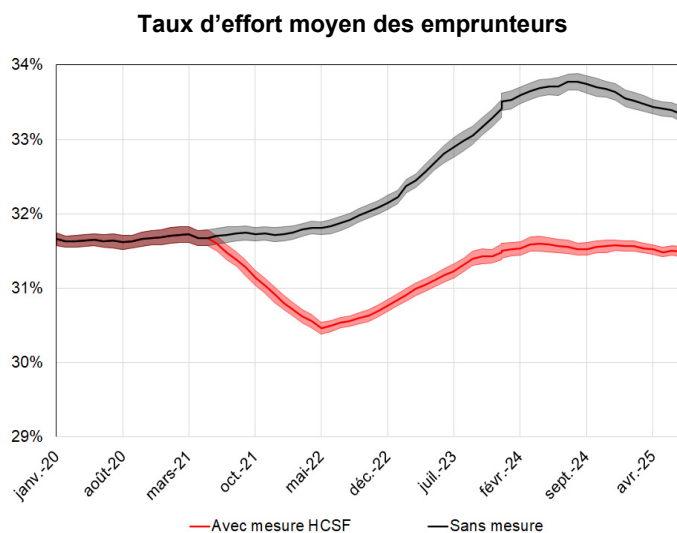


Quels effets de l'encadrement des conditions d'octroi de crédit immobilier ?

Stéphane FRACHOT, Alisée KOCH

- L'augmentation de l'endettement immobilier des ménages a justifié la mise en place d'un encadrement des conditions d'octroi de crédit aux ménages en France par l'autorité macroprudentielle, le Haut Conseil de la Stabilité Financière (HCSF). En 2019, le HCSF recommande aux établissements de crédit de limiter le taux d'effort – la part du revenu allouée au remboursement des mensualités – et la maturité des crédits octroyés. La recommandation est devenue juridiquement contraignante en 2022.
- Une évaluation de cet encadrement est réalisée avec le modèle *Primmo*, qui tient compte de l'impact différencié que peuvent avoir des politiques publiques en fonction des conditions de taux d'intérêt effectivement observés. Cette évaluation révèle que la mesure a permis de baisser le taux d'effort moyen, en contrepartie d'une hausse de la durée moyenne des emprunts. En revanche, l'effet sur les prix immobiliers est limité dans un contexte marqué par la hausse des taux d'intérêt. Les résultats sont cohérents avec les études présentées dans le Rapport annuel 2024 du HCSF.
- En utilisant la variation du revenu moyen des acheteurs dans le modèle comme un proxy de l'exclusion des ménages, l'analyse montre que les acheteurs moins aisés sont « exclus » par l'environnement de taux, et ne le sont pas une « deuxième fois » par la mesure.
- L'absence de mesure aurait un effet inverse, faisant augmenter le taux d'effort moyen et diminuer la maturité. Toutefois, ceci n'aurait pas d'effet majeur à horizon un an sur les transactions et les prix immobiliers, la dynamique du marché à court terme étant dominée par l'environnement de taux.
- Le modèle permet également d'étudier l'effet de chocs exogènes – de taux, mais aussi de construction ou de loyers – sur la dynamique du marché immobilier et les caractéristiques des emprunteurs.



Source : Modèle *Primmo*, DG Trésor.

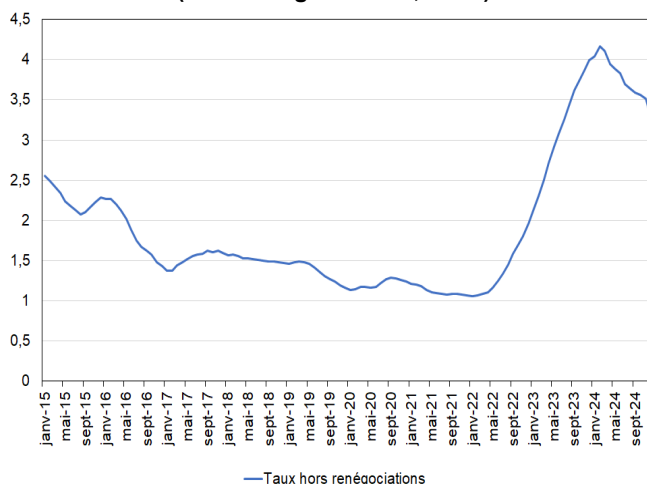
Remarque : Le résultat présenté ici est dans le cas d'un marché plutôt tendu, la dynamique étant très proche avec un paramètre marché moins tendu.

1. Modèle à agents pour évaluer les mesures portant sur le crédit immobilier

1.1 Contexte : une mise en place progressive de mesures macroprudentielles

L'immobilier représente une part importante du patrimoine des ménages en France (62 % du patrimoine brut) et la plupart des propriétaires achètent leur bien en contractant un crédit immobilier, qui équivaut souvent à plusieurs années de revenu. Au niveau agrégé, un endettement excessif des ménages en proportion du revenu disponible peut faire peser des risques sur la stabilité financière¹. Les ménages fortement endettés sont plus vulnérables face aux chocs économiques, ont une moindre capacité à épargner et sont plus exposés aux fluctuations des taux d'intérêt – bien que ce dernier risque soit limité en France où les crédits sont principalement accordés à taux fixes².

