Guy Debelle

+41 61 280 8326
guy.debelle@bis.org

Endettement des ménages et macroéconomie[1]

L'endettement des ménages a fortement augmenté ces deux dernières décennies, par suite de la baisse des taux d'intérêt et de l'atténuation des contraintes de liquidité. Il en est résulté une sensibilité accrue de ce secteur aux évolutions des taux, des revenus et des prix des actifs, là surtout où les prêts hypothécaires sont plutôt consentis à taux variable qu'à taux fixe.

JEL : E210, E520.

La forte augmentation des emprunts des ménages enregistrée ces vingt dernières années dans plusieurs pays développés, tant en valeur absolue qu'en proportion de leur revenu, a suscité des préoccupations sur le caractère soutenable d'un tel endettement et sur ses implications, s'il s'avérait insoutenable, pour la stabilité du système financier.

Deux facteurs expliquent en grande partie cette augmentation : l'atténuation du rationnement du crédit généralisé après la déréglementation financière du début des années 80 ; la baisse des taux d'intérêt, en termes réels et nominaux, en liaison avec le recul de l'inflation durant les deux dernières décennies. Ces facteurs ont contribué à la réduction notable des contraintes de liquidité sur les ménages.

Qu'il soit soutenable ou non, ce poids de l'endettement comporte d'importantes implications macroéconomiques. Il va rendre les ménages plus sensibles aux variations des taux d'intérêt, surtout imprévues, et aux modifications de leur revenu, résultant principalement du chômage. Cette sensibilité accrue est essentiellement fonction de la proportion taux fixe/taux variable de leurs crédits hypothécaires et est accentuée dans les pays où les taux variables prédominent. En outre, dans certains, la récente vague d'emprunts s'est faite en partie sous forme de crédits garantis par le patrimoine immobilier, ce qui a fortement stimulé les dépenses de consommation. Si ce processus venait à ralentir ou s'inverser, comme cela pourrait se produire en

[1] L'auteur a écrit cette étude alors qu'il était détaché de la Banque de Réserve d'Australie auprès de la BRI et du Massachusetts Institute of Technology. Les points de vue exprimés ici sont les siens et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI ni de la Banque de Réserve d'Australie. L'auteur remercie Olivier Blanchard et Claudio Borio pour la pertinence de leurs analyses et commentaires.

cas de décélération des prix du logement ou de hausse des taux hypothécaires, la macroéconomie risquerait d'en être sensiblement affectée.

La présente étude analyse d'abord l'augmentation des emprunts des ménages puis présente brièvement certains facteurs susceptibles d'y avoir contribué ; elle examine ensuite les implications macroéconomiques de cet endettement accru[2].

Exposé de la situation

L'endettement des ménages a fortement augmenté

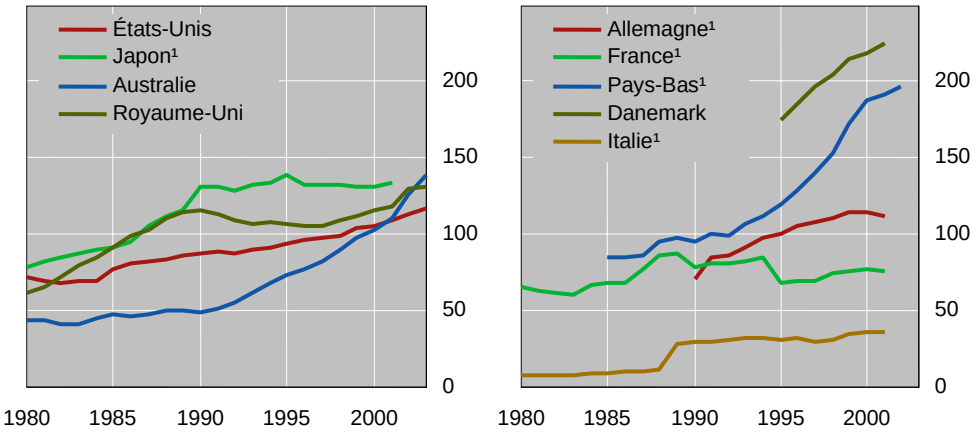
Pendant les deux dernières décennies, l'endettement des ménages s'est accru plus vite que leurs revenus dans la plupart des pays développés, mais avec des différences notables dans l'échelonnement, l'ampleur et le rythme de cette évolution. Le graphique 1 illustre ces différences et montre que cet accroissement a été particulièrement marqué en France, au Japon et au Royaume-Uni dans les années 80, en Australie et aux Pays-Bas la décennie suivante.

