

L'IMPACT MACROECONOMIQUE DU CREDIT HYPOTHECAIRE

L'intérêt pour une réforme de l'hypothèque en France a été notamment suscité par le rôle de soutien à la consommation qu'a pu jouer le crédit hypothécaire dans les pays anglo-saxons (Etats-Unis, Royaume-Uni, Canada, Australie) et quelques pays d'Europe continentale (Pays-Bas, Danemark).

Schématiquement la présentation habituellement faite de ces phénomènes dans la presse est la suivante :

– dans ces pays, il est de pratique courante d'emprunter avec une garantie hypothécaire à d'autres fins que l'investissement immobilier, notamment en rechargeant ou en refinançant un emprunt initialement immobilier ;

– grâce à la hausse des prix de l'immobilier et à la baisse des taux d'intérêt, les ménages propriétaires ont pu, ces dernières années, emprunter davantage et accroître leur consommation ;

– ces pays ont pu ainsi mieux résister au retournement économique (ils ont fait preuve de « résilience », c'est à dire de résistance aux chocs).

Toutefois l'observation des pratiques concrètes de crédit dans plusieurs pays, l'examen de travaux économiques de diverses origines conduit à nuancer la description schématique ci-dessus. Il n'appartenait pas à la présente mission de se livrer à une recherche macroéconomique approfondie, mais simplement d'éclairer les effets à attendre d'une réforme de l'hypothèque en France au regard des expériences étrangères.

Le principal document de référence et de synthèse sur le sujet est celui publié récemment par l'OCDE, intitulé « Housing markets, wealth and the business cycle » (Marchés du logement, patrimoine et cycle économique-juin 2004)¹. Comme son titre l'indique, son objet est plus large que la seule relation entre crédit hypothécaire et macroéconomie. Mais, de fait, une thèse centrale dans le document est que l'impact du patrimoine immobilier des ménages sur la consommation est le plus fort là où le marché du crédit hypothécaire est le plus développé et le plus sophistiqué.

Au regard des autres travaux disponibles, souvent limités à un pays ou à un très petit nombre de pays, cette étude présente l'avantage de considérer les principaux pays de l'OCDE dans une approche comparative et de tenter d'établir des corrélations. Toutefois les conclusions n'emportent pas toutes l'adhésion.

1. COMMENT MESURER LA MOBILISATION DU PATRIMOINE IMMOBILIER DES MENAGES PAR DU CREDIT HYPOTHECAIRE ?

1.1 L'extraction de valeur hypothécaire (« mortgage equity withdrawal ») est la notion généralement utilisée dans les études macroéconomiques pour mesurer l'effet de richesse immobilière sur les fonds empruntés par les ménages. Il s'agit stricto sensu de la part des crédits hypothécaires qui n'est pas utilisée par les ménages pour accroître leur investissement immobilier. Elle se calcule par différence entre deux variations nettes : celle des crédits hypothécaires aux ménages d'une part, celle de leur investissement dans le logement d'autre part. Il y a « extraction » (« withdrawal ») de valeur lorsque les ménages accroissent davantage leurs emprunts adossés à l'immobilier qu'ils n'augmentent leurs investissements immobiliers eux-mêmes.

¹ Cette étude sera désignée par la suite « Etude OCDE ».

ANNEXE I – 2 –

Il s'agit d'un solde entre les « extractions » et les « injections ».²

Parmi les « extractions », on retrouve différentes formes de crédit hypothécaire mobilier que l'on peut qualifier d'actives ou de volontaires :

- rechargement d'un crédit hypothécaire existant (« further advances »),
- refinancement d'un crédit existant, auprès du même créancier ou d'un nouveau, avec accroissement des sommes empruntées (« remortgaging »),
- crédit hypothécaire purement mobilier de second rang (« second mortgage »), par exemple sous forme de ligne de crédit (« home equity line »).

Figurent aussi parmi les « extractions » :

- les ventes non suivies d'un rachat (« last time sales » qui peuvent correspondre à un départ pour un logement loué, pour une maison de retraite, voire à la vente par les héritiers d'une personne décédée) ;
- celles qui, suivies du rachat d'un logement moins cher, ne s'accompagnent pas d'une réduction correspondante de l'emprunt hypothécaire (« trading down ») ;
- ou encore celles qui suivies d'un rachat d'un logement plus cher sont assorties d'un accroissement encore supérieur de l'emprunt (« over-mortgaging »).

Ces deux derniers cas peuvent aussi s'assimiler économiquement au crédit hypothécaire mobilier, même si la partie « mobilière » est fondue dans l'opération immobilière.