Graphique 1 : Taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits à l'habitat aux ménages français (hors renégociations, en %)



Source : Banque de France.

Le Haut Conseil pour la Stabilité Financière (HCSF) est l'autorité macroprudentielle chargée de la surveillance du système financier en France. À ce titre, il a mis en place à partir de 2019 des politiques visant à encadrer la dynamique de l'endettement des ménages, limiter l'exposition des banques, et ainsi prévenir le risque de crise³. Depuis 2022, il impose un plafond de taux d'effort de 35 % et d'une maturité d'emprunt maximum de 25 ans⁴. La mesure devient donc contraignante de manière concomitante à la hausse des taux d'intérêt, complexifiant son évaluation dans un environnement de taux largement distinct (cf. Graphique 1).

1.2 Le modèle *Primmo* utilisé dans l'étude

L'évaluation des effets de la mesure HCSF porte à la fois sur les emprunteurs et leurs caractéristiques, et sur le marché immobilier. De manière prospective, l'effet du retrait de la mesure est également testé.

Le modèle *Primmo* utilisé est un modèle à agents (Agent Based Model, ABM) dont le principe est de recréer de manière stylisée les principales étapes du processus d'achat/vente d'un bien immobilier sur le marché⁵. Cela permet de comprendre l'émergence et la dynamique de phénomènes complexes reposant sur des interactions entre agents hétérogènes^{6,7}, via des règles de décision simples. La capacité des ABM à fournir une analyse macroéconomique micro-fondée d'une politique permet de surmonter les limites généralement liées à l'analyse de phénomènes complexes^{8,9}. Les modèles à agents ont été largement utilisés dans la littérature pour étudier l'impact de mesures prudentielles sur le marché immobilier, en particulier sur les ratios de prêt-sur-valeur, de taux d'emprunt et de taux d'effort^{10,11,12}.

- (1) Alter A., Feng A., Valckx Ni. (2018), "Understanding the Macro-Financial Effects of Household Debt: A Global Perspective", *IMF Working Paper* No. 18/76.
- (2) Chris Hunt (2015), "Economic implications of high and rising household indebtedness", *RBNZ Bulletin*.
- (3) Ces politiques ont fait l'objet d'une analyse *ex-ante* de différentes mesures envisageables pour encadrer l'endettement des ménages dans le *Trésor-Éco* n° 277 dans lequel le modèle utilisé est le même (*Primmo*).
- (4) Une recommandation R-HCSF-2019-1 de décembre 2019 impose un taux d'effort maximum à 33 % et une maturité maximum de 25 ans, dans la continuité des pratiques de marché. Le taux d'effort maximum a été augmenté à 35 % en janvier 2021, et devient juridiquement contraignant en janvier 2022 (*D-HCSF-2021-7*).
- (5) Pour une description de la méthodologie du modèle, voir l'annexe du Rapport annuel HCSF 2024.
- (6) Macal C. et North M. (2005), "Tutorial on agent-based modeling and simulation", *Proceedings of the Winter Simulation Conference*.
- (7) Railsback S. et Volker Grimm (2011), "Agent-Based and Individual-Based Modeling: A Practical Introduction".
- (8) Fadiran G. *et al.* (2020), "Macroeconomic Policy effects on development transition – Views from Agent based model".
- (9) Poledna S. *et al.* (2020), "Economic Forecasting with an Agent-Based Model", *Social Science Research Network*.
- (10) Tae-Sub Yun et Il-Chul Moon (2020), "Housing Market Agent-Based Simulation with Loan-To-Value and Debt-To-Income", *Journal of Artificial Societies and Social Simulation*.
- (11) Baptista *et al.* (2016), "Macroprudential policy in an agent-based model of the UK housing market", *Staff Working Paper* No. 619, Bank of England.
- (12) Catapano (2021), "Macroprudential Policy Analysis via an Agent Based Model of the Real Estate Sector", *Social Science Research Network*.

La population initiale du modèle et ses caractéristiques (revenu, patrimoine, âge, statut d'occupation du logement notamment) sont tirées de l'enquête patrimoine de 2020 : 14 490 individus représentatifs de la population française, qui peuvent être soit locataires soit propriétaires. Côté offre, le taux de rotation¹³ est utilisé pour estimer le volume de propriétaires vendant leur logement chaque mois (à chaque période du modèle)¹⁴. Côté demande, les enquêtes réalisées sur les intentions d'achat de biens immobiliers des ménages¹⁵ sont utilisées afin de tirer aléatoirement des locataires qui, à chaque période (correspondant à un mois), réalisent un arbitrage entre l'achat d'un bien immobilier et la poursuite de la location. Si le coût actualisé de la location est supérieur au coût d'achat, ils deviennent « actifs » sur le marché immobilier et tentent d'acheter un bien¹⁶. Les résultats du modèle sont fournis dans deux cas polaires de marchés tendus et non-tendus correspondant, de manière stylisée, au marché parisien et au reste de la France.

