

Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ?

Réputée coûteuse et réservée pour l'essentiel aux opérations d'acquisition immobilière, la garantie hypothécaire est relativement peu utilisée par les ménages français qui lui préfèrent souvent la caution, alors que le recours à l'hypothèque en garantie de crédits non affectés au logement est fréquent dans certains pays, principalement anglo-saxons. Dans ces pays, le recours facilité à l'hypothèque permet aux ménages de tirer parti de la valorisation de leur logement pour obtenir des crédits supplémentaires, ce que les économistes désignent par le terme d'« extraction hypothécaire » (« mortgage equity withdrawal »). Ainsi, aux États-Unis, l'extraction hypothécaire, qui apparaît fortement corrélée aux fluctuations des prix des logements, aurait significativement contribué à entretenir la vigueur de la consommation au cours de la dernière phase basse du cycle.

Les innovations financières, qui autorisent une extraction ample de liquidité du patrimoine immobilier des ménages, en phase de hausse des prix des logements, tendent à renforcer le lien entre cycle immobilier et consommation des ménages. L'impact à moyen terme de l'extraction hypothécaire, en termes de surplus de consommation, reste toutefois difficile à évaluer. En outre, les effets de l'extraction hypothécaire peuvent s'avérer récessifs lorsque le marché immobilier se retourne, avec des conséquences d'autant plus dommageables pour la stabilité économique et financière que les hypothèques ont été évaluées au prix de marché et que les cycles réels et immobiliers sont davantage corrélés. En conséquence, le principal impact du développement de l'extraction hypothécaire sur le moyen-long terme risque de se résumer à une volatilité accrue de la consommation et donc de l'activité dans son ensemble. Les conséquences pourraient en être dommageables du point de vue de la politique monétaire comme de la stabilité financière.

En France, une réforme du crédit hypothécaire visant à généraliser le recours à l'hypothèque ne serait aujourd'hui pas dénuée de risques, tant pour le système bancaire que sur le plan macroéconomique. En réduisant les coûts de transaction des emprunts immobiliers, elle contribuerait à encourager la demande de logements et donc à stimuler un marché immobilier qui présente des signes de surchauffe¹. En facilitant l'accès au crédit hypothécaire pour financer des dépenses de consommation, elle encouragerait l'endettement des ménages, qui atteint un niveau record (près de 61 % du revenu disponible brut (RDB) et de 40 % du PIB à mi-2004) et s'accompagne d'une forte progression du nombre de ménages surendettés.

Jean-Stéphane MÉSONNIER

*Service d'Études sur les politiques monétaire et financière
Direction des Études économiques et de la Recherche*

¹ Cf. l'éditorial du *Bulletin de la Banque de France* n° 129, septembre 2004

1. Souplesse du crédit hypothécaire : l'attrait du modèle anglo-saxon

Extraction hypothécaire et hausse des prix des logements

Dans la plupart des pays industrialisés, à l'exception de la France, les prêts au logement sont garantis par une sûreté réelle, que l'on peut pour simplifier désigner par le terme d'hypothèque (« *mortgage* »)². Pour cette raison, ils sont généralement assimilés aux prêts hypothécaires dans de nombreux pays, notamment anglo-saxons³. Au cours des années quatre-vingt-dix, on a vu en outre se développer dans certains pays occidentaux le recours par les ménages à des crédits hypothécaires mobiliers, c'est-à-dire des crédits assortis d'une hypothèque sur le logement mais dont la finalité n'est pas nécessairement associée à l'acquisition ou l'amélioration du logement. L'innovation financière et le développement des marchés du crédit hypothécaire, portés par le boom des prix des logements dans plusieurs pays au cours de la période récente, a conduit à une déconnexion plus ou moins prononcée selon les pays entre les montants empruntés sous garantie hypothécaire et les flux d'investissement dans le logement.

On désigne par extraction hypothécaire des ménages (*mortgage equity withdrawal*, littéralement : extraction de liquidité du capital immobilier par un prêt hypothécaire) cet excédent des prêts hypothécaires contractés par les ménages par rapport à leurs dépenses d'investissement logement effectives⁴. La mesure macroéconomique de l'extraction hypothécaire est effectuée en termes nets (*i.e.* nette des injections de liquidité dans le patrimoine immobilier) qui correspond, pour l'essentiel, aux flux nets totaux de nouveaux crédits hypothécaires accordés aux ménages diminués de la formation brute de capital fixe (FBCF) logement du secteur des ménages⁵. Cette mesure agrégée neutralise par construction les transactions entre ménages sur le marché des logements anciens, sauf si celles-ci donnent lieu à une modification de l'endettement agrégé du secteur. Indispensable pour apprécier les conséquences macroéconomiques de l'extraction hypothécaire Elle ne fournit, par contre, pas d'indication sur l'origine ni la motivation de cette « liquéfaction d'actif ».

L'extraction hypothécaire peut cependant avoir diverses sources microéconomiques (cf. tableau 1). Par exemple, une « dernière vente » d'appartement par un ménage sans endettement à un autre ménage qui s'endette pour acheter le bien immobilier en question (soit une hausse de l'endettement net du secteur des ménages, mais sans flux d'investissement logement correspondant puisque la transaction a lieu sur le marché secondaire entre ménages) accroît l'extraction hypothécaire au niveau agrégé.

