormais à la baisse. Les prix en Allemagne ont ainsi nettement reculé en dessous de leur trajectoire tendancielle (-8,6 points de pourcentage au quatrième trimestre 2022), tandis qu'en Italie et au Royaume-Uni, ils l'ont globalement rejointe (respectivement -1,6 et +0,0 point de pourcentage). Les prix réels de l'immobilier ont fléchi également aux États-Unis et en France, mais restent plus élevés que leur trajectoire tendancielle d'avant-

crise (respectivement de 9,3 points de pourcentage et 4,9 points de pourcentage). Ici également, la situation espagnole est singulière, les prix réels de l'immobilier accentuant la tendance à la baisse amorcée à partir de la fin de l'année 2020 : la raison peut en être le contexte de forte inflation qu'a connu l'Espagne du début 2021 à la mi-2022, le dynamisme des prix à la consommation ayant été nettement plus vif que celui des prix nominaux de l'immobilier. Dans les pays étudiés, les prix nominaux ont en effet une tendance globalement haussière, s'accroissant pendant la crise sanitaire avant de ralentir récemment – l'Allemagne est néanmoins le seul pays pour lequel on observe une baisse marquée des prix nominaux à partir du dernier trimestre 2021.

Ainsi, il apparaît qu'aux États-Unis et en France, les prix réels se situent encore au-dessus de leur trajectoire tendancielle d'avant la crise sanitaire. Ce constat pourrait suggérer une poursuite de la correction des prix réels, notamment en France en raison du rattrapage de la hausse des taux sur les nouveaux crédits. En effet, dans les pays où les prix réels de l'immobilier avaient largement dépassé leur trajectoire tendancielle d'avant-crise, ils se sont par la suite repliés plus ou moins brutalement (► encadré). En Italie ou au Royaume-Uni, les conséquences du resserrement des politiques monétaires, jouant un rôle majeur dans la modération des prix de l'immobilier observée depuis le début de l'année 2022, pourraient se poursuivre sur les prix de l'immobilier en 2023, entraînant les prix réels sous leur trajectoire tendancielle, comme c'est déjà le cas en Allemagne mais aussi en Suède ou au Canada (► encadré). Le retournement du marché immobilier pourrait alors peser sur l'activité économique.

► 4. Après une nette accélération en 2020, les prix immobiliers, corrigés de l'inflation, ont changé de dynamique en 2022 et sont désormais orientés à la baisse

(prix réels et tendanciels de l'immobilier résidentiel, base 100 au T1 2015)



Dernier point : T4 2022.

Note : pour chaque pays, la courbe en trait plein représente les prix réels tandis que celle en pointillés représente la tendance linéaire calculée sur la période comprise entre le premier trimestre 2015 et le quatrième trimestre 2019. Les prix réels ont été déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Lecture : en France, au quatrième trimestre 2022, les prix immobiliers étaient 17,2 % supérieurs à leur niveau au T1 2015 et 5,5 % supérieurs à leur tendance.

Source : Banque des Règlements Internationaux.

Conjoncture internationale

Le retournement du marché immobilier résidentiel pourrait affecter l'activité économique à différents degrés selon les pays

Le retournement de la dynamique des activités immobilières pourrait avoir plusieurs types de conséquences sur l'activité économique. Du côté de la demande, les difficultés du secteur immobilier pourraient se manifester au travers de l'investissement en logement, qui représente par exemple environ 4 % du PIB en France ou aux États-Unis. Après le rebond mécanique consécutif au deuxième trimestre de 2020, l'investissement en logements avait poursuivi sa reprise à un rythme soutenu en 2021, et ce pour l'ensemble des pays (à l'exception toutefois de l'Allemagne et de l'Espagne, ► **figure 5**). Par la suite, cette évolution s'est inversée : par exemple, aux États-Unis, l'investissement en logement a reculé pendant huit trimestres consécutifs, de façon plus marquée sur la fin d'année 2022 (-7,6 % au troisième trimestre, représentant -0,4 point de PIB trimestriel, et -7,0 %, au quatrième trimestre). En Italie, le retournement opéré en 2022 est moins marqué, l'investissement en logement restant encore largement au-dessus de sa trajectoire tendancielle d'avant la crise sanitaire, notamment grâce à d'importantes subventions aux ménages pour les travaux de mise en conformité énergétique. En Allemagne, où la reprise post-covid ne s'est pas accompagnée d'un rebond particulier de l'investissement des ménages en construction, celui-ci a toutefois diminué tout au long de 2022, tandis qu'en Espagne, il recule depuis la mi-2022.

