

## Norvège : Immobilier, taux et stabilité financière- Malgré des ratios d'endettement élevés des ménages et 95% de prêts immobiliers à taux variables, les risques liés à la remontée actuelle rapide des taux d'intérêt sont globalement maîtrisés

*Selon le dernier rapport de l'Autorité de surveillance financière (FSA) chargée de la stabilité financière et du bon fonctionnement des marchés financiers en Norvège, les prix élevés du secteur de l'immobilier norvégien liés en partie au système fiscal et l'endettement substantiel des ménages – 246% du revenu disponible (169% en se limitant aux seuls emprunts immobiliers, soit plus de deux fois le ratio français) avec 95% de prêts immobiliers à taux variables- constituent deux des principaux risques que présente l'économie norvégienne. Ces risques sont néanmoins jugés maîtrisés tant par la FSA que la banque centrale norvégienne, la Norges Bank.*

### I- L'immobilier en Norvège est un facteur majeur d'endettement des ménages norvégiens, dans 95% des cas à taux variables

Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, la Norvège a développé des politiques incitatives pour faciliter l'accès à la propriété. Ces mesures sont principalement d'ordre fiscal. **Les intérêts de la dette contractée pour acheter un bien immobilier sont déductibles des impôts.** La prise en compte des résidences principales et même secondaires dans le calcul de l'impôt sur la fortune est généreusement réduite<sup>1</sup>. Enfin, dans certaines conditions, il n'y a pas d'impôt sur les plus-values pour l'immobilier. C'est pourquoi l'achat d'un bien immobilier est souvent plus intéressant pour un ménage norvégien que l'investissement dans un autre secteur plus dynamique. Grâce à cette asymétrie, qui n'est pas optimale pour le bon fonctionnement de l'économie norvégienne car elle s'effectue au détriment de l'économie productive, **81% des Norvégiens sont propriétaires de leur logement en 2020**, contre seulement 64% en France et environ 50% en Allemagne.

La demande des ménages en actifs immobiliers est élevée, mais l'offre manque de réactivité car elle est soumise à de nombreuses contraintes. **La montagne couvre 90% du territoire norvégien, le rendant de fait difficilement constructible. Les bords de mer et les forêts sont protégés** afin de préserver les espaces naturels qui font la force du tourisme norvégien. Dans le cadre d'une politique de protection de l'agriculture très importante en Norvège, les terres cultivables ne sont pas constructibles. Enfin, d'autres restrictions s'appliquent dans les villes, par exemple une limitation de la hauteur des bâtiments. Toutes ces mesures offrent une qualité de vie indéniable, mais en contraignant l'offre, elles participent à une hausse des prix immobiliers très forte ces dernières années.

Ces différentes caractéristiques du marché de l'immobilier norvégien favorisent **l'endettement des ménages**. Le rapport de **la dette des ménages à leur revenu disponible s'élevait en 2021 à 246%**. **En ne comptant que les emprunts immobiliers, ce rapport s'élève à 169%, plus de deux fois le ratio français (71%)**. Cet endettement rend les ménages d'autant plus fragiles qu'il est, dans **95% des cas, contracté à taux variable**. Ceci constitue une vulnérabilité pour l'économie norvégienne dans un contexte de remontée rapide des taux.

### II- Un déséquilibre du marché de l'immobilier conjugué à la rapide hausse des taux actuelle aurait des conséquences financières potentiellement importantes

L'incapacité des ménages à supporter une charge de la dette excessive en cas de remontée trop rapide des taux de la banque centrale pourrait impacter le **secteur financier. En effet, celui-ci est très exposé au secteur de l'immobilier** : les crédits hypothécaires consentis aux particuliers et aux entreprises constituent environ les trois quarts des prêts accordés par les banques norvégiennes en 2022. **La surchauffe actuelle de l'économie norvégienne (retour au trend de croissance pré-pandémie dès l'été 2021 ; croissance de 4% en**

<sup>1</sup> Abattement de 75% pour les résidences principales et abattement d'au moins 70% pour les résidences de vacances.

