

# ECONOTE

## Société Générale

Département des études économiques et sectorielles

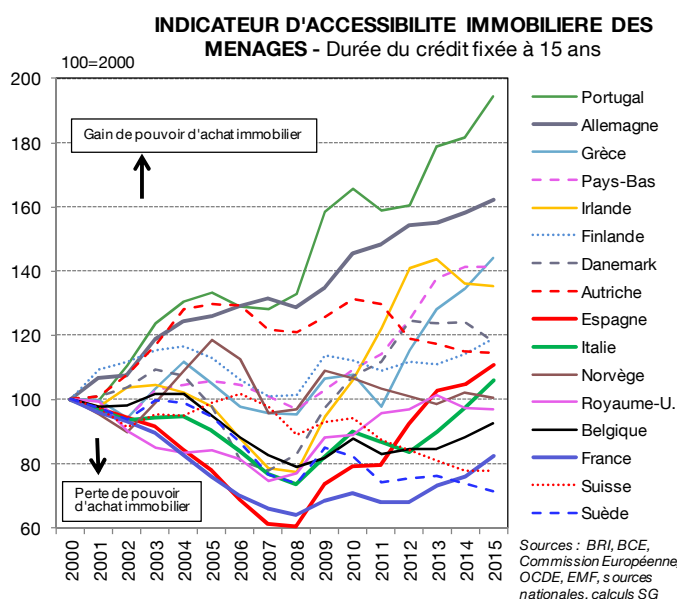
### LOGEMENT EN EUROPE : Y A-T-IL DES MARCHÉS EN SURCHAUFFE ?

— Même si la crise de 2008 a grandement affecté certains marchés européens, les prix des logements ont fortement augmenté dans la plupart des pays d'Europe occidentale depuis le début des années 2000, et davantage encore dans la plupart des capitales.

— En rapportant ces prix aux revenus des ménages ou aux loyers, les ratios se sont éloignés de leur moyenne de long terme en Suède, Norvège, Belgique et Royaume-Uni.

— Ce mouvement général de hausse de prix a été notamment favorisé par la tendance longue de baisse des taux d'intérêt d'emprunt. Cette nette baisse des taux, conjuguée à la légère hausse des revenus, a soutenu l'accessibilité immobilière des ménages. Pour autant, du fait de l'envolée des prix, l'accessibilité s'est dégradée depuis 2000 en Suède et, dans une moindre mesure en Suisse, en France et en Belgique.

— L'endettement des ménages a augmenté dans la plupart des pays. Cette hausse et le risque d'une éventuelle remontée future des taux d'intérêt ont poussé certains États à mettre en place des politiques macroprudentielles (mesures spécifiques contraignant les établissements de crédit) qui visent à réduire les risques sur le marché du logement. Il est cependant encore trop tôt pour évaluer leur impact.



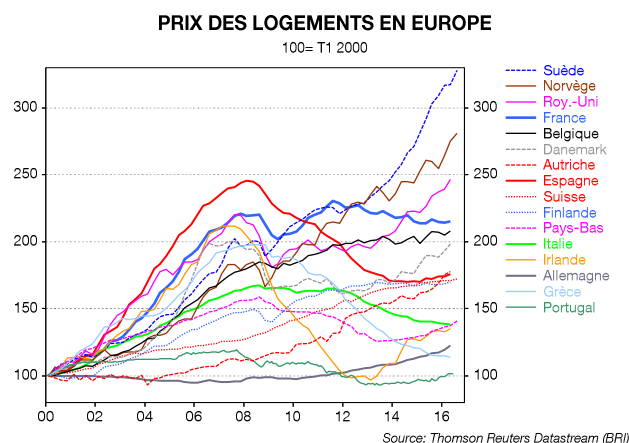
**Emmanuel PERRYAY**  
+33 1 42 14 09 95  
emmanuel.perryay@socgen.com

Cette étude porte sur les marchés du logement de 16 pays d'Europe occidentale.

## FORTE HAUSSE DES PRIX JUSQU'EN 2007, ÉVOLUTIONS TRÈS HÉTÉROGÈNES DEPUIS

### HAUSSE DES PRIX NOMINAUX DEPUIS 15 ANS...

De 2000 à 2007, on a observé un mouvement quasi général de forte hausse des prix des logements en Europe occidentale. Depuis 2008 les évolutions sont cependant contrastées.