La poursuite du retournement du marché immobilier pourrait s'accompagner d'un repli de l'activité du secteur de la construction, pesant sur le PIB des économies occidentales. Par exemple, en France et en Allemagne, la valeur ajoutée de la construction a déjà reculé à chaque

trimestre depuis le deuxième trimestre 2022 (en cumulé, -2,4 % en France entre le deuxième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023 et -4,6 % en Allemagne).

Par ailleurs, la hausse du coût du crédit pourrait avoir un effet sur le revenu disponible brut des ménages, en augmentant le coût des anciens prêts lorsque ceux-ci ont été contractés à un taux variable ou bien doivent être renégociés du fait d'une faible maturité. Les pays étudiés ne sont pas tous autant exposés à ce risque puisque la proportion des crédits contractés à taux variables varie fortement d'un pays à l'autre, et a même évolué au cours des dernières années (► **figure 6 gauche**). En France, la part de crédits à taux variable est de façon structurelle extrêmement faible, y compris en 2022, protégeant de fait les ménages ayant contracté des prêts immobiliers. De même, en Allemagne et aux États-Unis depuis la crise immobilière de 2008, la part de prêts à taux variable apparaît modérée (malgré une hausse au cours de 2022). En Espagne et en Italie, la proportion de ces prêts s'est fortement réduite depuis 2010, mais une part importante des crédits encore en cours de remboursement a été contractée avec un tel taux fluctuant et pourrait donc voir leur mensualité augmenter fortement dans les prochains mois. En Italie en outre, et dans une moindre mesure en Espagne et en Allemagne, les banques ont accru le recours aux prêts aux taux variables dans le contexte de la remontée des taux en 2022. Au Royaume-Uni, en plus d'une proportion de crédits à taux variable relativement élevée ces dernières années, la très grande majorité des prêts sont conclus pour une durée de 2 ans ou 5 ans ; leur taux est alors renégocié à l'échéance. Les ménages britanniques, espagnols et italiens apparaissent donc les plus exposés à la hausse du coût des anciens crédits, quand ceux-ci sont à taux variables ou de faible maturité. Ce renchérissement des anciens crédits pourrait conduire, pour les ménages, à une augmentation du

► 5. La dynamique de l'investissement en logements s'est inversée en 2022

(investissement en logements, base 100 en 2015)



Dernier point : T1 2023.

Note : pour les pays de la zone euro, l'investissement considéré est l'investissement en logements, tandis que pour le Royaume-Uni et les États-Unis, il s'agit spécifiquement de l'investissement résidentiel des ménages.

Lecture : en France, au quatrième trimestre de 2022, l'investissement en logements est supérieur de 14 % à son niveau moyen au cours de l'année 2015.

Source : Eurostat, BEA, ONS, calculs Insee.

remboursement de leur dette, à l’instar de ce qui peut d’ores et déjà s’observer en Australie (► **encadré**).

Une hausse des remboursements des mensualités, surtout si elle n’a pas été anticipée par les ménages, est éventuellement susceptible de peser sur la stabilité financière et immobilière. En effet, le risque de défaut de ces ménages s’en trouve augmenté, faisant porter un risque accru sur les établissements de crédit : pour le compenser, ces établissements peuvent alors augmenter les taux sur les prêts, entraînant dès lors une spirale négative. Le défaut de paiement des acheteurs peut également les contraindre à revendre leur logement, en baissant son prix, augmentant dès lors l’offre de logements face à une demande en baisse. Le risque de défaut des ménages est notamment lié à leur niveau d’endettement. Rapporté au revenu disponible brut, le niveau d’endettement des ménages apparaît particulièrement élevé au Royaume-Uni, les exposant