² Pour simplifier, on désignera dans la suite la prise de garantie sur le logement par le terme d'hypothèque, même si les modalités juridiques précises de la prise de sûreté réelle varie d'un pays à l'autre. En ce qui concerne la France en particulier, on ne distingue pas ici les deux types de sûreté réelle que sont l'hypothèque proprement dite et le privilège de prêteur de deniers.

³ Les prêts au logement sont presque toujours hypothécaires dans certains pays (États-Unis, Royaume-Uni). En France, où les prêts au logement sont fréquemment garantis par une caution, l'encours des prêts hypothécaires accordés aux ménages est nettement inférieur à l'encours de leur endettement logement.

⁴ On trouve également les appellations *home equity withdrawal* ou *house equity withdrawal* (HEW) pour désigner l'extraction hypothécaire.

⁵ La Banque d'Angleterre calcule par exemple l'extraction hypothécaire nette agrégée comme la somme des flux nets de crédit hypothécaire aux ménages et des aides au logement accordées aux ménages (*capital grants for housing*), diminuée des flux d'investissement logement (y compris les transferts nets de terrains au secteur des ménages et les coûts de transaction pour les ménages associés à un transfert d'actif non produit entre secteurs). Cf. son site internet, rubrique *Statistics*, pour plus de détails.

Tableau 1

Origine microéconomique de l'extraction brute de liquidité du capital immobilier des ménages

Opération	Description
Dernière vente	Un ménage vendeur n'acquiert pas de nouveau logement. Les produits de la vente ne sont pas utilisés sur le marché du logement.
Nouvelle acquisition moins onéreuse	Un ménage vend son logement pour financer l'acquisition d'un logement moins cher, sans réduire à due proportion son endettement hypothécaire, afin de conserver des liquidités excédentaires.
Surfinancement hypothécaire (a)	Un ménage propriétaire-occupant changeant de logement accroît son endettement hypothécaire au-delà de la différence de prix entre le nouveau et l'ancien logement.
Refinancement hypothécaire (y compris augmentation du montant de prêts existant et crédits hypothécaires autonomes) (b)	Un ménage renégocie avec augmentation du montant ou obtient une nouvelle avance au titre d'un prêt immobilier existant ou contracte un nouvel emprunt hypothécaire avec une hypothèque de second rang sur un bien déjà hypothéqué, sans changer de logement ni investir dans son logement une somme équivalente.

(a) « overmortgaging »

(b) opérations désignées par les vocables techniques de « remortgaging » (RU) ou « refinancing » (EU), « further advances » et « second mortgages » respectivement. Ces différentes origines de l'extraction hypothécaire sont difficiles à distinguer en pratique dans l'exploitation des données d'enquêtes.

Source : Benito et Power (2004)

Dans les pays où le phénomène est important, l'extraction hypothécaire résulte de façon significative de l'extension de l'endettement hypothécaire des ménages dont le patrimoine immobilier s'est apprécié. Notamment, lorsque le « principe de spécialité » de l'hypothèque ne s'applique pas⁶, l'accroissement de l'extraction hypothécaire en phase de hausse des prix des logements peut passer par l'obtention de prêts hypothécaires supplémentaires (ou l'augmentation du montant des prêts déjà consentis) gagés sur un bien immobilier déjà hypothéqué. C'est aux États-Unis le cas des *home equity loans* ou au Royaume-Uni des *home secured loans*, qui sont garantis sur la base de la valeur de marché du logement apporté en garantie, mais ne sont pas spécialement dédiés à l'acquisition ou l'amélioration d'un logement. Ces liquidités peuvent être utilisées à d'autres fins que l'achat de logements. Ainsi, selon les résultats d'une enquête effectuée auprès de 15 000 ménages britanniques et commentée récemment par la Banque d'Angleterre, l'extraction de liquidité du patrimoine immobilier au cours des années 1998-2002 a eu lieu à l'occasion d'opérations de refinancement hypothécaire dans près de la moitié des cas⁷. Toutefois, les opérations de refinancement se traduisant par des transactions de montant relativement modeste, elles ne sont à l'origine que d'un quart environ du total des liquidités extraites.

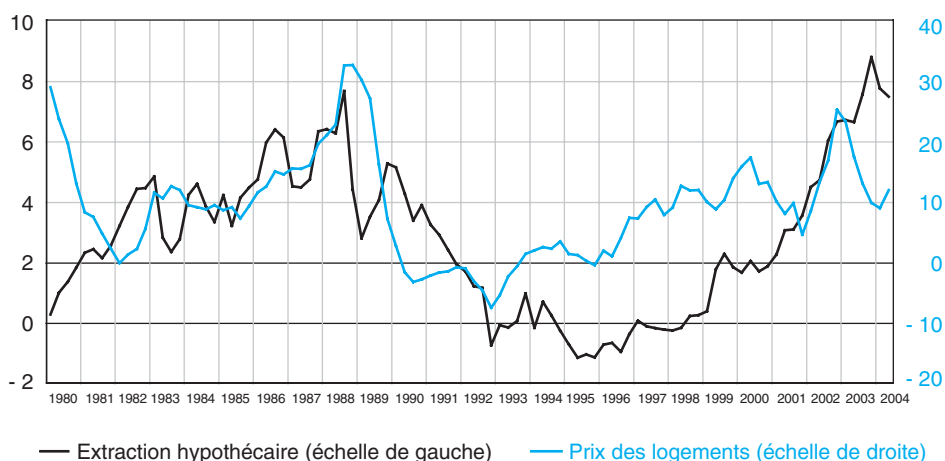
Lorsque la souplesse du régime des hypothèques et les caractéristiques du marché des crédits hypothécaires l'autorisent, comme c'est le cas au Royaume-Uni, la corrélation entre prix des logements et extraction hypothécaire est, par conséquent, relativement forte (cf. graphique 1).