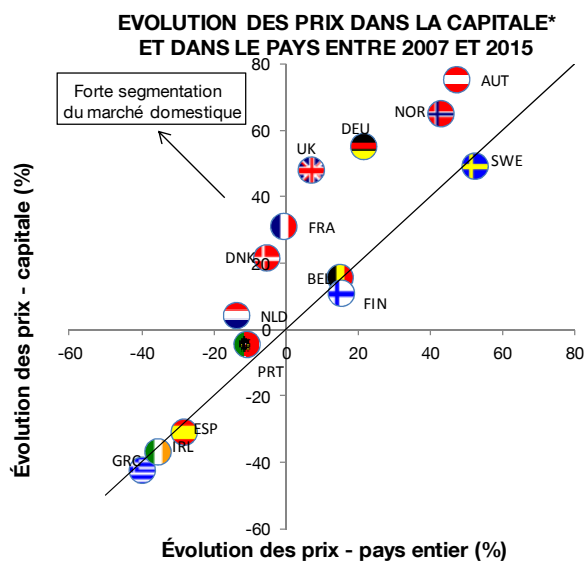


Certains marchés ont connu des hausses particulièrement marquées : Suède, Norvège et Royaume-Uni, où la crise de 2008 n'a que temporairement inversé le mouvement. D'autres ont subi de fortes corrections depuis 2008 comme l'Irlande et l'Espagne, notamment à cause d'une surproduction de logements neufs dans les années 2000. Enfin, d'autres marchés sont restés très tempérés ces quinze dernières années : Portugal (après de fortes hausses de prix dans les années 1980 et 1990) et Allemagne (où la hausse soutenue depuis 2010 après une longue stagnation peut être considérée comme une normalisation du marché).

### ... PARTICULIÈREMENT MARQUÉE DANS CERTAINES VILLES

Ces indices nationaux peuvent cacher de fortes disparités régionales au sein de chaque pays. En dehors des pays d'Europe périphérique (où les prix ont à peu près autant baissé dans la capitale qu'ailleurs), **dans la majorité des cas les prix dans les capitales ont augmenté nettement plus que dans l'ensemble du pays entre 2007 et 2015**. Si la capitale où les prix ont le plus augmenté en 8 ans est Vienne (+75,5%), c'est à Londres que l'écart avec le reste du pays a été le plus élevé : 48% de hausse contre 7% pour l'ensemble du Royaume-Uni. Seules exceptions : la Belgique (les prix à Bruxelles avaient déjà fortement

augmenté en 2004-2005), la Suède et la Finlande où les prix dans les capitales ont progressé à un rythme équivalent à ceux du reste du pays.



Ces évolutions semblent liées au phénomène de concentration dans les grandes villes.

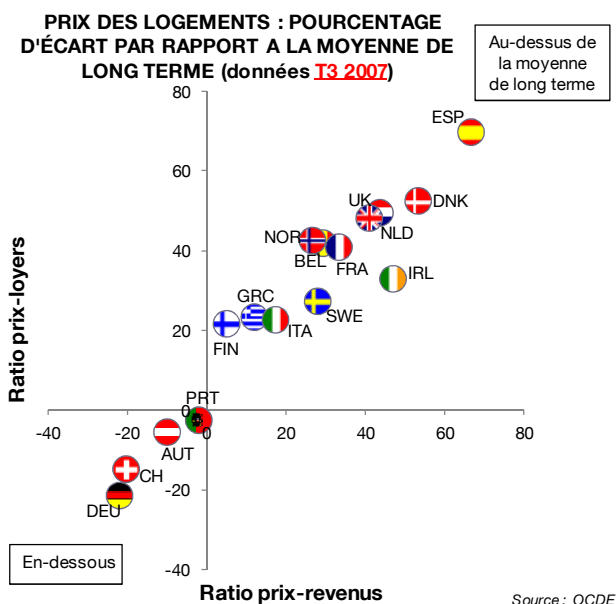
### LES PRIX S'ÉLOIGNENT DES FONDAMENTAUX DANS 4 PAYS

De nombreux indicateurs sont utilisés pour évaluer le niveau des prix des logements par rapport aux fondamentaux économiques. Parmi eux, les rapports entre le prix des logements et le revenu des ménages ou le montant des loyers sont fréquemment retenus. L'OCDE calcule ainsi des ratios prix sur revenu (prix nominal des logements rapporté au revenu nominal disponible par habitant) et prix sur loyer (prix rapportés aux loyers). Les valeurs sont comparées à leur moyenne de long terme<sup>1</sup>.

