

Flash Economie

15 janvier 2020 - 65

La hausse des prix de l'immobilier annonce-t-elle nécessairement l'instabilité financière ?

On attend en général que la hausse des prix de l'immobilier annonce une crise d'instabilité financière puisque :

- la hausse de la richesses immobilière conduit à une baisse du taux d'épargne, d'où un déficit extérieur et un risque de crise de balance des paiements ;
- la hausse de la richesse immobilière conduit à une hausse de l'endettement des ménages, d'où un risque accru de perte de solvabilité des ménages et de crise bancaire.

Nous regardons les situations des Etats-Unis, de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, de l'Italie, avant et après la crise de 2009 :

- avant la crise, les pays où le prix de l'immobilier a augmenté (Etats-Unis, France, Espagne, Italie) ont tous connu une crise liée à l'excès d'endettement des ménages et au déficit extérieur ;
- depuis la crise, lorsqu'il y a hausse des prix de l'immobilier (Etats-Unis, Allemagne, Espagne), elle n'est pas associée à des déséquilibres financiers, sauf peut-être en France avec la hausse de l'endettement des ménages.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

On attend en général qu'une hausse des prix de l'immobilier annonce une crise financière

Une hausse des prix de l'immobilier annonce normalement une crise financière, puisque :

- **s'il y a hausse de la richesse immobilière**, il a normalement baisse du taux d'épargne, hausse du déficit extérieur, et **risque de crise de balance des paiements** ;
- **s'il y a hausse de la richesse immobilière**, il y a normalement hausse de l'endettement des ménages, d'où un risque de **crise de solvabilité des ménages et de crise bancaire**.

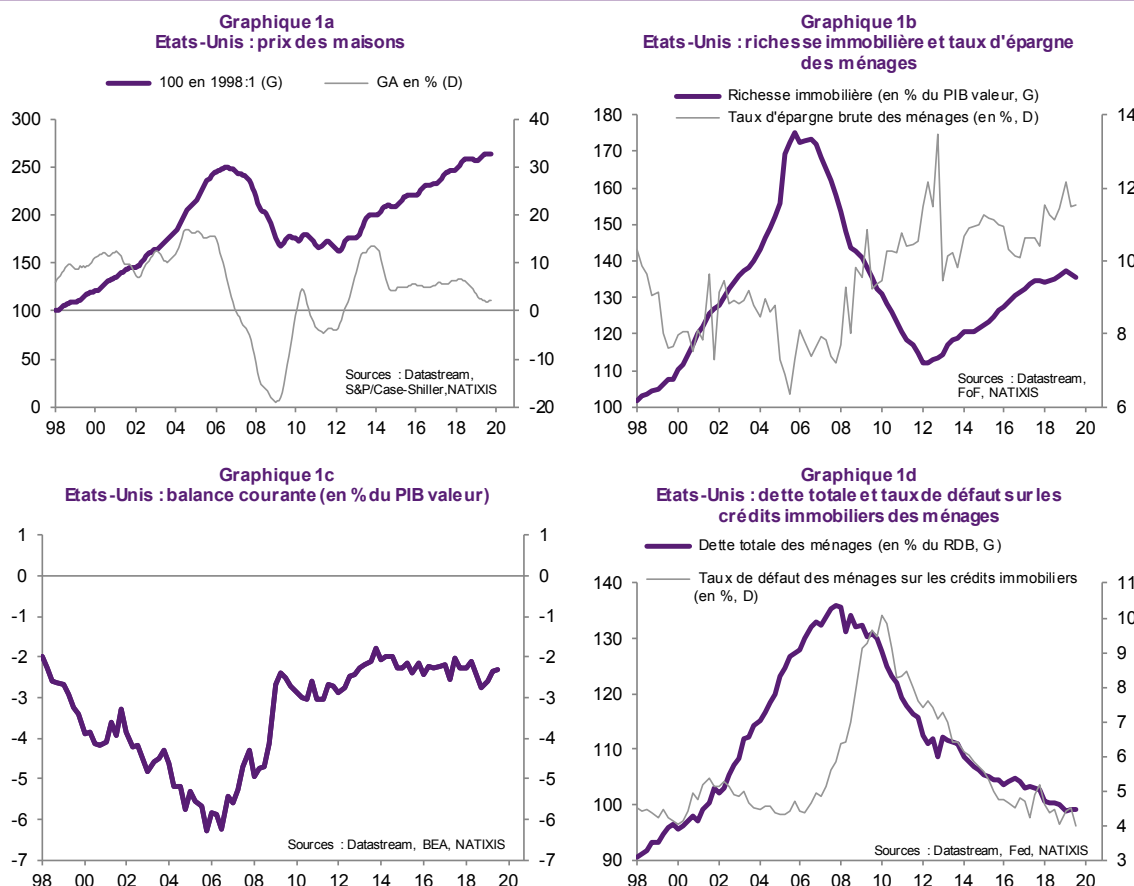
Ces comportements s'observent-ils ?