Les acheteurs déterminent leur capacité d'achat en fonction de leur capacité d'emprunt maximum et de leur

patrimoine financier et immobilier. Les vendeurs déterminent le prix de vente demandé en fonction de la qualité et de la superficie de leur logement, du prix moyen sur le marché, de la tendance passée des prix et de la tension du marché, qui dépend du ratio entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs. Les acheteurs et les vendeurs sont ensuite appariés avec des frictions en fonction de ces capacités d'achat et des prix demandés. Ceux qui ne concluent pas de transaction peuvent augmenter (pour les acheteurs) ou diminuer (pour les vendeurs) leur offre à la période suivante. Les acheteurs qui sont parvenus à trouver un vendeur souscrivent à un prêt, effectuant un arbitrage entre la maturité de l'emprunt et la charge de la dette. Le modèle permet de générer deux scénarios sur le marché immobilier : l'un avec mesure macroprudentielle et un contrefactuel. Le modèle ne permettant pas aux banques de prendre en compte une recommandation, la mesure est modélisée comme immédiatement contraignante et introduite au début du T3 2021, lorsque les banques se conforment à la mesure au niveau agrégé^{17,18}.

2. Évaluation de l'introduction de la mesure HCSF : des effets directs sur les conditions d'octroi de crédit et des effets limités sur le marché immobilier dans un contexte de hausse des taux d'intérêt

2.1 Les emprunteurs plafonnent leur taux d'effort et augmentent la maturité de leur crédit

Le taux d'effort moyen, défini comme la part du revenu allouée au remboursement des mensualités, est significativement plus bas dans le scénario avec introduction de la mesure HCSF : de 1,6 à 2,2 points de pourcentage par rapport au scénario contrefactuel. Le taux d'effort augmente dans les deux scénarios entre

2022 et 2024 en raison de la hausse des taux d'intérêt, mais cette hausse est précédée d'une forte baisse lorsque la mesure est mise en place (cf. Graphique de couverture). Ce résultat confirme que la limite de taux d'effort était contraignante, bien davantage que celle de maturité¹⁹. Plus précisément, le modèle intègre un report des ménages contraints par la mesure juste avant le seuil de 35 % (cf. Graphique 2).

(13) [Prix immobilier - Évolution à long terme | IGEDD \(developpement-durable.gouv.fr\)](#). Le taux de rotation est disponible au niveau national donc le taux est supposé uniforme, notamment car l'offre joue un rôle sensiblement moins important que la demande dans les dynamiques du marché immobilier au sein du modèle.

(14) Le nombre de propriétaire ayant vendu est pris comme approximation du nombre de propriétaire voulant vendre.

(15) Les résultats sont obtenus dans l'étude de *Harris Interactive* et de l'Ifop pour *Optimhome* de mai 2024. Ces chiffres varient avec la localisation et la période considérée, mais ils sont cohérents avec l'enquête Camme de l'Insee de juillet 2024.

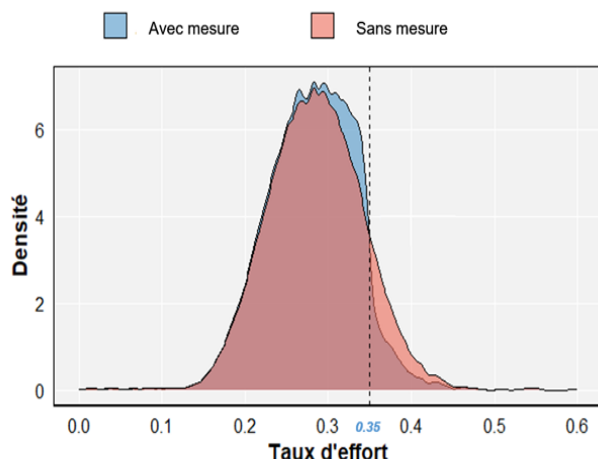
(16) Le modèle n'intègre pas la possibilité de détenir une résidence secondaire ni de réaliser un investissement locatif.

(17) Le HCSF a communiqué en janvier 2021 que la mesure deviendrait juridiquement contraignante au T3 2021 ([communiqué](#)).

(18) La mesure du HCSF prévoit une marge de flexibilité, mais celle-ci n'est pas intégrée dans le modèle.

(19) La part des prêts non conformes au critère de taux d'effort atteint 14,1 % en moyenne sur l'année 2023, contre 0,6 % pour la part non conformes au critère de maturité (ACPR) donc la limite de taux d'effort est plus contraignante que sur la maturité.

Graphique 2 : Distribution des taux d'effort des emprunteurs, 50 mois après la mesure



Source : Modèle Primmo, DG Trésor.