⁶ Le principe de spécialité impose que l'hypothèque ait une cause unique, déterminée lors de sa constitution. En particulier, la créance garantie doit, en droit français, être déterminée ou déterminable et son montant en capital être indiqué dans l'acte de constitution de l'hypothèque, avec mention des intérêts et de la date de leur point de départ. La mention de la « cause » de la créance est de plus nécessaire à l'inscription. Cf. Jachiet *et al.* (2004)

⁷ Cf. Benito et Power (2004)

Graphique 1
Extraction hypothécaire et prix des logements au Royaume-Uni

(extraction en % de revenu disponible, prix en glissement annuel)



Source : Banque d'Angleterre, Office for National Statistics (ONS)

Un phénomène essentiellement limité aux pays anglo-saxons

Au cours de la période récente, l'extraction hypothécaire n'a pris des proportions significatives au plan macroéconomique et n'a eu un impact avéré sur la consommation que dans un petit nombre de pays, généralement anglo-saxons.

Le phénomène atteint des proportions très importantes au Royaume-Uni et aux États-Unis⁸ : selon la Banque d'Angleterre, le flux d'extraction hypothécaire a représenté au deuxième trimestre 2004 au Royaume-Uni près de 15 milliards de livres sterling, soit 7,5 % du revenu disponible des ménages après impôt⁹. Aux États-Unis, le montant total des liquidités extraites du capital immobilier accumulé par les ménages a été estimé à 700 milliards de dollars en 2002 par le Système fédéral de Réserve (net d'impôts et des coûts de transactions) dont 200 milliards obtenus par le biais de refinancements de prêts hypothécaires existants¹⁰.

⁸ L'évolution de l'extraction hypothécaire est régulièrement commentée aux États-Unis par Alan Greenspan lors des *Humphrey Hawkins Testimonies* devant le Congrès américain. La Banque d'Angleterre publie une statistique d'extraction hypothécaire sur son site internet et la commente régulièrement dans son *Bulletin trimestriel* et son *Rapport sur l'inflation*.

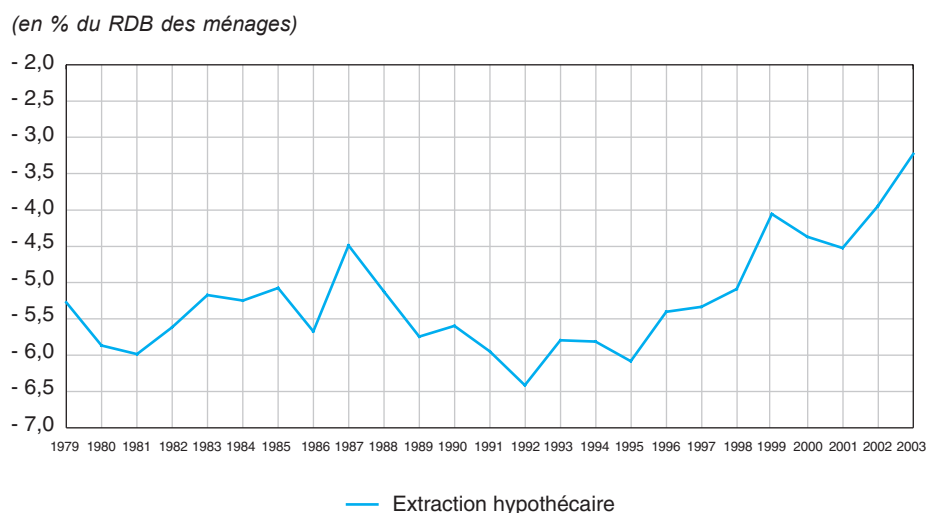
⁹ Le flux d'extraction hypothécaire est en léger recul mi-2004, après plus de 17 milliards de livres extraites du patrimoine logement des ménages britanniques au dernier trimestre 2003 (8,8 % du revenu disponible après impôt), soit le plus haut niveau depuis mi-1988.

¹⁰ Cf. Greenspan (2003)

Dans la zone euro, une telle « liquéfaction » des actifs immobiliers des ménages est avérée surtout aux Pays-Bas dans la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix et jusqu'au retournement du boom des prix des logements au début de cette décennie. Le cas des Pays-Bas rejoint celui du Royaume-Uni aujourd'hui ainsi que celui de la Suède de la fin des années quatre-vingt¹¹ : l'extraction de liquidités y est corrélée avec une forte hausse des prix des logements et intervient dans un contexte d'endettement des ménages élevé et de marché des crédits hypothécaires largement déréglementé.

En France, où le recours à l'hypothèque est relativement coûteux et réservé en pratique à l'acquisition de logement, l'extraction hypothécaire est négative : les ménages investissent davantage dans le logement qu'ils n'augmentent leur encours de prêts au logement et, *a fortiori*, de prêts hypothécaires (on parle éventuellement d'injection hypothécaire). Pour autant, si l'on considère l'ensemble des flux nets de prêts au logement (hypothécaires ou non), cette différence tend à s'amenuiser depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, passant, en valeur absolue de 6 % à 3 % environ du revenu disponible brut (RDB) des ménages avant impôt (cf. graphique 2)¹². Cette tendance renvoie à la hausse de l'endettement des ménages au cours de la dernière décennie, facilitée par la baisse des taux d'intérêt et l'allongement des durées de prêts, ainsi qu'à la diminution concomitante des exigences des établissements de crédit en termes d'apport personnel.

