

Cycle immobilier et politique du logement : comparaison internationale et étude du cas britannique

Christine Riffart

Département des diagnostics

Un grand nombre de pays développés ont connu, au cours des dix dernières années, un cycle immobilier particulièrement dynamique. En baisse tendancielle depuis le milieu des années soixante-dix, l'investissement logement s'est stabilisé (France, Royaume-Uni) ou a ralenti son déclin (Europe du Nord) sur l'ensemble du dernier cycle.

Cette inflexion s'explique essentiellement par deux facteurs. Les politiques du logement ont davantage favorisé le statut d'accédant à la propriété pour stimuler l'investissement privé et compenser le désengagement de l'Etat. Simultanément, la déréglementation financière a permis de financer ces investissements par un recours accru au crédit.

Le cas britannique illustre parfaitement ces changements. Dès 1979 la politique du logement s'est orientée radicalement vers le « droit à l'achat » pour tous tandis que se libéralisaient les marchés financiers. De fait, la reprise de l'investissement logement a été liée exclusivement à l'émergence d'une demande solvable d'accession à la propriété jusque là non exprimée. En contrepartie, le taux d'endettement des ménages a rapidement augmenté, dépassant les autres pays. Durant la période de flambée des prix, la montée des risques a été masquée par un effet d'illusion patrimoniale, les investisseurs s'endettant pour acheter un bien dont la valeur augmentait très rapidement. Les déséquilibres sont apparus avec le resserrement de la politique conjoncturelle. La hausse des taux d'intérêt s'est répercutée presque instantanément sur les charges financières de la dette hypothécaire, les contrats étant à taux variable. Le retournement a été brutal. Le secteur de l'immobilier est entré alors dans une crise profonde dont il sort à peine.

Que peut-on dire des perspectives à moyen terme du secteur immobilier britannique ? La reprise de l'investissement logement permise par l'arrivée des primo-accédants ayant un accès plus facile au crédit, a probablement atteint ses limites. Les déboires récents devraient inciter à limiter dans l'avenir les risques d'insolvabilité associés à la dynamique de l'endettement. De plus, les facteurs socio-démographiques, qui ont soutenu la demande, devraient

s'affaiblir. Cependant, étant donné l'ancienneté du parc de l'immobilier résidentiel au Royaume-Uni, de nouveaux investissements seront nécessaire à moyen terme pour renouveler une partie des logements, tandis qu'une nouvelle voie en faveur de l'investissement locatif pourrait s'ouvrir.

Dans de nombreux pays, le début des années quatre-vingt-dix est marqué par une activité très déprimée sur le marché du logement. Au mieux, les ajustements sont en partie achevés et une timide reprise s'amorce. Mais souvent, les déséquilibres passés ne sont pas encore résorbés et la crise reste profonde. Dans tous les cas, les ménages et plus largement tous les opérateurs investissant dans le logement, institutions financières et entreprises de construction ont été frappés durement par la crise.

Aujourd'hui, ces opérateurs s'interrogent sur les perspectives à moyen terme, en dépit d'une amélioration conjoncturelle qui pointe. Le débat actuel porte sur l'idée que l'embellie sur le marché de l'immobilier d'habitation au cours des années quatre-vingt pourrait ne plus se reproduire. La flambée des prix du logement qui a permis l'enrichissement de toute une catégorie de la population ayant accédé à la propriété par la réalisation de plus-values conséquentes et inégalées, pourrait bien avoir été exceptionnelle. De même devant l'ampleur de la demande de logements, le secteur de la construction a connu une période d'intense activité, remettant en cause la tendance déclinante de moyen terme des mises en chantier de logements.

Aujourd'hui, les investisseurs semblent douter : l'accession à la propriété constitue-t-elle encore un placement aux rendements compétitifs, comparativement aux autres types de placement ? Après la crise profonde que vient de subir le marché du logement, la dynamique du secteur conduite principalement par l'émergence d'une nouvelle demande jusque-là non exprimée et orientée vers le marché de l'accession à la propriété, peut-elle se poursuivre dans les prochaines décennies ? ou bien l'investissement dit de rapport va-t-il devenir plus attractif ?

Sans avoir l'ambition de répondre complètement à ces questions, l'article s'attache à resituer le dernier cycle de l'immobilier dans un contexte plus large afin de le relativiser. A partir d'une comparaison internationale, sur longue période, il apparaît que le phénomène a été général et que son ampleur a remis en cause la tendance longue, notamment dans le secteur de la construction (malheureusement à l'exception du Royaume-Uni, nous ne disposons pas de séries de prix antérieures à 1986). La déréglementation financière a joué un rôle majeur dans ce phénomène, notamment en rendant solvable une demande potentielle par le biais de l'accélération de l'endettement. Mais les politiques du logement, dans la mesure où elles peuvent guider, notamment dans les pays européens, les choix des investisseurs, jouent encore un

rôle actif. C'est pourquoi dans une deuxième partie, nous nous attachons plus spécifiquement au cas britannique. Plus avancé que les autres pays européens dans le processus de déréglementation financière, ce pays a développé par ailleurs toute une stratégie de « droit à l'achat » pour tous qui a fortement stimulé les investissements. Aujourd'hui, après un ajustement particulièrement douloureux, des leçons peuvent être tirées de cette expérience.

La comparaison internationale du dernier cycle de l'immobilier résidentiel

Traditionnellement en avance sur leurs principaux partenaires, les Etats-Unis sont entrés dans la phase d'expansion du dernier cycle de l'immobilier résidentiel dès 1983. Deux ans après, les pays européens s'y engageaient (France, Norvège en 1985, Royaume-Uni, Suède en 1986, ...), suivis par le Japon en 1987. Aujourd'hui, après une crise sévère, les ajustements sont achevés ou en passe de l'être. Les Etats-Unis en 1992 et le Royaume-Uni l'année suivante ont retrouvé le chemin de la croissance, tandis qu'en Europe continentale, les situations sont moins avancées. Le secteur de la construction repart mais les prix ont parfois connu, comme en France, un réajustement incomplet. D'autres pays tels la Suède, la Finlande et le Japon, connaissent encore une crise grave même si dans ce dernier pays, un plan de soutien de grande ampleur a été mis en place dès 1992 pour relancer la construction.

De l'envolée des prix du logement...

La comparaison de la phase ascendante du dernier cycle de l'immobilier d'habitation entre les différents pays retenus ici montre deux points importants.

Tout d'abord, elle confirme que dans la plupart des pays observés, l'ajustement à la hausse de la demande s'est fait davantage par les prix que par les quantités. Les prix moyens au mètre carré ont progressé en effet plus vite que les mises en chantier. Cette constatation n'est pas surprenante. Comme on l'a dit précédemment, l'offre étant relativement inélastique à la demande (durée de livraison des chantiers de logement, lourdeur des équipements...), des tensions se sont créées, attisées par la hausse des coûts de construction et le problème de la rareté du terrain dans certains pays ou grandes métropoles. C'est le cas notamment au Japon, au Royaume-Uni et en France. Ainsi, la densité de la population japonaise par unité de terre habitable est 30 fois supérieure à celle des Etats-Unis et le terrain existant y est parfois sous-utilisé du fait de la

législation régissant le plan d'occupation des sols ⁽¹⁾. Tokyo, ville particulièrement peuplée et congestionnée, où le prix du terrain est le plus cher du monde, illustre parfaitement ce problème de rareté du terrain constructible. Dans d'autres pays, les disparités régionales ont pu être particulièrement marquées. Au Royaume-Uni, les hausses de prix ont été concentrées surtout dans le Grand Londres, la région du Sud et les Midlands. En France, le phénomène est resté principalement localisé à Paris et sa banlieue.

Ensuite, il apparaît que sur le dernier cycle, les prix de l'immobilier dans les différents pays ont augmenté de façon plus rapprochée que les volumes de nouvelles constructions. A l'exception de la Norvège, tous les pays ont enregistré des hausses de prix comprises entre 50 et 80 %, tandis que les mises en chantier progressaient entre 20 % (France) et 150 % (Suède). Fortement protégé, le secteur de la construction est essentiellement lié à la demande locale et y répond de façon plus ou moins rapide selon les pays et leur degré d'élasticité. Simultanément, les prix peuvent obéir aux arbitrages des différents opérateurs et spéculateurs intervenant sur les marchés internationaux.

1. Comparaison des variations des mises en chantier et des prix du logement au cours du dernier cycle

	Phase expansive				Phase récessive			
	Mises en chantier		Prix		Mises en chantier		Prix	
	Variation cumulée	Période						
Japon	50 %	83-90	75 %	86-90	- 20 %	90-91	- 18 %	90-93
France*	19 %	84-89	50 %	86-92	- 24 %	89-93	- 2 %	92-93
Royaume-Uni	29 %	85-88	77 %	86-89	- 38 %	88-92	- 9 %	89-93
Belgique	95 %	86-92			- 8 %	92-93		
Etats-Unis	69 %	82-86	30 %	83-88	- 44 %	86-91	8 %	88-93
Danemark	73 %	82-86	74 %	82-86	- 65 %	86-91	- 10 %	86-90
Finlande	50 %	86-89	86 %	86-89	- 40 %	89-93	- 40 %	89-93
Suède	150 %	85-90	89 %	86-91	- 84 %	90-93	- 19 %	91-93
Norvège	14 %	85-87	18 %	86-88	- 52 %	87-92	- 25 %	88-92

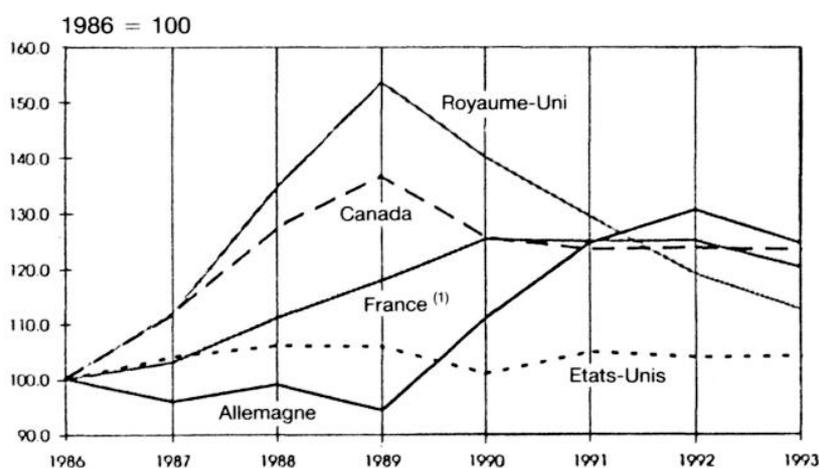
* Les prix portent sur les logements neufs

Sources : Principaux indicateurs économiques-OCDE, BRI, calculs OFCE.

(1) On pourra se reporter à D. Stone et W.T. S. Ziembra, 1993 : « Prix des terrains et prix des titres au Japon », in *Revue d'Economie Financière*, n° hors série La crise financière de l'immobilier.