**2021 comme 2022 ; chômage tombé à 1,7% en juillet 2022) et l'inflation croissance (6,8% en juillet 2022) ont poussé la banque centrale norvégienne (la *Norges Bank*) à relever son taux directeur à plusieurs reprises** en septembre et décembre 2021, puis en mars, juin 2022 et septembre 2022 (de +50 points de base ces trois dernières fois). **Actuellement à 2,25%, il devrait atteindre 3% à la fin de l'année.** Mécaniquement, le poids des dettes contractées à taux variable par les ménages s'alourdit donc, avec deux risques cumulatifs : d'une part, les ménages peuvent vouloir réduire leur consommation, à la fois par effet de substitution et par la constitution d'une épargne de précaution, pour assurer le service de la dette ; d'autre part, le nombre de défauts sur des prêts immobiliers risque d'augmenter et de tester la capacité de résistance des banques.

### III- L'écosystème financier norvégien est jugé résilient face à ces risques croissants

Plusieurs tests ont été menés pour évaluer la résilience du secteur financier. **Selon le dernier rapport de la *Norges Bank* en juin dernier, les banques possèdent les capacités de répondre à des tensions éventuelles.** Les conditions d'octroi de crédit n'ont pas été modifiées au premier trimestre 2022 et ne devraient pas changer non plus au deuxième. En revanche, les primes de risque des obligations d'entreprises ont augmenté, dépassant la moyenne des dix dernières années, sans atteindre toutefois le niveau du pic de mars 2020. Ce phénomène est particulièrement prégnant dans le secteur de l'immobilier commercial.

Par ailleurs, les **banques sont très profitables** : leurs bénéfices ont progressé de +12% au premier trimestre 2022, en partie grâce à la réduction des coûts opérationnels. La hausse des primes de risques contribue naturellement également à cette excellente profitabilité. Les défauts enregistrés sont rares, et proches du niveau pré-Covid.

**Bien que très exposées au secteur de l'immobilier commercial, les banques sont aussi largement solvables, et répondent déjà aux exigences macro-prudentielles qui entreront en vigueur en mars 2023, notamment le taux de « coussin » de fonds propres contracyclique** que la *Norges Bank* a relevé en mars 2022 à 2,5%. Le creusement de déséquilibres financiers *via* la hausse des prix de l'immobilier commercial et résidentiel et la croissance de la dette des ménages avait conduit la *Norges Bank* à relever le niveau de ce « coussin » en prévention d'une éventuelle crise future. La rentabilité des banques et le faible nombre de défauts de la part des emprunteurs d'une part, la faible exposition de la Norvège à la guerre en Ukraine et la bonne santé du secteur pétrolier d'autre part, ont permis aux banques commerciales de satisfaire sans difficulté à cette nouvelle exigence. Signe de la confiance de la *Norges Bank* dans la résilience du secteur financier, ce taux a été maintenu au même niveau en juin 2022.

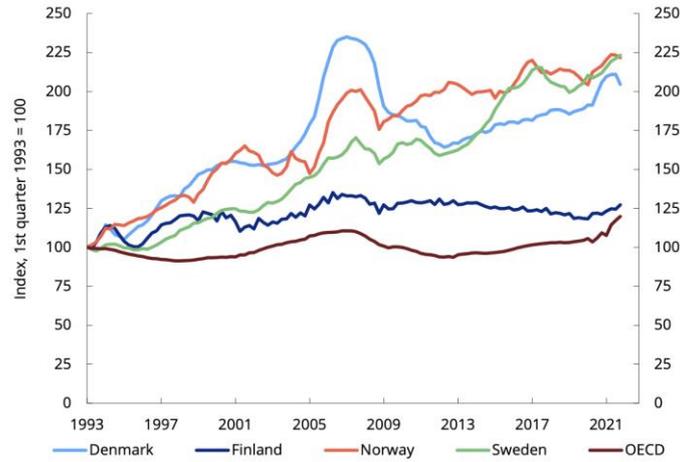
Toutefois, un **test de résistance mis en place par l'Autorité de surveillance financière (FSA)** donne des résultats plus mitigés. En cas de renforcement de l'inflation et d'arrêt total des exportations russes d'hydrocarbures-scenario qui s'est concrétisé ces dernières semaines-, le choc économique lié à la hausse des prix de l'énergie sur les entreprises et les ménages ainsi que par le fort ralentissement économique européen – l'UE représente plus de 60% des exportations de la Norvège- impacterait fortement les banques norvégiennes, dont potentiellement **la moitié ne pourraient plus répondre aux exigences de fonds propres** imposées par les politiques macro-prudentielles. Les mesures de bouclier tarifaire dont bénéficient les ménages (depuis décembre 2021) et les entreprises (depuis le 1<sup>er</sup> octobre 2022) sur leurs factures d'électricité permettent néanmoins de contenir ce risque.