Graphique 2
Une mesure de l'extraction hypothécaire en France



Source : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

¹¹ Cf. Banque centrale européenne (2003), « *Structural factors in the EU housing markets* », mars
¹² L'extraction hypothécaire est mesurée de façon conventionnelle comme la différence entre les flux nets de prêts au logement des établissements de crédits des ménages et la FBCF logement des ménages. Cette différence est exprimée en pourcentage du revenu disponible brut des ménages avant impôt.

2. L'extraction hypothécaire, soutien possible de la consommation en phase basse du cycle ?

La possibilité de financer des dépenses de consommation par extraction hypothécaire tend à renforcer le lien entre prix immobiliers et consommation

Au plan empirique, la consommation des ménages apparaît positivement corrélée avec les variations des prix des logements dans la plupart des pays au cours des trois dernières décennies. Ce lien varie toutefois fortement d'un pays à l'autre : il est faible en Italie (de l'ordre de 0,1 sur données annuelles au cours des trois dernières décennies) et particulièrement élevé en Nouvelle-Zélande et au Royaume-Uni (supérieur à 0,8) ¹³.

Les fluctuations des prix des logements, qui constituent généralement le premier actif détenu par les ménages, affectent, en théorie, le comportement de consommation des ménages de deux façons : par le biais d'effets de richesse d'une part, en modifiant le coût des crédits garantis par les logements, d'autre part ¹⁴. Ainsi, dans un modèle standard de cycle de vie, le niveau de consommation dépend du revenu permanent et du patrimoine accumulé. Parallèlement, une appréciation du patrimoine immobilier des ménages, donc de la principale garantie mobilisable, induit une diminution du coût du crédit hypothécaire (une baisse de la « prime de financement externe » exigée par les banques) et peut contribuer à augmenter la capacité d'emprunt des ménages. Lorsque les caractéristiques du système de crédit l'autorisent, les fluctuations des prix des logements sont donc susceptibles d'amplifier celles de la consommation et de l'investissement logement des ménages au cours du cycle économique ¹⁵.

Toutes choses étant égales par ailleurs, la possibilité d'extraire facilement des liquidités du patrimoine immobilier semble contribuer à renforcer le lien entre richesse et consommation ¹⁶. En termes agrégés, il semble que la propension marginale à consommer un surplus de patrimoine s'accroisse avec l'ampleur de l'extraction hypothécaire agrégé ainsi qu'avec la taille de l'endettement logement des ménages. Une étude récente de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) suggère ainsi que la forte progression de l'extraction hypothécaire dans certains pays a significativement contribué à soutenir la croissance de la consommation des ménages au cours des dernières années.

¹³ Cf. Catte, Girouard, Price et André (2004)

¹⁴ C'est le phénomène d'« accélérateur financier », qui repose sur l'existence d'asymétries d'information entre emprunteur et créancier sur le marché du crédit.

¹⁵ Cf. Aoki, Proudman et Vlieghe (2002)

¹⁶ Toutefois, la relation entre les prix des logements et la richesse nette des ménages dans leur ensemble dépend de nombreux facteurs structurels, comme la proportion de propriétaires-occupants parmi les ménages, dans la mesure où la hausse des prix immobiliers se traduit également par une hausse du coût des services de logement présents et futurs. Ainsi, une hausse du prix des logements n'entraîne pas automatiquement une hausse de la richesse des ménages en termes agrégés.

L'estimation d'équations de consommation incorporant une variable de richesse immobilière nette et une mesure de l'extraction hypothécaire, là où elle est macroéconomiquement significative, fait ressortir un impact significatif de cette dernière variable sur les dépenses de consommation dans cinq pays : États-Unis, Royaume-Uni, Australie, Pays-Bas et Canada. Par contraste, aucun impact significatif de cet « effet liquidité » n'est détecté dans la plupart des autres pays et, notamment, en France, en Allemagne, en Italie, en Espagne ou au Japon ¹⁷.

La part des liquidités extraites du logement et effectivement consommée semble toutefois modeste au cours du dernier boum immobilier

Les estimations précédentes de relations de « long terme » contrastent cependant avec les résultats d'enquêtes récentes commentées par la Banque d'Angleterre et le Système fédéral de Réserve, selon lesquelles seule une faible part des fonds obtenus par extraction hypothécaire a été utilisée à des fins de consommation (15 % environ, hors équipement du logement) au cours des dernières années ¹⁸. Le reste des fonds est utilisé, notamment, à l'équipement du logement — qui est généralement considéré comme faisant partie de l'investissement en logement en comptabilité nationale —, au remboursement d'autres emprunts, au paiement d'impôts et à des investissements professionnels ou immobiliers hors logement. Pour le Royaume-Uni, par exemple, si les fonds extraits du logement par le biais d'une opération d'emprunt, soit 40 % du total en termes d'extraction hypothécaire brute, sont généralement dépensés, ils le sont avant tout pour financer des dépenses d'amélioration du logement. Les fonds obtenus par d'autres canaux (ventes ultimes, etc.) servent par ailleurs, prioritairement, à réduire l'endettement des ménages ou à acquérir d'autres actifs. Ces résultats sont proches de ceux d'une étude américaine portant sur l'usage des liquidités extraites de leur logement par les ménages qui ont refinancé leurs emprunts hypothécaires en 2001-2002 aux États-Unis (cf. tableau 2).