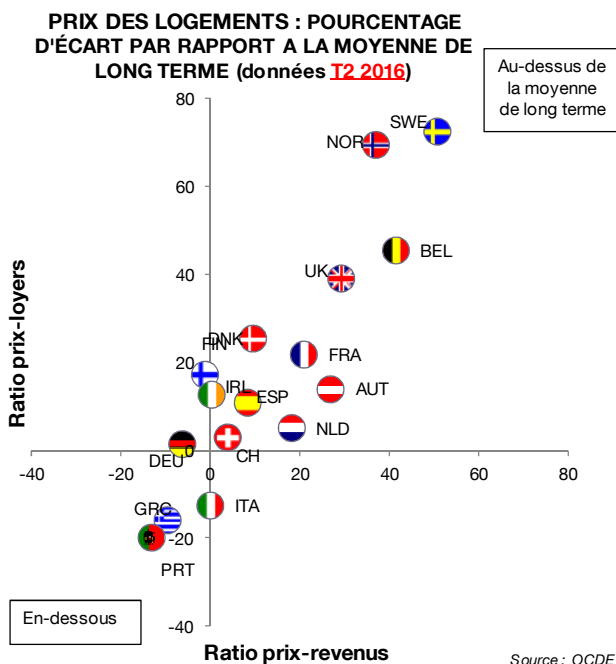
Les graphiques ci-après montrent la situation de chaque pays suivant ces deux indicateurs au 3<sup>ème</sup> trimestre 2007 (où les prix étaient à leur maximum dans un certain nombre de pays) et au 2<sup>ème</sup> trimestre 2016 (2<sup>ème</sup> graphique).

*Exemple de lecture : en Espagne au 3<sup>ème</sup> trimestre 2007, le ratio prix-revenus était supérieur de 67% à sa moyenne depuis 1980 et le ratio prix-loyers de 74%.*

<sup>1</sup> Soit depuis 1980 pour tous les pays sauf le Danemark (1981), le Royaume-Uni (1987), le Portugal (1995), la Grèce (1997) et l'Autriche (2000) pour le ratio prix-revenus et le Portugal (1988), la Grèce (1997), et l'Autriche (2000) pour le ratio prix-loyer.



Au 2<sup>ème</sup> trimestre 2016, les ratios prix-revenus et prix-loyers sont ainsi supérieurs de respectivement 51% et 73% en Suède par rapport à leur moyenne de long terme (sur la période 1980-2016) :



Nous pouvons tout d'abord noter que les pays dont le ratio prix-revenus avait dépassé sa moyenne de long terme de plus de 40% au 3<sup>ème</sup> trimestre 2007 (Espagne, Danemark, Irlande et Pays-Bas) ont tous connu une correction importante des prix par la suite.

**Trois groupes de pays se dégagent** : ceux dont les prix sont aujourd'hui élevés par rapport à leurs ratios historiques (Suède, Norvège, Royaume-Uni, Belgique), ceux dont les prix ont fortement baissé après 2007 (Espagne, Italie, Irlande, Pays-Bas, Danemark, Portugal et Grèce) et les autres (France, Allemagne, Autriche, Finlande et Suisse) dont les prix n'ont pas semblé

excessivement élevés en moyenne ces quinze dernières années relativement aux revenus et loyers. Au sein de ce dernier groupe, la hausse récente des prix dans les capitales ou grandes villes est tout de même parfois significative (Vienne, Paris, grandes villes allemandes).

Dans tous les cas, pour la grande majorité des pays étudiés les deux indicateurs se situent en 2016 au-dessus de leur moyenne de long terme. Ceci peut être expliqué par le mouvement général de baisse des taux d'intérêt.