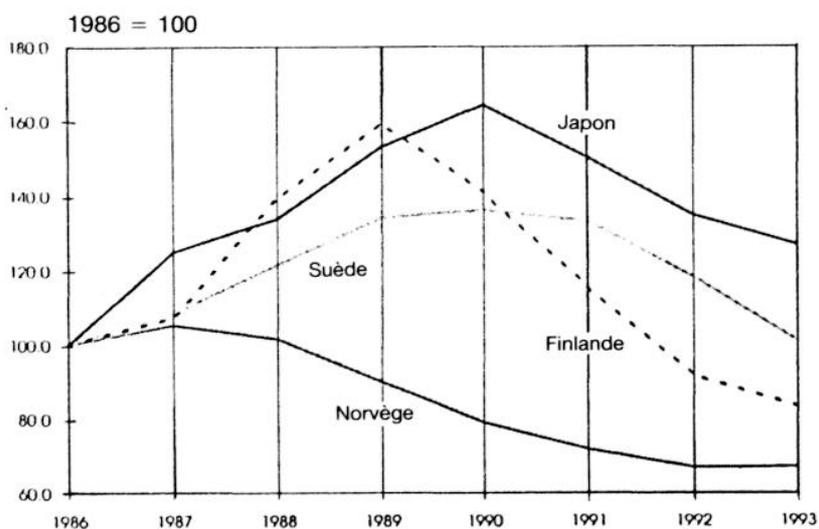
... à la crise du secteur de la construction

A l'opposé de la phase expansive, l'ajustement à la baisse s'est fait davantage par une chute des mises en chantier qu'une baisse des prix nominaux, ceux-ci, à l'exception de la Finlande, ayant moins baissé que ne le laissait supposer l'ampleur de la phase spéculative. En termes relatifs, cependant, l'ajustement a été beaucoup plus marqué. Dans les pays scandinaves et anglo-saxons, les prix sont revenus en 1993 autour de leur niveau de 1986 (un peu au-dessous en Finlande et Norvège et légèrement au-dessus au Royaume-Uni). Au Canada, en France, en Allemagne et au Japon, l'ajustement a été moindre, les prix restant au-dessus du point de départ de 1986.



1. Prix relatifs de l'immobilier résidentiel (*)

(1) Logements neufs.



Sources : BRI, OCDE, calculs OFCE.

(*) Prix nominaux déflatés par les prix à la consommation. Dans le cas britannique, il s'agit des prix hors intérêts hypothécaires.

Les ajustements quantitatifs ont souvent été violents. La crise a été particulièrement sévère dans les pays scandinaves. La retombée du cycle a été sans commune mesure avec la période d'expansion qui l'a précédée, notamment en Norvège et Finlande. En Suède, l'emballlement dans

le secteur de la construction a été suivi d'une chute spectaculaire, nettement plus forte qu'ailleurs et qui se poursuit encore aujourd'hui.

Le Japon a souffert lui aussi d'une crise majeure même si les effets ont été partiellement contenus du fait des mesures de soutien dans la construction. Les prix y baissent depuis 1991, et encore rapidement aujourd'hui.

Après une phase de forte spéculation et de croissance modérée des mises en chantier, la France et surtout le Royaume-Uni ont connu un ajustement sévère dans le secteur de la construction, doublé d'une baisse des prix dans le cas britannique. En France, ceux-ci restent encore très élevés.

Enfin les Etats-Unis, seul pays à avoir enregistré une parfaite stabilité des prix relatifs du logement sur l'ensemble de leur cycle en dépit d'envolées spéculatives dans certains Etats, ont eux aussi ajusté davantage par les volumes, sans connaître pour autant de crise profonde dans le secteur de la construction.

Le dernier cycle de l'immobilier résidentiel dans une approche de long terme

Dans tous les pays développés, on observe depuis le début des années soixante-dix, une baisse tendancielle des mises en chantier (graphique 2). Cette inflexion intervient après plusieurs décennies durant lesquelles l'effort d'investissement en logement a été particulièrement soutenu ⁽²⁾.

Les choix en matière de politique du logement dans l'après-guerre

Après la seconde guerre mondiale, tous les pays développés ont dû faire face à une grave pénurie de logement en termes quantitatif aussi bien que qualitatif (insuffisance des investissements durant l'entre-deux-guerres, destruction d'une partie du parc existant dans les pays belligérants, insalubrité du parc existant) obligeant les gouvernements à s'impliquer activement. L'intervention des pouvoirs publics dans ce domaine a été d'autant mieux accueillie qu'elle s'inscrivait dans le courant de la pensée keynésienne d'alors.

(2) Pour toute cette partie, on pourra se reporter à B. Lefebvre, M. Mouillart, S. Occhipinti, 1991 : *Politique du logement 50 ans pour un échec*, Collection Habitat et sociétés, L'Harmattan, pp. 89-182.

Les politiques du logement vont prendre principalement trois directions selon le rôle alloué aux investisseurs privés et publics, définissant par là même une segmentation du marché selon le statut de l'occupant assez marquée. Dans tous les cas, l'Etat impulse sa volonté par des interventions directes (investissement en logements) et indirectes (incitations en faveur de l'investissement privé).

En Amérique du Nord, région peu frappée par la crise, la construction de nouveaux logements s'appuie exclusivement sur le secteur privé. L'Etat intervient par le biais d'incitations en faveur de l'investissement résidentiel de rapport et d'aides aux associations en vue de la construction de logements sociaux.

Dans la plupart des pays européens touchés par les conflits et ayant vécu dans une économie de guerre durant plusieurs années, l'intervention de l'Etat est plus directe face à un secteur privé peu enclin à investir du fait du contrôle des loyers et des faibles perspectives de rendement. De vastes programmes de construction de logement sociaux sont lancés. Pourtant, dans ces pays-là, l'option retenue vise à terme, d'une part à rétablir les conditions de fonctionnement du marché privé, d'autre part à limiter l'action de l'Etat à des interventions particulières destinées à des populations spécifiques. Malgré un niveau de construction très élevé au cours des années cinquante, la pénurie de logements a persisté de nombreuses années en raison des évolutions socio-démographiques (exode rural, appel à des travailleurs immigrés, décolonisation, Baby boom, essor du nombre de ménages).

Enfin, les gouvernements sociaux démocrates des pays scandinaves, et le gouvernement travailliste britannique optent pour une politique du logement beaucoup plus interventionniste et égalitaire. Il s'agit, par d'importantes aides au secteur privé et des investissements publics, d'offrir un logement de qualité à tous, indépendamment de critères de ressources. L'habitat est considéré avant tout comme un bien public, ayant une valeur d'usage plus qu'une valeur marchande.

Dès la fin des années cinquante, l'Etat va commencer à ralentir ses interventions d'autant que la forte expansion économique accroît le pouvoir d'achat des salaires et permet aux agents privés d'investir plus activement. Les modalités juridiques et financières permettant l'accession à la propriété se mettent en place ou sont réactivées.

Révision des politiques du logement et déclin de l'investissement résidentiel

C'est surtout au début des années soixante-dix, lorsque les besoins quantitatifs sont en grande partie couverts, que les politiques du logement sont repensées. La crise économique de 1973-1974, la montée du chômage et les nouvelles orientations budgétaires poussent l'Etat à moins investir dans le logement tandis que les conditions ne sont guère

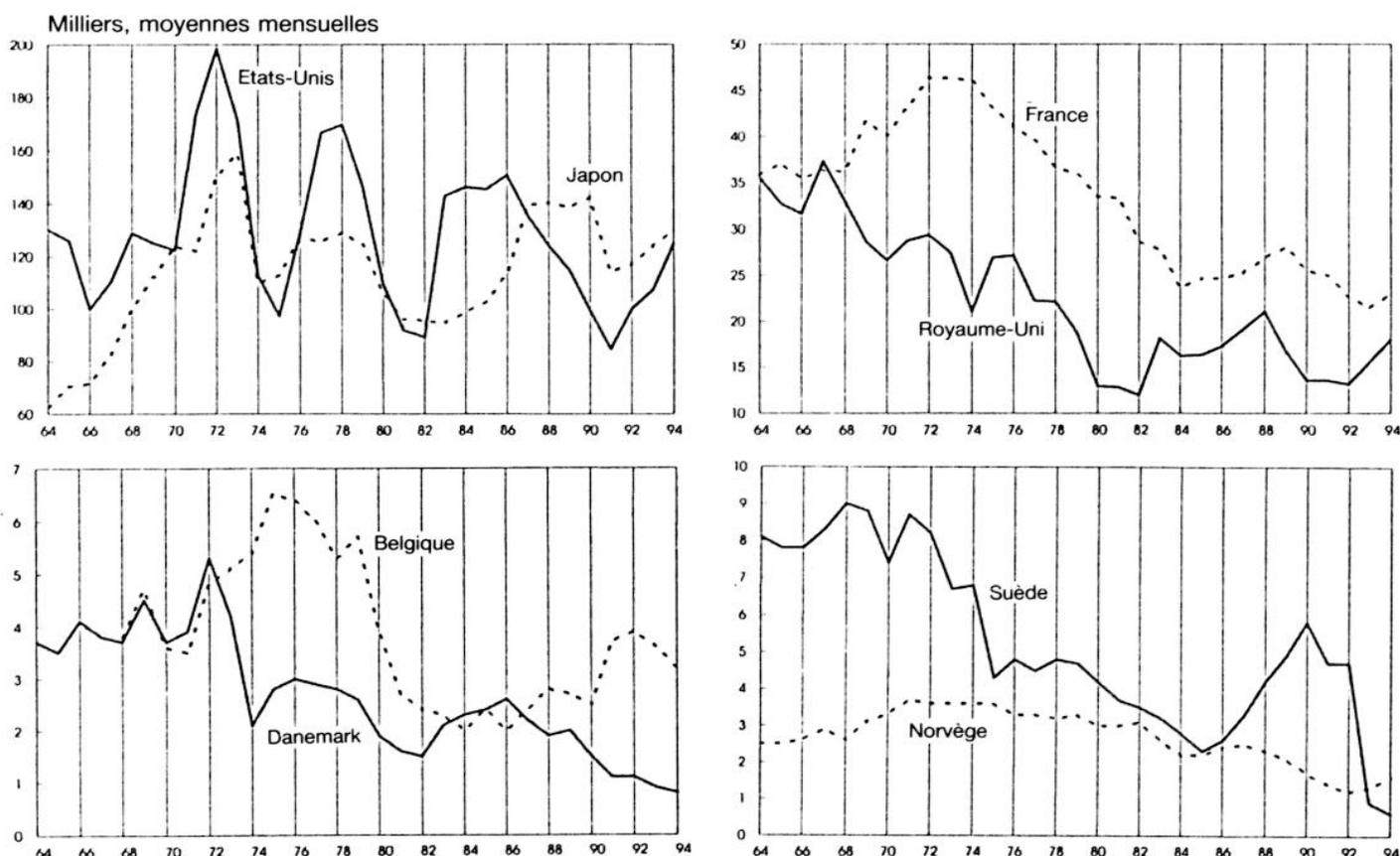
réunies pour permettre au secteur privé de prendre le relais. Dans ce nouveau cadre, les pouvoirs publics vont tenter d'optimiser leur désengagement, notamment dans les pays européens puisque, outre Atlantique, la conception beaucoup moins interventionniste y rend la politique du logement beaucoup plus neutre.