Afin d'accéder au bien immobilier souhaité, certains ménages compensent en augmentant la durée de remboursement : en effet, la maturité moyenne est plus élevée de 5 à 6,75 mois en août 2024 du fait de l'introduction de la mesure HCSF. Ceci n'empêche pas que la maturité moyenne diminue en raison du contexte de hausse des taux d'intérêt qui renchérit le coût de l'emprunt. L'effet des taux sur la maturité moyenne domine donc celui de la limite du taux d'effort.

Tableau 1 : Impact de la mesure HCSF sur différents *outputs* du modèle en août 2024

En août 2024	Scénario contrefactuel	Effet de la mesure en marché non tendu	Effet de la mesure en marché tendu
Prêt en nombre d'années de revenu, moyen	4,3	-3,66 % soit -0,15 année (***)	-4,62 % soit -0,20 année (***)
Taux d'effort moyen	32,9 %	-1,6 pp (***)	-2,2 pp (***)
Maturité moyenne (mois)	211	+2,33 % soit +5 mois (***)	+3,10 % soit +6,75 mois (***)
<i>Loan-To-Value</i>	1,008	-0,4 pp (ns.)	-1,0 pp (**)
Production de crédit annuel (part du revenu)	6 %	-0,3 pp (***)	0,5 pp (***)
Endettement moyen (€)	135 868	-3,7 % (***)	-3,0 % (***)
Revenu moyen des acheteurs	37 017	+0,75 % (ns.)	+0,43 % (ns.)
Ratio de primo-accédants	72 %	-3,5 pp (ns.)	-5,5 pp (ns.)
Patrimoine financier des acheteurs	63 642	+4,60 % (*)	+4,63 % (ns.)

Source : Modèle Primmo, DG Trésor.

Note : Chaque case indique l'effet de la mesure HCSF, mesuré en prenant la différence entre le scénario avec introduction de la mesure HCSF et le scénario contrefactuel en août 2024.

Lecture : Dans une situation où le marché est (relativement) peu tendu, la mesure HCSF introduite au début du T3-2021 permet de réduire le taux d'effort moyen de 1,6 point de pourcentage en août 2024.

Seuils de significativité : 1 % = (***), 5 % = (**), 10 % = (*), Ns. = non significatif.

Pour attester de la significativité de la mesure sur chaque variable, nous effectuons un test de Welch à chaque période, dont l'hypothèse nulle est $\mu_0 = \mu_1$ avec μ_0 la moyenne des simulations avec mesure HCSF et μ_1 la moyenne des simulations sans mesure HCSF. Nous considérons que la mesure est statistiquement significative lorsque le test de Welch est rejeté pour au moins 12 périodes consécutives, qui inclut nécessairement la période considérée (août 2024).

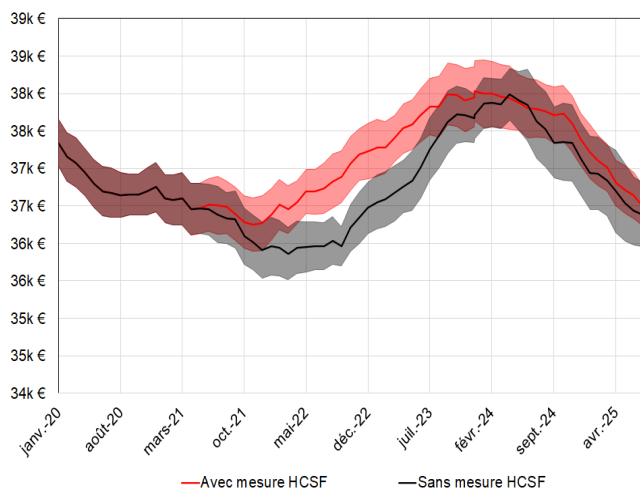
2.2 La mesure tempère l'endettement des ménages mais a peu d'effet sélectif

Le rapport moyen entre l'emprunt total (intérêt et principal) et le revenu annuel (LTI)²⁰ est réduit par la mesure HCSF de 0,15 années de revenu dans le cas d'un marché non-tendu et de 0,2 années de revenu dans le cas d'un marché tendu. La mesure a en effet un impact significatif sur l'endettement moyen des emprunteurs, celui-ci diminuant de 3,71 % dans le cas d'un marché non tendu. Toutefois, le revenu moyen

des acheteurs n'est pas significativement affecté par la mesure à la fin de la période modélisée. Le revenu moyen des acheteurs augmente à partir de fin 2021 dans les deux scénarios mais ceci est principalement le fait de la hausse des taux d'intérêt, qui exclut les acheteurs moins aisés. En effet, les acheteurs moins aisés sont « exclus » par l'environnement de taux, et ne le sont pas une « deuxième fois » par la mesure (cf. Graphique 3). Celle-ci a donc peu d'effet sélectif dans un environnement de taux relativement élevés.

(20) Le LTI (*Loan To Income*) s'interprète comme le nombre d'années nécessaires pour rembourser son emprunt si la totalité du revenu – supposé fixe – était destiné à rembourser l'emprunt.