## TAUX D'INTÉRÊT EN BAISSÉ, ENDETTEMENT DES MÉNAGES EN HAUSSE

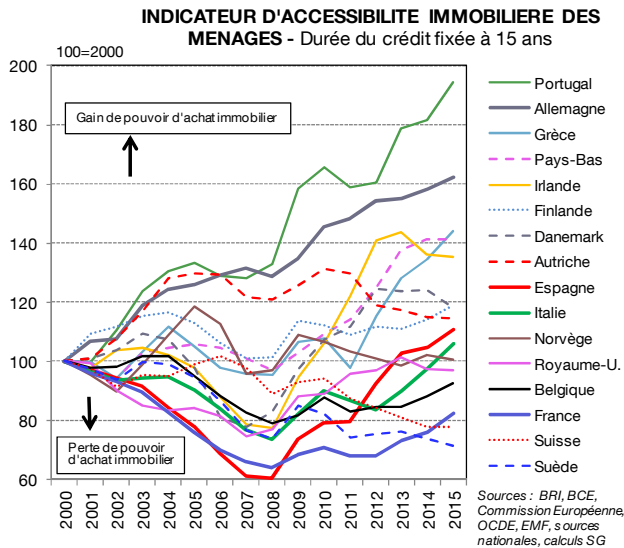
### LE FACTEUR X : LES TAUX D'INTÉRÊT

L'une des explications à la hausse des prix est la baisse des taux d'intérêt d'emprunt. De 2000 à 2016, la baisse des taux d'intérêt des crédits immobiliers est générale, les taux des crédits étant corrélés avec les taux d'emprunts des États, eux-mêmes en baisse.

L'accentuation récente de la baisse des taux d'intérêt peut expliquer que 13 des 16 pays du panel ont vu leurs prix de l'immobilier augmenter depuis début 2014 : tous à l'exception de la Grèce, l'Italie et dans une moindre mesure la France.

Cette baisse des taux d'intérêt n'est toutefois pas nouvelle : c'est une tendance de fond depuis 35 ans. La forte baisse des taux dans la deuxième moitié des années 1990 a probablement été un catalyseur de la forte hausse des prix dans les années 2000. La baisse quasi-continue des taux d'intérêt depuis 1980 permet à certains ménages d'être toujours en capacité d'acheter des biens immobiliers malgré une forte hausse cumulée des prix.

Si on raisonne en termes d'**accessibilité immobilière des ménages** ou de *pouvoir d'achat immobilier des ménages*, l'analyse peut différer de la seule lecture de la courbe des prix. L'indice d'accessibilité retenu ici estime l'évolution du nombre de mètres carrés qu'un individu moyen peut acheter en fonction de ses **revenus**, des **taux d'intérêt** des crédits immobiliers et des **prix** moyens au mètre carré de l'immobilier dans chaque pays. La simulation est effectuée avec un crédit sans apport personnel et une durée fixée à 15 ans pour tous les pays. Le graphique suivant montre l'évolution de l'accessibilité immobilière des ménages européens depuis 2000. À titre d'illustration, un Espagnol qui pouvait acheter 100 m<sup>2</sup> en 2000 devait se contenter de 61 m<sup>2</sup> en 2008 mais pouvait obtenir 111 m<sup>2</sup> en 2015.