En sens inverse, constituent des « injections » :

- l'apport personnel des accédants à la propriété (« first time purchasers ») ;
- le rachat d'un nouveau logement assorti d'un emprunt moindre que sur le précédent (« under-mortgaging ») ;
- les remboursements normaux ou anticipés sans nouvel emprunt (« repayment ») ou avec un emprunt d'un montant inférieur au remboursement (« under-remortgaging ») ;
- les travaux d'amélioration non financés par de la dette hypothécaire.

« L'extraction de valeur hypothécaire » est donc une notion macroéconomique plus large que le crédit hypothécaire mobilier.

Il peut y avoir « extraction » même lorsque le crédit hypothécaire est exclusivement immobilier : il suffit que le prix des logements augmente fortement et que l'apport personnel des emprunteurs n'augmente pas dans la même proportion. L'investissement immobilier net des ménages (acheteurs et vendeurs) ne sera pas accru . En revanche, leur dette hypothécaire nette le sera. On pourrait soutenir que cette forme d'extraction est sans impact sur la consommation, car les ménages accédants empruntent alors davantage pour acquérir des logements plus chers, non pour consommer à court terme. Cependant les ménages vendeurs reçoivent des sommes plus importantes qu'ils affectent pour partie à la consommation, sans doute de façon étalée, spécialement s'agissant de personnes âgées.

1.2 Pour apprécier l'impact économique du **crédit hypothécaire mobilier**, il faudrait en isoler **les formes actives ou volontaires** et en mesurer les montants.

Des difficultés de méthode sérieuses sont à prendre en compte :

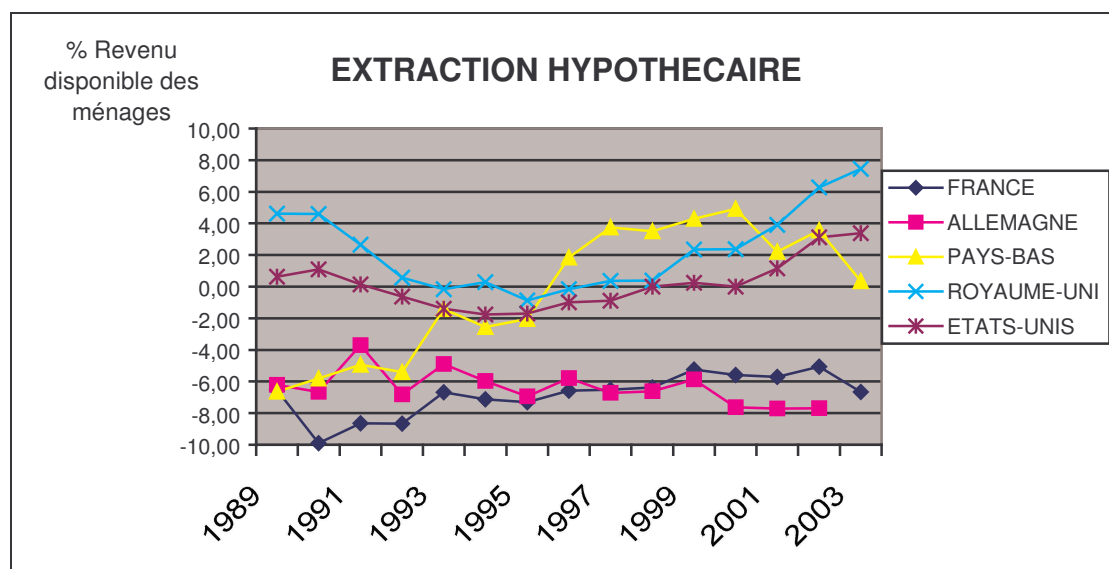
² Cf Banque d'Angleterre -Inflation report –Novembre 2003

– certaines séries statistiques existent dans les pays pratiquant les crédits hypothécaires mobiliers. Elles dépendent du type de produit répandu dans chaque pays. Aux Etats-Unis, on dispose par recoupements de données sur les refinancements de crédits existants assortis d'un accroissement du montant. Par ailleurs, le Federal Reserve Board publie le montant des « home equity loans » qui représentent les crédits hypothécaires distincts d'un prêt immobilier, c'est à dire des crédits hypothécaires purement mobiliers. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre et le Council of Mortgage Lenders publient des données relatives aux refinancements (mais sans indication sur les accroissements de montants) et aux nouveaux tirages (« further advances ») sur crédits existants. Il est donc difficile de procéder à des analyses chiffrées comparatives ;

– la distinction entre crédits immobiliers et mobiliers est très ténue ; par exemple la flexibilité des remboursements peut avoir été prévue dès l'origine.

1.3 Ces difficultés de méthode étant bien identifiées, les données sur l'extraction de valeur hypothécaire³ font clairement apparaître deux catégories de pays.