Graphique 3 : Revenu annuel moyen des acheteurs du marché immobilier



Source : Modèle Primmo, DG Trésor.

Remarque : Le résultat présenté ici est dans le cas d'un marché plutôt tendu, la dynamique étant très proche avec un paramètre marché moins tendu.

2.3 La mesure a un impact significatif mais limité sur le marché immobilier

Les prix moyens du mètre carré en août 2024 sont plus faibles de 0,50 % à 0,75 % dans le scénario avec mesure HCSF par rapport au contrefactuel (cf. Tableau 2), notamment car la tension de marché²¹ est réduite par la baisse du nombre d'acheteurs. En revanche, la mesure n'a pas impact significatif sur le nombre de transactions dans le cas d'un marché tendu, puisque le nombre de demandeurs reste suffisamment important pour satisfaire l'offre. Enfin, le modèle n'indique aucun effet de sélection de la mesure sur la qualité et la surface des logements échangés sur le marché²².

Tableau 2 : Impact de la mesure sur le marché immobilier en août 2024

	Effet de la mesure HCSF sur un marché non tendu	Effet de la mesure HCSF sur un marché tendu
Prix	-0,56 % soit -16 €/m ² (***)	-0,73 % soit -22 €/m ² (***)
Tension de marché	-8,0 % soit -0,09 (***)	-8,4 % soit -0,18 (***)
Nombre de transactions	-7,3 % (***)	-0,7 % (ns)
Qualité	-4,0 % (ns.)	-0,0 % (ns.)
Surface	+2,5 % (ns.)	-1,3 % (ns.)

Source : Modèle Primmo, DG Trésor.

Seuils de significativité : 1 % = (***), 5 % = (**), 10 % = (*), ns. = non significatif.

3. En phase de baisse des taux, la dynamique du marché resterait dominée par la politique monétaire

Tableau 3 : Impact en août 2025 d'une absence de mesure HCSF à partir de août 2024

	Scénario de taux faibles		Scénario de taux élevés	
	Août 2025	Août 2027	Août 2025	Août 2027
Volume des transactions	+9,6 % (ns.)	+3,6 % (ns.)	+2,8 % (***)	+6,3 % (ns.)
Prix moyen du M ²	+0,21 % (ns.)	+1,25 % (***)	+0,07 % (***)	+0,63 % (***)
Loan-to-income (LTI)	+0,19 année (***)	+0,24 année (***)	+0,22 année (***)	+0,25 année (***)
Maturité moyenne	-7,0 mois (***)	-6,0 mois (ns.)	-3,7 mois (***)	-0,62 mois (***)
Endettement moyen	+3,4 % (**)	+2,2 % (**)	+1,93 % (***)	+1,87 % (***)
Taux d'effort	+2,1 pp (***)	+2,3 pp (***)	+2,0 pp (***)	+1,6 pp (***)
LTV	+0,7 pp (*)	+0,8 pp (ns.)	+1,0 pp (ns.)	-0,27 pp (ns.)
Revenu moyen des acheteurs	-2,3 % (***)	-0,9 % (ns.)	-4,3 % (**)	+0,4 % (ns.)
Patrimoine financier moyen	-4,3 % (**)	-2,0 % (ns.)	-11,9 % (ns.)	+0,4 % (ns.)
Ratio de primo-accédant	+1,1 pp (ns.)	-4,3 pp (ns.)	+5,0 pp (ns.)	-1,7 % (ns.)
Tension de marché	+3,3 pp (ns.)	+12,6 pp (ns.)	+4,6 pp (***)	+2,9 % (***)
Qualité des logements	+11,0 % (ns.)	-2,4 % (ns.)	-0,0 % (ns.)	+6,0 % (ns.)
Surface moyenne	+0,5 % (ns.)	+1,5 % (ns.)	+1,9 % (ns.)	+1,6 % (ns.)

Source : Modèle Primmo, DG Trésor.

Lecture : Si la mesure HCSF avait été supprimé en août 2024, la maturité moyenne des crédits immobiliers aurait été plus faible de 7 mois en août 2025, par rapport au scénario où la mesure n'a pas été supprimé.

(21) La tension de marché se définit comme le rapport entre le nombre de demandeurs de logements par rapport au nombre de logements à la vente. C'est un *output* du modèle, calculé à chaque période.

