

“ PAR SON POIDS ET SES MULTIPLES
CONNEXIONS AVEC LA SPHÈRE RÉELLE
ET FINANCIÈRE, LE SECTEUR DE L'IMMO-
BILIER RÉSIDENTIEL OCCUPE UNE PLACE
CENTRALE DANS LE CYCLE ÉCONOMIQUE ”



ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

LE MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL EN ZONE EURO À L'ÉPREUVE DE LA NORMALISATION MONÉTAIRE

Guillaume Derrien

Par son poids et ses multiples connexions avec la sphère réelle et financière, le secteur de l'immobilier résidentiel occupe une place centrale dans le cycle économique. L'accélération des prix immobiliers en zone euro, enclenchée en 2014, année marquant la sortie de récession du bloc monétaire, s'était accentuée après le « Grand Confinement » de 2020, avec un pic à près de 10% en glissement annuel au premier trimestre 2022. Le resserrement de la politique monétaire par la Banque centrale européenne, inédit par son ampleur et sa rapidité, semble avoir mis un coup d'arrêt à cette progression avec toutefois, à ce stade, des différences notables entre les pays. Les économies où le marché immobilier avait mieux résisté à la crise des subprimes apparaissent aujourd'hui plus en difficulté face au durcissement des conditions de crédit. C'est le cas de l'Allemagne, qui, par ailleurs, ne bénéficie pas des mêmes relais de croissance que par le passé. Les vulnérabilités et les risques liés à la normalisation monétaire ne sont pour autant pas les mêmes que lors du précédent cycle de hausses des taux d'intérêt (2006-2008). L'endettement des ménages dans les pays autrefois appelés « périphériques » (Espagne, Irlande, Portugal, Grèce) a fortement reflué, le poids du secteur de la construction dans leurs économies s'est réduit et les conditions d'octroi de crédit ont été relevées. La part encore importante des prêts à taux variables dans l'encours des crédits reste toutefois une source de fragilité.

3

DES DYNAMIQUES
CONTRASTÉES ENTRE LES
PAYS

5

LES PAYS « PÉRIPHÉ-
RIQUES » ONT TOURNÉ LA
PAGE DE 2008

6

UNE ANNÉE 2024 SOUS LE
SIGNE DE LA PRUDENCE



LE MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL EN ZONE EURO À L'ÉPREUVE DE LA NORMALISATION MONÉTAIRE

3

Par son poids et ses multiples connexions avec la sphère réelle et financière, le secteur de l'immobilier résidentiel occupe une place centrale dans le cycle économique. L'accélération des prix immobiliers en zone euro, enclenchée en 2014, année marquant la sortie de récession du bloc monétaire, s'était accentuée après le « Grand Confinement » de 2020, avec un pic à près de 10% en glissement annuel au premier trimestre 2022. Le resserrement de la politique monétaire par la Banque centrale européenne, inédit par son ampleur et sa rapidité, semble avoir mis un coup d'arrêt à cette progression avec toutefois, à ce stade, des différences notables entre les pays. Les économies où le marché immobilier avait mieux résisté à la crise des subprimes apparaissent aujourd'hui plus en difficulté face au durcissement des conditions de crédit. C'est le cas de l'Allemagne, qui, par ailleurs, ne bénéficie pas des mêmes relais de croissance que par le passé. Les vulnérabilités et les risques liés à la normalisation monétaire ne sont pour autant pas les mêmes que lors du précédent cycle de hausses des taux d'intérêt (2006-2008). L'endettement des ménages dans les pays autrefois appelés « périphériques » (Espagne, Irlande, Portugal, Grèce) a fortement reflué, le poids du secteur de la construction dans leurs économies s'est réduit et les conditions d'octroi de crédit ont été relevées. La part encore importante des prêts à taux variables dans l'encours des crédits reste toutefois une source de fragilité.

Cet EcoConjoncture fait partie d'une série de trois publications abordant la thématique du secteur immobilier résidentiel européen. Il fait suite à un premier article paru en décembre 2023¹.

DES DYNAMIQUES CONTRASTÉES ENTRE LES PAYS

Conséquence du resserrement des conditions de crédit en zone euro, la production annuelle de nouveaux prêts à l'habitat subit un contre-coup inédit, avec une baisse de 32% sur un an en novembre 2023². Ce recul est supérieur à ceux enregistrés en 2008 et 2011 qui n'avaient pas dépassé, à cette époque, 20% sur une mesure similaire. Entre le point haut et le point bas cyclique, la baisse actuelle est de 37% (mai 2022-novembre 2023) contre 33% en 2009 (septembre 2006-octobre 2009) et 27% en 2013 (mai 2011-janvier 2013). Ces chiffres intègrent les renégociations de prêts, qui peuvent dans certains cas représenter une part importante des nouveaux flux de crédits. Mis à part trois pays où la production annuelle de nouveaux prêts à l'habitat, hors renégociations, restait encore positive en novembre, la baisse est quasi-généralisée en zone euro (cf. graphique 1).

Il faut dire que la rapidité et l'ampleur de la hausse des taux obligataires amorcée à la fin de l'année 2021, suivie et soutenue par la remontée des taux directeurs à partir de juillet 2022, est aussi sans précédent. Les taux immobiliers s'ajustent en fonction de l'évolution du marché obligataire pour les crédits à taux fixes (en France l'OAT à 10 ans), et en fonction de l'Euribor pour la majorité des crédits à taux variables. Ils ont donc commencé à remonter de manière plus agressive à partir du printemps 2022, à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine et à l'envolée de l'inflation en Europe. Ainsi, les taux d'intérêt moyens pour un nouveau prêt à l'habitat en zone euro, qui se situaient à hauteur de 1,3% il y a deux ans, ont plus que triplé depuis, pour atteindre 4% en novembre 2023 (cf. graphique 2).