Tableau 1



En moyenne, sur la période 1900 à 2002, l'extraction hypothécaire est nettement négative pour l'Espagne, la France, l'Italie, le Japon et l'Allemagne (entre -4% et -6% du revenu disponible) et proche de zéro (entre -2% et +2% du revenu disponible) pour l'Australie, les Etats-Unis, les Pays-Bas et le Royaume-Uni .

Ce dernier groupe de pays correspond à ceux qui connaissent des formes actives de financement hypothécaire mobilier. Dans la période récente, « l'extraction hypothécaire » a beaucoup cru : elle atteint, en 2003, 3,4% du revenu disponible des ménages aux Etats-Unis, 4,0% en Australie et 7,4% au Royaume-Uni⁴. Mais la composante volontaire peut n'expliquer qu'une partie de la hausse. La Banque d'Angleterre souligne ainsi que la forte augmentation (2 points de % du revenu disponible) de « l'extraction » en 2003 vient probablement surtout des ventes non suivies d'un rachat (« last time sales »)⁵.

³ Cf Etude OCDE

⁴ Cf Etude ODCE et données fournies à la mission par les auteurs de l'étude. Une étude de Goldman Sachs (Global Economics Paper n°114-House prices : a threat to global recovery or part of the necessary rebalancing ?- Mike Buchanan and Themistoklis Fiotakis- 15 juillet 2004) présente des données de début

2. QUEL EST L'IMPACT DE « L'EXTRACTION HYPOTHECAIRE » SUR LA CONSOMMATION ?

2.1 Les travaux économétriques relatés dans l'étude de l'OCDE mettent en évidence la variation de la **richesse immobilière des ménages comme un facteur significatif dans l'évolution de leur consommation, mais seulement pour le groupe de pays où le crédit hypothécaire mobilier est développé** (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Australie, Pays-Bas) : la propension marginale à consommer la richesse immobilière serait de 0,05 à 0,08⁶ pour ces pays. En revanche, elle serait pratiquement nulle ou statistiquement négligeable en France, en Allemagne, en Italie ou au Japon.

On retrouve donc les deux groupes de pays évoqués ci-dessus.

2004 pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie. Toutefois les séries ne sont pas directement comparables.

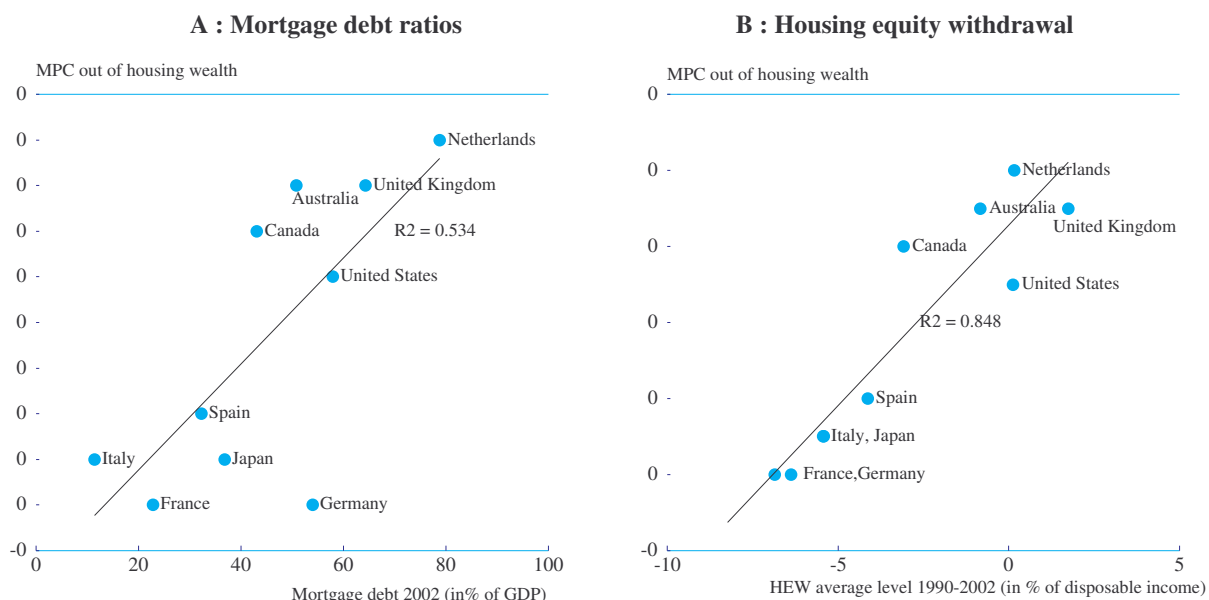
⁵ Cf Banque d'Angleterre -Inflation report –Mai 2004 et Council of Mortgage Lenders-Mortgage equity withdrawal and remortgaging activity-Jacky Smith and Jennet Vass-Autumn 2004

⁶ Schématiquement cela signifie qu'un accroissement de 1Md€ de la valeur du patrimoine immobilier des ménages se traduirait par un accroissement de 50 à 80 M€ de leur consommation.