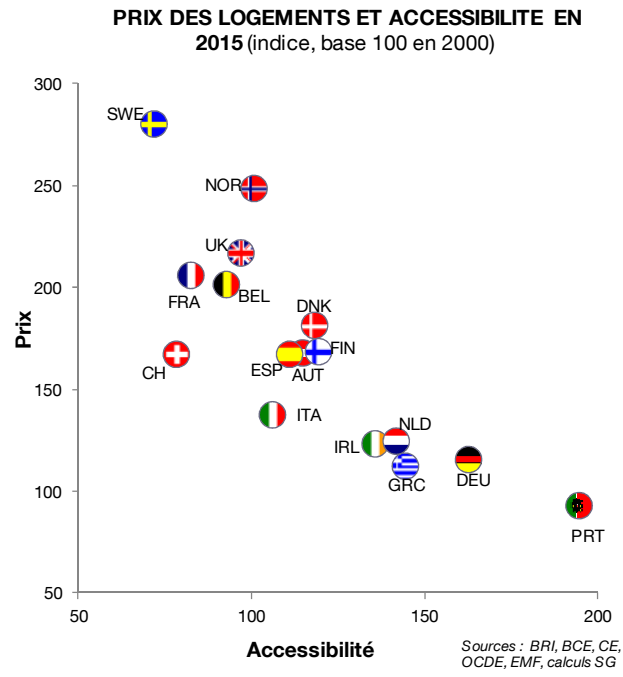


C'est au Portugal (où les prix avaient fortement augmenté dans les années 1990) et en Allemagne que l'accessibilité des ménages s'est le plus améliorée depuis 2000. Et c'est en Suède qu'elle s'est le plus dégradée. La Norvège est au même niveau d'accessibilité qu'en 2000 notamment parce que les revenus des ménages y ont augmenté davantage que dans les autres pays sur la période. À l'inverse, la hausse des revenus a été plus faible en Suisse. Pour compléter l'analyse, il faut garder à l'esprit que les pays du panel n'étaient pas tous au même stade de leur cycle de l'immobilier en 2000 (année de base retenue pour l'indice ci-dessus).

**Au total, l'accessibilité des ménages est meilleure en 2015 qu'en 2000 dans la plupart des pays, à l'exception de ceux où la hausse des prix a été la plus forte.**

Il ne semble donc pas illogique que les prix des logements soient globalement au-dessus de leur moyenne historique (même corrigés des revenus), puisque les taux d'intérêt des crédits immobiliers sont à des niveaux historiquement bas.

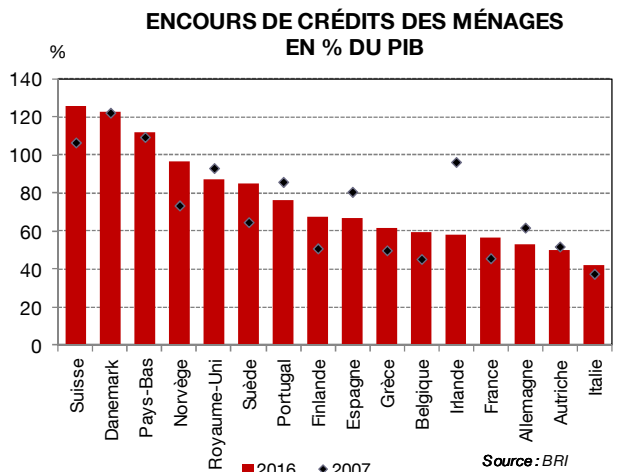
Le graphique suivant synthétise les analyses précédentes en croisant les variables prix et accessibilité. Il permet de décomposer dans l'évolution de l'accessibilité ce qui relève du prix d'une part, et des taux et des revenus d'autre part.



On observe une relation significativement inverse entre l'évolution des prix des logements et celle de l'accessibilité. Ceci signifie que d'autres facteurs que les revenus et les taux interviennent dans la détermination des prix. Parmi eux, l'allongement des durées d'emprunt est un facteur ayant pu contribuer à la fois à améliorer l'accessibilité et à accroître les ratios d'endettement.

**HAUSSE DE L'ENDETTEMENT DEPUIS 2000**

La baisse des taux a également pu inciter les ménages à s'endetter davantage. L'endettement des ménages européens a fortement augmenté entre 2000 et 2007 (sauf en Allemagne). **Cette hausse de l'endettement a accompagné la hausse des prix, les deux phénomènes s'alimentant mutuellement** (corrélation historiquement forte entre croissance des prix et du crédit).



Depuis 2007, les situations sont contrastées.

L'endettement a continué de baisser en Allemagne et a baissé dans la plupart des pays d'Europe périphérique affectés par la crise (et particulièrement en Irlande). Ailleurs, il a stagné ou augmenté, avec les hausses les plus importantes en Suède, Norvège et en Suisse.