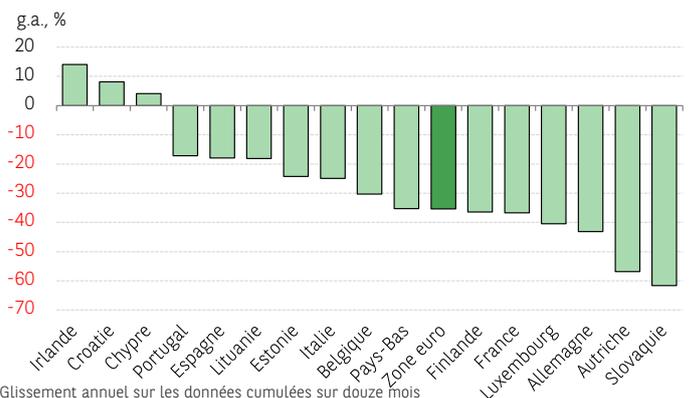
L'ampleur du repli des crédits à l'habitat est toutefois différente entre les pays : très importante en Allemagne, en France, en Autriche et en Slovaquie, plus modérée en Espagne en Italie et au Portugal. Ces évolutions reflètent des dynamiques de croissance économique différentes en 2022 et 2023, marquées notamment par une plus forte reprise de l'activité au sein des pays du Sud de la zone euro³. La hausse des prix

¹ Voir BNP Paribas EcoConjoncture Problématiques d'offre dans le logement en France : une équation insoluble ? 15 décembre 2023.

² Valeurs cumulées sur douze mois glissants.

³ Il faut noter également que ces chiffres de crédits sont exprimés en termes nominaux et intègrent de fait un effet prix qui s'ajoute au simple effet volume, lié au nombre de transactions, qui a, pour sa part, baissé sensiblement. Autrement dit, à volume de transactions constant, la hausse des prix entraîne une augmentation du volume des crédits.

NOUVEAUX PRÊTS À L'HABITAT (HORS RENÉGOCIATIONS-NOV 2023)*



*Glissement annuel sur les données cumulées sur douze mois

GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE, CALCULS BNP PARIBAS

immobiliers en zone euro a d'abord ralenti à l'été 2022, avant de devenir négative, trimestre après trimestre à partir du T4 2022, et à partir du T2 2023 en glissement annuel (cf. graphique 3)⁴. Le prix se sont légèrement redressés en variation trimestrielle au T3 2023 (+0,3% t/t) mais le glissement annuel a chuté à nouveau, pour atteindre -2,1%. Toutefois, la baisse s'observe surtout sur les logements existants. L'évolution des prix des constructions neuves marquent également le pas, mais les valorisations dans ce segment résistent mieux, sur fond de demande en logements à performance énergétique élevée, et de l'augmentation des coûts de construction.

La correction actuelle des prix n'efface qu'une petite partie de la hausse significative réalisée depuis une décennie. Après une phase de baisse qui s'était étalée sur près de six ans, entre 2008 et 2014, les prix immobiliers en zone euro étaient repartis très nettement à la hausse. Leur progression (en termes nominaux), qui s'est élevée à 3,5% en moyenne chaque année entre 2015 et 2021, a dépassé très largement le rythme d'inflation des prix à la consommation, tout comme celui des revenus disponibles. En termes réels, les prix immobiliers en zone euro ont nettement augmenté également.

⁴ L'indice des prix immobiliers résidentiels calculé par Eurostat inclut les variations de prix de tous les types de logements (appartements, maisons individuelles, maisons mitoyennes, etc.).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Au-delà de l'environnement de taux ultra-bas, d'autres facteurs, mis en avant dans un rapport de la Banque des règlements internationaux⁵, ont contribué à stimuler l'augmentation des prix des logements durant cette période : hausse de la démographie et du nombre des ménages ; afflux d'investissements étrangers favorisé par des valorisations immobilières attractives et par la mise en place dans un certains nombres de pays (Irlande, Portugal, Espagne, Grèce, Malte, Italie) de programmes d'investissement donnant droit à des facilités de visas (programme ARI⁶, appelé aussi « visas dorés »). Par ailleurs, le soutien budgétaire apporté aux ménages européens durant la crise sanitaire s'est traduit par une accumulation d'épargne importante, dont une partie aurait été réinvestie dans la pierre⁷.

Les prix immobiliers dans certains pays se situent aujourd'hui encore très en dessous du niveau constaté avant la crise des *subprimes*, mais un phénomène de rattrapage s'observe. C'est le cas notamment en Grèce, où l'écart par rapport au pic de 2008 s'est réduit à 8,6% à l'échelle nationale au troisième trimestre 2023, et la hausse des prix n'a cessé de s'amplifier ces dernières années. Soutenue par une économie et un marché du travail en phase de redressement, Athènes est devenue la capitale européenne avec l'inflation immobilière la plus importante⁸. Le niveau moyen des prix immobiliers dans la capitale grecque est presque revenu sur ses niveaux de 2008, inférieur de seulement 2,7% (cf. graphique 6). Dans d'autres pays, pourtant également lourdement touchés par la crise financière mondiale, mais qui ont bénéficié d'un redressement économique plus rapide qu'en Grèce, on ne parle plus de rattrapage mais bel et bien d'une envolée des prix. Au Portugal et en Estonie notamment, la progression par rapport au pic de 2007 dépasse les 70%⁹. Le resserrement monétaire n'a eu, par ailleurs, jusqu'à cet automne, qu'un effet modéré sur les prix immobiliers dans ces économies, qui ont continué de progresser à un rythme soutenu. Dans les pays où le marché immobilier avait, en comparaison, mieux résisté aux crises financières de 2008 et 2011, le coup d'arrêt aujourd'hui est plus important. C'est notamment le cas de l'Allemagne, qui vit déjà d'ores et déjà l'un des chocs immobiliers le plus important de son histoire récente. Le ralentissement du crédit immobilier, parmi les plus marquants en zone euro, s'est doublé d'une baisse des prix de près de 10% en glissement annuel au deuxième trimestre 2023¹⁰. La Finlande fait également face à une correction significative des prix des logements. Ces économies sont d'autant plus exposées au choc sur le marché immobilier que, contrairement à la tendance observée dans le reste de la zone euro, le poids de l'investissement résidentiel dans le PIB a continué de progresser ces dernières années.