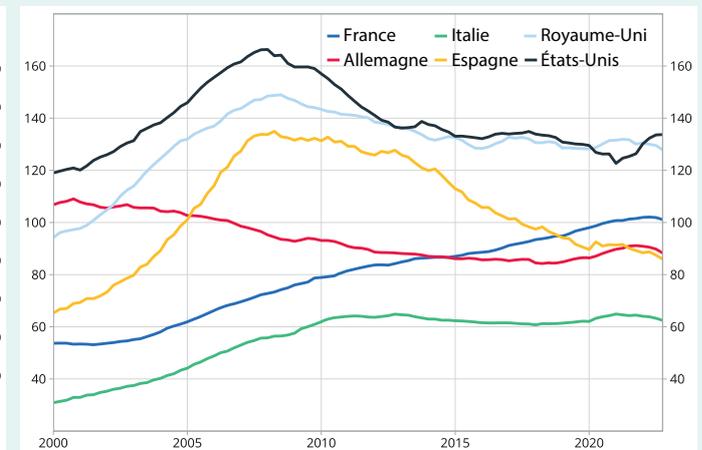
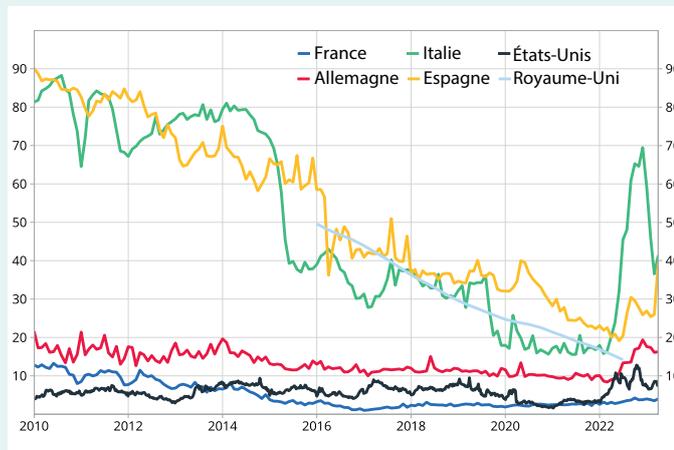
d’autant plus au risque de retournement du marché immobilier (► **figure 6 droite**). En France, l’endettement des ménages se situe au-dessus de celui des autres pays de la zone euro, et est le seul à connaître une tendance régulière et continue à la hausse depuis plus de quarante ans. L’endettement des ménages espagnols a fortement diminué depuis 2010 mais, à près de 80 % du revenu disponible brut, il pourrait repartir à la hausse suite à la remontée des taux d’intérêt.

Par ailleurs, le retournement du marché immobilier pourrait réduire la valeur du patrimoine des ménages propriétaires, un « effet de richesse » pourrait alors les inciter à diminuer leur consommation par anticipation de moindres revenus futurs. Toutefois, cet effet serait surtout à l’œuvre aux États-Unis ou au Royaume-Uni, nettement moins en France (► **Chauvin, V. & Muellbauer, J., 2018**). ●

► 6. Les ménages britanniques et espagnols apparaissent plus exposés au retournement du marché immobilier

(part des nouveaux crédits à taux variable, en %)

(dette des ménages, en % du RDB)



Dernier point : pour la part des nouveaux crédits (à gauche), T3 2022 pour le Royaume-Uni, avril 2023 pour les autres pays ; à droite, pour la dette des ménages (en % du RDB), T4 2022.

Lecture : en avril 2023 en France, la part des nouveaux crédits à taux variable était de 4,0 %. Au quatrième trimestre 2022, dans le même pays, la dette des ménages français s’élevait à 101,1 % de leur revenu disponible brut.

Source : Banque Centrale Européenne, Mortgage Bankers Association, ONS, Banque de France.

Bibliographie

Jules Baleyte (2022), « Une normalisation des politiques monétaires sous contraintes », éclairage de la *Note de conjoncture* du 24 juin 2022, Insee.

Chauvin, V. & Muellbauer, J. (2018), « Consumption, household portfolios and the housing market in France », *Économie et Statistique*, 500-501-502, 157-178.

Drehmann, M., Illes, A., Juselius, M. et Santos, M., (2015) « How much income is used for debt payments ? A new database for debt service ratios », *BIS Quarterly Review*, Septembre. ●

Quels enseignements peut-on tirer des trajectoires du marché immobilier observées dans d'autres économies avancées ?

Les mouvements du marché immobilier analysés dans cet éclairage se retrouvent également dans d'autres économies avancées, avec pour certaines une intensité plus élevée ou peut-être une temporalité plus précoce. C'est en particulier le cas dans plusieurs pays du nord de l'Europe (Suède, Pays-Bas, Danemark) et anglo-saxons (Australie, Nouvelle-Zélande, Canada).

Dans ces six pays, le marché immobilier a été très dynamique au sortir du plus fort de la crise sanitaire, avec notamment une nette hausse des prix réels de l'immobilier (► **figure 7 gauche**), notamment en Nouvelle-Zélande où les prix réels ont augmenté de 34 % entre le deuxième trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2021. Cependant, la hausse des prix dans ces économies a été suivie d'un fort recul depuis fin 2021 ou début 2022. Le repli des prix réels de l'immobilier s'élève ainsi à -18 % au Canada, -17 % en Nouvelle-Zélande, -15 % en Suède, -11 % au Danemark et en Australie et -7 % aux Pays-Bas entre la fin 2021 et le fin 2022.

Ce recul récent des prix réels de l'immobilier pourrait s'interpréter selon les cas comme un contrecoup de la période particulière 2020-2021, marquant un retour à des conditions du marché immobilier plus classiques. Ainsi, en fin d'année 2022, les prix réels de l'immobilier semblent être revenus, en Nouvelle-Zélande ou aux Pays-Bas, au niveau de leur trajectoire tendancielle d'avant la crise sanitaire.