Nous regardons les situations des **Etats-Unis**, de l'**Allemagne**, de la **France**, de l'**Espagne**, de l'**Italie**, avant la crise de 2008 et dans la période récente.

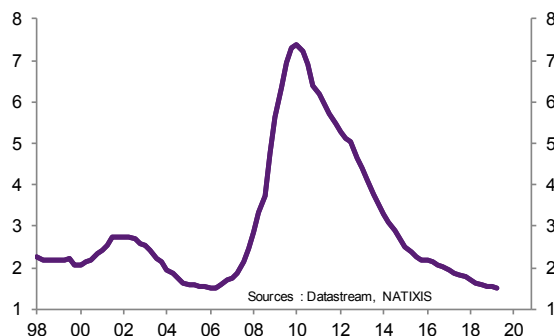
1. Etats-Unis

Les graphiques 1a à 1e montrent aux **Etats-Unis** :

- **avant la crise** : une forte hausse des prix de l'immobilier, conduisant au recul du taux d'épargne, à la hausse de l'endettement des ménages et au déficit extérieur, et se terminant en une crise de solvabilité des ménages et une crise bancaire ;
- **dans la période récente** : une hausse mais plus lente des prix de l'immobilier, sans hausse de l'endettement, sans baisse du taux d'épargne, et sans dégradation du commerce extérieur.



Graphique 1e
Etats-Unis : prêts non performants
(en % du total des prêts)

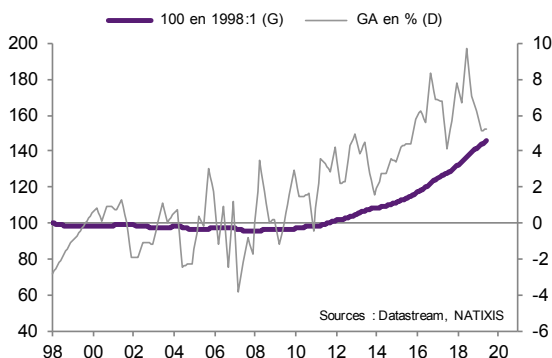


2. Allemagne

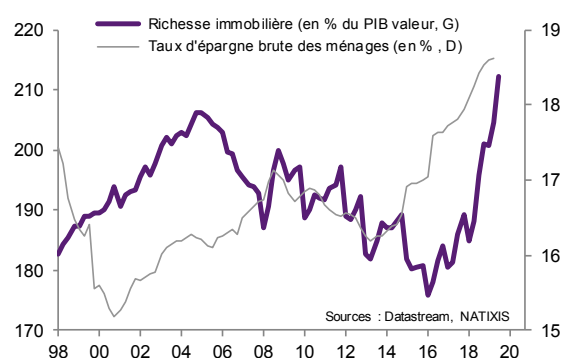
Les graphiques 2a à 2e montrent en **Allemagne** :

- **avant la crise** : l'absence complète de hausse des prix de l'immobilier, le désendettement et la hausse du taux d'épargne des ménages, l'absence de crise de solvabilité des ménages ou de crise bancaire, l'excédent extérieur ;
- **dans la période récente** : depuis 2014, la hausse des prix de l'immobilier et seulement depuis 2018 la hausse de l'endettement des ménages.