Dans ces pays, le poids de l'investissement résidentiel est désormais le plus élevée au sein de l'union monétaire. Par ailleurs, le modèle économique sur lequel s'est construite l'économie allemande – un secteur manufacturier performant et une force à l'exportation – se trouve fragilisé (crise énergétique, concurrence accrue notamment dans l'automobile, pénurie de main d'œuvre)¹¹. Les perspectives de croissance pour la première économie de la zone euro restent assez mal orientées en 2024 et 2025, ce qui limiterait d'autant plus le soutien de la demande au marché immobilier.

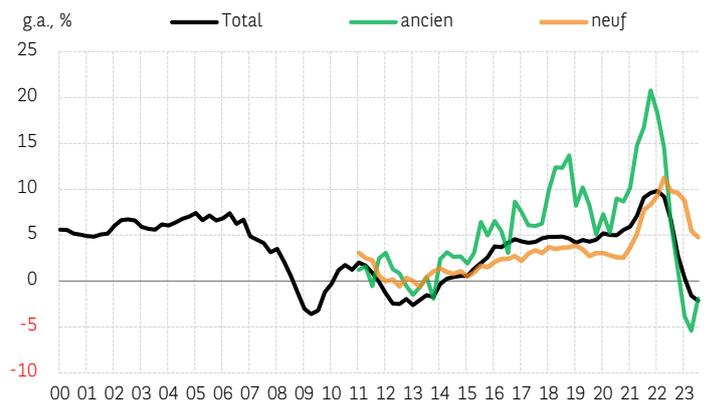
TAUX D'INTÉRÊT MOYEN DES NOUVEAUX PRÊTS À L'HABITAT EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BCE

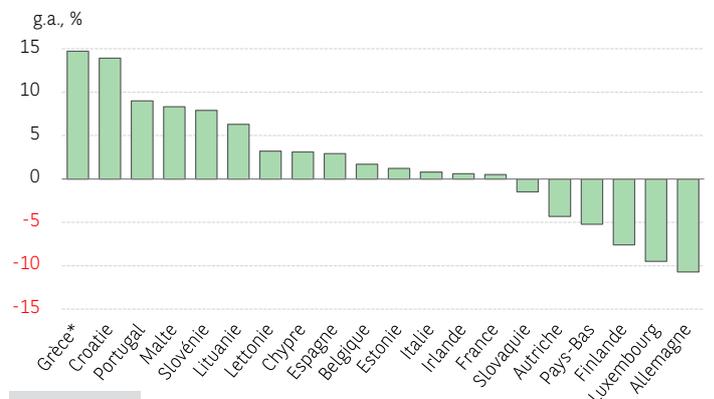
ÉVOLUTION DES PRIX IMMOBILIERS EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, OCDE

PRIX DES LOGEMENTS ANCIENS PAR PAYS (T2 2023)



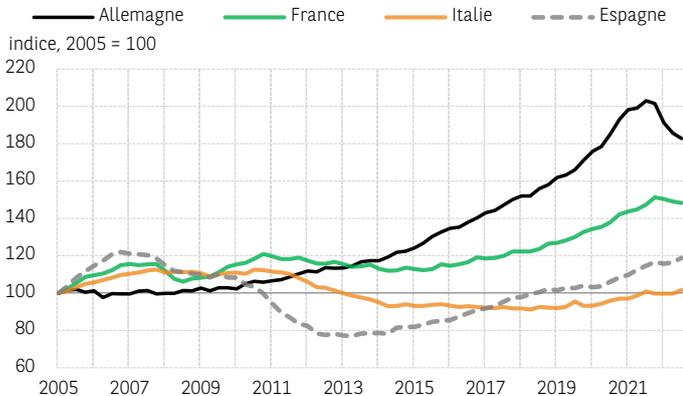
GRAPHIQUE 4

SOURCES : EUROSTAT, *BANQUE DE GRÈCE, CALCULS BNP PARIBAS

5 Voir l'article du BRI *Property price dynamics: domestic and international drivers*, 18 février 2020.
 6 Residence Permit for Investment Activity.
 7 Sur ce sujet, voir *The consumption impulse form pandemic savings – does the composition matter?* ECB Economic bulletin, juin 2023.
 8 Voir *Athens Home Prices Are Surging Faster Than Other European Cities*, Bloomberg, 17 novembre 2023.
 9 Corrigée de l'évolution des prix à la consommation, la hausse est toujours très importante au Portugal (+36%) mais moins marquée en Estonie (+1,7%).
 10 Source : Eurostat.
 11 Voir *BNP Paribas Ecoperspectives, Allemagne - Standort Deutschland ?*, 13 octobre 2023.