2.2 L'étude OCDE tente ensuite d'établir des corrélations entre cette propension marginale à consommer et le financement hypothécaire.

Tableau 2 (extrait de l'étude OCDE)

Figure 5. Marginal propensities to consume out of housing wealth and mortgage market indicators



Note : MPC is for marginal propensity to consume; HEW is for housing equity withdrawal.
Sources : European Mortgage Federation, United States Federal Reserve Board, Japan Statistics, United Kingdom Office for National Statistics, Bank of Canada, Bank of France, Statistics Canada, Bank of the Netherlands, Bank of Spain, European Central Bank, Reserve Bank of Australia and OECD.

Le lien avec le poids de la dette hypothécaire dans le PIB que met en avant l'OCDE n'est guère convaincant.

En revanche, la corrélation avec l'**extraction hypothécaire** est bien meilleure. D'ailleurs cette même extraction hypothécaire peut être utilisée directement comme une des variables explicatives de l'équation de consommation. La propension marginale à consommer « l'extraction hypothécaire » serait de 0,20 aux Etats-Unis et aux Pays-Bas. Elle atteindrait 0,63 en Australie et au Canada, et même 0,89 au Royaume-Uni.

Calculés sur des périodes de 10 à 30 ans selon les pays, ces chiffres doivent être interprétés avec beaucoup de précaution. Les modes de financement hypothécaire ont beaucoup évolué ainsi que la structure du marché immobilier. Par exemple, au Royaume-Uni, il semble qu'une part importante de l'extraction hypothécaire soit le fait des ventes de fin de vie qui ne génèrent que peu de consommation immédiate (cf supra 1.3).

2.3 Le plus intéressant pour la présente mission serait d'isoler l'impact macroéconomique des financements hypothécaires mobiliers « actifs » (cf supra 1.1).

L'une des premières difficultés, comme signalé supra, est d'isoler ces financements qui revêtent des formes diverses selon les pays et pour lesquels on ne dispose pas toujours de séries cohérentes entre elles pour un même pays, a fortiori pour une comparaison entre pays. Il semble que, de ce fait, très peu d'études directes aient été menées pour mesurer la corrélation entre le niveau de ces financements « actifs » et celui de la consommation des ménages.

Parmi les travaux auxquels la mission a eu accès⁷, seule une étude⁸ de la direction de la prévision et de l'analyse économique comporte une analyse économétrique des effets du crédit hypothécaire mobilier « actif » sur la consommation aux Etats-Unis.

L'extraction hypothécaire active qui est prise en compte est la somme des accroissements d'encours hypothécaire à l'occasion des refinancements (« cash out refinancing ») et des prêts hypothécaires mobiliers autonomes (« home equity loans »). En ajoutant ces capitaux extraits aux facteurs explicatifs, et plus précisément en additionnant leur montant à celui du revenu disponible brut des ménages, on explique mieux l'évolution de leur consommation depuis 2000.

Ces résultats sont à interpréter avec prudence dans la mesure où l'équation économétrique ainsi obtenue n'explique qu'imparfaitement le dynamisme de la consommation en 2003. Il faudrait sans doute examiner les éventuels effets différés. Toutefois l'existence d'un certain lien entre crédit hypothécaire mobilier et consommation semble établie.

Toujours pour les Etats-Unis, il existe par ailleurs des travaux par voie d'enquête pour apprécier ce lien avec la consommation. Pour le compte du Federal Reserve Board et de Fannie Mae, l'université du Michigan (Survey Research Center) a interrogé un échantillon représentatif d'emprunteurs ayant extrait des capitaux lors d'un refinancement hypothécaire (« cash out refinancing ») en 2001 et au premier semestre 2002. L'utilisation des fonds se répartit ainsi (en montant) :

- remboursement d'autres dettes 26% ;
- amélioration du logement 35%⁹ ;
- consommation 16% ;
- investissement (financier, entreprise, immobilier) 21% ;
- impôts 2%.

La part de la consommation serait donc relativement réduite. Sur cette base et celle de quelques calculs complémentaires, le Federal Reserve Board¹⁰ estime à un *maximum* de 0,25% le surcroît annuel de consommation¹¹ attribuable aux refinancements (0,5% en incluant dans la consommation la moitié du poste « amélioration du logement », en considérant qu'une partie de ces dépenses concerne des biens de consommation).