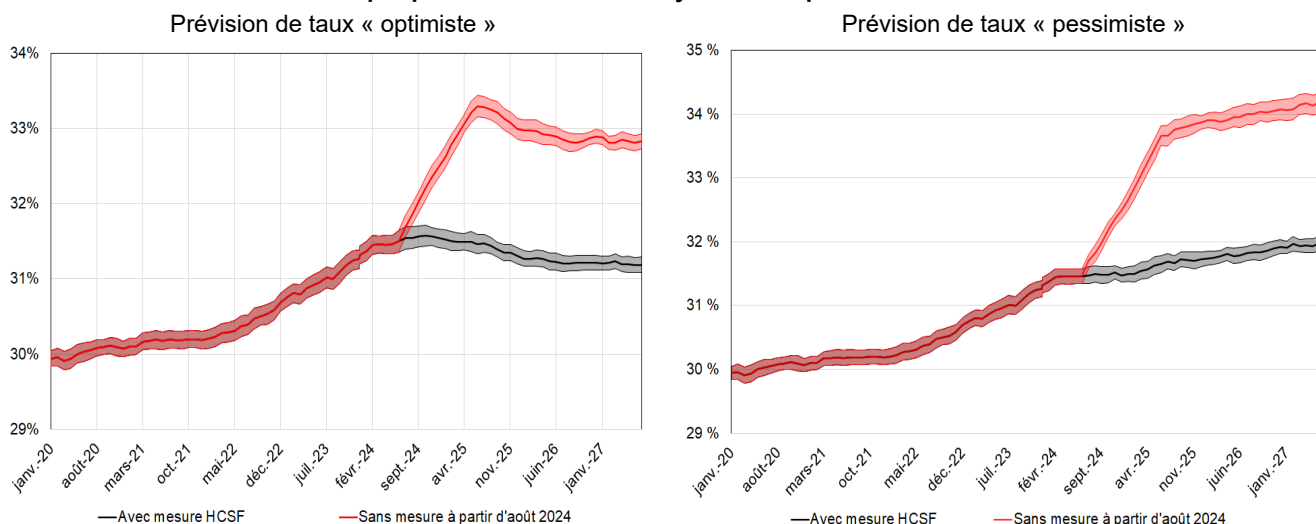
(22) Dans le modèle, la surface et la qualité sont attribuées à chaque logement neuf de façon exogène au modèle, nos résultats indiquent simplement qu'il n'y a pas de « sélection » des logements plus petits ou de moindre qualité due aux différents chocs. Il serait intéressant d'analyser dans une autre étude l'impact de ces chocs lorsque les caractéristiques des logements neufs sont endogènes à la situation du marché immobilier.

Dans cette partie, le modèle *Primmo* est utilisé afin d'analyser l'effet d'un hypothétique retrait de la mesure, dans un nouveau contexte de taux, au bout d'un an et de cinq ans. L'environnement de taux d'intérêt joue un rôle déterminant dans l'effet de la mesure, c'est pourquoi deux prévisions de taux sont utilisées (cf. Tableau 3). Les taux d'intérêt immobiliers correspondent aux taux observés jusqu'à juillet 2024, puis deux prévisions sont utilisées : une « optimiste » dans laquelle les taux diminuent jusqu'à atteindre 1,5 % en avril 2026, et une « pessimiste » dans laquelle les taux stagnent à 3,5 % jusqu'à la fin de la période. Dans les deux cas, le marché considéré est tendu mais les résultats sont similaires dans un marché non tendu.

3.1 Les emprunteurs augmentent leur taux d'effort et diminuent la maturité

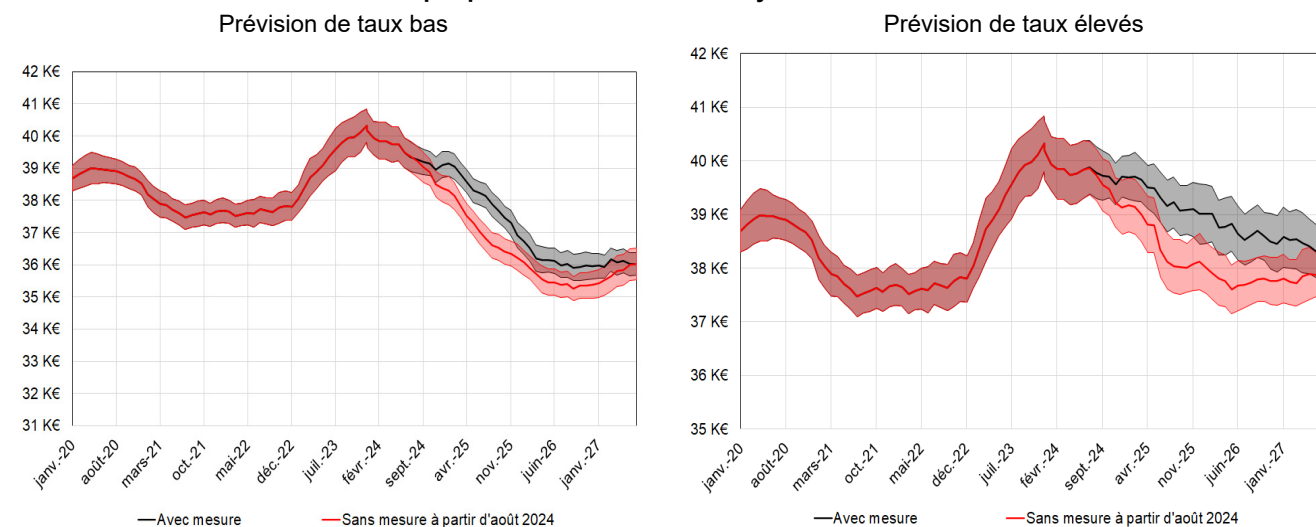
Sans mesure HCSF, les agents ne seraient plus contraints dans leur arbitrage entre taux d'effort et maturité au moment de l'emprunt. Dans ce scénario, ils augmentent le taux d'effort et diminuent la maturité de leur emprunt afin de limiter le coût total de l'emprunt (cf. Graphique 4). Par ailleurs, l'endettement moyen augmente de 1,9 % à 3,4 % après un an en fonction de l'environnement de taux, principalement en raison d'agents à moindre capacité d'autofinancement qui peuvent à nouveau entrer sur le marché immobilier, et dont l'emprunt moyen est supérieur. L'entrée d'acheteurs moins aisés conduit également à une baisse du revenu moyen des acheteurs. La valeur du LTI est ainsi plus élevée de 0,19 à 0,22 année un an après le retrait, (cf. Graphique 5).

