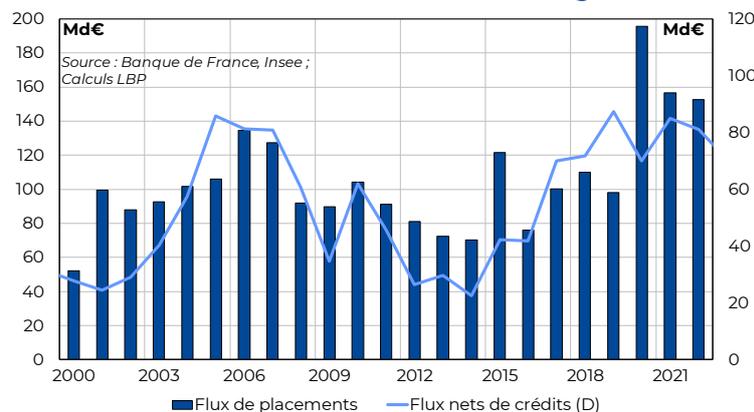


17 juillet 2023

## Pourquoi le retournement à l'œuvre du crédit devrait peser sur les flux de placements des ménages ?

Flux de placements des ménages et variation des encours de crédits des ménages



- **Le flux de placements financiers des ménages, c'est-à-dire les ressources que les ménages consacrent à leurs placements financiers, s'est élevé en moyenne à 100 Md€ chaque année depuis début 2000. Ce flux de placements a toutefois évolué au cours des ans : il a été particulièrement élevé au milieu des années 2000 et l'est à nouveau depuis 2017. Ces périodes correspondent à des mouvements de forte accélération du crédit.**
- **Il existe en effet un lien entre l'évolution du crédit (consommation et habitat) par les ménages et le niveau de leurs flux de placement : le crédit apporte des ressources nouvelles aux ménages, lorsque la production de crédit est plus importante que les remboursements, qui viennent compléter les flux de revenu des ménages (salaires, transferts, etc.). Ces ressources additionnelles permettent de financer les emplois des ménages, dont les placements financiers font partie.**
- **Cette mécanique peut également se lire à l'échelle microéconomique. Par exemple lorsqu'un ménage – typiquement primo-accédant – s'endette pour acheter un logement, le recours au crédit lui apporte des ressources nouvelles nécessaires au financement. Dans le cas d'un achat dans l'ancien, ces ressources vont se diriger vers le ménage vendeur. Si ce ménage n'a pas besoin d'acheter un nouveau logement (bien hérité par exemple) ou s'il rachète un logement moins onéreux (effet de cycle de vie avec achat d'un logement plus petit), les ressources financières dégagées vont certainement se loger en placements financiers.**
- **Or, la période de taux bas observée entre 2015 et 2021 a entraîné une forte accélération du crédit. En devenant moins coûteux, le recours au crédit a permis de financer davantage d'acquisitions immobilières, dont une partie des ressources nouvelles s'est logée dans les flux de placements des ménages.**
- **A l'inverse, le renchérissement du crédit observé depuis le début d'année 2022, en lien avec la hausse des taux, devrait peser sur les flux de placements des ménages en apportant moins de nouvelles ressources financières. D'autant plus qu'une part conséquente du revenu des ménages est à présent consacrée aux remboursements de crédits.**

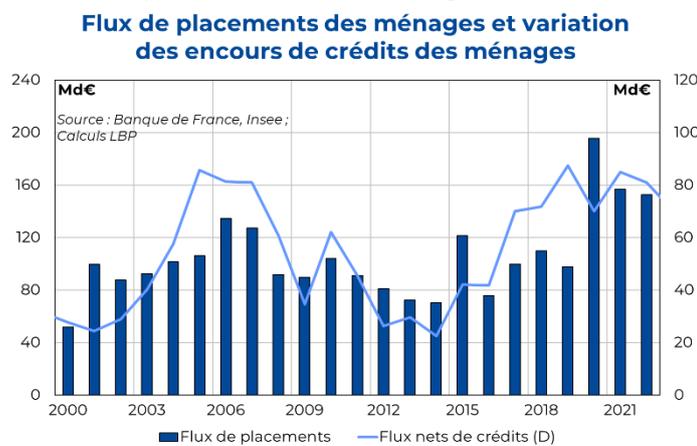
Corentin Ponton

La dynamique du crédit exerce une influence directe sur les flux de placements des ménages, en apportant des ressources financières complémentaires aux revenus. La période de taux bas que nous avons connue entre 2015 et 2021 a ainsi été caractérisée par un niveau élevé de flux de placements permis entre autres par le dynamisme du crédit. A l'inverse, le retournement du crédit à l'œuvre devrait peser sur les placements financiers des ménages. D'autant plus qu'une part conséquente du revenu des ménages est à présent consacrée aux remboursements des précédents crédits.

- ❖ Les flux de placements des ménages s'élèvent à environ 100 Md€ par an depuis début 2000.

**Le flux de placements financier des ménages, c'est-à-dire les ressources que les ménages consacrent à leurs placements financiers<sup>1</sup>, s'est élevé en moyenne à 100 Md€ chaque année depuis début 2000.** Ce flux de placements a toutefois évolué au cours des ans : il a été particulièrement élevé au début des années 2000 et l'est à nouveau depuis 2017. Or, ces périodes correspondent à des phases de forte accélération du crédit (cf. graphique 1).

**Graphique 1 :** Evolution du flux de placements des ménages et des flux de crédit.



- ❖ Les flux de crédits sont une ressource financière essentielle pour les ménages, qui viennent compléter les flux de revenus. Lorsque la dynamique du crédit est forte, une part de ces ressources nouvelles vient alors se loger dans les flux de placements parmi les différents emplois des ménages (consommation, investissement, placements).