⁷ On rappellera ici qu'il n'appartenait pas à la mission de procéder à une recherche académique et à un recensement de tous les travaux existants.

⁸ « L'impact du refinancement hypothécaire sur la consommation des ménages américains au cours des deux dernières années »-Environnement international- Note de conjoncture internationale-Mars 2003 et « Quels sont les facteurs à l'origine du dynamisme de la consommation des ménages américains depuis 2000 ? »-note A2-04-049bis du 16/04/04.

⁹ Ce qui n'est pas stricto sensu de « l'extraction hypothécaire » (« mortgage equity withdrawal »), car le financement est consacré à un investissement net dans le logement (cf 1.1)

¹⁰ Mortgage refinancing in 2001 and early 2002-Federal Reserve Bulletin-Décembre 2002-Canner, Dynan and Passmore.

¹¹ Il ne s'agit pas stricto sensu de l'impact du refinancement sur le taux de croissance de la consommation, car il faudrait alors prendre en compte l'impact du refinancement dans les périodes précédentes.

Quant au Royaume-Uni, la mission n'a pas eu connaissance d'étude isolant directement l'effet des formes actives d'extraction hypothécaire. La Banque d'Angleterre¹² note toutefois régulièrement, dans ses publications, que ces financements ont sans doute une incidence plus importante sur la consommation que les autres composantes de « l'extraction hypothécaire ». La récente stagnation des rechargements de prêts hypothécaires existants (« further advances »), alors que l'extraction hypothécaire totale (« mortgage equity withdrawal ») croissait fortement, s'est accompagnée d'une certaine stabilisation de la consommation par rapport au revenu disponible¹³.

Au total, il semble indéniable que, dans les pays où elles sont développées, les formes actives d'extraction hypothécaire aient un lien avec le maintien de la consommation des ménages ces dernières années. Ce phénomène a été d'autant plus remarqué qu'il intervenait dans un contexte de ralentissement économique. Cependant la quantification précise de cet effet est très délicate et reste à faire.

Par ailleurs, on peut s'interroger sur le sens de la causalité : la consommation supplémentaire financée par ces instruments n'aurait-elle pas eu lieu de toute façon, financée autrement ? Un désir accru de consommation dans une période de taux bas n'a-t-il pas tout simplement provoqué une croissance de l'endettement ? L'existence d'instruments juridiques appropriés et d'une culture bancaire innovatrice ne s'est-elle pas alors conjuguée à la hausse des prix de l'immobilier pour favoriser le recours au financement hypothécaire plutôt qu'à d'autres types de crédit ?

3. QUELLES LEÇONS PEUT-ON TIRER DES PHENOMENES D'EXTRACTION HYPOTHECAIRE SUR LES REFORMES STRUCTURELLES DU MARCHE HYPOTHECAIRE ?

3.1 L'impact macroéconomique des structures du marché du crédit hypothécaire ne doit pas être surestimé.

L'étude OCDE tente d'établir une relation entre le degré de sophistication des marchés hypothécaires et la transmission des prix de l'immobilier à la consommation, via l'extraction hypothécaire.

L'analyse développée repose sur un indice synthétique d'exhaustivité (« completeness index ») du marché hypothécaire établi par Mercer Wyman¹⁴ pour 8 pays européens. Cet indice a pour objet de refléter la diversité plus ou moins grande de la gamme de produits offerts aux emprunteurs.