Graphique 4 : Taux d'effort moyen des emprunts immobiliers



Source : Modèle *Primmo*, DG Trésor.

Graphique 5 : Revenu annuel moyen des acheteurs



Source : Modèle *Primmo*, DG Trésor.

3.2 L'absence de mesure soutiendrait à peine les prix à long terme

Le retrait de la mesure n'aurait pas d'impact sur le volume de transactions à long-terme, et n'aurait d'impact sur le court terme que si les taux restent élevés. En effet, dans ce scénario, le retrait de la mesure compense la faiblesse de la demande due aux

taux élevés. Cela est confirmé par le fait que la tension de marché n'est significativement affectée que dans le scénario où les taux restent élevés. Concernant les prix de l'immobilier, le retrait de la mesure aurait un impact quasi nul à court terme mais à long terme, le retrait augmenterait le prix moyen du mètre carré de 0,63 % à 1,25 %

4. Étude de l'effet de chocs exogènes sur le marché immobilier à l'aide du modèle

Les résultats de l'évaluation suggèrent que le contexte de taux est déterminant dans la dynamique des caractéristiques des emprunts, des acheteurs et du marché immobilier, et limite considérablement l'effet même significatif de la mesure HCSF encadrant le taux d'effort et la maturité. Afin d'affiner la compréhension de ces mécanismes, le modèle est aussi utilisé pour étudier l'effet de chocs exogènes sur le marché immobilier :

- 1) Un choc de taux : le taux d'intérêt immobilier à 20 ans passe de 1,5 % à 2,5 % (+100 pb mais cet effet n'est pas linéaire), correspondant au choc observé en 2022.
- 2) Un choc de construction : hausse ponctuelle de 1 % du stock de logements neufs.
- 3) Un choc de loyer : hausse ponctuelle du montant des loyers de 5 % à prix immobiliers inchangés.

Tableau 4 : Impact des chocs à court et moyen/long terme par rapport à la situation sans choc

	Choc de taux (+100 pb)		Choc de construction (+1 %)		Choc de loyer (+5 %)	
	Après 1 an	Après 5 ans	Après 1 an	Après 5 ans	Après 1 an	Après 5 ans
Transactions	-14,5 % (***)	-5,5 % (***)	+12,7 % (***)	+0,17 % (ns.)	+7,2 % (***)	+0,25 % (ns.)
Prix du m ²	-0,19 % (**)	-2,17 % (***)	-0,60 % (***)	-0,48 % (***)	+0,54 % (ns.)	+2,48 % (***)
Loan-to-income	-0,55 année (***)	-0,63 année (***)	-0,05 année (ns.)	-0,03 année (ns.)	-0,002 année (ns.)	+0,003 année (ns.)
Maturité moyenne	-12 mois (***)	-16 mois (***)	-1,5 mois (ns.)	-1,8 mois (ns.)	-0,18 mois (ns.)	-0,11 mois (ns.)
Endettement moyen	-7,5 % (***)	-8,0 % (***)	-3,64 % (***)	-0,40 % (ns.)	-1,75 % (***)	+0,43 % (ns.)
Taux d'effort	+52 pb* (***)	+64 pb (***)	-8,8 pb (ns.)	+2,6 pb (ns.)	+1,9 pb (***)	-12 pb (ns.)
LTV	-0,73 % (*)	-1,14 % (***)	+0,36 % (ns.)	-0,50 % (ns.)	+0,07 % (ns.)	-0,55 % (ns.)
Revenu moyen des acheteurs	+2,4 % (***)	+3,0 % (***)	-3,3 % (**)	+0,14 % (ns.)	-0,03 % (ns.)	+0,90 % (ns.)
Patrimoine financier moyen des acheteurs	+12,3 % (***)	+6,8 % (**)	-6,3 % (*)	+5,4 % (ns.)	-2,6 % (ns.)	+3,8 % (ns.)
Ratio de primo-accédants	-3,1 pp (ns.)	-1,3 pp (ns.)	-0,6 pp (ns.)	-0,3 pp (ns.)	-0,3 pp (ns.)	-1,0 pp (ns.)
Tension de marché	-14 % (***)	-12 % (***)	-15 % (***)	-3,4 % (ns.)	+24 % (***)	+9,5 % (***)
Qualité moyenne des logements	+4,5 % (ns.)	-0,25 % (ns.)	+6,7 % (ns.)	+3,2 % (ns.)	+5,4 % (ns.)	+0,9 % (ns.)
Surface moyenne	-1,2 % (ns.)	-6,6 % (ns.)	-6,9 % (ns.)	+0,55 % (ns.)	-0,30 % (ns.)	-3,6 % (ns.)