Ainsi, la Banque d'Angleterre souligne que la corrélation observée généralement au Royaume-Uni entre prix des logements ou extraction hypothécaire, d'une part, et consommation des ménages, d'autre part, tend à se relâcher depuis la fin des années quatre-vingt-dix ¹⁹. Une des causes de cette déconnexion relative pourrait être le moindre rôle joué, par rapport aux boums précédents, par les anticipations de revenus des ménages dans la hausse récente des prix des logements. Dans un contexte de modération salariale, l'optimisme très modéré des ménages quant à leurs perspectives de revenus futurs explique la relative faiblesse des dépenses de consommation, alors qu'il n'a pas empêché le boum des prix des logements, tirés par d'autres facteurs.

¹⁷ Catte *et al.*, *op. cit.* À long terme (il s'agit ici du coefficient de long terme dans un modèle à correction d'erreur), la propension marginale à dépenser en consommation supplémentaire les liquidités obtenues par extraction hypothécaire est ainsi comprise, selon cette étude, entre 0,2 aux États-Unis et aux Pays-Bas et 0,89 au Royaume-Uni. Elle est située entre ces deux valeurs au Canada et en Australie (0,63 : il faut lire que sur un dollar supplémentaire extrait du patrimoine immobilier, environ 60 cents seraient utilisés pour l'achat de biens ou de services). Le cas du Canada est toutefois ambigu, Tsatsaronis et Zhu (2004) estimant par exemple que les ménages canadiens recourent peu à l'extraction hypothécaire.

¹⁸ Cf. Davey (2001) et Benito et Power (2004) pour le Royaume-Uni et Canner, Dynan et Passmore (2002) pour les États-Unis

¹⁹ Cf. Benito et Power, *op. cit.* et l'*Inflation Report*, mai 2004, p. 12-13

Tableau 2
Usage des liquidités obtenues par extraction hypothécaire aux États-Unis
 Ménages ayant effectué une opération de refinancement en 2001 et 2002

(part en % et montants en dollar)

Définition	Part des prêts (a)	Part du montant total extrait	Montant moyen dépensé (en dollars)
Remboursements de prêts	51	26	13388
Amélioration du logement	43	35	20530
Dépenses de consommation (y compris biens durables)	25	16	17589
Acquisition d'actifs financiers	13	11	24198
Investissements	7	10	34900
Impôts	2	2	23874

(a) Total supérieur à 100 %, les ménages interrogés pouvant citer plusieurs destinations envisagées pour un même crédit

Source : Canner et al. (2002)

L'impact de l'extraction hypothécaire en termes de surplus de consommation reste difficile à quantifier

Le soutien à la consommation des ménages en phase décroissante du cycle de l'activité qui résulte d'une extraction hypothécaire croissante en présence d'un boum immobilier peut être important : d'après une estimation de la Banque des Règlements internationaux (BRI), pour la seule année 2001, le refinancement de quelque 11,2 millions de *mortgage loans* avait donné lieu à une extraction hypothécaire dans 54 % des cas, représentant un total de l'ordre de 150 milliards de dollars. Ces liquidités supplémentaires auraient contribué pour 10 % à 25 % à l'accroissement de la consommation en 2001 aux États-Unis ²⁰. D'après les estimations de la Banque d'Angleterre et de la Banque de réserve d'Australie, le soutien à la consommation imputable à l'extraction hypothécaire aurait également été conséquent dans ces deux pays au début des années 2000 ²¹.

Il importe toutefois de bien distinguer les conséquences, pour la consommation, du refinancement et de l'extraction hypothécaire proprement dite. Le refinancement correspond aux liquidités dégagées par la renégociation d'un prêt au logement, les ménages cherchant généralement surtout à tirer profit d'une baisse des taux des crédits. L'impact agrégé d'une renégociation de taux sur la consommation par l'effet-revenu est toutefois ambigu, l'allègement de la charge d'intérêt pour les emprunteurs pouvant être compensé, au niveau de l'ensemble des ménages, par la diminution des revenus d'intérêt des prêteurs ultimes et par d'autres facteurs ²². L'extraction hypothécaire proprement dite est, par contre, censée avoir un impact positif direct sur la consommation, puisque les ménages disposent immédiatement d'un montant supplémentaire de liquidités qu'ils peuvent dépenser sans contrainte. Il n'en reste pas moins que le refinancement

²⁰ Cf. Deep et Domanski (2002)

²¹ Estimations citées par Debelle (2004)

²² Cf. McConnel, Peach et Al-Haschimi (2003) qui analysent dans le contexte américain les conséquences d'une opération de refinancement selon les catégories de la comptabilité nationale. Les investisseurs ultimes, notamment les ménages qui achètent des obligations hypothécaires, sont exposés au risque de prépaiement des crédits hypothécaires et doivent réinvestir dans des titres au rendement inférieur. Ils voient ainsi leurs flux futurs de revenus d'intérêt diminuer. Plus généralement, le secteur des ménages étant créancier net vis-à-vis des autres secteurs, il est en principe négativement affecté par une baisse des revenus d'intérêt. En outre, lorsque les remboursements de prêts au logement sont déductibles de l'impôt sur le revenu, la diminution du montant des remboursements conduit à une hausse de l'impôt payé.

d'un prêt hypothécaire est souvent l'occasion d'une extraction de liquidité du bien immobilier apporté en garantie : ainsi, aux États-Unis, 45 % des ménages propriétaires de logements ayant effectué une opération de refinancement en 2001-2002 ont, par la même occasion, extrait des liquidités de leur logement²³.