¹² Inflation report-Bank of England- novembre 2003 et mai 2004

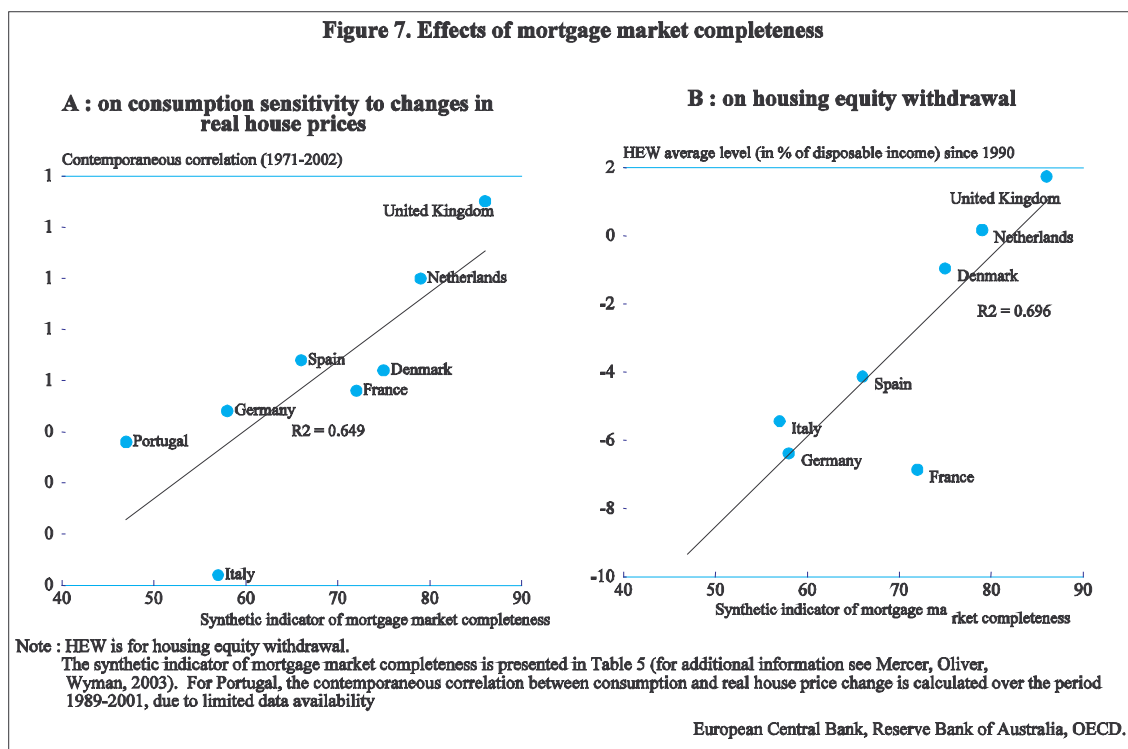
¹³ Inflation report-Bank of England-mai 2004

¹⁴ Study on the financial integration of European Mortgage Markets-Mercer, Oliver, Wyman- Octobre 2003-Etude établie pour le compte de la Fédération hypothécaire européenne.

L'OCDE établit une corrélation entre cet indice synthétique et :

- d'une part la sensibilité de la consommation aux prix du logement ;
- d'autre part l'extraction hypothécaire.

Tableau 3 (extrait de l'étude OCDE)



Les auteurs de l'étude en concluent que les effets macroéconomiques favorables du marché hypothécaire sont à attendre dans les pays où ce marché est le plus large et le plus diversifié en termes de produits.

Ces conclusions semblent devoir être sérieusement nuancées :

- la qualité technique de la corrélation est médiocre ; en particulier, elle s'applique mal à la France ;

- la corrélation entre un indicateur structurel photographiant une situation en 2003 et des variables ou sensibilités macroéconomiques calculées sur une longue période (1971-2002 et 1990-2002 selon le cas) permet tout au plus d'identifier des différences structurelles persistantes entre les pays, pas de mesurer l'effet des évolutions intervenues, encore moins des réformes envisageables ;

- l'examen du lien avec le recours aux produits d'extraction hypothécaire et non avec l'ensemble des aspects du marché du crédit immobilier serait plus intéressant ;

- enfin, la pertinence de l'indice lui-même est contestable.

Tableau 5 (extrait de l'étude OCDE)

	Denmark	France	Germany	Italy	Netherlands	Portugal	Spain	United Kingdom
Table 5. Mortgage market completeness: range of mortgage products available and of borrowers served in eight European countries								
a) LTV ratios								
Typical	80	67	67	55	90	83	70	69
Maximum	80	100	80	80	115	90	100	110
b) Variety of mortgage products								
Rate structure								
Variable	**	**	**	**	**	**	**	**
Variable (referenced)	**	**	-	**	**	**	**	**
Discounted	-	**	-	*	-	-	**	**
Capped	**	**	*	*	**	-	*	**
Range of fixed terms								
2-5	**	**	**	**	**	*	*	**
5-10	**	**	**	**	**	*	*	*
10-20	**	**	**	*	**	-	*	*
20+	**	*	*	*	*	-	*	-
Repayment structures								
Amortising	**	**	**	**	**	**	**	**
Interest only	*	**	**	*	**	-	-	**
Flexible	*	**	-	*	**	-	*	**
Fee-free redemption ^a	**	-	-	-	-	-	-	*
Full yield maintenance fee	**	*	**	*	**	*	*	*
c) Range of borrower types and mortgage purposes								
Borrower type								
Young household (<30)	**	*	**	*	*	**	**	**
Older household (>50)	**	*	*	*	**	*	*	**
Low equity	-	**	*	-	*	*	*	**
Self-certify income	-	-	-	-	*	-	*	*
Previously bankrupt	*	-	-	-	-	-	-	*
Credit impaired	*	*	-	*	*	-	*	**
Self employed	**	*	**	**	*	**	**	**
Government sponsored	*	**	*	*	*	**	*	*
Purpose of loan								
Second mortgage	**	*	**	**	**	**	**	**
Overseas holiday homes	**	**	*	**	*	-	-	**
Rental	**	**	**	**	**	**	**	**
Equity release	**	-	*	**	**	-	*	**
Shared ownership	**	*	*	*	*	**	-	**
Mortgage market completeness index ^b	75	72	58	57	79	47	66	86

Note: Readily available means that products are actively marketed with high public awareness; Limited availability means that only a small subset of lenders provide this product, often with additional conditions; No availability means that no lenders surveyed offered the product. See Mercer Oliver Wyman (2003) for further details on the sample and criteria of the survey.