Source : Modèle Primmo, DG Trésor.

* pb = point de base. Pour rappel, 100 points de base équivalent à 1 point de pourcentage.

4.1 Un choc de taux affecte significativement les caractéristiques des emprunteurs et sélectionne les acheteurs les plus aisés

Les résultats confirment l'effet déterminant d'un choc de taux positif dans le modèle. La LTI moyenne baisse de 0,63 année au bout de cinq ans, en raison de la baisse des prix des biens immobiliers due à la baisse de la demande, mais également par l'éviction d'acheteurs à revenus plus faibles. En effet, après un choc de taux positif, le revenu annuel moyen et le patrimoine financier moyen des acheteurs augmentent

respectivement de 2,41 % et 12,3 % après un an. L'augmentation du coût de financement de l'emprunt exclut les ménages aux plus faibles revenus de l'accès à la propriété. L'augmentation du revenu moyen est donc induite par une restructuration des ménages acheteurs, plus aisés.

La maturité moyenne des emprunts et le taux d'effort sont significativement affectés par le choc de taux. En effet, la hausse du coût de financement augmente les mensualités et donc le taux d'effort (de 52 pb après 1 an), tandis que la maturité moyenne diminue

(de 12 mois après 1 an) afin de diminuer le coût total de l'emprunt. Le choc de taux a également un impact positif sur le taux d'apport²³, c'est pourquoi l'endettement immobilier moyen diminue également, phénomène renforcé par la baisse des prix.

Les chocs de construction et de loyer diminuent l'endettement moyen de respectivement 3,74 % et 1,75 % après un an, mais leur effet se résorbe au cours du temps de sorte que l'endettement moyen n'est pas significativement différent de la situation sans choc cinq ans après le choc.

En diminuant les prix du marché, le choc de construction introduit une baisse du revenu moyen et du patrimoine financier moyen des acheteurs au bout d'un an, mais l'effet n'est plus perceptible cinq ans après le choc. Tout comme le revenu, le patrimoine financier n'est pas affecté par les taux d'intérêt dans le modèle, donc les variations de patrimoine financier témoignent d'un effet de recomposition des acheteurs.

4.2 Le marché s'ajuste aux chocs par les quantités puis par les prix

L'augmentation des taux d'intérêt immobiliers conduit à une baisse des transactions de 14,5 % après un an, et de 5,5 % après cinq ans, par rapport au scénario sans choc, tandis que le choc de construction augmente le volume des transactions *via* son effet sur l'offre. Les prix moyens sont affectés par les chocs avec un décalage temporel. Les chocs de construction et de loyer ont un effet transitoire sur le volume de transactions puis, avec un certain retard, sur les prix. Dans le cas du choc de loyer, le volume augmente de 7,2 % après un an car l'augmentation des loyers accroît le coût d'opportunité de ne pas posséder de logement, et ainsi la demande. Le choc de loyer a un effet significatif sur les prix au bout de cinq ans (+2,48 %). Cet effet retardé s'explique en partie par les anticipations adaptatives²⁴ des ménages dans le modèle. Cela explique également un effet d'hystérèse dans la formation des prix : le choc de construction a un effet significatif à la baisse sur les prix après cinq ans alors même que la tension de marché est revenue au même niveau que dans le scénario contrefactuel.

(23) Le taux d'apport représente la contribution personnelle de l'acheteur dans la valeur total du bien sans avoir recours à l'emprunt. La somme du taux d'apport et de la LTV (*loan to value*) vaut 100 %.

(24) Les offreurs forment leurs exigences de prix actuelles en fonction de la moyenne des évolutions passées des prix du marché en plus des autres déterminants de l'exigence de prix comme la tension de marché.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Dorothee Rouzet
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Mars 2025

N° 361 Perspectives mondiales au printemps 2025 : La croissance au défi des turbulences

Les bureaux de la DG Trésor en charge des prévisions internationales

N° 360 Quelle était la situation financière des entreprises de la BITD avant la guerre en Ukraine ?

Bastien Alvarez, Quentin Bon, Gaëtan Mouilleseaux, Baptiste Siossian

Février 2025

N° 359 Les enjeux économiques de la redistribution vers les familles

Louise Delhay, Per Yann Le Floc'h, Inès Marchais, Adrien Massebieau

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à Trésor-Éco : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.