Les ménages ont deux sources principales de financement pour leurs activités économiques (cf. schéma 1) : (i) d'une part leur revenu disponible brut (RDB), c'est-à-dire l'ensemble des revenus d'activité, des revenus de la propriété et des revenus fonciers, nets de prestations et impôts ; (ii) d'autre part les flux nets de crédits, c'est-à-dire la somme dégagée des crédits (habitat et consommation) nette des remboursements. Ces ressources permettent de financer trois grands postes d'emploi : (i) la consommation de biens et services ; (ii) l'investissement en logement neuf (et gros travaux) ; (iii) le reliquat vient finalement alimenter le flux de placements des ménages (collecte nette + intérêts capitalisés) vers les différents produits disponibles (dépôts à vue, livrets, assurance-vie, titres côtés, etc.). Comptablement, les flux de placements sont alors le résidu entre les ressources financières des ménages et leurs emplois :

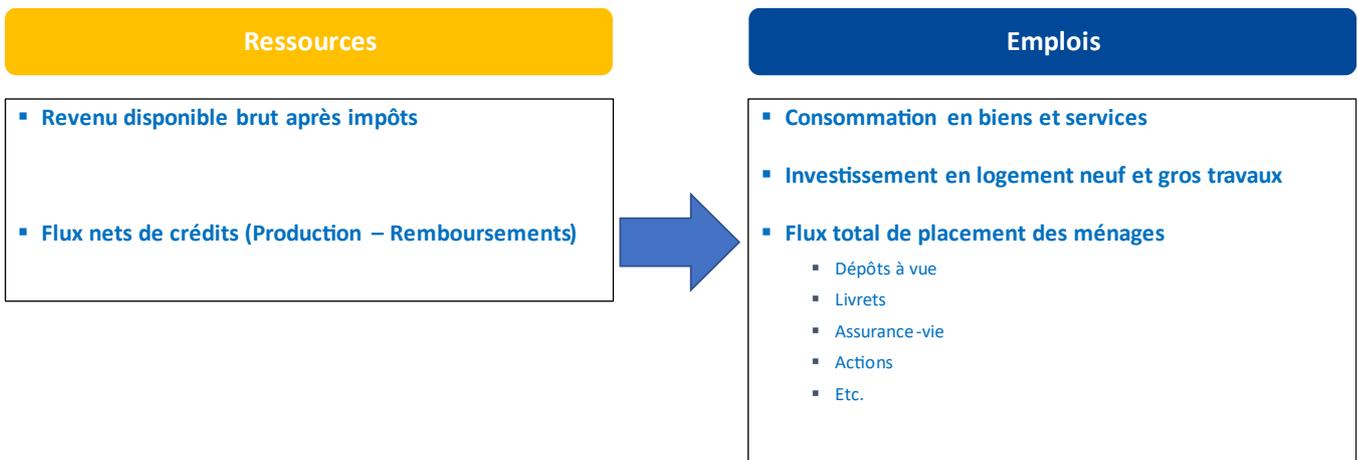
$$\text{Flux nets de placements} = \text{Revenu disponible} + \text{Flux nets de crédits} - \text{consommation} - \text{investissement en logements neuf}$$

Par exemple, en 2022, le revenu disponible brut des ménages s'est élevé à 1 640 Md€. Il a été complété par un flux net de crédits de 80 Md€, du fait d'une production de crédits de 322 Md€ et de remboursements de 242 Md€. Au total, les ressources nouvelles se sont ainsi élevées à 1 720 Md€.

<sup>1</sup> On considérera tout au long de ce papier un flux « net » de placements financiers, c'est-à-dire le flux résultant à la fois des nouveaux placements financiers des ménages et des sorties éventuelles réalisées par les ménages (par exemple pour financer tout ou partie d'un projet immobilier via l'apport personnel).

Elles ont alimenté la consommation pour 1 367 Md€, l'investissement en logement (neuf et gros travaux) pour 167 Md€ et finalement les flux de placements pour 185 Md€<sup>2</sup>.

**Schéma 1 :** Compte des ménages simplifié.



**Note :** on étudie ici le secteur des ménages dans son ensemble, le logement ancien est donc globalement effacé car toute transaction entre deux ménages est neutre pour le secteur dans son ensemble. Enfin, ce schéma omet volontairement des postes négligeables du compte de financement des ménages pour faciliter la lecture, comme les erreurs statistiques.

**On voit donc que comptablement, les flux de crédits correspondent bien à une ressource nouvelle pour les ménages – lorsque la production surpasse les remboursements – qui alimente les emplois des ménages.** Toute chose égale par ailleurs, l'accroissement des flux de crédits permet ainsi d'alimenter les flux de placements des ménages. **Mais il serait trompeur d'en déduire que 1 € de flux de crédits supplémentaire alimente directement les flux de placements pour le même montant.** La contraction de crédits par les ménages n'est en effet pas destinée à réaliser des placements financiers et la relation entre crédits et flux de placements relève d'un processus indirect où les ressources nouvelles apportées par le crédit finissent pour partie dans les placements des ménages.

**Pour mieux comprendre la mécanique entre flux de crédits et flux de placements, il convient de dépasser l'équation purement comptable du compte de financement des ménages.** Pour illustrer plus concrètement cette relation, nous proposons dans les parties suivantes (i) de dépasser ce cadre comptable au travers d'une illustration microéconomique des comportements entre crédits et placements ; puis (ii) de proposer une équation « augmentée » décrivant le lien entre crédits et placements en faisant mieux apparaître les comportements microéconomiques décrits plus tôt.