Key: ** Readily available * Limited availability - No availability

a) On fixed-rate products only.

b) See Mercer Oliver Wyman (2003) for details on the calculation of the index.

Source: Mercer Oliver Wyman (2003).

L'examen du contenu de l'indice synthétique conduit en effet à relativiser sa signification :

– l'indice repose sur une notation relativement sommaire (**, * ou °, soit 1, 1/2 ou 0) pour chacun des nombreux critères retenus ;

– certaines des informations fondant l'indice semblent inexactes ; par exemple, selon les informations recueillies par la mission, il n'y a pas de développement significatif du crédit hypothécaire mobilier (« equity release ») en Italie, pourtant classée dans le tableau comme le Royaume-Uni (note **); le développement de ce type de produit en Allemagne et en Espagne (note *) ne semble pas supérieur à ce qu'il est en France (note °) ;

– en revanche, l'index classe globalement bien la France¹⁵ qui est le seul pays où le crédit immobilier n'est pas systématiquement hypothécaire ; avec une note de 72, la France est proche des Pays-Bas (79) et du Danemark (75), loin derrière le Royaume-Uni (86) dont le marché semble avoir servi de référence, mais très au dessus de l'Allemagne (58) ou de l'Italie (59).

La suite de l'étude ajoute cependant des considérations liées au système administratif et réglementaire (règles prudentielles limitant le ratio prêt/valeur du bien, durée des procédures de réalisation de l'hypothèque).

A nouveau, la présentation semble biaisée, en défaveur de la France cette fois-ci. Par exemple, la réglementation ne plafonne le ratio prêt/valeur que pour les crédits que les prêteurs souhaiteraient refinancer par des obligations foncières, c'est à dire que une toute petite minorité. Les considérations sur la durée des procédures judiciaires semblent mieux fondées, encore qu'il faille considérer avec circonspection des comparaisons trop sommaires entre pays.

L'OCDE conclut ce passage¹⁶ consacré aux structures du marché hypothécaire en ne distinguant plus les pays que selon le poids relatif de l'endettement hypothécaire. On retrouve toujours le même groupe de pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Canada, Australie, Pays-Bas, pays nordiques) où le marché du crédit hypothécaire fournit un accès ample à la liquidité et où se sont développées les formes actives d'extraction hypothécaire.

Le classement du reste des pays semble plus contestable : l'Italie et la France sont considérés comme les pays où l'accès au crédit hypothécaire est le plus limité, l'Allemagne et l'Espagne étant dans une situation intermédiaire. Cette appréciation semble oublier l'indice d'exhaustivité évoqué ci-dessus ainsi que le niveau des taux pratiqués, qui est aussi un facteur significatif de l'accès au crédit : il est en France le plus faible des pays européens étudiés par Oliver, Mercer, Wyman. Le seul point commun de ce deuxième groupe de pays demeure le très faible recours au crédit hypothécaire mobilier.

Encore une fois on est conduit à s'intéresser au sens du lien de causalité. Est-ce une offre de crédit plus diversifiée et plus abondante qui provoque une extraction hypothécaire accrue ? ou bien est-ce une demande des ménages qui favorise l'apparition d'une offre sophistiquée dans un contexte de taux et de prix de l'immobilier favorables ?

En tout état de cause, ce n'est pas la seule différence des systèmes juridiques et administratifs qui peut expliquer les niveaux très différents d'extraction hypothécaire. Le droit allemand (cf. annexe III) se prête en principe très bien au crédit hypothécaire mobilier, avec cette sûreté réelle aisément transférable qu'est la « dette foncière » (« Grundschuld »). Or pourtant le recours à ce type de crédit y est rare et « l'extraction hypothécaire » aussi faible qu'en France.

Au total, il importe de se garder d'établir des liens trop mécaniques entre les caractéristiques structurelles du marché du crédit hypothécaire et la situation macroéconomique de chaque pays. En revanche, le terrain peut être plus ou moins favorable pour amplifier l'impact de certains facteurs conjoncturels sur la consommation des ménages.