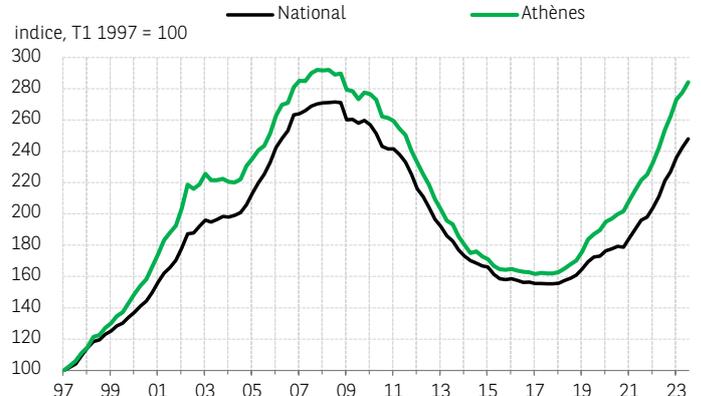
ÉVOLUTION DES PRIX IMMOBILIERS EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 5

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

PRIX DES LOGEMENTS EN GRÈCE



GRAPHIQUE 6

SOURCES : BANQUE DE GRÈCE, BNP PARIBAS

LES PAYS « PÉRIPHÉRIQUES » ONT TOURNÉ LA PAGE DE 2008

Pour comprendre pourquoi les économies dites « périphériques », autrefois maillons faibles de la zone euro et auxquels on peut inclure l'Italie et les Pays baltes – affichent pour l'heure un meilleur dynamisme et une meilleure résilience de leurs marchés immobiliers, il est important de prendre du recul et d'analyser les évolutions structurelles importantes réalisées au cours de la dernière décennie.

Si les concepts de « déflation par la dette » et « d'accélérateur financier » sont souvent utilisés dans le contexte de la Grande Dépression des années 1930 aux États-Unis, ou parfois également afin de comprendre la « décennie perdue » japonaise, des similarités existent entre ces épisodes et les mécanismes à l'œuvre dans les pays à l'épicentre de la crise européenne de 2008-11 (cf. encadré 1, page 8). Les excès d'endettement générés pendant la phase ascendante du cycle, la formation d'une bulle immobilière dans un certain nombre de pays, puis son dégonflement (déflation des prix des actifs, financiers et immobiliers) et l'effet cumulatif des interactions entre la sphère financière et la sphère réelle, ont contribué à amplifier la phase récessive qu'ont connue certains pays durant la crise de la décennie passée.

Durant la période qui a précédé et conduit à la crise financière mondiale, la hausse des prix immobiliers avait permis aux ménages de s'endetter davantage dans les pays dits « périphériques », où les emprunts étaient majoritairement à taux variables et adossés à une hypothèque (Espagne, Portugal, Irlande). Cette pratique, dite d'extraction hypothécaire, a maintenu le rapport entre montant de la dette et valeur du bien immobilier à un niveau très élevé, ce qui a contribué à amplifier, au moment du retournement, le choc économique, bancaire et financier. Recul du PIB, hausse des saisies immobilières et des prêts non performants, plongeon des prix des logements : les effets d'entraînement ont été colossaux et alimentés par la crise budgétaire et les programmes d'austérité mis en place dans ces pays. La sortie du tunnel a été plus ou moins longue selon les pays. En Italie et en Grèce, notamment, le point bas des prix immobiliers n'avait été atteint, respectivement, qu'au premier trimestre 2019 et à l'été 2017, soit onze et neuf ans après leur pic respectif. La remontée des prix en Irlande et au Portugal a été bien plus précoce, elle a débuté dès le premier semestre 2013. Les Pays baltes ont également entamé leur phase de reflation assez rapidement, avec un nouveau cycle de hausse des prix entamé dès le troisième trimestre 2009 en Estonie et, au premier trimestre 2010, en Lettonie et en Lituanie¹².

12 Source : Eurostat.

La baisse drastique des taux d'intérêt à partir d'octobre 2008 a été, dans ce contexte, déterminante pour enrayer cette « trappe de la dette ». La baisse du coût du crédit à des niveaux historiquement bas a desserré l'étau financier sur les ménages et les entreprises, sans pour autant enrayer immédiatement la crise immobilière, dont l'inertie baissière a perduré pendant de nombreux mois.

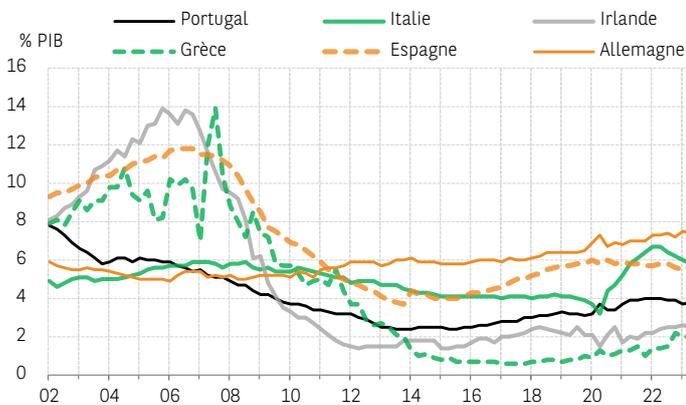
Il ne faut également pas oublier les ajustements structurels profonds réalisés dans ces pays, très douloureux pour la population locale, mais qui ont fini par porter leurs fruits sur le plan macroéconomique au regard des dynamiques actuelles. L'activité et les prix immobiliers ont ainsi pu reprendre progressivement des couleurs.

La remontée des prix immobiliers est telle désormais que certains gouvernements ont décidé de faire machine arrière, en limitant, voire en mettant un terme, à certaines mesures incitatives mises en place au moment où le marché était au plus bas. Les conditions d'accès aux programmes de résidences par investissement (Les fameux- « visas dorés » ou ARI, déjà mentionnés plus haut) ont notamment été durcies. L'Irlande a tout simplement aboli ce programme le 15 février 2023, tandis que les autorités portugaises ont mis fin cette année à la possibilité d'accéder à un ARI par l'intermédiaire d'un investissement immobilier. De son côté, la Grèce a doublé le seuil d'investissement immobilier nécessaire pour être éligible à ce programme qui s'établit désormais à 500 000 euros. Un serrage de vis a également été opéré sur les locations de courte durée, dont l'entreprise américaine dominante sur ce marché est bien connue de tous.