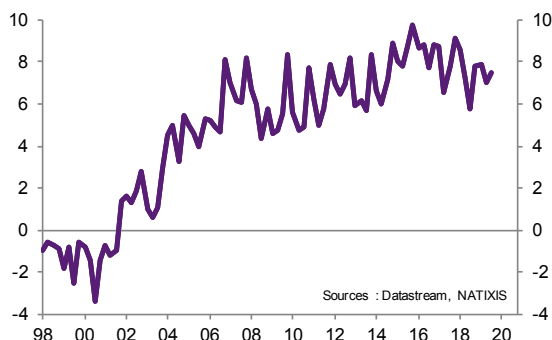
Graphique 2a
Allemagne : prix des maisons



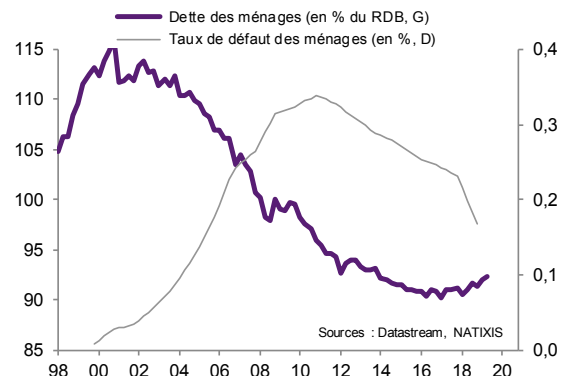
Graphique 2b
Allemagne : richesse immobilière et taux d'épargne des ménages



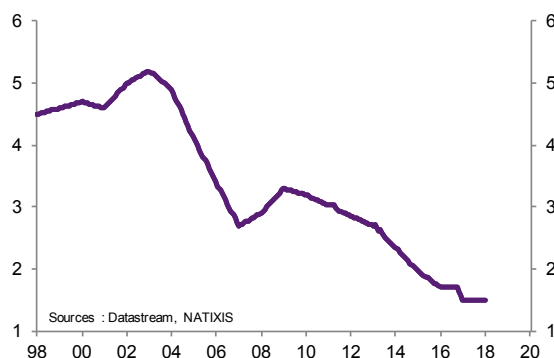
Graphique 2c
Allemagne : balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 2d
Allemagne : dette et taux de défaut des ménages



Graphique 2e
Allemagne : prêts non performants
(en % du total des prêts)

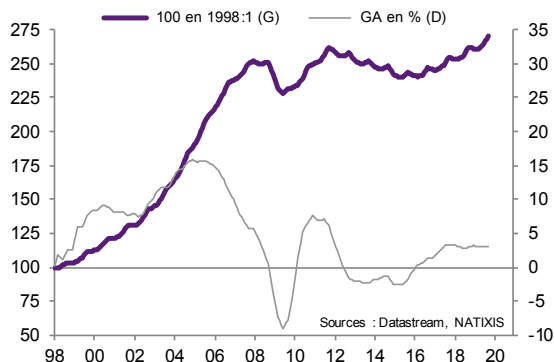


3. France

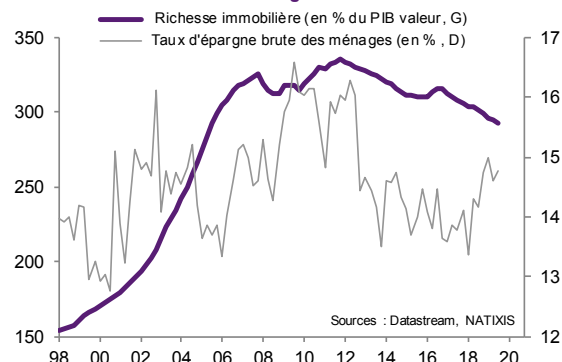
Les graphiques 3a à 3e montrent, en France :

- **avant la crise** : hausse des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages, dégradation du commerce extérieur, se terminant par la hausse à partir de 2008 du taux de défaut des ménages et, faiblement, de prêts non performants des banques ;
- **dans la période récente** : depuis 2015, à nouveau hausse des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages.