Certains pays, notamment le Royaume-Uni, le Danemark, les Pays-Bas, commencent à s'intéresser davantage à l'entretien du parc existant tandis que d'autres renforcent le caractère social et sélectif de leurs interventions (en France notamment). Simultanément, les politiques d'incitation à la propriété sont renforcées. Bénéficiant de la faveur du public, ce choix a l'avantage d'être moins onéreux pour les finances publiques que les incitations à l'investissement résidentiel de rapport (pas d'aides personnelles au logement, coût de gestion moindre, entretien et travaux réalisés spontanément par le propriétaire).

Mais les conditions économiques n'encouragent guère l'investissement privé et, devant le retrait du secteur public, les mises en chantier reculent tendanciellement jusqu'au milieu des années quatre-vingt.

A ce moment, l'accent est mis plus nettement encore sur la limitation des soutiens publics à l'entretien du parc existant et sur la priorité accordée à l'accès à la propriété. Simultanément, la progressive

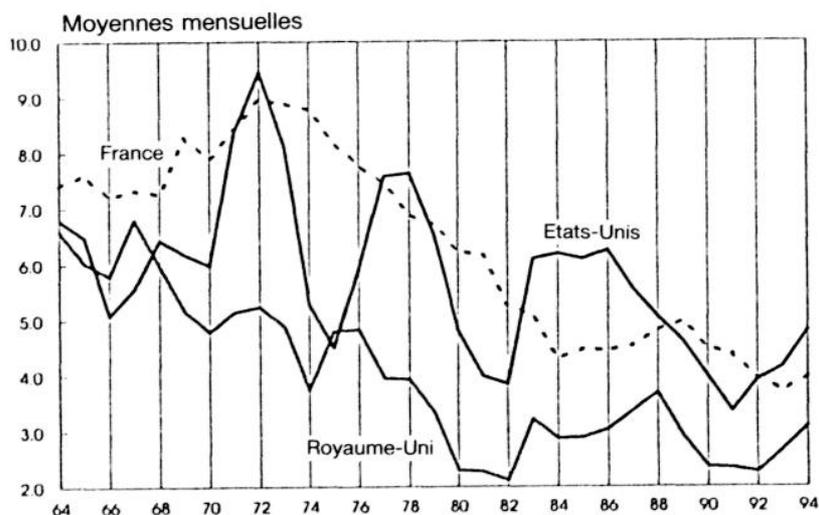
2. Mises en chantier de logements



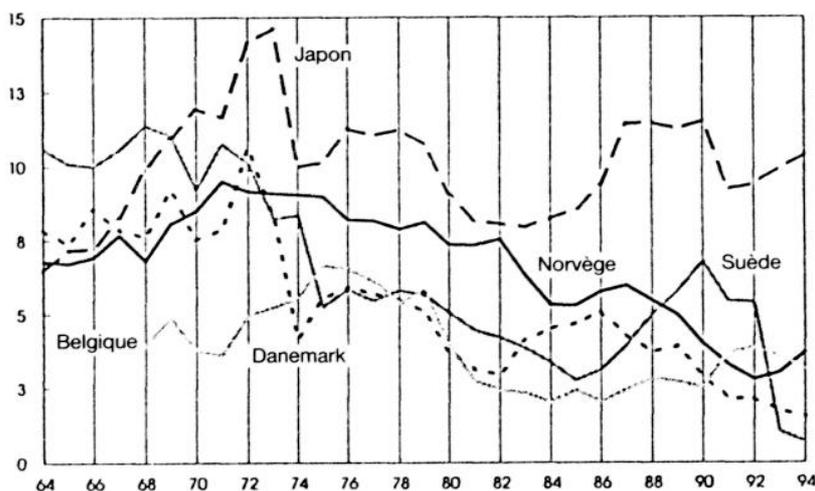
Source : Principaux indicateurs économiques-OCDE, calculs OFCE.

levée du contrôle des loyers (sa suppression en Allemagne) et la plus forte expansion économique laissent entrevoir un regain d'intérêt pour l'investissement résidentiel de rapport.

Rapporté à l'ensemble de la population, le niveau des mises en chantier suit la même tendance. Il donne malgré tout une idée de l'effort des investissements réalisés sur la période. Relativement important au Japon, en Norvège, et en Suède pendant les années soixante, il reste faible au Royaume-Uni et en Belgique.



3. Mises en chantier de logements pour 10 000 habitants



Source : Principaux indicateurs économiques-OCDE, calculs OFCE.

Sur l'ensemble du parc immobilier existant, plus de la moitié a été construit après la deuxième guerre mondiale ; les pays ayant eu le plus à reconstruire disposent du parc le plus jeune. A l'inverse, et malgré les efforts réalisés, le Royaume-Uni détient avec l'Irlande et la Belgique, le parc le plus ancien.

2. Répartition du stock de logements par âge dans les pays de l'Union européenne

En %

	Avant 1919	1919 - 1945	Après 1945
Allemagne Fédérale	22	13	65
Belgique	26	23	51
Danemark	25	17	58
Espagne	21	9	70
France	30	14	56
Grèce	8	14	78
Irlande	29	17	54
Italie	18	12	70
Luxembourg	22	20	58
Pays-Bas	16	16	68
Portugal	21	18	61
Royaume-Uni	28	20	52

Source : LEFEBVRE B., MOUILLART M., OCCHIPINTI S., 1991 : *Politique du logement 50 ans pour un échec*, Collection Habitat et Sociétés, L'Harmattan.

Le dernier cycle de l'immobilier : inflexion de tendance ou cycle simplement plus ample ?

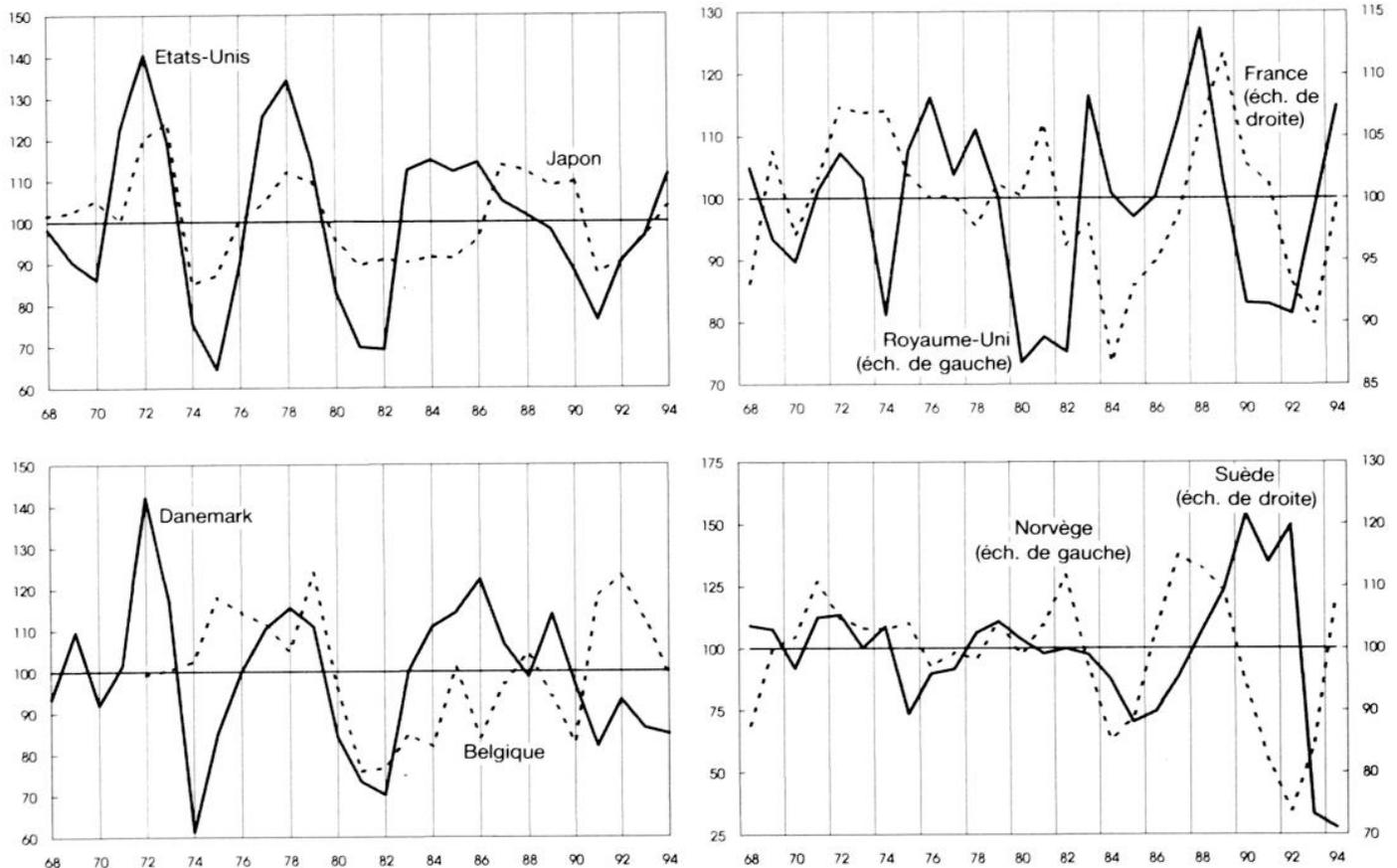
Autour de cette tendance baissière des mises en chantier depuis une vingtaine d'année, le cycle conjoncturel récent recèle dans de nombreux pays une dynamique propre. La phase d'expansion a été beaucoup plus marquée que celles des cycles passés. Dans certains pays (Etats-Unis, Danemark, Norvège, Suède), la phase récessive qui a suivi a ramené les niveaux sur leur tendance longue. Chez d'autres, l'ajustement à la baisse s'est arrêté à un niveau supérieur à la tendance antérieure. Le mouvement apparaît plus clairement⁽³⁾ sur séries lissées⁽⁴⁾. Ainsi la tendance s'est stabilisée depuis le milieu des années quatre-vingt en France et au Royaume-Uni, après plus de quinze ans de déclin. Par contre dans les pays scandinaves, elle reste toujours orientée à la baisse. Simultanément, les séries détrendées montrent l'accentuation des oscillations conjoncturelles durant la dernière période dans la plupart des pays retenus, à l'exception notoire des Etats-Unis et du Japon.