En Espagne, on a également assisté au cours des dernières années à un rééquilibrage entre l'offre et la demande de logements. Plus précisément, l'offre est devenue inférieure à la demande. En effet, depuis près de dix ans, le volume des nouvelles constructions résidentielles est repassé sous le niveau des nouveaux ménages créés, un scénario inverse de celui qui prévalait auparavant. Cette situation s'est accentuée en 2022, avec le contexte de contraintes fortes sur l'offre, liées à la crise de l'énergie et à la remontée des coûts de matériaux de construction.



INVESTISSEMENTS DANS LA CONSTRUCTION DE LOGEMENTS



GRAPHIQUE 7

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

Depuis 2011, l'endettement des ménages dans les pays au centre de la crise immobilière et des dettes souveraines de la décennie passée s'est nettement réduit, sauf en Italie où le ratio s'est stabilisé mais reste bas (cf. graphique 8). Le plus grand ajustement a eu lieu en Irlande où le ratio d'endettement s'est réduit de plus de moitié par rapport à 2007, plaçant désormais les ménages au niveau d'endettement moyen de la zone euro (89,4% au T2 2023). L'Espagne est également parvenu à réduire de près de 50 points de pourcentage son ratio d'endettement, ce qui en fait aujourd'hui un bon élève en zone euro. Le Portugal a aussi connu une trajectoire favorable.

Cette baisse de l'endettement des ménages dans les pays dits périphériques a accompagné le recul de l'activité de construction comme moteur de la croissance économique. L'investissement résidentiel, qui représentait au plus haut de la bulle de 2008 plus de 10% du PIB en Espagne, en Irlande et en Grèce, a vu sa part baisser de moitié depuis. Ces pays possèdent aujourd'hui un modèle de développement économique moins déséquilibré, avec des leviers de croissance (tourisme, services financiers, IDE) reposant moins sur l'endettement que ceux utilisés dans le passé.

Ainsi, les termes communément employés durant la crise de la zone euro – périphérie, PIIGS¹³ – pour qualifier ces pays en difficulté économique apparaissent obsolètes aujourd'hui. Sur bien des aspects (taux de chômage, équilibre budgétaire¹⁴, endettement privé et public, coût unitaire du travail), le rattrapage est sinon acté, du moins largement engagé. Il reste toutefois au chemin à parcourir sur certains indicateurs clés : mis à part l'Irlande, dont le PIB par tête était déjà largement au-dessus de la moyenne européenne il y a quinze ans, et l'écart s'est accentué ensuite grâce à l'implantation des multinationales dans le pays, le déficit reste important dans les quatre autres pays. L'écart ne s'est d'ailleurs que très faiblement réduit, la faute notamment à un taux d'investissement et à une productivité relativement faible¹⁵.

UNE ANNÉE 2024 SOUS LE SIGNE DE LA PRUDENCE

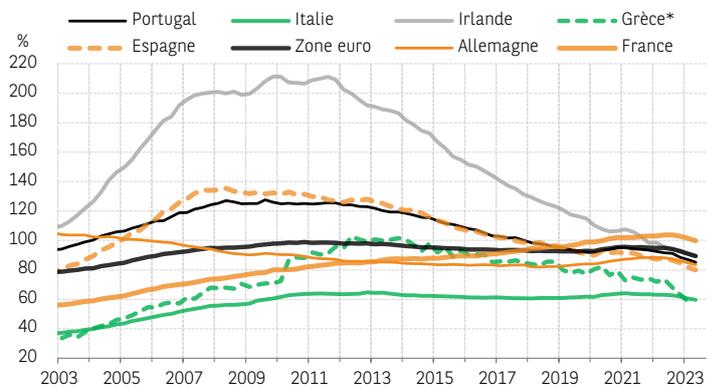
Selon la BCE et son chef économiste, Philip Lane, le délai de transmission des taux directeurs aux taux immobiliers serait compris entre 6

13 Acronyme pour Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne.

14 Voir [BNP Paribas Ecoflash, Europe du sud : le rétablissement des comptes publics](#), 9 mai 2023.

15 Voir [BNP Paribas EcoConjoncture, Europe du sud : pourquoi une croissance potentielle si faible ?](#), 30 novembre 2020.

DETTE DES MÉNAGES EN % DU REVENU DISPONIBLE



GRAPHIQUE 8

SOURCES : BCE, BANQUE DE GRÈCE

mois et un an¹⁶. Indépendamment de cette estimation, des différences à la fois dans l'ampleur et dans la vitesse de transmission du resserrement monétaire existent entre les pays, tenant principalement au cadre réglementaire de chaque État (taux d'usure en France, recours aux taux fixes ou variables). La chute des taux obligataires en zone euro à la fin de l'année 2023, et l'amorce d'une baisse des taux directeurs par la BCE attendue dans le courant de l'année 2024, suggèrent que, concernant la remontée des taux immobiliers, une bonne partie du chemin est déjà faite. La dernière enquête trimestrielle de la BCE sur les prêts bancaires en zone euro (*Bank Lending Survey*) indique, par ailleurs, quelques signes de stabilisation à venir, avec une détérioration de la demande en crédit immobilier qui serait, à nouveau, moins importante au quatrième trimestre 2023.

Le FMI, dans son rapport de stabilité financière globale, publié en octobre 2023, se voulait rassurant sur la capacité des ménages à faire face à l'environnement de taux plus élevés, en soulignant la baisse passée de l'endettement et le relèvement des conditions d'octroi de crédits comme des facteurs concourant à réduire le risque d'instabilité financière¹⁷. Si la hausse des taux immobiliers contribuera à renchérir la charge de la dette des ménages qui se financent à taux variables (les ménages empruntant à taux fixes ne sont pas exposés à ce risque), la baisse de l'endettement, qui entre également dans le calcul de la charge d'intérêts des ménages, en atténuera ses effets. Par ailleurs, dans certains pays (Italie, Espagne, Grèce), la part des ménages propriétaires se situant toujours dans la phase de remboursement de leur crédit immobilier est assez faible, et échappe aux effets de la remontée des taux d'intérêt (cf. encadré 2, page 9).