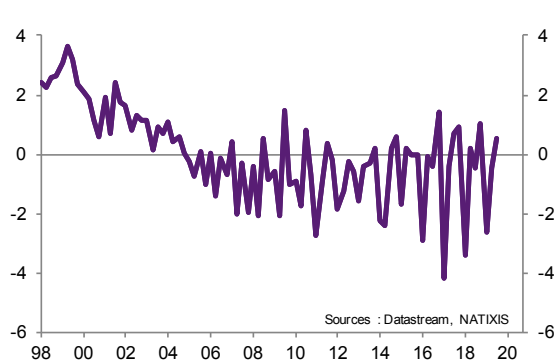
Graphique 3a
France : prix des maisons



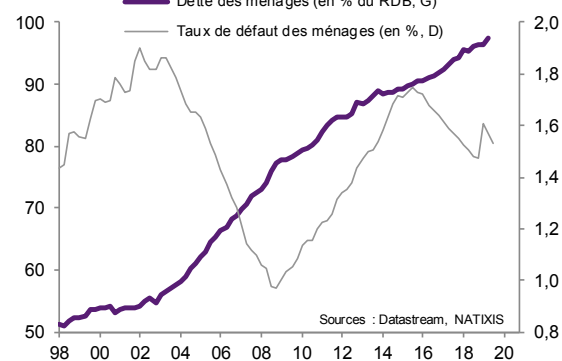
Graphique 3b
France : richesse immobilière et taux d'épargne des ménages



Graphique 3c
France : balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 3d
France : dette et taux de défaut des ménages



Graphique 3e
France : prêts non performants
(en % du total des prêts)

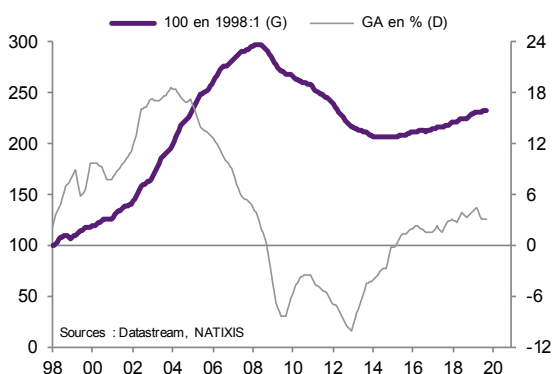


4. Espagne

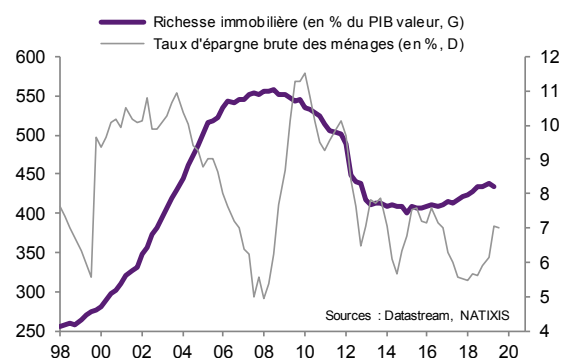
Les graphiques 4a à 4e montrent en Espagne :

- **avant la crise** : très forte hausse des prix de l'immobilier, baisse du taux d'épargne et hausse de l'endettement des ménages, forte dégradation du commerce extérieur, finissant pas une crise de solvabilité des ménages et des banques ;
- **dans la période récente** : hausse faible des prix de l'immobilier, poursuite du désendettement des ménages et de l'excédent extérieur.