(3) Ceci est vrai quand les cycles conjoncturels, censés être effacés par la méthode de lissage ne se combinent pas à des cycles plus longs, d'une durée de 15 à 20 ans de type Kuznets. Or, le problème se pose clairement dans le cas des Etats-Unis et du Japon, rendant délicate la lecture de la tendance en cours.

(4) Après plusieurs essais, une moyenne mobile centrée sur 9 ans avec un coefficient de 0,5 à chacune des extrémités semble le mieux atténuer les fluctuations conjoncturelles des différents pays. Néanmoins, chaque cycle s'étalant sur une durée différente, le choix reste malgré tout arbitraire.

4. Cycles conjoncturels des mises en chantier

Série brute / tendance calculée à partir d'une mm9



Source : Principaux indicateurs économiques-OCDE, calculs OFCE.

La forte expansion des mises en chantier ne peut s'expliquer que par l'émergence d'une demande jusque-là non exprimée, permise par l'instauration de nouvelles conditions plus permissives.

D'une part, en effet, les politiques du logement, essentiellement tournées vers le secteur privé pour répondre à la demande, accroissent les mesures d'incitations en faveur de l'accès à la propriété. D'autre part, la déréglementation financière, en offrant un accès élargi aux crédits, permet de rendre effective une demande jusque-là potentielle. Mais le retournement conjoncturel et le relâchement des anciens critères de solvabilité ont entraîné les intervenants dans une crise financière profonde qui s'est traduite par un retrait massif des investisseurs.

Les acquis de la libéralisation des marchés financiers peuvent contribuer à un plus grand dynamisme à moyen terme, par un attrait renforcé des prêts immobiliers et un comportement plus actif des acheteurs et vendeurs, mais l'aversion au risque suscitée par les déboires récents peut contrecarrer cette tendance. Il est certes encore trop tôt pour trancher entre une inflexion définitive de la tendance baissière dans le secteur de la construction ou un simple effet transitoire qui cesserait rapidement avec l'épuisement de cette dynamique.

Cycle d'endettement et montée des risques

Les nouveaux modes de régulation des circuits de financement

A partir du moment où l'action des pouvoirs publics, principalement en Europe, visait à stimuler l'investissement du secteur privé, les circuits de financement devaient être à même de mieux répondre à la demande des ménages désireux d'investir dans l'achat d'un logement. Or, jusqu'au tournant des décennies soixante-dix et quatre-vingt, de nombreux pays ont eu recours à l'encadrement du crédit. En dépit de taux d'intérêt attractifs, les demandes de prêts ne pouvaient être satisfaites que dans la limite des disponibilités autorisées. Par suite de la déréglementation financière menée dans de nombreux pays, notamment au Royaume-Uni dès 1980 et en Europe du Nord quelques années plus tard, la levée des contraintes pesant sur l'origine et l'utilisation des fonds va relancer l'offre de prêts. Ceux-ci s'accroissent, révélant une demande de logement jusque-là inexprimée. Les mises en chantier augmentent, mais insuffisamment, et les prix de l'immobilier commencent à s'emballer.

Le parallèle qui peut être dressé entre l'ampleur du cycle immobilier et celle du cycle financier a été dégagé dans plusieurs études soulignant le rôle majeur joué par la déréglementation financière au cours des années quatre-vingt. Selon le rapport de 1993 de la Banque des Règlements Internationaux, la valorisation des actifs n'est expliquée que partiellement par la croissance économique, négativement par les taux d'intérêt réels, et marginalement par la fiscalité qui, bien qu'attractive, a relativement peu changé. Par contre, dans la plupart des pays, une relation étroite a existé entre le ratio crédit au secteur privé / PIB et l'évolution du prix des actifs.

Montée du taux d'endettement des ménages et inertie de l'ajustement

Le volume global des nouveaux engagements hypothécaires est fonction du nombre de prêts accordés et de leur montant. Avec la déréglementation financière et la politique d'encouragement à l'accession à la propriété des années quatre-vingt, le nombre de ménages entrant sur le marché est en nette progression. Simultanément, la montée des prix du logement accroît les besoins financiers des investisseurs, tandis que la part de l'apport personnel tend à baisser du fait de la concurrence accrue des organismes de prêts, et de l'arrivée sur le marché des primo-accédants.

Le degré d'endettement des ménages dans l'économie, mesuré à partir du ratio dette/PIB s'élève sensiblement. Pendant les années soixante-dix, le ratio était stable et légèrement inférieur à 50 % dans les principaux pays anglo-saxons tandis qu'il était plus faible mais en rapide progression au Japon. Au cours de la décennie suivante, le mouvement s'accélère dans ce dernier pays, notamment après 1986, mais c'est surtout au Royaume-Uni que le phénomène prend de l'importance. De 40 % en 1980, le stock de dette culmine à 82 % du PIB en 1991, dépassant les points hauts des autres pays où le mouvement est plus tassé. Aux Etats-Unis, il ne dépasse pas 70 % en 1991. La Suède, seul représentant des pays nordiques pour lequel des données sont disponibles connaît, elle aussi, un accroissement de son taux d'endettement. Situé à 55 % environ sur la première moitié de la décennie, le ratio augmente de plus de 10 points en trois ans.

Pour avoir une idée plus précise de la pression financière exercée sur les ménages, il est plus pertinent de retenir comme indicateur le stock de dette rapporté au revenu disponible annuel des ménages. Durant les années soixante-dix, c'est surtout aux Etats-Unis et au Canada que le taux d'endettement est élevé : entre 70 et 80 % pour la dette totale. Au Royaume-Uni, comme en France, il est compris entre 55 et 60 %. Dans ces quatre pays, 60 % environ de la dette est due à des emprunts hypothécaires. Au Japon, par contre, le ratio est aussi élevé mais les prêts hypothécaires apparaissent comme marginaux, bien qu'en progression rapide pendant la deuxième moitié des années soixante-dix. Au cours des années quatre-vingt, le taux d'endettement des ménages s'accélère un peu partout à des rythmes divers mais c'est dans les pays anglo-saxons que la dette hypothécaire a le plus progressé. En 1991, celle-ci atteignait 79 % du revenu annuel des ménages britanniques, pour une dette totale de 116 %. Aux Etats-Unis et au Canada, les pics étaient atteints deux ans plus tard avec respectivement 67 % et 95 % pour le premier pays, 68 % et 102 % pour le second. Au Japon, les engagements financiers sont très élevés mais leur progression est beaucoup moins liée au secteur immobilier.

La montée du taux d'endettement, qui a accompagné la phase d'expansion du cycle immobilier, s'est ralentie après le retournement mais n'a pu être inversée. Malgré le recul du nombre de prêts hypothécaires octroyés, les montants moyens ont continué à augmenter quelque temps du fait de la hausse des prix. De plus, lorsque les prix se retournent à la baisse et que les nouveaux engagements ralentissent, l'encours total ne peut se réduire qu'au fur et à mesure que le capital s'amortit. La dette est beaucoup plus rigide à la baisse du fait qu'il s'agit de prêts à long terme. Par ailleurs, le retournement conjoncturel s'accompagne d'un tassement du revenu des ménages (perte du pouvoir d'achat, et baisse de l'emploi), qui aggrave le taux d'endettement.

3. Taux d'endettement des ménages*

	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Etats-Unis																
Engagements	71	70	80	74	72	74	75	81	85	90	92	95	94	95	94	96
Prêts hypothécaires	42	42	50	48	46	47	47	50	53	59	61	64	65	66	67	68
Japon																
Engagements	60	62	77	79	82	85	88	89	92	101	107	111	116	115	112	—
Prêts hypothécaires	9	18	31	32	34	35	35	36	37	40	43	46	48	48	49	—
France																
Engagements	59	59	62	59	58	58	63	63	64	73	81	83	84	78	75	78
Crédits à moyen et long terme	24	31	40	39	39	39	41	43	43	46	50	49	49	48	47	48
Royaume-Uni																
Engagements	—	55	57	62	68	74	80	85	90	99	107	111	116	116	111	109
Prêts hypothécaires	—	34	33	35	40	47	48	52	58	64	70	73	77	79	77	77
Canada																
Engagements	82	81	87	81	74	76	73	76	81	88	92	93	96	98	100	102
Prêts hypothécaires	45	46	53	50	45	47	45	46	50	55	57	59	61	64	67	68

* Ménages et entreprises privées non constituées en sociétés. Le taux d'endettement est exprimé en pourcentage du revenu disponible nominal. Les engagements sont donnés en valeurs nominales en fin d'année

Source : Perspectives économiques de l'OCDE, 1994, décembre.

Charges d'intérêt : du prévisible à l'impondérable

Autre point nodal dans l'explication des tensions financières exercées sur les ménages : le rôle des taux d'intérêt. Avant de mesurer la charge d'intérêt pesant sur la dette, il semble important de rappeler les différentes modalités d'emprunt ainsi que leurs avantages et inconvénients respectifs.

La majorité des pays (notamment la France, l'Allemagne, le Canada, le Danemark, et les Pays-Bas) proposent des prêts à taux d'intérêt fixe, défini lors de la signature du contrat et en vigueur sur la totalité ou une grande partie de la durée de vie du prêt. Le service est constant, et les intérêts sont calculés sur le capital restant à rembourser. Au début du contrat, dans la mesure où le capital non remboursé est important, les intérêts prennent une part prépondérante. L'amortissement du capital est prédominant en fin de contrat.

Dans d'autres pays, les prêts sont plus couramment libellés en taux d'intérêt variable, renégocié régulièrement (une ou plusieurs fois par an) sur la base des taux à court terme en vigueur sur le marché. C'est le cas de 80 % des prêts hypothécaires des ménages britanniques, de la moitié des prêts en Italie ⁽⁵⁾, d'un tiers des prêts aux Etats-Unis et d'environ 10 % en Suède. Au Japon, les taux sont variables mais liés aux taux longs. Les modalités de remboursement sont différentes de celles des contrats à taux fixes. Au Royaume-Uni par exemple, le capital est remboursé intégralement en fin de contrat. L'emprunteur cotise à un contrat d'assurance-vie, ce qui garantit à la banque le remboursement à terme de son prêt (endowment-mortgage).

Dans le cas des contrats à taux fixe, la valeur nominale du service de la dette est constante, contrairement aux prêts à taux variable où elle est étroitement dépendante de la politique monétaire. Or, le relèvement des taux d'intérêt peut être durement ressenti par les emprunteurs. Une simulation de la Banque d'Angleterre a montré que si, un an après le début d'un contrat, le taux d'inflation passe par exemple de 0 % à 5 % et les taux d'intérêt réels de court terme de 2,5 % à 4,5 %, l'impact sur le service de la dette sera dès la première année particulièrement sévère : le paiement des intérêts versés double, en effet pour passer de 11,5 % à 23 % ⁽⁶⁾ du revenu. A l'inverse, le relâchement des taux d'intérêt se transmettra presque intantanément aux ménages débiteurs.

(5) Dans ce pays la dette hypothécaire des ménages est très faible : 14 % des revenus depuis 1990.