#### Encadré : Comment ont évolué les flux de crédits et les flux de placements en Europe ?

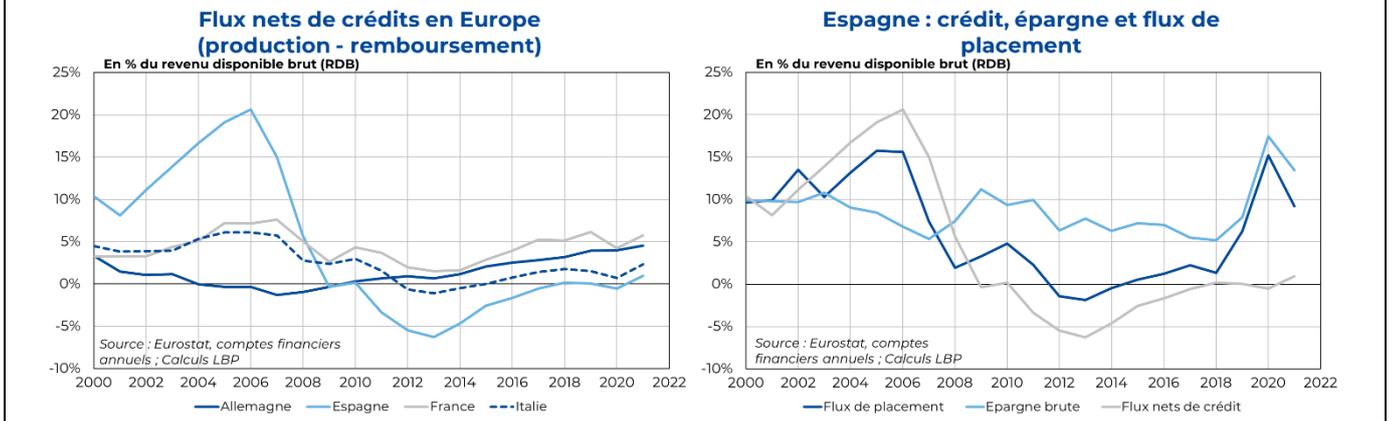
**Les ressources nouvelles apportées par la progression des encours ont connu des évolutions marquées et hétérogènes entre les grands pays de la zone euro depuis 2000.** Le début des années 2000 a été marqué par un net accroissement des encours de crédits dans les pays du Sud de l'Europe, en particulier l'Espagne et dans une moindre mesure l'Italie et la France parmi les pays présentés ici. Ils ont participé à la progression des flux de placements. A l'inverse, les flux de crédits se sont renversés à la suite de la crise de la zone euro (notamment en Espagne et en Italie). La forte diminution de la production de crédits à la suite de la crise, conjuguée à des remboursements dynamiques (la production d'aujourd'hui fait les remboursements de demain) se sont en effet traduits par une ponction du crédit sur le revenu des ménages.

**Le cas de l'Espagne est particulièrement intéressant quant à la relation entre dynamique du crédit et des flux de placements. La dynamique exceptionnelle du marché immobilier au début des années 2000 a engendré un flux de crédits massif pour les ménages :** les ressources nouvelles apportées par le crédit ont représenté plus de 15 % du revenu disponible des ménages sur la période

<sup>2</sup> Selon les années il peut rester un reliquat, correspondant à des ajustements statistiques et d'autres passifs nets non présentés ici par souci de simplicité.

2003-2007. Autrement dit, les ménages voyaient leur revenu disponible compléter de plus de 15 % chaque année par le crédit (et même 20 % en 2006). Alors que le taux d'épargne atteignait 8 % du revenu disponible en moyenne entre 2003 et 2007, le flux de placements des ménages s'élevait alors à 12 % en moyenne. Les flux de placements étaient donc supérieurs à l'épargne du fait de la dynamique du crédit. **Le retournement du marché immobilier et du crédit après la double crise financière et de la zone euro a au contraire pénalisé les flux de placements.** La baisse des encours de crédits – nécessaire à l'assainissement de la situation financière des ménages – a pesé sur les flux de placements des ménages qui ont alors été négatifs entre 2012 et 2014.

**Graphiques 2 et 3 :** Evolution du flux de placements des ménages et des flux de crédits.



- ❖ **Dépasser l'approche comptable des comptes nationaux, en étudiant le cas concret d'une transaction à l'échelle microéconomique, permet de mieux comprendre la relation entre crédits et placements.**

**A l'échelle des comportements individuels, l'accroissement des flux de crédit ne vient pas alimenter directement les flux de placements financiers<sup>3</sup>.** Toutefois, l'apport des ressources nouvelles du crédit contracté par un ménage A va potentiellement alimenter de manière indirecte les placements d'un ménage B. Nous proposons ci-dessous trois exemples types qui permettent de mieux comprendre ces effets de comportements entre ménages, qui sont gommés à l'échelle macroéconomique dans la mesure où les « ménages » sont agrégés comme un agent unique

- **Cas type n°1 : Le crédit consommation comme substitut au revenu**

**Dans le cas des crédits à la consommation, la production de crédits va permettre aux ménages, la même année, de réduire la consommation financée par le revenu courant et ainsi accroître le montant d'épargne toute chose égale par ailleurs.** Par exemple, l'achat d'une télévision via le crédit plutôt que le revenu va permettre de « libérer » un montant équivalent de revenu, qui va pouvoir être mobilisé pour d'autres emplois : la consommation, si le ménage profite du supplément de ressources apporté par le crédit pour consommer davantage ; l'investissement ; ou bien les flux de placement.