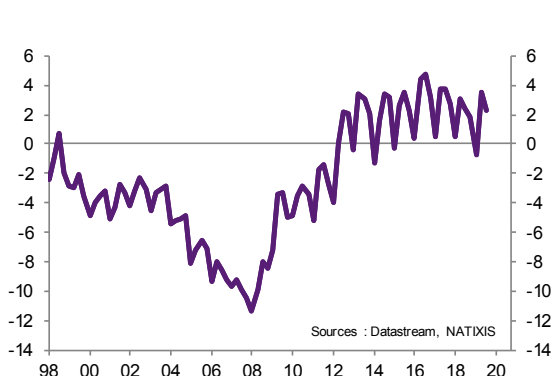
Graphique 4a
Espagne : prix des maisons



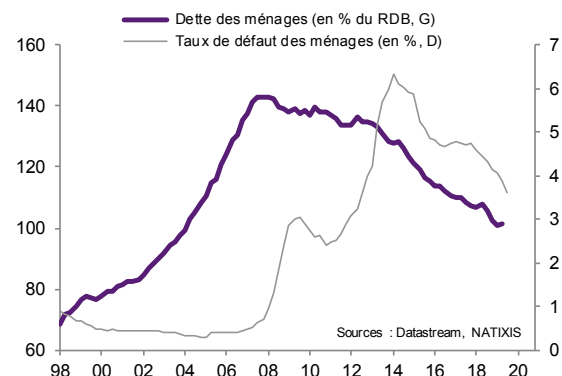
Graphique 4b
Espagne : richesse immobilière et taux d'épargne des ménages



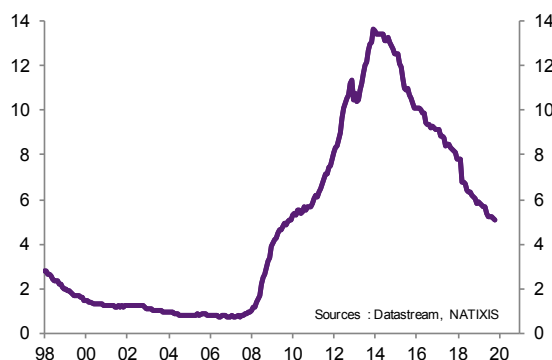
Graphique 4c
Espagne : balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 4d
Espagne : dette et taux de défaut des ménages



Graphique 4e
Espagne : prêts non performants
(en % du total des prêts)

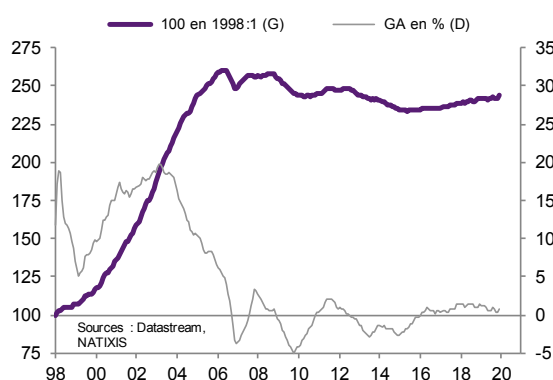


5. Italie

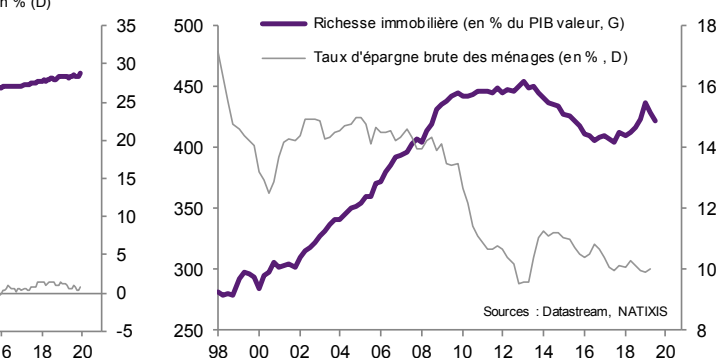
Les graphiques 5a à 5e montrent en Italie :

- **avant la crise** : forte hausse des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages, déficit extérieur croissant, se terminant par la hausse du taux de défaut des ménages et par une crise bancaire ;
- **dans la période récente** : absence de hausse des prix de l'immobilier et poursuite du désendettement des ménages.