(6) La simulation s'appuie sur les hypothèses suivantes : le prix de l'actif est égal à 2,5 fois le revenu annuel de l'emprunteur, le prêt en finance 90 % et est d'une durée de 25 ans. C'est la situation type d'un jeune primo-accédant, *Quarterly Bulletin*, 1994, Bank of England, février.

Si la détente monétaire a été correctement anticipée, la valeur réelle du service de la dette est à peu près la même dans les deux cas. Si par contre, les anticipations inflationnistes ont été surestimées, les ménages ayant emprunté à taux fixe supportent une valeur réelle du service de leur dette plus élevée que prévue. Néanmoins, même si le coût réel à payer est élevé, le coût nominal reste le même.

Déjà élevées du fait de l'importance de la dette des ménages, surtout dans les pays anglo-saxons et la Suède, les charges d'intérêt se sont accélérées dans la deuxième moitié des années quatre-vingt avec le durcissement des politiques monétaires. L'emballement de la croissance économique, entretenue entre autres par la réalisation des plus-values immobilières et les bas taux d'intérêt réels, a conduit la plupart des pays à appliquer des politiques monétaires restrictives. Les taux d'intérêt ont été relevés, parfois substantiellement : au Royaume-Uni les taux courts sont passés en un an et demi de 8 % à 15 %. La hausse du loyer de l'argent est venue alourdir les pressions financières tant en freinant la progression du taux d'endettement, surtout dans les pays où la dette est à taux variable. Au Royaume-Uni, malgré un encours qui s'est stabilisé depuis 1989, le taux d'endettement a augmenté jusqu'en 1991 du fait de l'évolution défavorable du revenu des ménages mais surtout, malgré l'ajustement en cours, la pression croissante des charges d'intérêts a empêché tout allègement financier. De 1988 à 1990, celles-ci sont passées de 9 % à 13 % du revenu des ménages et ce n'est qu'avec la décrue des taux, initiée au début de 1991 et accélérée après la sortie de la livre du SME en septembre 1992, qu'elles sont revenues à 9 % environ en moyenne 1993.

Dans les pays où les contrats sont essentiellement à taux fixe, le ralentissement du taux d'endettement peut là aussi se combiner au maintien, voire à la hausse du ratio charges d'intérêt / RDB lorsque les nouveaux engagements sont conclus dans une période de taux d'intérêt particulièrement élevés. Dans ce cas, pour un service équivalent, le capital emprunté est moindre mais le coût à payer est plus élevé. Cependant, dans la mesure où les clauses du contrat sont acceptées et connues à l'avance, les risques financiers sont beaucoup mieux appréhendés que dans les cas où les taux en vigueur s'appliquent à l'ensemble de l'encours.

En conséquence, en accroissant l'offre de prêts disponibles et en relâchant les critères de risques, la déréglementation financière et la montée de la concurrence entre établissements ont, sans aucun doute, stimulé les investissements dans le secteur du logement et favorisé l'envolée des prix. Traditionnel butoir à la phase d'expansion du cycle réel, le cycle financier des agents privés a cette fois repoussé les limites d'endettement admises jusqu'alors. Simultanément, les risques financiers se sont accrus, surtout dans les pays pratiquant le système des prêts à taux variables.

Chronique d'un cas spécifique : l'expérience britannique

Le cas britannique que nous allons développer maintenant, est intéressant à plus d'un titre. Tout d'abord, c'est probablement le pays qui a modifié le plus radicalement les options de politique du logement retenues dans l'après-guerre. Très interventionniste et faisant du logement un bien public et accessible à tous à l'époque, il est aujourd'hui le pays où le secteur public s'est le plus désengagé. Comme on l'a vu, il est aussi le pays où les déséquilibres financiers pesant sur les ménages se sont le plus accrus durant la décennie quatre-vingt, avec une très forte montée de l'endettement et un système traditionnel de prêts qui rend les agents particulièrement vulnérables à la conjoncture. Enfin, il a connu un cycle de l'immobilier et une phase de spéculation très mouvementés.

Rupture de la politique du logement britannique au travers de l'évolution du statut de l'occupant

Après la deuxième guerre mondiale, les gouvernements travaillistes au pouvoir optèrent pour une politique du logement dont les grands principes ont subsisté jusqu'au début des années soixante-dix :

- donner un logement de qualité à tous puis aux plus nécessiteux ⁽⁷⁾,
- protéger les locataires d'une hausse trop forte sur les loyers et des abus des propriétaires
- continuer à encourager l'accession à la propriété, notamment en remettant en fonctionnement le système de financement du logement déjà très développé pendant l'entre-deux-guerres.

Ces objectifs vont avoir trois résultats bien visibles. De 1945 à la fin des années soixante, le secteur locatif public va se développer rapidement. Pratiquement inexistant pendant l'entre-deux-guerres, malgré les efforts réalisés, il concerne 30 % de l'ensemble du parc immobilier au milieu des années soixante-dix.

Simultanément, par suite des blocages des loyers et d'une législation particulièrement favorable aux locataires, l'immobilier dit de rapport est délaissé par les investisseurs privés et fait l'objet de mises en vente massives sur le marché. Aucune incitation particulière n'étant mise en place pour acheter dans le neuf, la demande des ménages jusqu'au milieu des années cinquante se satisfait largement de ces logements privés anciennement loués. Puis l'offre de nouvelles constructions va

(7) Là est la distinction entre la notion de logement public développée après guerre, et celle de logement social, qui existe aujourd'hui.

s'élargir, le secteur locatif privé continuant de baisser au profit de la propriété. Ainsi, de prédominant sur le marché du logement pendant l'entre-deux-guerres avec presque 60 %, il devient minoritaire dès 1964 (inférieur au parc subventionné) pour atteindre 16 % en 1975 ⁽⁸⁾.

En contrepartie, le nombre de logements achetés et occupés par leur propriétaire s'est rapidement accru, surtout pendant les années soixante.

De 1975 à 1979, la progression du stock de logements s'est ralentie en raison du désengagement progressif du secteur public (le nombre de logements sociaux se stabilise vers 6 millions). Le nombre de ménages propriétaires de leur logement continue à augmenter, grâce à la vente de logements anciennement loués, mais surtout grâce aux investissements du secteur privé.

4. Structure du parc de logements selon le statut de l'occupant

En % du stock de logements

	Propriétaires-occupants	Secteur locatif public	Secteur locatif privé	Association de logement
1939	32	10	58	
1951	30	18	52	
1961	42	26	32	
1971	51	31	19	
1981	56	31	13	2
1991	68	22	10	3

Source : British social trends since 1900, edited by A.H. Halsey.

Les orientations vont se modifier assez nettement dès 1980 avec l'arrivée de M. Thatcher à la tête d'un gouvernement conservateur libéral. Un vaste programme de « right to buy » ⁽⁹⁾ visant l'ensemble de la population est engagé tandis que rapidement, l'Etat se désengage du marché.

Le mouvement d'accession à la propriété va s'accélérer pendant toute la décennie au point que le nombre de ménages propriétaires de leur logement en pourcentage du stock existant va être l'un des plus élevés

(8) Cette année-là sur les 2,9 millions de logements privés loués, 2,2 millions avaient été construits avant 1919 : c'est dire le peu d'investissement en logement neuf motivé par la location.

(9) Droit à l'achat.

de l'Union européenne avec l'Irlande, la Grèce et l'Espagne⁽¹⁰⁾. Cette particularité est récente. En 1960, il était inférieur à la moyenne communautaire et en 1970 puis 1980 se trouvait exactement dans la norme. Le rythme d'accession à la propriété a été plus rapide qu'ailleurs, surtout pendant les années soixante et quatre-vingt, malgré la décélération nette du rythme moyen durant cette dernière décennie. Au total, sur les 4,5 millions de résidences principales achetées entre 1979 et 1992, 1,6 million provenaient de la vente de logements sociaux, 2,7 millions de nouvelles constructions et 200 000 de logements privés anciennement loués. L'accroissement du parc immobilier a donc été exclusivement le fait de l'arrivée d'une nouvelle demande sur le marché, celle des primo-accédants.

En 1992, sur 24 millions de logements, 16 millions étaient occupés par leurs propriétaires, 5 millions appartenaient au secteur social et 2,5 millions étaient loués sur le marché privé⁽¹¹⁾.

5. La population propriétaire de son logement

En % de la population totale

	1950	1960	1970	1980	1990
Belgique	39	50	54	62	65
Danemark	—	45	47	52	56
Espagne	50	57	64	69	76
France	35	42	45	50	54
Grande-Bretagne	—	42	50	58	67
Grèce	—	—	—	70	79
Irlande	—	60	71	73	76
Italie	40	46	51	59	64
Luxembourg	—	55	56	59	67
Pays-Bas	29	33	35	43	45
Portugal	—	45	48	52	59
RFA	—	35	36	40	42
Moyenne UE		46,4	50,6	57,2	62,5

Source : L'Observateur de l'immobilier, Revue du Crédit foncier de France, mai 1993.

(10) Dans ces trois pays, l'importance des agriculteurs traditionnellement propriétaires de leur logement peut expliquer ce résultat.

(11) Les 500 000 logements restants étant des logements privés inoccupés.

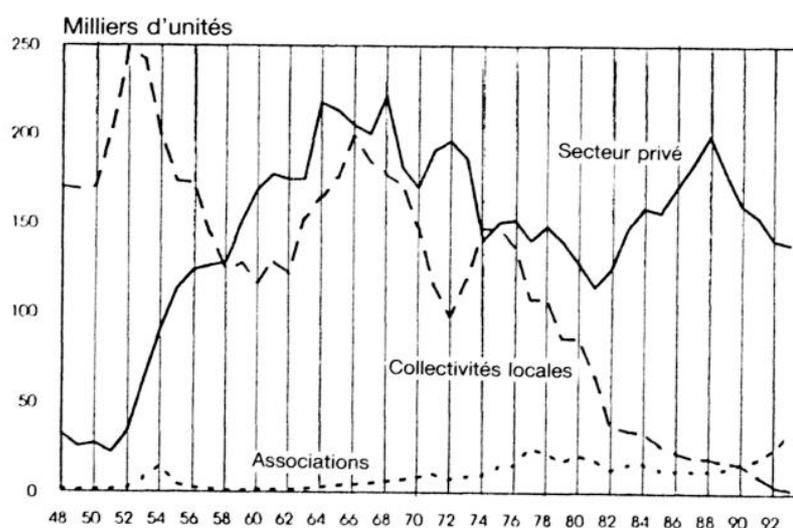
Retrait accéléré du secteur public et encouragement à l'accès à la propriété

Démantèlement du parc social

Un tournant est pris avec la mise en place du Housing Act de 1980. Pré-existante mais très limitée, la vente des logements sociaux à leurs occupants va marquer la politique du logement des années quatre-vingt. La possibilité est donnée au locataire d'acheter son logement en bénéficiant de conditions particulièrement attractives. S'il est installé dans les lieux depuis au moins 3 ans, il peut bénéficier d'une remise de 33 % du prix du marché augmentée d'un point par année d'occupation. Le *Housing Act* de 1984 réduit à 2 ans l'obligation de résidence et fait passer l'abattement maximal de 50 % à 60 % ⁽¹²⁾. A partir de 1987, les appartements sociaux peuvent même être vendus à 30 % du prix du marché. Au total, plus de 2 millions de demandes se sont exprimées en Grande-Bretagne avant fin 1992, dont environ 70 % ont abouti. Le maximum des ventes est atteint en 1982 et en 1989 avec 200 000 transactions chaque année. En 1992, on comptait encore 65 000 logements sociaux vendus.