Si la zone euro évite la récession en 2024 et se maintient sur une trajectoire de croissance, certes peu vigoureuse, mais positive (+0,8% selon nos prévisions en moyenne annuelle), cela permettrait de ne pas fragiliser davantage les dynamiques sur le marché immobilier résidentiel. Le rattrapage des salaires sur l'inflation, la baisse de celle-ci et l'anticipation d'une détérioration limitée du marché du travail devraient soutenir un léger redressement du pouvoir d'achat des ménages.

16 Voir Philip R. Lane, The transmission of monetary policy, 11 octobre 2022.

17 Le FMI souligne en effet qu'une hausse importante des défauts de paiements des ménages reste un risque, certes important, mais dont la probabilité d'occurrence demeure faible. IMF Global Financial Stability report octobre 2023, page 18: "However, a severe increase in defaults remains a tail risk, as underwriting standards remain tighter and household debt is generally lower than before the global financial crisis."



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Par ailleurs, les États ne sont pas restés sans réagir et ont introduit toute une série de mesures pour amortir au mieux le choc des taux d'intérêt pour les ménages propriétaires ou primo-accédants. Cela a pris notamment la forme en Espagne d'un allongement des délais de grâce ainsi que l'instauration d'une garantie d'État couvrant une partie du crédit immobilier pour les jeunes primo accédants. Le gouvernement italien a pour sa part assoupli les conditions de restructuration d'un prêt à taux variable vers un taux fixe.

Néanmoins, des points de vulnérabilité existent. Le recours aux prêts à taux variable reste la norme dans plusieurs pays de la zone euro. L'Espagne, la Grèce et l'Irlande ont transitionné progressivement vers un modèle comportant une part plus importante de prêts à taux fixe, très peu utilisé en 2008, mais une partie significative des ménages reste contractuellement liée à des taux ajustables. Par ailleurs, certains contrats hybrides, combinant une période initiale à taux fixe suivie d'une période à taux variable – généralement considérés comme taux fixes dans les statistiques – pourrait impliquer des nouvelles hausses de coûts du crédit à moyen-terme. Les ménages français sont moins exposés à ce phénomène, puisque la quasi-totalité des emprunts immobiliers sont souscrits à taux fixe pour toute la durée du prêt.

Par ailleurs, la succession de chocs majeurs qu'a connue la zone euro et l'économie mondiale dans son ensemble depuis trois ans appelle à une prudence accrue. La situation macroéconomique reste fragile et une dégradation plus nette, notamment celle du marché du travail, aurait des répercussions sur le secteur de l'immobilier résidentiel, compte tenu par exemple du poids que représente un bien immobilier dans le patrimoine des ménages (voir encadré 3, page 10), et son rôle de collatéral.

Les conséquences du resserrement monétaire sur l'économie réelle agissant avec un décalage parfois important, il semble encore trop tôt pour juger pleinement des effets de celui opéré depuis la mi-2022 en zone euro. La résistance des ménages face à la remontée des taux d'intérêt sera testée à nouveau en 2024, avec un risque de détérioration qui serait accru si les conditions sur le marché du travail étaient amenées à se dégrader plus significativement. Si un léger sursaut de l'activité en zone euro est attendu en 2024, la situation reste incertaine, fragilisée par le contexte géopolitique et par la hausse des taux d'intérêt qui continuera à peser sur la solvabilité des ménages et des entreprises. Néanmoins, à ce stade, les perspectives sur le front de la croissance économique restent positives, soutenues par un début de baisse des taux directeurs. Par ailleurs, et comme rappelé par la BCE dans son dernier rapport de stabilité financière de novembre 2023¹⁸, le secteur bancaire européen dispose de fonds propres en quantité amplement suffisante pour lui permettre d'absorber une éventuelle hausse du risque de crédit.

Guillaume Derrien

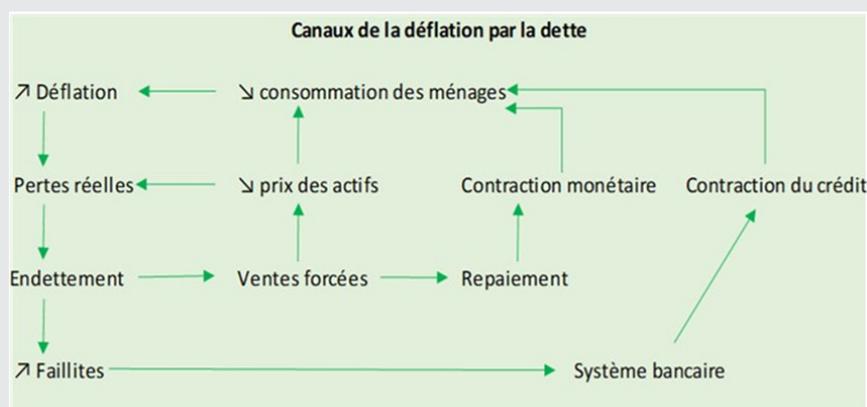
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Achévé de rédiger le 3 janvier 2024

¹⁸ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202311-bfe9d7c565.en.pdf>



DÉFLATION PAR LA DETTE, DE QUOI PARLE-T-ON ?