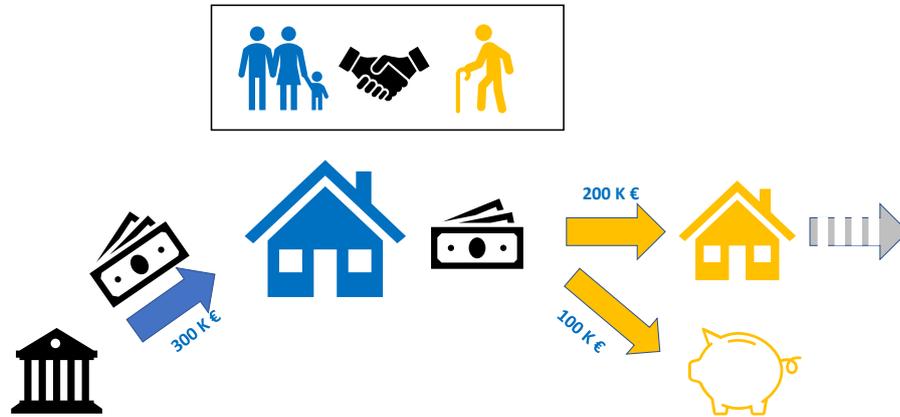
- **Cas type n°2 : Acquisition dans l'ancien avec effet de cycle de vie**

**Lorsqu'un ménage – typiquement primo-accédant – s'endette pour acheter un logement, le recours au crédit permet de lui apporter des ressources nouvelles nécessaires au financement. Dans le cas d'un achat dans l'ancien, ces ressources vont se diriger vers le ménage vendeur.** Si ce ménage n'a pas besoin d'acheter un nouveau logement (résidence secondaire, bien hérité) ou s'il rachète un logement moins onéreux (effet de cycle de vie avec achat d'un bien plus petit), les ressources financières dégagées vont certainement se loger en placements financiers.

*Prenons l'exemple d'une jeune famille recourant – de manière illustrative – uniquement au prêt bancaire pour financer l'achat de leur résidence principale en Ile-de-France, pour un montant de 300 000 €. Les ressources nouvelles apportées par le crédit vont alors se diriger vers le ménage vendeur, ici un retraité souhaitant déménager dans un logement plus petit et/ou en province.*

<sup>3</sup> On suppose que la contraction de crédit visant à réaliser des placements financiers est marginale en France.

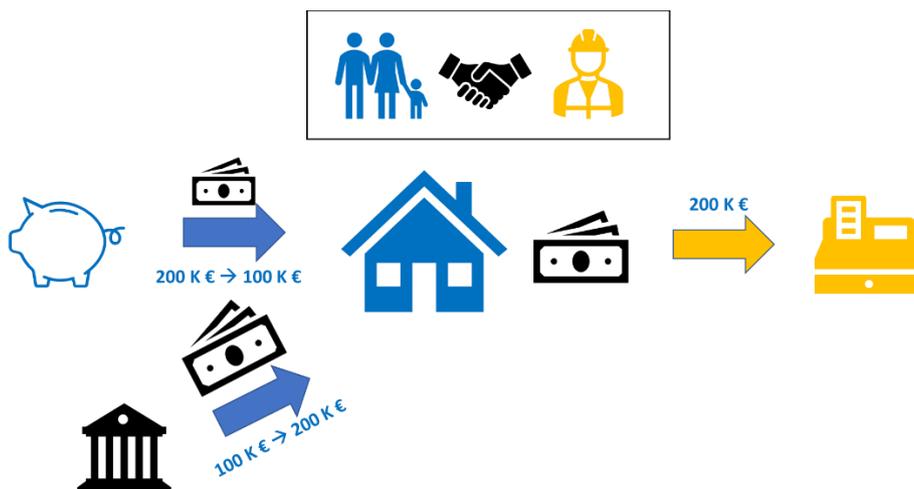
Comme l'achat de sa nouvelle résidence principale est moins onéreux que celle vendue (ici 200 000 € contre 300 000 €), le reliquat sera certainement épargné et alimentera les flux de placements financiers. On voit donc que la création monétaire permise par le prêt bancaire, et qui a alimenté les ressources financières du premier ménage, s'est en partie logée dans les flux de placements financiers in fine. Par ailleurs, l'achat de la maison à 200 000 € par le second ménage pour également alimenter les flux de placements financiers d'un troisième ménage si ce type de phénomène se poursuit<sup>4</sup>.



○ **Cas type n°3 : évolution des proportions de financement (ici dans le neuf)**

**Également, le recours accru au crédit pour le financement immobilier – lorsque le coût du crédit baisse – permet de mettre moins l'épargne à contribution pour les financements, qui peut alors être allouée aux flux de placements.**

Prenons l'exemple d'une famille recourant pour 100 000 € au prêt bancaire et pour 200 000 € à l'épargne préalable afin de financer la construction d'une résidence principale, pour un montant total de 300 000 €. Dans le cas d'un achat dans le neuf, le montant d'apport personnel mobilisé pour l'achat va venir dégrader le flux de placements des ménages de -200 000 € (baisse des encours). Si du fait de la baisse du coût du crédit, le ménage décide de mobiliser uniquement 100 000 € d'apport personnel et de porter le financement bancaire à 200 000 €, alors l'évolution du flux de placement ne sera plus que de -100 000 €. On voit alors que l'accroissement du recours au crédit dans les financements immobiliers permet de « sauvegarder » le flux de placements dans le cas d'achat dans le neuf. Pour un achat dans l'ancien, son accroissement permet même de générer davantage de ressources nouvelles à destination des ménages.



<sup>4</sup> Ou un autre emploi des ménages, par exemple l'investissement dans le neuf si le 3<sup>e</sup> ménage vend sa résidence principale pour faire construire un logement neuf.