Conjointement à la vente des logements existants, les investissements des autorités locales ont chuté pendant la décennie. D'une moyenne annuelle de 125 000 logements sociaux construits pendant les années soixante-dix, le nombre passe à 31 300 la décennie suivante pour atteindre 2 400 en 1993. La rigueur budgétaire est de mise ainsi que le désendettement public : les recettes tirées des privatisations, soit 30 milliards de livres sur la décennie, n'ont pu être réinvesties qu'à hauteur de 25 %, les 75 % restants servant au remboursement de la dette.

5. Logements neufs finis par types d'investisseurs



Source : CSO.

(12) Avant 1979 l'abattement maximal était de 30 %.

*Incitations fiscales à l'achat d'une résidence principale :
le MIRAS (Mortgage Interest Relief at Source)*

Le système de l'abattement fiscal au titre des intérêts hypothécaires est particulièrement attractif au Royaume-Uni et concerne tous les ménages acquéreurs, au titre de leur résidence principale, d'un logement neuf ou ancien. Existant depuis les années soixante-dix, le principe en est simple. Une remise de 25 % des intérêts calculés sur les 30 000 premières livres d'emprunts est faite lors du paiement à l'organisme créditeur qui se charge de se faire payer le complément auprès du Centre des Impôts. Avant 1983, le plafond était fixé à 25 000 livres et les intérêts versés étaient bruts, la déduction se faisant lors du calcul des impôts. Jusqu'en 1988, la mesure s'appliquait à tous les prêts liés à l'achat d'une résidence principale. Depuis cette date, elle n'est valable qu'une fois par acquisition immobilière.

Ainsi, un couple dont chacun des membres contracte un prêt au moins égal à 30 000 livres pour l'achat de leur résidence, au taux de 10,25 % a pu bénéficier, jusqu'en 1988, d'une remise égale à $30\,000 \times 0,1025 \times 0,25 \times 2$, soit 128 livres par mois, durant toute la période du prêt. Après cette date, la réduction n'est plus que de 64 livres.

Cette mesure déjà incitative l'est encore davantage dans le cas de prêts à taux variable. Dans ce cas l'emprunteur paie les intérêts calculés sur la valeur du prêt initial. Par ailleurs il souscrit une assurance à une compagnie chargée de faire fructifier son argent pour qu'à terme, la somme empruntée puisse être remboursée. Ainsi, contrairement au système classique de prêts à taux fixe où la part des intérêts s'amenuise progressivement au profit du capital, les intérêts versés restent prédominants, comparés aux primes d'assurance dont la somme cumulée est inférieure au capital prêté. Au bout du compte, l'abattement fiscal déjà attractif porte sur un montant d'intérêt plus élevé. Ainsi en 10 ans, de 1979 à 1989, 40 milliards de livres ont pu être économisés par les ménages, soit l'équivalent d'une baisse de 3 points du taux hypothécaire moyen sur la décennie.

Depuis 1991, ces incitations sont remises en cause avec la limitation des déductions à la tranche inférieure de l'impôt sur le revenu. Depuis le 1^{er} avril 1994 le taux d'abattement a été réduit de 5 points, passant à 20 %, et devrait baisser de nouveau le 1^{er} avril 1995 à 15 %.

Les autres avantages sont moins importants, bien que pouvant jouer un rôle non négligeable dans un pays où la mobilité est élevée : tous les sept ans environ, les ménages changent de logement. Les plus-values immobilières ne sont pas imposées. Les coûts de transactions (frais notariés, d'agence, d'enregistrement et taxes diverses) sont faibles et supportés par les deux parties contractantes ⁽¹³⁾.

(13) Pour un achat de 1 million de Francs et un emprunt de 800 000 Francs le coût approche 13 % en France, et 6 % en Grande-Bretagne, cf. *Le financement du logement — les enseignements britanniques*, 1993, Revue Banque, n° 540, août-septembre.

Déréglementation des marchés financiers et montée de la concurrence

Traditionnellement organisé autour des *building societies*, mutuelles d'Épargne-logement existant depuis le milieu du siècle dernier, le système de financement du logement va exploser au cours de la décennie quatre-vingt. Jusque là, les *building societies* sont chargées de collecter l'épargne des particuliers et de la transformer en prêts à long terme destinés à financer l'acquisition, la réhabilitation ou la construction des logements. Indépendantes des marchés monétaires et financiers et organisées autour d'un cartel, la *Building Societies Association*, ces institutions offrent des prêts à un taux recommandé par la BSA et inférieur à ceux du marché monétaire. En dépit d'un taux de rémunération des dépôts légèrement inférieur à celui des placements bancaires, elles captent la majeure partie de l'épargne. Les banques ont peu accès au marché hypothécaire dans la mesure où elles font l'objet d'un encadrement du crédit particulièrement strict, notamment par le biais d'un système de dépôts obligatoires non rémunérés dès que la progression de leurs engagements devient trop rapide. Ce système dit du « corset » a eu cours pendant la majeure partie des années soixante-dix.

Jusqu'au début de la décennie quatre-vingt, le financement du logement se trouve donc extrêmement segmenté et limité par les ressources propres des *building societies*, et par l'encadrement des crédits bancaires. En conséquence, la demande de prêts étant supérieure à l'offre, un système de file d'attente existe, où il n'est pas rare de devoir attendre plusieurs mois. Dès l'arrivée de M^{me} Thatcher au gouvernement, les choses vont changer. Tout d'abord, la levée du contrôle des changes en octobre 1979 va rendre inapplicable le système du « corset » qui sera aussitôt aboli, bien que toujours en vigueur jusqu'à mi-1980. Le retrait effectif de l'encadrement du crédit bancaire va permettre aux banques de s'engouffrer vers un nouveau créneau jugé à l'époque rentable et peu risqué. Elles font une véritable percée, et détiennent en 1982, près de 40 % des nouveaux prêts hypothécaires contre à peine 10 % deux ans plus tôt. Simultanément, elles stimulent la concurrence sur le marché des dépôts et introduisent en 1985, le principe du compte courant rémunéré (auparavant, les comptes courants étaient non rémunérés mais en plus certaines transactions étaient payantes).

La montée de la concurrence des banques oblige les *building societies* à s'adapter. En septembre 1981, la BSA ne recommande plus que le taux de base hypothécaire et en octobre 1983, après que l'Abbey National ait quitté le cartel, décide de conseiller plus que de recommander des taux. Son rôle de coordinateur et de conseiller prendra fin définitivement en 1986. Mais surtout, les *building societies* veulent élargir les origines de leurs ressources, plus limitées que celles des banques. Un premier rééquilibrage est trouvé avec les dispositions de 1983 qui leur permettent d'accéder aux marchés monétaire et financier.

Déjà, dès 1982, les taux d'intérêt hypothécaire pratiqués sont devenus supérieurs au taux du marché monétaire à 3 mois.

Le *Building Societies Act* de 1986 vient compléter les mesures précédentes en levant progressivement la réglementation pesant sur les activités, tant du côté du passif que de l'actif. Il autorise les *building societies* à agir dans des domaines exclusivement réservés aux banques. Il maintient néanmoins, leur spécificité première, celle d'être des organismes spécialisés dans la collecte de fonds destinés à financer le logement.

Simultanément, les mécanismes de titrisation (émissions de titres gagés sur des créances hypothécaires) importés des Etats-unis, se développent depuis 1987.

Si aujourd'hui, le système de financement du logement reste encore étroitement lié aux *building societies* (qui détiennent environ 2/3 de l'encours des prêts distribués et 1/3 des actifs financiers des ménages), la déréglementation financière et la montée de la concurrence ont levé les contraintes qui pesaient sur les crédits. Il n'existe plus de limites à l'octroi de prêts, sinon celles que se fixent les institutions financières.

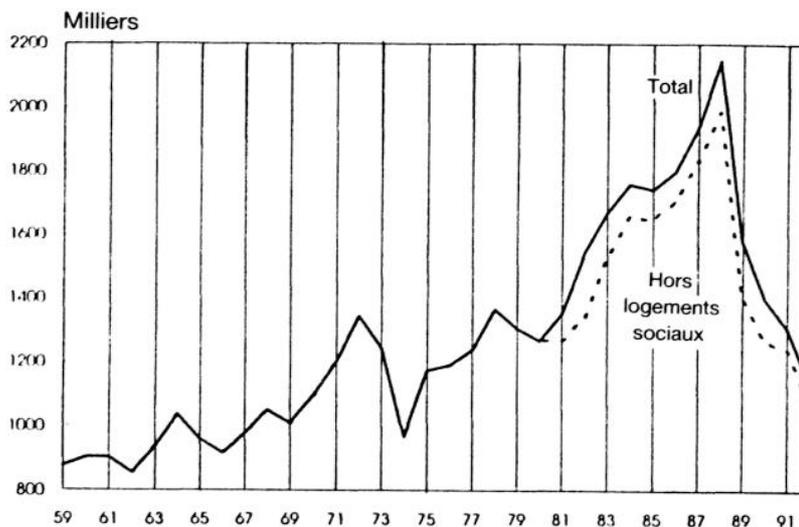
1981-1985 : un marché peu actif, soutenu essentiellement par la vente de logements sociaux et le dégonflement des listes d'attente

Après plus de deux années de récession économique, l'activité repart fin 1981. Dans le secteur de l'immobilier, les premiers frémissements apparaissent aussi à cette période. Le programme de mises en ventes de logements sociaux qui débute est actif, tandis que la levée de l'encadrement du crédit bancaire permet de répondre à la demande de prêts des ménages inscrits sur les listes d'attente depuis plusieurs mois. Ces deux facteurs vont continuer à stimuler l'activité du marché en 1982, en phase avec la reprise conjoncturelle. 200 000 logements sociaux sont achetés par leurs occupants et les investissements des autres ménages reprennent lentement.

C'est surtout après 1983 que l'activité confirme son évolution modérée. La récession passée a laissé des séquelles et la lente reprise économique se double d'un ajustement structurel dans les entreprises qui déprime le marché de l'emploi. Les prêts hypothécaires se redressent, tandis que le volume des transactions, après la rapide accélération de 1981 et 1982, se stabilise très au-dessus de sa moyenne des années soixante-dix : 1,72 million en rythme annuel à la fin de 1982 contre 1,28 million pour la précédente décennie. Les mises en chantier reprennent en 1983 et les prix augmentent modérément, restant sur leur tendance de long terme.