Dans le premier groupe de pays (anglo-saxons ou d'Europe du Nord), où le système juridique *et* la culture bancaire étaient a priori favorables, la conjonction d'une hausse importante des prix de l'immobilier et de bas taux d'intérêt a conduit à un recours nettement accru au financement hypothécaire au cours des dernières années. Cela conduit nécessairement à s'interroger sur l'impact macroéconomique d'un éventuel retournement.

¹⁵ Pour la France, l'étude porte de fait sur l'ensemble du crédit immobilier et non sur le seul crédit hypothécaire, alors que, dans les autres pays, le crédit immobilier est systématiquement hypothécaire.

¹⁶ A ce stade, le propos de l'étude s'élargit à nouveau au delà de l'Europe.

3.2 Un recours excessif au crédit hypothécaire mobilier peut comporter des dangers en cas de retournement macroéconomique.

Une caractéristique commune des pays où l'extraction hypothécaire est de pratique courante est que le crédit hypothécaire est principalement à taux variable (Royaume-Uni) ou à taux fixe facilement remboursable par anticipation (Etats-Unis, Danemark, Pays-Bas). Lors de la baisse des taux au cours de ces dernières années, les ménages ont donc été incités à refinancer leurs emprunts hypothécaires et à en rallonger la durée. La hausse de la valeur des logements leur a permis de tirer partie d'une valeur accrue de la sûreté réelle pour augmenter leur endettement hypothécaire.

Le retournement des taux et du prix des logements au cours des prochains mois ou années pourrait avoir des conséquences adverses en réduisant les capacités d'endettement des ménages, ce qui pourrait peser sur la consommation.

D'ores et déjà le ralentissement des prix de l'immobilier aux Pays-Bas semble y avoir pesé sur la croissance. La hausse des prix de l'immobilier qui avait atteint 20 % en 2000 a été nulle en 2003, ce qui serait un facteur important de la baisse de 1,2 % de la consommation en 2003.

Sans doute convient-il de distinguer l'effet des taux et celui des prix de l'immobilier.

En régime de taux variables, comme au Royaume-Uni, la hausse des taux a nécessairement un impact défavorable sur la consommation des ménages, indépendamment de tout mécanisme de refinancement hypothécaire. Là où prévaut plutôt le taux fixe, ce sont les refinancements de prêts existants et les crédits hypothécaires mobiliers autonomes (« home equity loans ») qui se feront plus rares.

L'effet du prix des logements est moins mécanique. Les travaux consultés par la mission ne comportent pas d'étude directe de l'effet de l'augmentation de ces prix sur le recours aux formes actives d'extraction hypothécaire au cours des dernières années. En période de hausse rapide, il semble prudent, tant de la part des prêteurs que des emprunteurs, de ne pas prendre en compte l'intégralité de l'appréciation de valeur pour déterminer le montant empruntable.

Globalement, pour le Royaume-Uni, le montant de la dette hypothécaire a cru plus faiblement que la valeur des logements au cours des 6 dernières années¹⁷.

Il n'est pas certain que cette prudence ait toujours prévalu individuellement. Une étude sur les Etats-Unis calcule même le montant des capitaux extraits par refinancement hypothécaire en supposant que c'est l'intégralité de l'accroissement de valeur qui a été extraite¹⁸.

En cas de retournement du marché immobilier, les crédits en cours ne sont pas en eux-mêmes menacés. Les risques sont de deux ordres : le ralentissement des opérations d'extraction hypothécaire en raison de la moindre valeur du gage, une issue plus douloureuse aux situations d'impayés.

Ce risque d'effet macroéconomique inverse ou adverse, au cours des prochains mois ou des prochaines années, dans les pays qui ont recouru significativement au crédit hypothécaire mobilier ne doit pas être méconnu. Son ampleur dépendra du caractère plus ou moins brutal des ajustements des prix de l'immobilier et des taux.

¹⁷ Council of Mortgage lenders- The CML mortgage manifesto: taking the past into the future- Février 2004

¹⁸ Housing markets and economic growth : lessons from the US refinancing boom- Banque des règlements internationaux- Septembre 2002

Cela ne doit pas conduire pour autant à renoncer à introduire ce type d'instruments en France. Il est possible que, du point de vue macroéconomique (taux d'intérêt, prix du logement), la situation ne soit pas la plus favorable au moment même où les dispositions juridiques permettant ces financements entreraient en vigueur, par hypothèse dans quelques mois.

Toutefois il s'agit d'offrir une liberté supplémentaire aux ménages, en l'encadrant dans des limites et règles raisonnables, pour protéger l'emprunteur (code de la consommation) et le prêteur (règles prudentielles). Libre à eux ensuite d'en faire le meilleur usage au gré de circonstances économiques régulièrement changeantes.