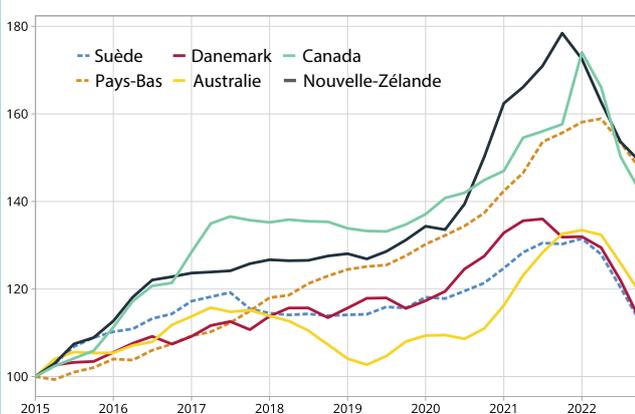
Les conséquences de ce retournement du marché immobilier sur les ménages commencent déjà à se manifester. L'indicateur du service de la dette, calculé par la Banque des Règlements Internationaux, mesure ainsi le poids dans le revenu des ménages de leurs remboursements de crédits ; il est reparti nettement à la hausse en Australie et au Canada (► **figure 7 droite**). Dans ces pays, le service de la dette était déjà structurellement élevé, supérieur à 12 % dans les années précédant la crise sanitaire, alors qu'en comparaison, il se situe entre 6 et 8 % en France, en Allemagne ou aux États-Unis. Dans les six pays suivis dans le corps de l'éclairage, le service de la dette apparaît stable en 2022, sauf aux États-Unis où il repart à la hausse.

La rapidité de la transmission du marché immobilier sur le revenu des ménages en Australie pourrait s'expliquer par l'importance des prêts à taux variables dont l'augmentation des taux se répercute quasi immédiatement sur les mensualités des ménages, la part de tels crédits s'élevant en effet à 60 % en Australie.

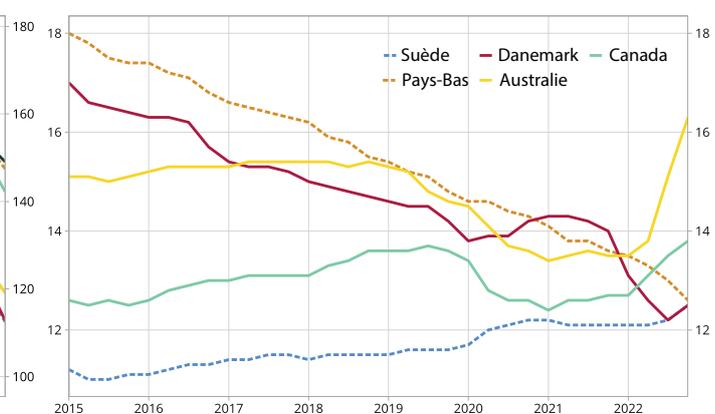
Dans les pays du nord de l'Europe, le retournement du marché immobilier pourrait également avoir des conséquences sur la soutenabilité de la dette des ménages. En effet, celle-ci s'élève à près de 200 % du RDB au Danemark et aux Pays-Bas malgré une réduction depuis plusieurs années, à l'instar de la réduction du service de la dette dans ces pays depuis 2015. Si les capacités d'investissement et de consommation des ménages devaient se dégrader dans ces pays, la demande adressée à l'Allemagne, et dans une moindre mesure celle de la France, pourraient en être affectées. ●

► 7. Le marché immobilier a réagi plus nettement dans d'autres économies avancées

(prix réels de l'immobilier, base 100 au T1 2015)



(service de la dette des ménages, en % du RDB)



Dernier point : T4 2022.

Note : le service de la dette des ménages (Debt Service Ratio, DSR) est construit comme la somme des intérêts payés par les ménages et de l'amortissement de la dette, divisée par le revenu disponible moyen auquel sont ajoutés les intérêts payés, ce qui amène la formule suivante (► **Drehmann et al., 2015**) :

$$DSR_{j,t} = \frac{i_{j,t}}{(1 - (1 + i_{j,t})^{-s_{j,t}})} * \frac{D_{j,t}}{Y_{j,t}} \quad (1)$$

où $i_{j,t}$ est le taux d'intérêt moyen sur le stock de dette existante, $D_{j,t}$ le stock de dette, $Y_{j,t}$ le revenu disponible des ménages augmenté des intérêts payés, et $s_{j,t}$ est la maturité résiduelle restante sur les encours de crédit. La série de service de la dette n'est pas disponible pour la Nouvelle-Zélande.

Source : Banque des Règlements Internationaux.