Simultanément, la percée des banques sur le marché du crédit hypothécaire puis la progressive levée des contraintes sur l'origine des fonds des *building societies* accroissent l'offre de prêts, tandis que la montée

6. Nombre de transactions immobilières (*)



Source : CSO.

(*) En Angleterre et au Pays de Galles

de la concurrence rend plus attractives les conditions d'accès. La part de l'apport personnel est réduite, les institutions finançant 85 % de la valeur du logement sur la période contre 80 % en moyenne pendant les années soixante-dix. Devant la hausse du nombre et du montant des prêts, le taux d'endettement des ménages augmente rapidement dès 1981 alors qu'il stagnait auparavant. Le service de la dette varie entre 13 % du revenu mi-1983 et 19 % à l'automne 1985 du fait de la remontée des taux d'intérêt hypothécaires depuis un an, insuffisamment compensée par le relèvement en avril 1983 du plafond de la tranche de prêt donnant lieu à l'abattement fiscal ⁽¹⁴⁾.

De 1986 à la mi-1988, l'illusion patrimoniale fait figure d'enrichissement personnel

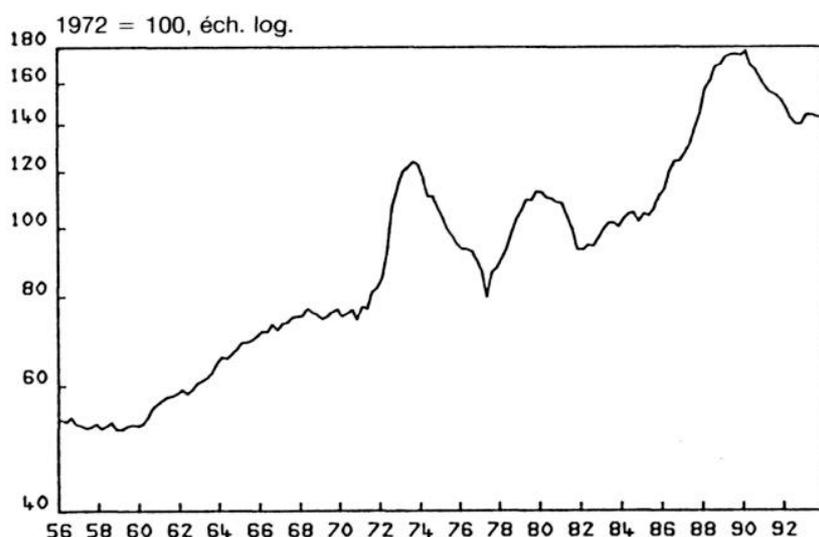
Après le léger ralentissement conjoncturel de 1985 interrompu avec le contre-choc pétrolier et la baisse du dollar, la croissance britannique s'accélère et reste sur un rythme supérieure à 4 % en 1986 et 1987, bien au-dessus de son potentiel. Les salaires accélèrent tandis que les entreprises recourent davantage à l'emploi. Le climat de confiance se redresse avec la décrue du chômage. Simultanément, la politique monétaire se détend. L'environnement macro-économique et financier va alors jouer un rôle particulièrement stimulant sur les comportements d'investissement logement des ménages avec en retour un optimisme qui va conforter les ménages dans leur comportement dépensier.

Après trois années de stabilisation à un niveau élevé, le volume de transactions s'accélère au deuxième semestre 1986 et atteint un pic à

(14) Cette mesure a permis de réduire de 15 livres par mois le service de la dette, lorsque les taux hypothécaires ont atteint leur maximum en avril 1985.

2,2 millions en rythme annualisé à l'automne 1988. Certes, le mouvement est soutenu par la poursuite du programme de liquidation du parc social, surtout en 1988, mais l'emballement tient principalement à l'intense activité sur le marché privé.

L'accès élargi aux crédits hypothécaires permis par la libéralisation financière va être largement utilisé par le climat propice à l'investissement résidentiel. Les prêts accordés sont très élevés en 1986 et 1988 ⁽¹⁵⁾ tandis que, devant l'ampleur de la demande de logement, la construction repart dès 1986, et les prix commencent à s'emballer vers la fin de cette même année.



7. Prix relatif du logement neuf (*)

(*) Déflaté sur les prix de détail
Source : CSO, calculs OFCE.

L'évolution du marché des prêts hypothécaires est en fait la suivante :

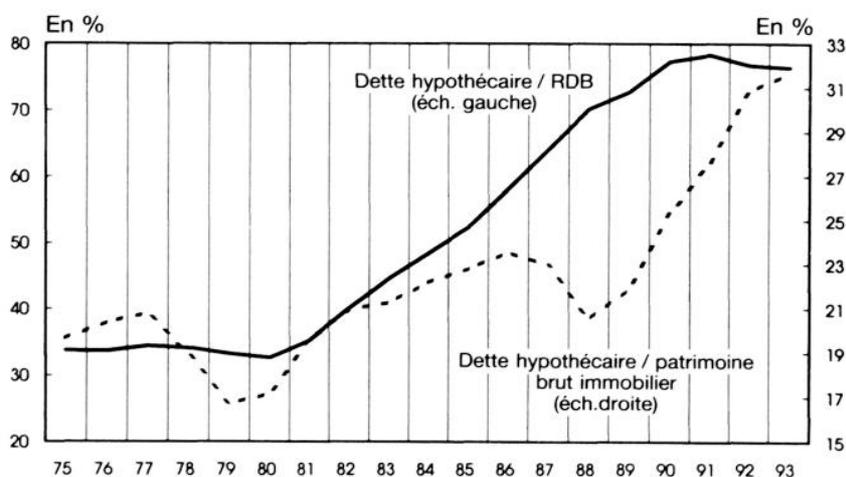
— jusqu'en 1986 le nombre de prêts accordés au secteur privé ainsi que le montant moyen par prêt augmentent régulièrement,

— ensuite, le volume total se stabilise, au delà de la baisse passagère du premier semestre 1987, et diminue même légèrement si l'on exclut les prêts destinés à l'achat d'un logement social. Simultanément, le montant moyen s'élève rapidement, avec la montée des prix. En valeur totale, les engagements financiers continuent à s'accroître rapidement sur la période, essentiellement sous l'effet de la hausse des prix du logement.

(15) Ils le sont beaucoup moins en 1987 du fait du relèvement d'un point des taux d'intérêt entre octobre 1986 et février 1987 pour soutenir le taux de change. Après les accords du Louvre et étant donné le différentiel de taux particulièrement élevé en faveur de la livre, les taux sont à nouveau baissés.

Le taux d'endettement des ménages continue à augmenter rapidement. L'envolée des prix et le fait que les organismes de prêts acceptent de prendre un plus grand risque en finançant une part très élevée de la valeur du logement (85 % en moyenne pour un primo-accédant ⁽¹⁶⁾) font augmenter l'encours total relativement au revenu des ménages. En fait, plus que sur le revenu, le prêt est gagé sur le logement dont la valeur ne cesse de s'accroître tout au long de la période. Rapportée au patrimoine brut immobilier, la dette hypothécaire ne s'est pas accrue, elle a au contraire baissé avec la valorisation de l'actif en 1987 et surtout 1988. Simultanément, le service de la dette a bénéficié de la décreue des taux d'intérêt, et est resté aux alentours de 17-18 % du revenu des ménages.

8. Taux d'endettement hypothécaire des ménages britanniques

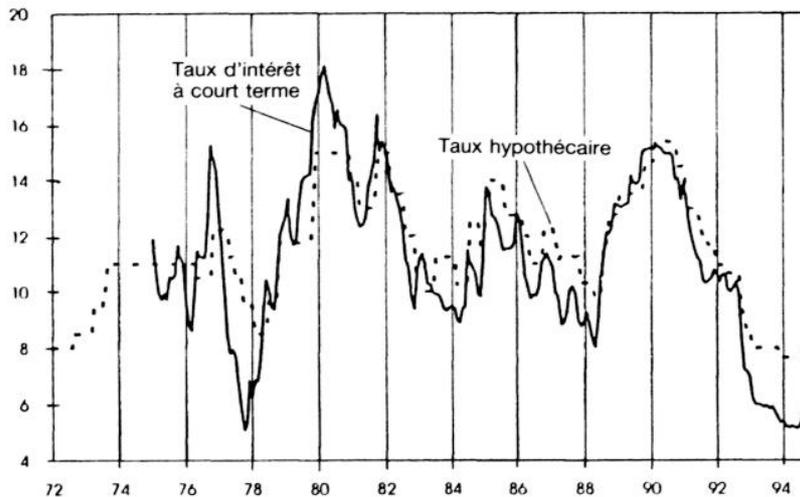


Source : CSO.

De l'été 1988 à la reprise de 1993, les fondamentaux reprennent le dessus

Devant l'emballement de la demande intérieure et les signes de surchauffe qui apparaissent, dont l'évolution du prix de l'immobilier, l'objectif de change est suspendu au profit de celui de stabilisation. Le redressement monétaire est brutal. Le taux d'intervention de la Banque d'Angleterre passe de 7,5 % en mai 1988 à 15 % en octobre 1989. Les taux hypothécaires suivent le mouvement et se redressent de 5,75 points pour arriver à 15,5 % en mars 1990.

(16) Contre 73 % en France en moyenne sur la période.



9. Taux d'intérêt hypothécaire et à trois mois

Source : Statistiques financières de l'OCDE.

L'effet sur la conjoncture et sur le marché immobilier est rapide. Devant le renchérissement du coût du crédit, les nouvelles demandes de prêts s'effondrent ainsi que les transactions, malgré la relance des privatisations d'actifs des collectivités locales en 1989. Devant le retrait de la demande de logements, les volumes des nouvelles constructions se contractent dès le début de 1989 en même temps que les hausses de prix ralentissent.

Simultanément, la croissance de la dette ralentit quelque peu avec le fléchissement des nouveaux engagements hypothécaires. Le nombre de prêts accordés chute de 30 % entre 1988 et 1989, faisant plus que compenser la concentration des montants sur un volume plus réduit. Alors qu'une majorité d'investisseurs se retire du marché de l'immobilier devenu trop coûteux et risqué depuis le retournement conjoncturel, certains y entrent alors que les prix sont au plus haut. Durant les deux périodes d'envolée spéculative des années soixante-dix, les critères plus stricts de solvabilité avaient entraîné une baisse du ratio prêt / valeur de l'acquisition. Au contraire on assiste cette fois à une absence de rationnement du crédit en dépit d'un niveau élevé des prix du logement et du retournement des perspectives à court et moyen terme. Les prêts accordés sont donc non seulement coûteux, mais aussi d'un montant très élevé. Or, en 1989, plus de 35 % des primo-accédants contractaient un prêt supérieur à la valeur du bien immobilier⁽¹⁷⁾, et plus de 60 % empruntaient au moins 95 %. Or, ce groupe représente un peu moins de 50 % de l'ensemble des investisseurs.