Dans ce contexte, compte tenu d'un faible chômage (1,7% de la population active) qui rend peu probable une large vague de défauts des ménages sur leurs crédits immobiliers malgré la forte hausse actuelle des taux, **l'OCDE et le FMI recommandent de travailler sur le long terme d'une part à réduire la demande de crédits immobiliers en réformant les politiques fiscales d'incitation à l'accès à la propriété, et d'autre part à développer l'offre immobilière** en assouplissant les contraintes liées à l'aménagement du territoire. Couplées à l'effet des hausses des taux, ces mesures permettraient de réduire progressivement les tensions sur le marché de l'immobilier en vue d'un atterrissage « en douceur » de la courbe des prix.

DATE DE REDACTION : 4 OCTOBRE 2022

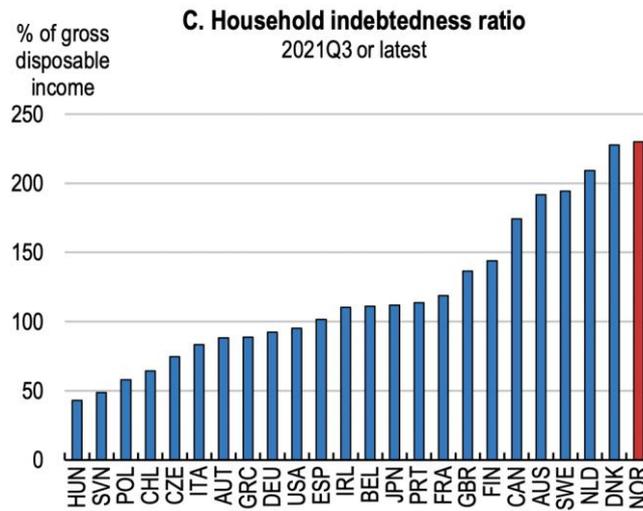
## Annexe

### Ratio prix de l'immobilier/revenu disponible



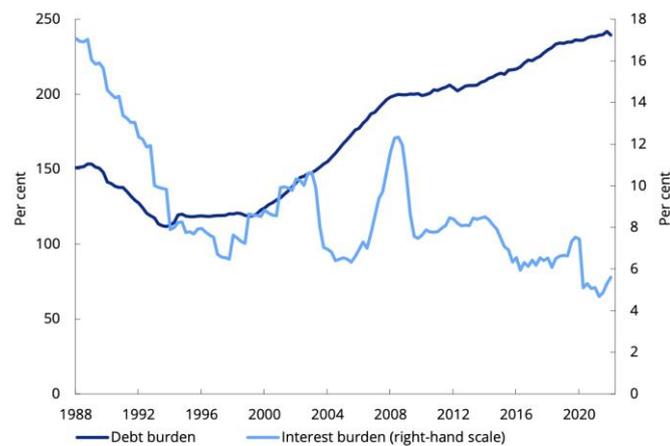
Source: OECD

### Ratio d'endettement des ménages



Source: OECD calculations based on Statistics Norway data; OECD dashboard of household statistics.

### Poids de la dette et de l'intérêt de la dette pour les ménages



Last observation: first quarter 2022. Sources: Statistics Norway and Finanstilsynet