D'une manière générale, les ménages des pays nordiques (Danemark, Norvège, Suède) figurent parmi les plus endettés. La durée des prêts (plus longue qu'ailleurs) et la pratique de crédits remboursables *in fine* plutôt qu'amortissables sont des éléments d'explication. Cet endettement important n'est toutefois pas nécessairement porteur de risque : les ménages y détiennent aussi d'importants d'actifs financiers dans le cadre des fonds de pension, et la fiscalité incite en outre à s'endetter (déduction des intérêts d'emprunt et exonération des abondements aux fonds de pension).

Une éventuelle hausse à venir des taux d'intérêt pourrait accroître les risques sur ces encours de crédit en Europe via une hausse des mensualités pour les crédits à taux variables ou via une possible baisse des prix résultant de la hausse des taux.

## DES POLITIQUES MACROPRUDENTIELLES POUR RÉGULER LES MARCHÉS DU LOGEMENT

Depuis la crise de 2008, de nouvelles politiques macroprudentielles visent à mieux réguler les marchés du logement et le risque systémique qu'ils font potentiellement prendre aux acteurs de la sphère financière.

**Deux types de mesures macroprudentielles ont été mises en place qui pourraient avoir un impact sur le secteur du logement : le coussin de capital contracyclique** (instrument visant le prêteur) **et les limites d'engagement basées sur les paramètres de l'emprunteur** (instrument visant l'emprunteur).

**Le coussin de capital contra-cyclique** (*Countercyclical Capital Buffer* ou CCB) vise à augmenter les exigences de fonds propres des banques en période d'excès de crédit et à les réduire en temps d'insuffisance du crédit, pour lisser la production de crédit et réduire sa cyclicité. Des autorités nationales<sup>2</sup> fixent chaque trimestre la surcharge en fonds propres (de 0% à 2,5% des actifs pondérés du risque ou *RWA*) suivant leur appréciation du risque systémique domestique. Les banques du pays ont alors 1 an pour s'y conformer. Parmi les pays européens, seuls 5 ont à ce jour

décidé d'activer ce CCB pour freiner l'offre de crédit : la Suède, la Norvège, la République tchèque, la Slovaquie et le Royaume-Uni. Pour ce dernier, la Banque d'Angleterre avait décidé d'augmenter de 0,5% le CCB avant de revenir sur sa décision en juillet 2016 à la suite du vote du Brexit.

### Date de mise en place et taux du CCB :

Country	2015				2016				2017			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Suède	-	-	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%			
Norvège	-	-	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
République Tchèque	-	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0,5%	0,5%	0,5%	
Slovaquie					0%	0%	0%	0%	0%	0%	0,5%	
Royaume-Uni	-	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%	0%		

Source ESRB

**D'autres outils macroprudentiels** – concernant l'emprunteur – **peuvent être actionnés** afin de limiter la progression de certains marchés immobiliers. La réglementation peut **limiter la durée initiale des prêts, les ratios montant du prêt/valeur du bien (loan-to-value LTV) et montant du prêt/revenu (loan-to-income LTI)** notamment.

Nous avons aujourd'hui peu de recul sur ces outils macroprudentiels qui n'ont commencé à être utilisés que depuis quelques années. D'après le FMI, le plafonnement des LTV ou des LTI peuvent être des outils efficaces pour réguler les prix de l'immobilier.

L'encadré de la page suivante montre l'exemple de quatre pays européens qui ont utilisé ces outils.

Même si au regard des évolutions des prix dans les pays concernés, l'impact apparaît à ce jour limité, il est encore trop tôt pour évaluer l'efficacité de ces mesures macroprudentielles.

<sup>2</sup> En France : le Haut Conseil de Stabilité Financière



## ÉVOLUTION DES PRIX DANS LES PRINCIPAUX PAYS AYANT ACTIONNÉ DES MESURES MACROPRUDENTIELLES

Parmi les pays qui ont actionné ces outils macroprudentiels :