L'appréciation de l'impact véritable de l'extraction hypothécaire en termes de surplus de consommation, c'est-à-dire de dépenses (de biens durables généralement) qui n'auraient pas eu lieu en l'absence de ce phénomène, est délicate. Il convient, notamment, d'examiner l'ensemble du bilan des ménages pour s'assurer que la hausse de l'endettement sécurisé des ménages ne traduit pas, avant tout, un arbitrage entre sources de financement. D'après une étude récente de la Banque fédérale de Réserve de New York²⁴, l'accroissement de l'endettement hypothécaire des ménages américains (qui s'est traduit par une forte hausse de l'extraction hypothécaire) au cours des années 2002 et 2003, correspond davantage à une volonté de substituer des financements peu onéreux à un endettement non sécurisé relativement cher qu'à un comportement de fuite en avant dans la consommation. En particulier, la progression de l'endettement non sécurisé s'est alors inscrite nettement en dessous de ce que la progression des achats de biens durables sur la période laissait prévoir. En conséquence, le taux d'épargne des ménages américains a été quasiment stable, tendant même à s'accroître de la mi-2002 à la mi-2003.

3. Faut-il encourager l'extraction hypothécaire en France ?

L'étendue de l'extraction hypothécaire est indissociable des caractéristiques structurelles du marché du logement et du marché du crédit

Au-delà de conditions conjoncturelles favorables (hausse des prix des logements, taux d'intérêt bas), l'extraction de liquidité du patrimoine immobilier des ménages est inséparable de conditions structurelles portant tant sur la part des ménages propriétaires (cf. *infra*, tableau 3), que sur le faible coût de la renégociation, la fiscalité et l'existence d'un marché de crédit hypothécaire vaste et liquide, points sur lesquels une législation nouvelle en France pourrait intervenir.

Sur la base d'une analyse discriminante des caractéristiques du crédit au logement des principaux pays industrialisés de l'OCDE, une récente étude de la BRI²⁵ identifie trois groupes de pays :

- le premier groupe est essentiellement constitué de pays d'Europe continentale (France, Belgique, Allemagne, Italie, Espagne, Suisse). L'extraction hypothécaire y est faible ou inexistante et les pratiques des banques (exigences d'apport personnel et évaluation des garanties au coût historique) y sont les plus prudentes ;

²³ Canner *et al.* (2002)

²⁴ McConnell *et al.*, 2003, *op. cit.*

²⁵ Tsatsaronis et Zhu (2004)

- le deuxième ensemble regroupe les Pays-Bas, les États-Unis, la Finlande, le Danemark et le Japon. L'extraction hypothécaire y est plus ou moins importante et les pratiques des banques moins prudentes, mais les prêts à taux fixe dominant, comme dans le premier groupe ;
- le dernier groupe est constitué du Royaume-Uni, de l'Australie, de l'Irlande, de la Suède et de la Norvège. L'extraction hypothécaire y est importante, les banques ont les pratiques les plus agressives (exigences d'apport personnel très faibles, valorisation des biens au prix de marché) et les crédits à taux variables fréquemment révisables dominant le marché.

Tableau 3

Caractéristiques du crédit hypothécaire dans l'OCDE

(encours en % du PIB, ratio et part en %)

	Encours du crédit au logement	Loan to value ratio (a) moyen	Part des propriétaires-occupants	
	2002		1990	2002
Allemagne	54,0	67	39	42
Australie	50,8	65	72	70
Belgique	27,9	83	67	71
Canada	43,1	75	63	66
Danemark	74,3	80	52	51
Espagne	32,3	70	78	85
États-Unis	58,0	78	64	68
France	22,8	67	54	55
Finlande	31,8	75	67	58
Irlande	36,5	66	79	77
Italie	11,4	55	68	80
Japon	36,8	80	61	60
Norvège	50,2	-	78	77
Pays-Bas	78,8	90	45	53
Royaume-Uni	64,3	69	65	69
Suède	40,4	77	56	61

(a) Ratio moyen du montant du crédit accordé au prix du logement financé

Source : Catte *et al.* (2004)

Ces observations suggèrent qu'une réforme du crédit hypothécaire visant à encourager l'extraction hypothécaire signifie à plus ou moins long terme un changement de modèle de fonctionnement du système de crédit, au profit d'une offre de crédit plus souple et plus réactive, mais au prix sans doute d'une prise de risque supplémentaire par le système bancaire et par les ménages (endettement accru, crédit majoritairement à taux variable, hypothèque valorisée au prix de marché).

En outre, le changement de paradigme n'est *a priori* pas neutre du point de vue de la stabilité financière. En effet, l'étude de la BRI met aussi en évidence le fait que des pratiques moins conservatrices des banques en matière de prêts hypothécaires correspondent économétriquement à un effet plus marqué des prix des logements sur le volume de crédit alloué. Comme le relève la BRI, la rapidité et la force de cet effet suggèrent que le risque de mécanismes auto-renforçant entre prix du logement et crédit hypothécaire susceptibles de déboucher sur d'importants déséquilibres macrofinanciers est plus important dans les pays concernés. En ce sens, les contraintes relativement importantes pesant sur le recours à l'hypothèque dans des pays comme la France, l'Allemagne, la Belgique ou l'Italie, où l'extraction de liquidité du patrimoine immobilier est faible ou nulle, peuvent présenter un intérêt.