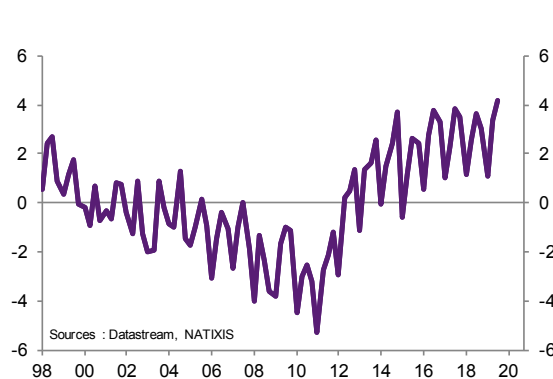
Graphique 5a
Italie : prix des maisons



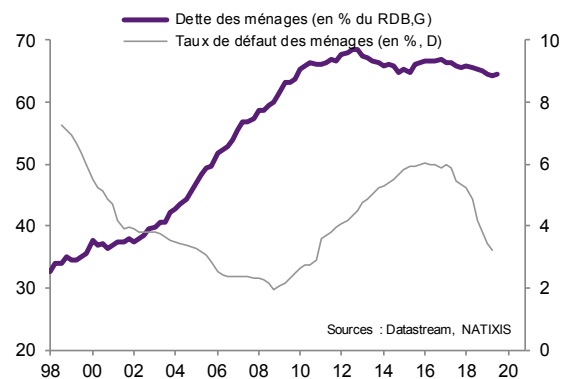
Graphique 5b
Italie : richesse immobilière et taux d'épargne des ménages



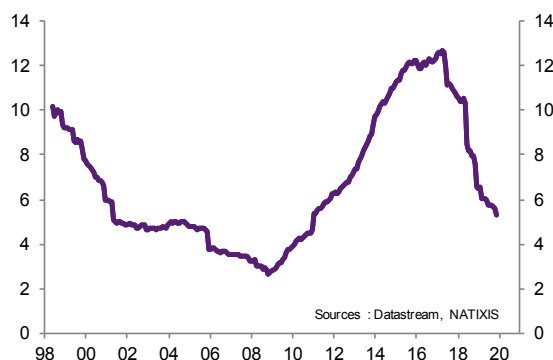
Graphique 5c
Italie : balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 5d
Italie : dette et taux de défaut des ménages



Graphique 5e
Italie : prêts non performants
(en % du total des prêts)



Synthèse : le rôle des prix de l'immobilier est-il le même dans la période récente qu'avant la crise ?

En principe, la hausse des prix de l'immobilier peut annoncer une crise de balance des paiements, une crise de solvabilité des ménages, une crise bancaire.

Nous regardons le rôle des prix de l'immobilier aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, en Espagne, en Italie.

On voit :

- **qu'avant la crise**, aux Etats-Unis, en France, en Espagne, en Italie, la hausse des prix de l'immobilier annonce bien une crise d'excès d'endettement des ménages, de déficit extérieur excessif et de dégradation de la solvabilité des banques ;
- **que dans la période récente**, la situation est différente : soit absence de hausse des prix de l'immobilier (Italie), soit une hausse des prix de l'immobilier qui ne génère pas de déséquilibre financier (Etats-Unis, Allemagne, Espagne). En France seulement, on voit une hausse assez rapide de l'endettement des ménages.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne.

Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction (le cas échéant) qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document. Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse : <https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par l' European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.