**Au travers de ces exemples, on voit bien que les acquisitions immobilières jouent un rôle clés dans le lien entre crédits et placements.** Or, nous avons vu précédemment que l'équation comptable issue de la comptabilité nationale ne fait pas très bien apparaître l'activité immobilière. En particulier, les transactions dans l'ancien n'apparaissent pas dans le compte de financement des ménages, dans la mesure où les transactions entre ménages se neutralisent à l'échelle agrégée : l'acquisition immobilière d'un ménage A, qui correspond à un emploi, crée en miroir une ressource pour le ménage B, qui vend son bien. Au total, seuls les flux de crédits contractés apparaissent dans la comptabilité nationale côté ressources et les effets indirects de ces ressources nouvelles sur les emplois (par exemple un supplément de flux de placements si les ressources générées par le crédit sont indirectement épargnées par le ménage vendeur). **On propose donc dans la section suivante de mieux faire « apparaître » ses processus liés au crédit habitat, afin de réconcilier les approches macroéconomiques et microéconomiques étudiées jusqu'ici.**

- ❖ **La période de taux bas observée entre 2015 et 2021 a entraîné une forte accélération du crédit. En devenant moins coûteux, le recours au crédit a permis de financer davantage d'acquisitions immobilières, dont une partie des ressources nouvelles s'est logée dans les flux de placements des ménages. A l'inverse, la hausse des taux et le retournement du crédit observés actuellement devraient peser sur les flux de placements.**

**Pour conjuguer l'approche macroéconomique du compte de financement des ménages et les comportements microéconomiques détaillés ci-dessus (notamment acquisitions dans l'ancien et évolution de la part du crédit dans les financements), nous proposons ci-dessous une variante de l'équation de flux de placements.** Ce retraitement est réalisé sur la base des travaux d'André Babeau<sup>5</sup> et l'ensemble des retraitements effectués sont décrits dans l'annexe 1. En particulier, ces travaux ont permis de rapprocher variables réelles et variables financières en permettant une meilleure lecture de la relation entre crédit et épargne.

**A partir des retraitements présentés dans l'annexe 1, nous proposons une nouvelle décomposition du flux de placements :**

$$\text{Flux nets de placements financiers} = \text{Epargne brute} + \text{Production de crédits conso} + \text{Production de crédit à destination de l'habitat ancien} - \text{Epargne mobilisée pour les achats dans le neuf} - \text{Remboursements de crédits hors rachats et renégociations}$$

**Au total, les flux de placements dépendent :**

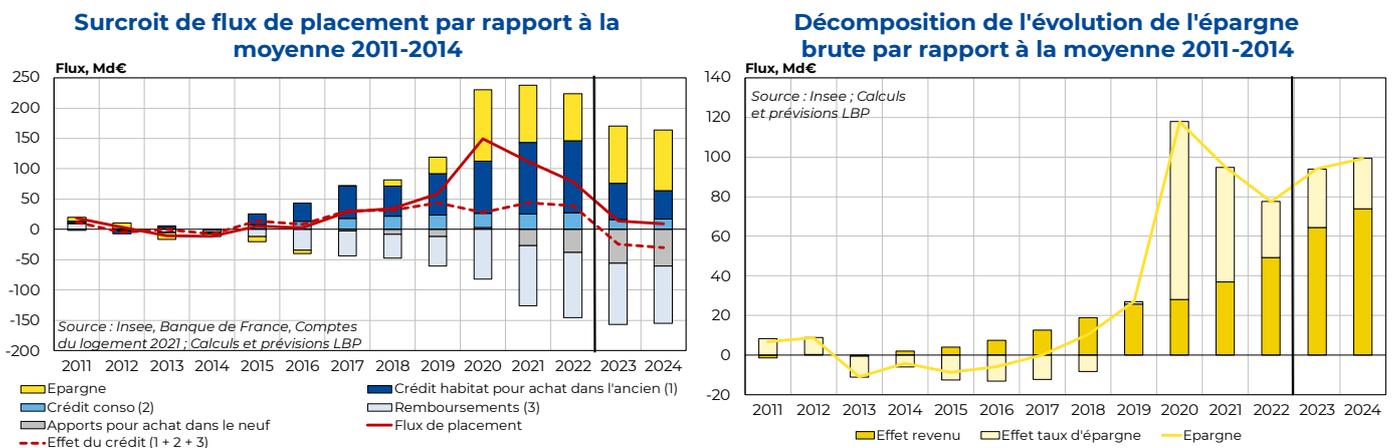
- Positivement de l'épargne brute des ménages, qui peut augmenter soit par l'accroissement du revenu des ménages soit par celui du taux d'épargne ;
- Positivement du crédit consommation, dont l'accroissement permet, toute chose égale par ailleurs, de financer la consommation et « libérer » une part de revenu au profit de l'épargne ;
- Positivement du crédit habitat dans l'ancien : les ressources nouvelles apportées par le crédit vont « rester » chez les ménages dans le cas d'acquisitions dans l'ancien dans la mesure où ces ressources vont alimenter les revenus du ménage vendeur. A l'inverse, les flux de crédits pour financement de projets neufs n'apparaissent pas car ils viennent nourrir les revenus du promoteur (i.e une entreprise) ;
- Négativement des apports personnels pour financer des acquisitions dans le neuf : la mobilisation de l'épargne courante et/ou du patrimoine financier pour les acquisitions dans le neuf va peser sur les flux de placements, en se dirigeant vers les promoteurs immobiliers. A l'inverse, les apports pour financement dans l'ancien n'apparaissent pas car ils sont dirigés vers les ménages vendeurs. Ces flux « restent » donc dans le patrimoine des ménages agrégé ;
- Négativement des remboursements de crédits : les montants mobilisés par les ménages pour rembourser leurs crédits pèsent sur les flux de placements en accaparant une part des ressources financières des ménages.