Le développement du recours au crédit hypothécaire n'est pas dénué de risques macroéconomiques

L'extraction hypothécaire autorisée par la souplesse du régime des hypothèques dans certains pays peut apporter une stimulation à la consommation, donc à la croissance du PIB, lorsque les prix immobiliers progressent rapidement. Cependant, le renforcement induit du lien entre valorisation du patrimoine immobilier et consommation, lorsqu'il est avéré, peut être symétrique : un retournement du marché immobilier est ainsi susceptible de peser significativement à la baisse sur la consommation, notamment en restreignant l'accès des ménages au crédit, mais aussi en enclenchant éventuellement un mécanisme de *debt-deflation* à la Fisher. Si le retournement du marché immobilier a lieu en phase creuse du cycle, les effets adverses peuvent se cumuler pour les ménages financièrement les plus fragiles (perte de revenus liée à la hausse du chômage, difficulté à faire face aux échéances de prêts et cession forcée du logement apporté en garantie).

L'expérience récente des Pays-Bas semble corroborer cette crainte : sur la base de variantes réalisées avec son modèle macroéconomique²⁶, la Banque des Pays-Bas a estimé que les fluctuations des dépenses associées à l'extraction hypothécaire ont exercé un effet important sur l'activité au cours des années 1999 à 2003, la contribution à la croissance de la consommation variant de + 2 points de pourcentage en 1999 et 2000 à - 1,1 point en 2001, - 0,9 point en 2002 et - 0,5 point en 2003 (soit une contribution à la croissance de l'activité d'environ + 1 point en 1999 et 2000 et - 0,5 point en 2001 et 2002).

On peut donc craindre qu'une réforme du crédit hypothécaire visant à faciliter l'extraction hypothécaire induise à moyen-long terme une volatilité accrue de la consommation²⁷.

La stimulation du crédit qui résulterait d'une réforme hâtive serait aujourd'hui malvenue en France

Un rapport récent de l'Inspection générale des Finances et de l'Inspection générale des Services judiciaires suggère de revaloriser le rôle de l'hypothèque dans le crédit immobilier en France, notamment en rendant le recours à l'hypothèque plus simple et moins coûteux, ainsi que de mettre en place un nouveau type de sûreté réelle, afin de développer le crédit hypothécaire mobilier dans notre pays, donc favoriser l'extraction hypothécaire²⁸. La proposition d'introduire ce nouvel instrument, baptisé « hypothèque de crédit », répondrait dans l'esprit de ses auteurs davantage à un objectif de diversification du marché du crédit qu'à une intention de stimuler la consommation.

D'un point de vue économique, l'objectif de réduire les coûts de transaction liés à l'hypothèque en France est, *a priori*, souhaitable, à la fois pour le gain d'efficacité sur le marché du logement qui peut en être attendu et pour les bénéfices induits en termes de souplesse accrue sur le marché du travail, les coûts de transaction sur le marché du logement constituant en France, comme dans d'autres pays européens,

²⁶ Cf. De Nederlandsche Bank (2003)

un frein important à la mobilité de la main-d'œuvre²⁹. Toutefois, au-delà même des risques macroéconomiques évoqués précédemment, une réforme du crédit hypothécaire viendrait aujourd'hui à contretemps en France.

Tout d'abord, en réduisant les coûts de transaction des emprunts immobiliers, une réforme contribuerait à encourager la demande de logements et donc à stimuler un marché immobilier qui présente déjà des signes de surchauffe³⁰. En effet, les prix immobiliers se situent à un niveau historiquement élevé et continuent de progresser rapidement depuis le début de 2004. Pour l'ensemble du pays, les prix dans l'ancien ont augmenté au rythme de 14,7 % en glissement annuel au deuxième trimestre de l'année, après une progression de 14,2 % en 2003 et les hausses touchent l'ensemble des régions (par exemple : + 27 % en Rhône-Alpes en 2003 et + 30 % en Languedoc-Roussillon). À Paris, le glissement annuel des prix a été de 13,1 % dans l'ancien au deuxième trimestre, portant le prix moyen du mètre carré à un niveau équivalent au plus haut niveau de 1991 exprimé en euros constants. Si les crédits sécurisés sont octroyés à la valeur de marché des logements apportés en garantie, l'encours de dette susceptible d'être levé est, on le voit, potentiellement important. Un tel contexte pourrait donc favoriser à une prise de risque inconsidérée de la part des banques.

Ensuite, en facilitant l'accès au crédit hypothécaire pour financer des dépenses de consommation, une réforme du crédit hypothécaire encouragerait l'endettement des ménages, alors qu'il atteint un niveau record (près de 61 % du RDB et de 40 % du PIB à fin juin 2004) et s'accompagne d'une forte progression du nombre de ménages surendettés (+ 19 % en un an à fin novembre 2003, soit un flux mensuel de près de 15 000 nouveaux dossiers).

Enfin, ces effets sur la demande de crédit pourraient être renforcés par un effet d'offre lié à la mise en œuvre prochaine des nouveaux Accords de Bâle, dont les formules déterminant les nouveaux ratios de solvabilité inciteront davantage les banques à développer leur offre de détail. Or, l'alignement des taux d'intérêt du crédit à la consommation nouvellement sécurisé vers les conditions offertes sur les emprunts immobiliers, à un moment où ces derniers sont historiquement bas, risque de détériorer la rentabilité des banques. L'effet de ciseau dans le bilan de ces dernières peut être sensible si les crédits hypothécaires mobiliers octroyés sont plutôt à taux fixe qu'à taux variable, ce qui est actuellement le cas des crédits immobiliers en France.