La hausse du taux d'endettement jusqu'en 1990, dans un contexte de ralentissement du stock de dette, est le fait d'une moindre progression, puis de la baisse des revenus. Mais, contrairement aux années précé-

(17) Il n'était pas rare de financer des achats de consommation par un crédit hypothécaire, qui bénéficiait de l'abattement fiscal.

denes, elle n'est plus compensée par la valorisation du patrimoine immobilier. Au contraire, la stabilisation puis la baisse des prix ont révélé la fragilité du système, en soulignant le décalage entre le développement d'une dette parfaitement rigide, et la valorisation spéculative d'un patrimoine immobilier.

Surtout, le changement majeur frappant directement les ménages endettés porte sur le service de la dette. Dans la mesure où 80 % des contrats sont à taux variable et que l'encours de la dette s'est accru très rapidement au cours des années passées, le relèvement de presque six points des taux d'intérêt va avoir des répercussions très graves sur les intérêts bruts à payer. De 8,5 % au point bas de 1988, ceux-ci atteignaient 15 % des revenus des ménages dans le courant de 1990. Simultanément le durcissement des mesures fiscales sur les déductions d'intérêt en vigueur depuis août 1988, renchérit en termes nets le prix à payer. Le service de la dette passe alors de 17-18 % du revenu des ménages à un peu plus de 30 %, niveau sans précédent, même pour un niveau de taux d'intérêt équivalent.

Cette situation va déclencher un grand nombre de culbutes financières entraînant de plus en plus de cas d'arriérés de paiement ou, au pire, de saisie, « repossessions » par les organismes de prêt. En 1991, on dénombrait 75 000 logements ayant fait l'objet de ce genre de procédures, soit 5,5 % des transactions.

En dépit du relâchement monétaire à partir d'octobre 1990 (les taux hypothécaires baissent de presque cinq points à 10,75 % en septembre 1992), la situation financière des ménages reste difficile. Les charges d'intérêt sont revenues à 11 % des revenus mais les faillites personnelles se poursuivent sous l'effet de la montée du chômage (raison avancée dans 20 à 30 % des cas en 1992) d'une mauvaise gestion financière (15 %) de la baisse des revenus (10 %) ⁽¹⁸⁾. La morosité du marché et la baisse des prix obligent les autorités à intervenir en novembre 1992 : 750 millions de livres sont débloquées pour permettre aux organismes gestionnaires de racheter 20 000 logements vides et de reloger notamment les sans-abris. La poursuite de la crise économique, et plus étroitement dans l'immobilier, conduit les autorités à refuser de se soumettre plus longtemps aux contraintes du SME. Elles en sortent en septembre 1992 et abaissent de quatre points les taux d'intérêt. Les *building societies* répercutent partiellement la détente et ramènent leur taux à 8 % au début de 1993, contre 10,75 % cinq mois plus tôt.

Les intérêts versés par les ménages reviennent à 8 % des revenus dès le début de 1993, et le service de la dette a retrouvé son niveau de longue période. Les difficultés financières se poursuivent : 350 000 prêts faisaient l'objet d'arriérés de paiements de plus de 6 mois, et 158 000 de plus de 12 mois au milieu de 1993, sur un total de 10 millions de prêts

(18) Et 20-25 % des cas, à cause de rupture familiale.

environ. 32 000 logements étaient sous le coup d'une saisie d'hypothèques. Ces logements sont remis sur le marché et viennent s'ajouter aux 200 000 invendus.

Avec la baisse des prix de l'immobilier, les problèmes d'insolvabilité ont été rendus d'autant plus délicats que près de 2 millions des ménages avaient au premier trimestre 1993 une dette supérieure à la valeur de leur logement (« negative equity »). L'écart atteignait 12 milliards de livres, soit 6 600 livres en moyenne par ménage.

Un an et demi plus tard, malgré l'amélioration perçue dans le secteur immobilier, 1 million de ménages étaient encore dans cette situation, dont 440 000 dans le Sud-Est de l'Angleterre. Au delà des difficultés qui continuent à apparaître, l'activité dans la construction a repris au début de 1993 et les prix se sont stabilisés. L'endettement, bien que fragile, a augmenté sur la base d'un encours toujours élevé.

Au terme de cet examen des facteurs qui dans le cas britannique ont alimenté l'activité du secteur du logement pendant toute la dernière décennie, plusieurs points ressortent.

Tout d'abord, les grands principes qui ont animé la politique du logement britannique depuis le milieu des années soixante-dix ont conduit à des résultats notables. Le désengagement de l'Etat s'est soldé, en plus de l'ajustement budgétaire requis, par une réduction de la dette publique financée par les recettes de la vente des actifs des collectivités locales. 75 % des recettes devaient en effet être utilisées au remboursement. Simultanément, les politiques d'incitation à la propriété ont eu des résultats concluants pour l'investissement en logement. Sur l'ensemble de la décennie, plus de 4,5 millions de ménages sont entrés sur le marché de l'accession dont 1,5 million par le biais de l'achat de leur logement aux collectivités locales. Les 3 millions restants ont tiré, à eux seuls, le secteur de la construction neuve à un rythme remettant en cause la tendance de long terme.

Cette politique n'aurait pu agir aussi efficacement si certaines conditions n'avaient été réunies. En accroissant l'offre de prêts et en élargissant l'accès aux crédits, la libéralisation financière a rendu effective une demande jusque-là non exprimée. Simultanément, la conjoncture économique a eu des effets stimulants sur les prises de décisions individuelles, tandis que des facteurs socio-démographiques jouaient favorablement sur la période. Le nombre de personnes âgées de 16 à 39 ans s'est accru de plus de 3 millions entre 1971 et 1986, soit largement plus que le reste de la population. Par ailleurs, le développement des familles monoparentales et l'installation des célibataires ont fortement augmenté le nombre de ménages, beaucoup plus qu'en France par exemple. Entre le milieu des années soixante et 1989, la somme de ces deux catégories est passée de 17 % de l'ensemble des ménages à 35 % au Royaume-Uni et de 24 % à 32 % en France.

L'arrivée sur le marché de ces jeunes primo-accédants (deux tiers des acheteurs ont moins de 35 ans et 20 % moins de 25 ans) et les nouvelles

modalités de prêt ont augmenté fortement le taux d'endettement global des ménages. Les risques d'insolvabilité se sont accrus en même temps que l'euphorie provoquée par la valorisation du patrimoine incitait à les sous-estimer. Les banques et les *building societies* ont validé le phénomène, concourant à l'emballlement des prix dans le secteur.

Le retournement du début des années quatre-vingt-dix a été particulièrement sévère et a montré la fragilité du phénomène. La crise financière a frappé durement les ménages tandis que les provisions pour pertes sur prêts impayés atteignaient, en 1992, 1,5 % de l'actif des plus grandes banques. Les conséquences sur les institutions financières auraient pû être pires, comme dans les pays nordiques. En fait, elles ont été largement supportées par les ménages surendettés.

Que peut-on dire sur l'évolution à moyen terme du secteur du logement ? Malgré les incertitudes, il est possible néanmoins d'avancer quelques idées.

Tout d'abord, l'ancienneté du parc immobilier britannique (la moitié date d'avant-guerre) devrait déjà alimenter naturellement l'investissement logement du fait d'un besoin de renouvellement du parc existant.

Mais, alors que la déréglementation financière a permis à toute une catégorie de la population d'entrer sur le marché de l'accession à la propriété par le biais de l'endettement, il semble peu probable que cette tendance se poursuive encore longtemps. Tout d'abord, on peut espérer que les déboires récents conduiront à améliorer l'auto-régulation du système financier, et donc que les risques, qui vont de pair avec la montée de l'endettement, seront mieux contrôlés. Dans ces conditions, la croissance du taux d'endettement serait moindre.

Ensuite, le potentiel de demande de logement en vue de l'accession à la propriété est probablement moins important aujourd'hui. Le taux de propriétaires est au Royaume-Uni l'un des plus élevés de l'Union européenne et malgré les 10 % de ménages locataires se disant désireux d'acheter leur logement, celui-ci ne devrait plus beaucoup augmenter. Les facteurs socio-démographiques devraient s'atténuer dans les prochaines décennies, la part des 16-39 ans tendant à se réduire.

Enfin, bien que la déréglementation des marchés paraisse irréversible, les politiques britanniques d'incitation à l'accession sont devenues beaucoup moins attractives depuis 1988 et la tendance se confirme en 1994, avec la baisse du taux d'abattement fiscal portant sur les intérêts hypothécaires. De 25 % jusqu'alors, celui-ci est passé à 20 % en avril dernier et devrait encore baisser à 15 % en avril 1995.

Dans ces conditions, il est peu probable que les politiques développées depuis une quinzaine d'année se poursuivent. Il serait par contre davantage envisageable de considérer le développement (la mise en

place dans le cas britannique) d'un véritable secteur locatif privé comme une évolution possible, surtout si à long terme, la croissance des revenus reste modérée et les prix du logement élevés. Tout dépend de l'attrait financier suscité par ce type de placement et des incitations en sa faveur. Il est certain, en tout cas, qu'il répondrait à une demande des ménages, tout en limitant la progression de l'endettement.

Références bibliographiques

BANK OF ENGLAND, *Quarterly Bulletin* :

1994 : « Fixed and floating-rate finance in the United Kingdom and abroad », février

1992 : « House prices, arrears and possessions », mai

1991 : « Housing finance — an international perspective », février

1990 : « Interest rate mechanism transmission », mai

1990 : « The building societies sector in the 1980s », novembre

1989 : « The housing market », février.

CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS, 1991 : *Dix années d'innovation financières en Europe ; développement des marchés et changements de comportements des agents*, mai.

ÉTUDES ÉCONOMIQUES, Royaume-Uni, différentes années, OCDE.

HOPKINS E., 1991 : *The rise and decline of the english working classes 1918-1990*, Weidenfeld & Nicolson, London.

LEFEBVRE M., MOUILLART M., OCCHIPINTI S., 1991 : *Politique du logement : cinquante ans pour un échec*, Collection Habitat et Sociétés, L'Harmattan, pp. 89-182.

L'OBSERVATEUR DE L'IMMOBILIER, 1993 : « Crise du logement en Europe », *Revue du Crédit Foncier de France*, mai.

MUELLBAUER J., 1991 : « The great british housing disaster and economic policy », *Economic Study*, n° 5.

NATIONAL CONSUMER COUNCIL, 1990 : *Credit and debt, the consumer interest*, HMSO.

OBSERVATION ET DIAGNOSTICS ÉCONOMIQUES, REVUE DE L'OFCE, 1993 : Cycles d'hier et d'aujourd'hui, n° 45, juin.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE, 1994 : n° 56, décembre.

RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX, 1993, (63^e), juin.

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE, 1993 : numéro hors série : *La crise financière de l'immobilier*.

SARGENT J.R., 1991 : « Deregulation, debt and downturn in the UK economy », *National Institute Economic Review*, n° 145, août.