---

<sup>5</sup> « A quoi sert l'épargne annuelle des Français ? », André Babeau. Dans Revue d'économie financière 2019/3 (N° 135), pages 283 à 296. Éditions Association d'économie financière.

Cette décomposition du flux de placements des ménages permet d'expliquer sa nette augmentation durant la période de taux bas, entre 2015 et 2021 (cf. graphique 4). Les flux de placements ont en effet nettement augmenté durant cette période (jusqu'à +149 Md€ en 2020 et +79 Md€ en 2022, par rapport à 2011-2014). Tout d'abord la baisse du coût du crédit a porté le crédit consommation, engendrant des ressources nouvelles pour les ménages (+27 Md€ en 2022 par rapport à 2011-2014) et permis de libérer une partie du revenu disponible pour l'épargne. Aussi, le dynamisme du marché immobilier (prix comme transactions) a porté la production de crédits dans l'ancien (+ 120 Md€ en 2022 par rapport à 2011-2014). A l'inverse, le dynamisme de la production de crédits a progressivement engendré une hausse des remboursements, pesant sur les flux de placements (-108 Md€ en 2022 par rapport à 2011-2014). Aussi, la hausse du marché du neuf a progressivement appelé des montants d'apport plus conséquents, pesant sur les flux de placements (-38 Md€ en 2022 par rapport à 2011-2014). **On peut enfin noter la forte augmentation de l'épargne à partir de la crise Covid à +77 Md€ en 2022 par rapport à 2011-2014** (brique jaune du graphique 4). En décomposant ce surplus d'épargne (cf. graphique 5), qu'il est avant tout provenu de la hausse du taux d'épargne pendant la crise sanitaire.

**Graphiques 4 et 5 :** Décomposition du surcroît de flux de placements et évolution de l'épargne brute



**La nette hausse des taux à l'œuvre depuis 2022, et le ralentissement du crédit, devraient au contraire peser sur les flux de placements en 2023-2024 (cf. graphique 4 ; hypothèses stylisées en prévision détaillées dans l'annexe 2).** Les flux de placements des ménages pourraient alors diminuer pour revenir à un niveau proche du début des années 2010. En particulier, la production de crédits à destination de l'immobilier ancien pourrait nettement diminuer (graphique 4, brique bleu foncé ; décomposition graphique 6) du fait (i) de la baisse des prix et surtout des transactions dans l'ancien, dans un contexte de ralentissement du marché immobilier ; et (ii) d'une évolution de la structure des financements immobiliers, en faveur des apports personnels. La période de taux bas a en effet déformé la structure de financement des projets immobiliers en faveur du crédit, dont le coût avait nettement diminué. La part des apports personnels a alors baissé au profit du crédit (cf. graphique 7) : d'après les données du Compte du logement 2021, la part des apports dans les financements immobiliers serait ainsi passé d'un point haut de 56 % en 2012 à un point bas de 40 % en 2017<sup>6</sup>. Avec la hausse du coût du crédit, on peut à l'inverse s'attendre une baisse de la part du crédit dans les financements<sup>7</sup>, si bien que la production de crédits dans l'ancien diminuerait davantage que le montant total des acquisitions dans l'ancien. Ce phénomène s'observerait également pour le marché du neuf. C'est pour cela que le montant des apports personnels pour les achats dans le neuf pourrait ne pas diminuer malgré la baisse du marché immobilier (cf. graphique 4).

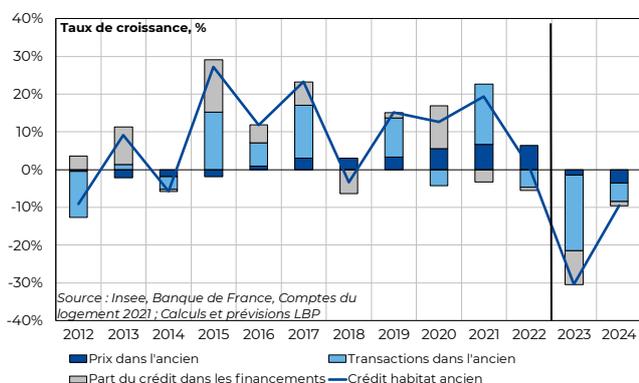
<sup>6</sup> Ces données prennent ici en compte l'ensemble de l'activité immobilière, y compris les transactions n'ayant pas eu recours au prêt (vente d'un ancien logement pour acheter un nouveau par exemple)

<sup>7</sup> Selon les données de l'ACPR, portant uniquement sur les projets immobiliers ayant eu recours au crédit, la part du crédit dans le financement (*Loan To Value*) aurait diminué de 4 pts de % entre décembre 2022 et mai 2023, revenant à un plus bas depuis 2014 (79 %).

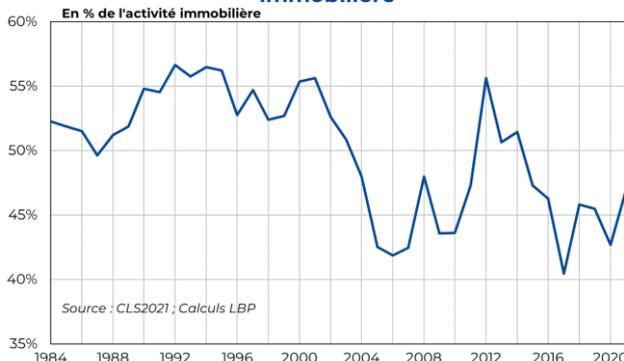
**Le maintien d'un taux d'épargne élevé (comme observé début 2023 et prévu par la Banque de France) et le dynamisme du revenu des ménages (en période de forte inflation) devrait toutefois permettre de soutenir les flux de placements des ménages en 2023 et 2024 (cf. graphique 5)<sup>8</sup>.**