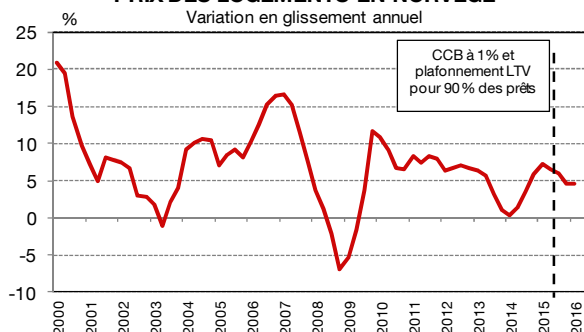
- La Norvège** a actionné le CCB et plafonné les LTV en juillet 2015. Les LTV sont plafonnés à 85% du montant du prêt et les LTV supérieurs à 70% doivent concerner des prêts amortissables (non *in fine*). 10% des prêts de chaque banque peuvent ne pas respecter ces exigences réglementaires ;

- L'Irlande** a plafonné les LTV et LTI en février 2015. Le LTV maximum est de 90% pour les primo-accédants et de 80% pour les autres acheteurs. Le LTI ne doit pas dépasser 3,5 pour plus de 20% des nouveaux prêts. De toutes les mesures macroprudentielles utilisées dans les pays européens, ce train de mesures semble être celui qui a eu le plus d'impact sur la dynamique des prix même s'il est encore tôt pour se faire une opinion définitive (voir graphiques ci-contre) ;

- La Belgique** exige un supplément de 5 point de pourcentage des pondérations de risque sur les crédits immobiliers depuis décembre 2013. Après un effet ponctuel, les prix ont repris leur mouvement de hausse ;

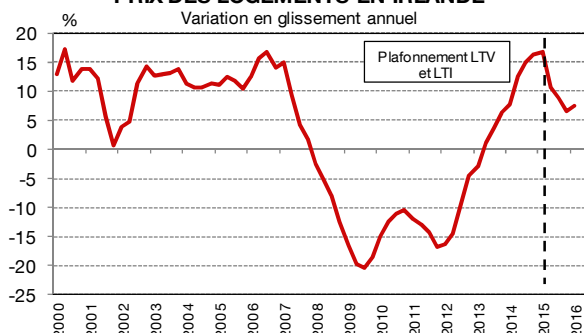
- La Suède** a limité le ratio LTV à 85% en octobre 2010 (ce qui revient à exiger un minimum de 15% d'apport personnel), a actionné le CCB en septembre 2015 et a durci les règles d'amortissement des prêts en juin 2016. D'autres mesures pourraient suivre si celles-ci ne se révèlent pas suffisamment efficaces pour ralentir la dynamique des crédits immobiliers.