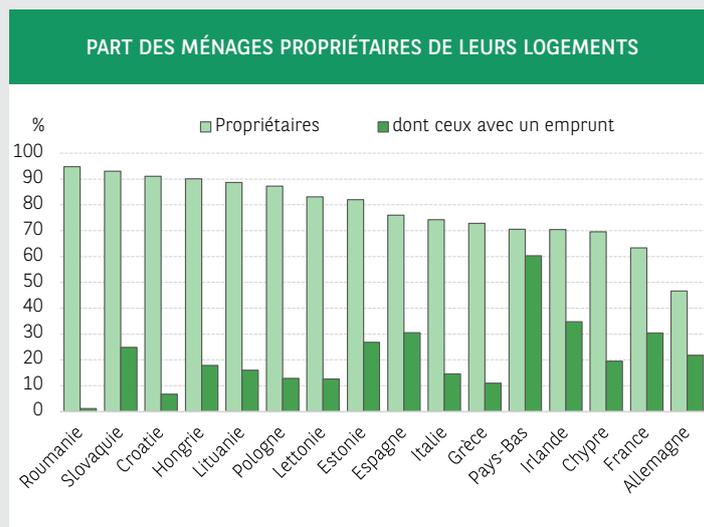
SOURCE: G. VON PETER (2005), DEBT-DEFLATION: CONCEPTS AND A STYLISED MODEL, BIS WORKING PAPER

Elaborée par Fischer (1933), puis « élargie » par Minsky (1963) et Bernanke (1983), la théorie de la déflation par la dette a été largement étudiée dans le cadre de la Grande Dépression des années 1930 aux Etats-Unis¹. Elle part du principe qu'à la suite d'un cycle d'endettement important, un retournement économique peut engendrer un besoin de désendettement également important de la part des agents qui, en se matérialisant par des cessions d'actifs financiers ou intangibles (principalement immobilier pour les ménages), engendre une baisse de l'activité et des prix à la consommation et de ces actifs, dans une spirale baissière auto-entretenue. Cette baisse conjuguée (activité et prix) contribue à accroître le poids réel de la dette, ce qui perpétue le besoin de désendettement et alimente cette boucle de dette-déflation.

Si ces trois économistes partent de ce même constat, ils ne mettent pas en avant le même canal de propagation. Fischer souligne avant tout les effets des ventes forcées sur les flux de trésorerie disponible des ménages qui se réduit et déprime la consommation. Minsky incorpore dans son analyse la valorisation des actifs. Dans ce schéma, la vente forcée d'actifs entraîne une baisse de leurs prix et les pertes qui en résultent exacerbent l'endettement, entraînant ainsi de nouvelles liquidations. Minsky identifie également un effet de richesse négatif qui conduit à réduire la consommation ou l'investissement. Ici encore, il existe un effet d'auto-alimentation. Bernanke identifie le crédit bancaire comme troisième canal de propagation. Lors d'un choc économique, l'endettement excessif engendre des défauts de crédits qui se répercutent sur le bilan des banques, ce qui limite la capacité de ces derniers à allouer des nouveaux prêts. Ce rationnement déprime l'activité économique et alimente la boucle déflationniste.

¹ Irving F. (1933), *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, *Econometrica* ; Minsky, H. P. (1963) *Can "It" Happen Again*, *Banking and Monetary Studies* ; Bernanke, B. (1983) *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression*, *American Economic Review*. Pour un document synthétique, voir par exemple *Debt deflation: concepts and a stylised model*, BIS working paper, avril 2005.

LA STRUCTURE DES MÉNAGES EN ZONE EURO



GRAPHIQUE 9

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

En 2022, deux tiers des ménages en zone euro étaient propriétaires de leur logement et un quart seulement avait un emprunt immobilier en cours de remboursement¹(cf. graphique 9). Cette proportion est restée globalement stable au cours des quinze dernières années. Cependant, d'importantes évolutions de structure au sein de chaque pays membre sont observables. Les pays les plus durement touchés par la crise immobilière de 2008 ont connu, au cours des quinze dernières années, une baisse importante de la part des ménages propriétaires². Parmi les pays concernés, on peut citer l'Irlande, qui a vu sa part de propriétaires chuter de près de 8 points de pourcentage (pp) entre 2007 et 2022, pour s'établir à 70%. L'Espagne (76% en 2022) et Chypre (70%) ont enregistré, chacun, un recul supérieur à quatre points durant cette période. L'Allemagne (-6,5 pp à 47%), et l'Autriche (-8 pp à 51%) ont connu un phénomène semblable, même si, dans ce cas, cette baisse tient aussi à des décisions politiques prises par les autorités, dans le but notamment de promouvoir le secteur locatif³. A l'inverse, la France et les Pays Bas ont vu leur proportion de propriétaires augmenter.

Un niveau élevé de propriétaires dans un pays ne signifie pas pour autant qu'une part importante des ménages est contractuellement liée à un emprunt immobilier. Plusieurs pays combinent, en effet, un taux de propriétaires élevé avec une faible proportion de ménages ayant souscrit un prêt à l'habitat. C'est le cas notamment de l'Italie ou de la Grèce où moins de 15% des ménages propriétaires était dans cette situation⁴. Cela explique notamment pourquoi l'endettement des ménages dans ces deux pays est, en comparaison, moins élevé que la moyenne de la zone euro. A l'inverse, l'Irlande, les économies du Benelux, et dans une moindre mesure la France, présentent un niveau relativement peu élevé de propriétaires mais une part plus importante de ménages avec un emprunt immobilier en cours de remboursement.

1 Source : Eurostat. Précisément, 65,0% des ménages de la zone euro étaient propriétaires de leur logement en 2022, mais seulement 26,7% avaient un emprunt immobilier en cours de remboursement.

2 Les raisons de ce recul sont multiples : on peut citer aggravation de la situation sociale et montée du chômage ayant forcé certains ménages à céder leurs biens immobiliers ; ou encore exclusion d'une partie des ménages de l'accès à la propriété due à la hausse des prix immobiliers.