**Graphiques 6 et 7 :** Evolution du crédit dans l'ancien et taux d'apport dans les projets immobilier.

**Evolution du crédit habitat dans l'ancien**



**Taux d'apport sur l'ensemble de l'activité immobilière**

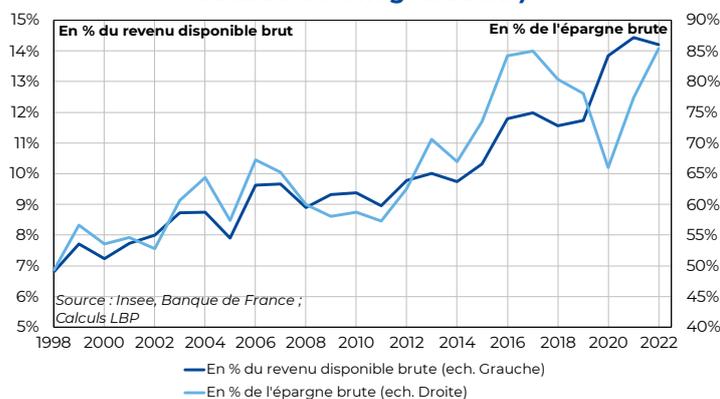


❖ **Le poids des remboursements de crédits représente à présent 14 % du revenu des ménages et 85 % de leur épargne. Cela devrait peser sur les flux de placements des ménages, en accaparant une part importante du revenu des ménages.**

**Enfin, le montant des remboursements de crédits réalisé par les ménages chaque année a fortement augmenté depuis une dizaine d'année, dans le sillage de la forte production, et mobilise à présent une large proportion du revenu et de l'épargne des ménages.** Ces remboursements (hors rachats et renégociations de crédits), à 233 Md€ en 2022, représentent à présent 14 % du revenu disponible des ménages, contre environ 9 % au début des années 2000 (cf. graphique 8). En proportion de l'épargne brute des ménages, ce poids monte à 85 % contre environ 60 % au début des années 2000.

**Graphique 8 :** Forte hausse du poids des remboursements de crédits chez les ménages.

**Poids des remboursements de crédits (hors rachats et renégociations)**



\*\*\*\*\*

**Direction finance et stratégie – Direction des études économiques :**

**[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)**

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.

<sup>8</sup> Il convient de noter que si la hausse des prix dans l'économie soutient indirectement le montant des flux de placements via l'accélération du revenu des ménages (salaires), le flux de placements des ménages serait particulièrement faible en 2023-2024 en termes réels s'il était amené à revenir vers son niveau du début 2010.

## Annexe 1 : Méthodologie de retraitement hors comptabilité nationale

Les retraitements proposés ci-dessous s'inspirent des travaux d'André Babeau (« A quoi sert l'épargne annuelle des Français ? », André Babeau. Dans Revue d'économie financière 2019/3 (N° 135), pages 283 à 296. Éditions Association d'économie financière.)

Nous repartons de l'équation comptable du compte de financement des ménages :

$$\text{Revenu disponible brut} + \text{Accroissement des passifs} + \text{Ajustement} = \text{Consommation} + \text{FBCF} + \text{Flux nets de placements financiers}$$

En remplaçant le terme (*Revenu disponible brute – Consommation*) par le terme *Epargne brute*, on obtient :

$$\text{Épargne brute} + \text{Accroissement des passifs} + \text{Ajustement} = \text{FBCF} + \text{Flux nets de placements financiers}$$

La présence d'un ajustement est rendue nécessaire par les sources différentes dont proviennent, d'une part, les statistiques des comptes non financiers et, d'autre part, celles des comptes financiers. L'accroissement de passif correspond, quant à lui, à l'excédent des nouveaux crédits sur les remboursements auquel on a joint ici le poste mineur des « autres variations en volume ». Afin de simplifier les écritures suivantes, nous omettons ces deux postes jugés mineurs et non nécessaires à la bonne compréhension des relations.

$$\text{Épargne brute} + \text{Flux nets de crédits} = \text{FBCF} + \text{Flux nets de placements financiers}$$

Nous pouvons à présent scinder les flux de crédits entre la production et les remboursements, en mobilisant les données de la Banque de France. Aussi, la production de crédit résulte soit de la contraction de crédits consommation, soit de la contraction de crédit habitat. Là aussi, cette distinction est rendue possible par les données de la Banque de France. Enfin, l'apparition de la production et des remboursements pose un problème pour l'analyse dans la mesure où les ménages peuvent renégocier ou racheter leurs crédits auprès d'une nouvelle banque, ce qui génère des remboursements et une production de crédit « artificiels ». Ce type de phénomène a été particulièrement important pendant la période de taux bas, où les ménages profitaient de cet environnement pour renégocier des taux plus faibles. Afin de ne pas brouiller l'analyse, nous épurons la production et les remboursements de crédits habitat des rachats et renégociations avec les données de la Banque de France et l'ACPR<sup>9</sup>. On obtient alors :

$$\text{Épargne} + \text{Production de crédits consommation} + \text{Production de crédits habitat hors rachats et renégociations} = \text{Remboursements de crédits hors rachats et renégociations} + \text{FBCF} + \text{Flux nets de placements financiers}$$