### PRIX DES LOGEMENTS EN NORVEGE



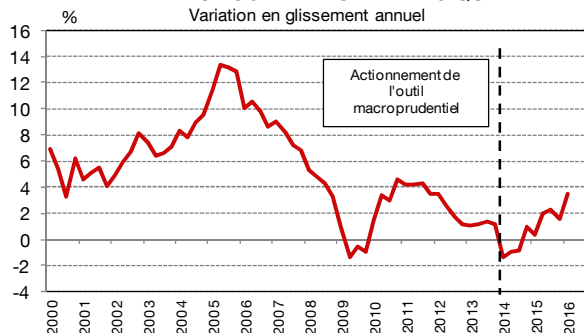
Source: BRI

### PRIX DES LOGEMENTS EN IRLANDE



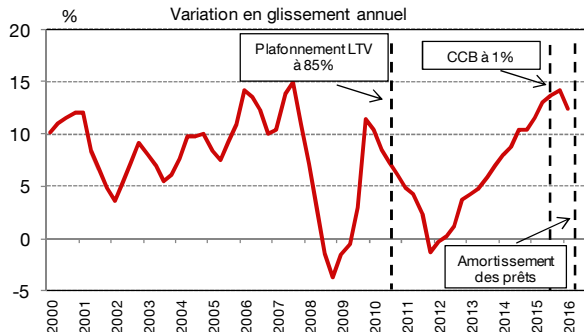
Source: BRI

### PRIX DES LOGEMENTS EN BELGIQUE



Source: BRI

### PRIX DES LOGEMENTS EN SUEDE



Source: BRI

## NUMÉROS PRÉCÉDENTS ECONOTE

---

- N°35 Vieillesse de la population : risque inflationniste ou déflationniste ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Novembre 2016)*
- N°34 Dette externe des pays émergents : Toujours la même chanson ?**  
*Juan Carlos DIAZ MENDOZA (Novembre 2016)*
- N°33 Dette publique américaine : Vers un financement de plus en plus interne et privé**  
*Amine TAZI, Clémentine GALLÈS (Septembre 2016)*
- N°32 Estimation de l'impact sur l'économie mondiale d'un ralentissement chinois**  
*Sopanha SA, Théodore RENAULT (Juillet 2016)*
- N°31 Un secteur privé en meilleure santé financière, malgré sa dette accrue**  
*François LETONDU (Juin 2016)*
- N°30 Un monde sans inflation**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Mars 2016)*
- N°29 Taux d'intérêt bas : la « nouvelle norme » ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2015)*
- N°28 La zone euro face à une stagnation séculaire ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Mars 2015)*
- N°27 Pays émergents producteurs de pétrole : quels sont les pays vulnérables à la baisse du prix du pétrole ?**  
*Régis GALLAND (Juillet 2015)*
- N°26 Allemagne : Pas un bazar mais une industrie**  
*Benoît HEITZ (Janvier 2015)*
- N°25 Zone euro : la crise est-elle terminée ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2014)*
- N°24 Zone euro : financement des entreprises par les marchés : un développement inégal au sein de la zone euro**  
*Clémentine GALLÈS, Antoine VALLAS (Mai 2014)*
- N°22 La zone euro est-elle dans la trappe à liquidité ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Novembre 2013)*
- N°21 Hausse de la dette publique au Japon : jusqu'à quand ?**  
*Audrey GASTÉUIL (Novembre 2013)*
- N°20 Pays-Bas : à la périphérie du cœur**  
*Benoît HEITZ (Septembre 2013)*
- N°19 États-Unis : Un exportateur de gaz naturel liquéfié**  
*Marc-Antoine COLLARD (Juin 2013)*
- N°18 France : Pourquoi le solde des paiements courants se dégrade-t-il depuis plus de 10 ans ?**  
*Benoît HEITZ (Juin 2013)*
- N°17 Indépendance énergétique des États-Unis**  
*Marc-Antoine COLLARD (Mai 2013)*
- N°16 Pays développés : Qui détient la dette publique ?**  
*Audrey GASTÉUIL-ROUGIER (Avril 2013)*
- N°15 Chine : Débat sur la croissance**  
*Olivier DE BOYSSON, Sopanha SA (Avril 2013)*

# ÉTUDES ÉCONOMIQUES

## CONTACTS

**Olivier GARNIER**

Chef économiste du Groupe  
+33 1 42 14 88 16  
olivier.garnier@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

Chef économiste Pays Émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

**Marie-Hélène DUPRAT**

Conseiller auprès du chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

**Ariel EMIRIAN**

Macroéconomie / Pays CEI  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**Clémentine GALLÈS**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 57 29 57 75  
clementine.galles@socgen.com

**François LETONDU**

Macroéconomie / Zone euro  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe Centrale et Orientale  
+33 1 58 98 98 69  
constance.boublil-groh@socgen.com

**Aurélien DUTHOIT**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 82 18  
aurélien.duthoit@socgen.com

**Juan-Carlos DIAZ-MENDOZA**

Amérique Latine  
+33 1 57 29 61 77  
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

**Nikolina NOPHAL BANKOVA**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 89 09  
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

**Emmanuel PERRY**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 42 14 09 95  
emmanuel.perray@socgen.com

**Sopanha SA**

Asie  
+33 1 58 98 76 31  
sopanha.sa@socgen.com

**Danielle SCHWEISGUTH**

Europe de l'Ouest  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

**Mathieu NOGUÈS**

Assistant économiste  
+33 1 58 98 79 50  
mathieu.nogues@socgen.com

**Isabelle AIT EL HOCINE**

Assistante  
+33 1 42 14 55 56  
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

**Yolande NARJOU**

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
yolande.narjou@socgen.com

**Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD**

Documentaliste  
+33 1 42 14 46 45  
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

**Mathieu NOGUÈS**

Édition  
+33 1 58 98 79 50  
mathieu.nogues@socgen.com

**Société Générale | Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18**  
**[www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques](http://www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques)**  
**Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29**

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible 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. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

À l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.