²⁷ L'utilisation de sûretés réelles par les ménages pour accéder plus facilement au crédit à la consommation est susceptible en théorie de favoriser un lissage de la consommation face à des chocs de revenus. Toutefois, cet effet atténuateur ne joue pas si le cycle d'activité et le cycle de l'immobilier sont fortement corrélés, ce qui a été plutôt le cas au cours des dernières décennies dans les pays industrialisés, la période récente – marquée par un relatif découplage entre croissance du PIB et du prix des logements – faisant exception (cf. par exemple FMI, 2004).

²⁸ Jachiet et al. (2004)

²⁹ Cf. BCE (2003), p. 13

³⁰ Cf. l'éditorial du *Bulletin de la Banque de France*, septembre 2004 et Moëc (2004)

Dans plusieurs pays occidentaux, notamment anglo-saxons, l'extraction de liquidité du patrimoine immobilier qu'autorise la souplesse du recours au crédit hypothécaire, immobilier ou mobilier, semble avoir renforcé, dans une certaine mesure, le lien entre consommation et prix de l'immobilier. Selon certaines analyses, on peut en attendre un soutien de la consommation par le développement du crédit en phase basse du cycle de l'activité lorsque les prix des logements progressent. Toutefois, le surcroît de consommation induit par l'extraction hypothécaire là où elle est significative, notamment aux États-Unis, reste difficile à quantifier. En outre, le développement du recours des ménages au crédit hypothécaire mobilier n'est pas dénué de risques macroéconomiques, une baisse des prix de l'immobilier pouvant entraîner une contraction des dépenses de consommation, du fait du renforcement des contraintes de crédit auxquelles font face les ménages.

Une réforme du crédit hypothécaire, visant à accroître le recours à l'hypothèque en garantie d'un crédit immobilier ou à étendre le champ des crédits hypothécaires aux prêts mobiliers, peut difficilement être comprise comme une modification marginale du paysage du crédit aux ménages, tant le succès des instruments autorisant l'extraction hypothécaire est indissociable d'un ensemble de caractéristiques structurelles. Elle doit alors être un élément d'un projet plus vaste de changement de modèle du système de crédit qui ne serait pas dénué d'inconvénients, ne serait-ce que du point de vue de la stabilité financière. Compte tenu du contexte actuel de surchauffe du marché du logement et du niveau historiquement élevé de l'endettement des ménages français, l'opportunité d'encourager le développement du crédit hypothécaire aujourd'hui n'est pas clairement établie.

Bibliographie

Aoki (K.), Proudman (J.), Vlieghe (G.) (2002) : « *Houses as collateral: Has the link between house prices and consumption in the UK changed?* », *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, Volume 8, 1, mai

Banque centrale européenne (2003) : « *Structural factors on EU housing markets* », mars

Benito (A.), Power (J.) (2004) : « *Housing equity and consumption: Insights from the survey of English housing* », Bank of England, *Quarterly Bulletin*, automne, p. 302-309

Canner (G.), Dynan (K.), Passmore (W.) (2002) : « *Mortgage refinancing in 2001 and early 2002* », *Federal Reserve Bulletin*, décembre, p. 469-481

Catte (P.), Girouard (N.), Price (R.), André (C.) (2004) : « *Housing markets, wealth and the business cycle* », OCDE Economic Department, *Working Paper*, n° 394

Clerc (L.) (2001) : « Le cycle du crédit, une revue de la littérature : intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 94, octobre, p. 43-62

Davey (M.) (2001) : « *Mortgage equity withdrawal and consumption* », Bank of England, *Quarterly Bulletin*, printemps, p. 100-103

Debelle (G.) (2004) : « *Household debt and the macroeconomy* », Bank of International Settlements, *Quarterly Review*, mars, p. 51-64

De Nederlandsche Bank (2003) : « *Financial behaviour of Dutch households* », *Quarterly Bulletin*, septembre

Deep (A.), Domanski (D.), (2002) : « *Housing markets and economic growth: Lessons from the US refinancing boom* », Bank of International Settlements, *Quarterly Review*, septembre, p. 37-45

Fonds monétaire international (2004) : « What explains the recent run-up in house prices? », *World Economic Outlook*, Chapter II, Automne.

Greenspan (A.) (2003) : « *Home mortgage market* », remarks by A. Greenspan at the Annual Convention of the Independent Community Bankers of America, Orlando (Floride), mars

Jachiet (N.), Bourquard (J.), Champagne (V.), de Malleray (P.A.), Rostand (C.) (2004) : « Rapport d'enquête sur l'hypothèque et le crédit hypothécaire », Inspection générale des Finances – Inspection générale des Services judiciaires, novembre

McConnel (M.), Peach (R.), Al-Haschimi (A.) (2003) : « *After the refinancing boom: Will consumers scale back their spending?* », Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues*, 9, 12, décembre

Moëc (G.) (2004) : « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 130 , septembre, p. 45-58

Tsatsaronis (K.), Zhu (H.) (2004) : « *What drives housing prices dynamics: Cross country evidence* », Bank of International Settlements, *Quarterly Review*, mars