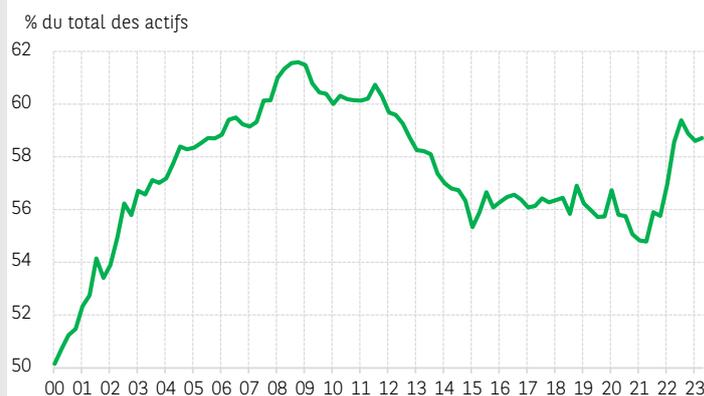
3 Parmi ces facteurs incitatifs, on notera le fait qu'en Allemagne, les intérêts d'emprunt immobilier ne sont déductibles de l'impôt sur le revenu que lorsque le logement est mis en location.

4 Ce chiffre peu élevé s'explique notamment par un recours important au legs familial des biens immobiliers, plutôt qu'à la vente à un tiers.



LE MARCHÉ IMMOBILIER DANS LE CYCLE ÉCONOMIQUE : QUELQUES CONSIDÉRATIONS

ACTIFS IMMOBILIERS DES MÉNAGES DE LA ZONE EURO



GRAPHIQUE 10

SOURCES : BCE, CALCULS BNP PARIBAS

Le marché immobilier constitue un canal important du cycle économique et ses effets d'entraînement sur le reste de l'activité sont multiples¹. Si l'investissement résidentiel ne représente qu'une part assez restreinte du PIB en zone euro (autour de 6% en 2022), ses fluctuations sont généralement plus importantes, de l'ordre du simple au triple, selon une étude récente de la BCE². Ceci explique notamment la contribution importante de cette composante aux variations du PIB durant les retournements de cycles violents, comme en 2008-09, d'autant plus que les années précédentes ont été des années de boom voire de bulle immobilière. Un effet similaire, bien que moins important, a pu être observé à la suite de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, tandis que le phénomène a été moins visible durant la crise de la Covid-19 en 2020, du fait de la nature singulière de cet événement.

Également, l'évolution de l'activité immobilière est souvent perçue comme annonciatrice du retournement du cycle à venir. Leamer (2007)³ estime que dans la majorité des récessions américaines répertoriées entre 1949 et 2001, 6 sur les 10 dernières recensées, l'investissement résidentiel constituait, un an avant la récession économique, le principal frein à l'activité, les autres composantes de l'investissement (biens d'équipement, logiciels) se dégradant plus tard dans le cycle récessif. Ferrara et Vigna (2009)⁴ estiment, pour le cas de la France, que plusieurs indicateurs du marché immobilier (mises en chantier, permis de construire, investissement résidentiel) sont corrélés avec les cycles du PIB, « avec une certaine avance variant entre un et quatre trimestres ».

La thèse selon laquelle une hausse des prix immobiliers soutiendrait la consommation des ménages, grâce à des effets de richesse positifs (hausse du patrimoine), ne fait pas l'unanimité⁵. Plus certainement, l'« effet-prix » a conduit dans le passé à une concentration plus importante du patrimoine des ménages vers cette classe d'actif. Cela a été particulièrement visible au cours de la première partie des années 2000, menant à la crise de 2008-09. Les prix immobiliers en zone euro avaient progressé à un rythme très soutenu, à près de 6% par an en moyenne. Les biens immobiliers, qui représentaient autour de 50% du total des actifs détenus par les ménages au début des années 2000, avaient atteint un pic à 61,7% au quatrième trimestre 2008⁶. Après une phase de baisse liée au repli des prix immobilier en zone euro, ils ont de nouveau regagné en importance depuis la fin de la crise sanitaire (cf. graphique 10). Or, cet effet de concentration aurait tendance à amplifier le choc économique lors d'un retournement de cycle et de baisse des prix de l'immobilier, en entraînant, notamment, davantage de ménages en situation de capital négatif (*negative equity*), c'est-à-dire dans une situation où le ménage reste débiteur après avoir vendu le bien immobilier acquis grâce au crédit. Ces effets, qui peuvent être rattachés au mécanisme « d'accélérateur financier » décrit par Bernanke, Gertler et Gilchrist (1998)⁷, sont d'autant plus forts que l'endettement des ménages est élevé.

1 Pour un résumé de ces canaux, voir par exemple Immobilier et cycle économique : ce que nous apprend la Grande récession, OFCE, Revue d'Economie Financière, 2014.

2 Battistini, Delle Chiaie & Gareis. *Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States*, ECB Economic bulletin, mai 2023.

3 E.E. Leamer, *Housing is the business cycle*, NBER, septembre 2007.

4 L. Ferrara et O. Vigna. *Cycles économiques et marché immobilier en France : Faits stylisés et déterminants*, Document de travail de la Banque de France, décembre 2009.

5 Pour une liste des résultats, voir Immobilier et cycle économique : ce que nous apprend la Grande récession, OFCE, Revue d'Economie Financière, 2014.

6 Source: BCE.

7 Bernanke B., Gertler M. et Gilchrist S., *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, NBER, mars 1998.



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon

Adjointe au chef économiste - Responsable - États-Unis

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Zone euro, Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab

Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat

Responsable

+33 1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11

marianne.mueller@bnpparibas.com

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable - Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine

Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé

Afrique anglophone et lusophone

+33 1 40 14 50 18

lucas.ple@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaelle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59

mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page linkedin des études économiques

OU TWITTER
voir la page twitter des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document https://globalmarkets.bnpparibas.com/gm/home/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf

© BNP Paribas (2023). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Directeur de la rédaction : William De Vijlder
Copyright : Olga Kashubin



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change