Pour rappel, la formation brute de capital fixe (FBCF) en logement correspond à la somme de quatre éléments : la construction et l'acquisition de logements neufs (hors terrains) ; les travaux d'amélioration et de gros entretien effectués par les agents économiques au cours de l'année ; les opérations d'acquisition de logements existants hors terrains (appelés « logements anciens ») nettes des cessions ; les frais liés à ces opérations (droits d'enregistrement, taxe de publicité foncière, frais de notaires). Pour le solde d'acquisition de logements existant, l'essentiel des transactions dans l'ancien se compense entre acquisitions et cessions (cf. schéma ci-dessous). C'est pour cela que les acquisitions dans l'ancien n'apparaissent pas dans l'équation comptable entre emplois et ressources des ménages. Il est toutefois possible de les faire apparaître en présentant côté ressources le revenu des cessions de logements anciens (ménages vendeurs) et côté emplois les acquisitions de logements anciens (ménages acheteurs). Cela traduit une mobilité du patrimoine immobilier au sein des ménages, mais qui « disparaît » lorsqu'on traite des ménages de manière agrégée. Le montant des acquisitions dans l'ancien peut être obtenu historiquement par le biais du Rapport du compte du logement (2021) publié par le Service des données et études statistiques (SDES) du Ministère de la transition écologique. Ce rapport estime annuellement le montant de « l'activité immobilière », un agrégat entre l'investissement en logement et les acquisitions dans l'ancien. On obtient alors :

$$\text{Épargne} + \text{Production de crédits consommation} + \text{Production de crédits habitat hors rachats et renégociations} = \text{Remboursements de crédits hors rachats et renégociations} + \text{FBCF} + (\text{Achats dans l'ancien} - \text{Cessions dans l'ancien}) + \text{Flux nets de placements financiers}$$

On a vu que comptablement, la production de crédit diffère quant à sa capacité à alimenter les flux de placement des ménages selon qu'elle est destinée à des achats dans le neuf (dans ce cas les ressources apportées par le crédit « sortent » du patrimoine des ménages et constituent une ressource des promoteurs) ou dans l'ancien (les ressources apportées par le crédit « restent » dans le patrimoine des ménages en changeant simplement de

---

<sup>9</sup> Les crédits consommations ont également fait l'objet de rachats et de regroupements pendant la période de taux bas. En l'absence de données fiables et disponibles sur longue période, nous ne retraisons pas la production de crédits consommations.

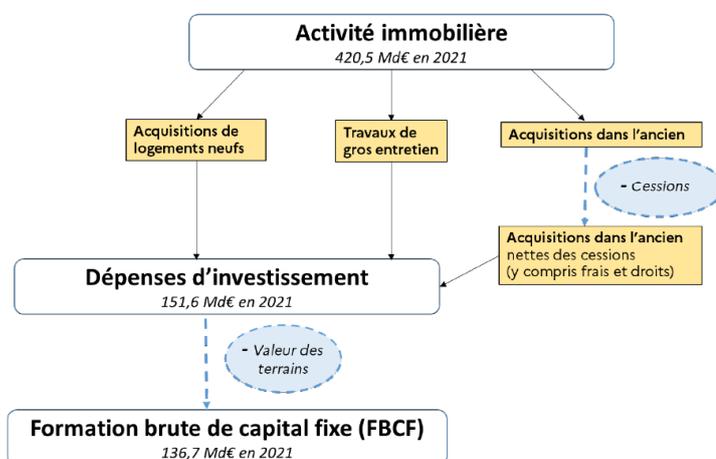
« mains »). La Banque de France ne fournit pas de détail sur la destination de la production de crédit. Toutefois, les données du Rapport du compte du logement fournit ce type d'information et permet de scinder la production de crédit habitat entre logements neufs et logements anciens. On obtient alors :

$$\text{Epargne} + \text{Production de crédits consommation} = \text{Remboursements de crédits hors rachats et renégociations} + (\text{Achats dans le neuf} - \text{Production de crédit habitat neuf}) + (\text{Achats dans l'ancien} - \text{Production de crédit habitat ancien} - \text{Cessions dans l'ancien}) + \text{Flux nets de placements financiers}$$

Le terme *(Achats dans le neuf – Production de crédit habitat neuf)* peut être remplacé par « épargne mobilisée pour les achats dans le neuf ». De plus, les « achats » et « cessions » dans l'ancien, même s'ils ont une valeur pédagogique pour la description des mécanismes à l'œuvre, peuvent être supprimés dans la mesure où ces deux composantes s'annulent. En isolant les flux de placements financiers, on obtient alors :

$$\text{Flux nets de placements financiers} = \text{Epargne brute} + \text{Production de crédits consommation} + \text{Production de crédit à destination de habitat ancien} - \text{Remboursements de crédits hors rachats et renégociations} - \text{Epargne mobilisée pour les achats dans le neuf}$$

Pour rappel, les apports pour financement dans l'ancien n'apparaissent pas car ils correspondent uniquement à un transfert de patrimoine entre ménages et n'impactent donc pas les flux de placement des ménages observés de manière agrégés. Tandis que les apports pour financement dans le neuf sortent du patrimoine des ménages en se dirigeant vers les promoteurs immobiliers.



Source : CSL 2021

## Annexe 2 : Hypothèse illustrative pour la trajectoire 2023 - 2024.

Afin de présenter de manière illustrative l'effet potentiel de la contraction du crédit sur les flux de placements, nous retenons les hypothèses suivantes pour 2023 et 2024 :

Variable	2022 (observé)	2023	2024	Note :
Progression du RDB des ménages	5,4 %	6,3 %	3,7 %	Banque de France (prév. Juin 23)
Taux d'épargne des ménages	16,6 %	16,6 %	16,3 %	Banque de France (prév. Juin 23)
Production de crédit conso	3 %	-5 %	2 %	Prévision illustrative
Prix dans l'ancien	6,4 %	-1,5 %	-3,5 %	Prévision illustrative
Transactions de logements anciens	-5 %	-20 %	-5 %	Prévision illustrative
Production de crédit habitat hors rachat	1 %	-30 %	-10 %	Prévision illustrative