L'essentiel des emprunts a porté sur le logement

Dans chaque pays, les ménages ont essentiellement accentué leur endettement en contractant des prêts au logement ; à titre d'exemple, ceux-ci représentent actuellement quelque 75 % de leur dette globale aux États-Unis et au Royaume-Uni, environ 60 % en Allemagne et en France et 85 % en Australie. Si d'autres types d'emprunts se sont également développés plus vite que les revenus sur la même période, en particulier l'endettement sur carte de crédit, ils ne constituent qu'une partie nettement inférieure de la dette totale des ménages.

Ménages : ratio endettement/revenu

En %



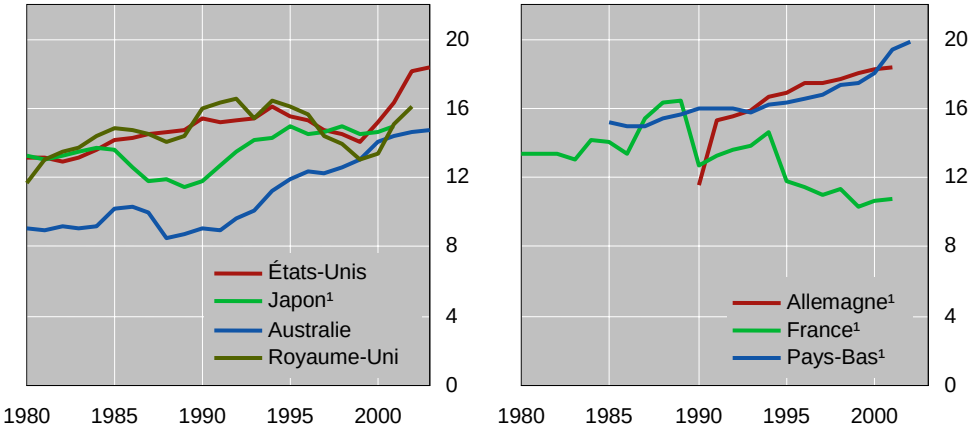
[1] Dont entreprises sans personnalité juridique.

Sources : OCDE ; banques centrales. Graphique 1

[2] Pour une analyse de questions similaires, voir : pour l'Australie, Macfarlane (2003) ; pour l'Irlande, Kearns (2003) ; pour la Norvège, Gjedrem (2003) ; pour le Royaume-Uni, Trésor britannique (2003), Nickell (2003) et Tucker (2003) ; se reporter aussi aux récents Financial Stability Reports, notamment pour la Finlande et la Suède.

Ménages : ratio endettement/actifs

En %



[1] Dont entreprises sans personnalité juridique.

Sources : OCDE ; banques centrales. Graphique 2

Le rapport emprunts/revenu permet de comparer l'endettement dans le temps et par pays, mais il ne constitue pas forcément une référence valable pour voir s'il est excessif. Pour évaluer les décisions d'emprunt d'une entreprise, on utilise généralement un ratio d'endettement, en l'occurrence capitaux empruntés/fonds propres, ou une mesure de la couverture d'intérêt, telle que le service de sa dette en pourcentage du revenu. S'agissant des particuliers, il serait sans doute plus approprié de faire de même pour apprécier le caractère soutenable de l'endettement. On peut calculer le degré d'endettement des ménages en divisant leur dette par la valeur de leurs actifs ; la couverture d'intérêt est obtenue en comparant les remboursements (intérêts et principal) au revenu disponible.

Le ratio d'endettement n'a pas beaucoup augmenté…

Rapporté aux actifs de l'ensemble des ménages, l'endettement du secteur n'augmente pas de façon aussi spectaculaire. Le graphique 2 montre qu'il n'a généralement pas progressé de plus de 5 points de pourcentage et a même diminué en France. Il faut y voir principalement l'incidence de la hausse simultanée des prix du logement dans la plupart des pays, mais aussi, dans certains, celle de l'augmentation de la valeur des patrimoines[3]. Une baisse éventuelle de ces prix fausserait rapidement l'évaluation, car la valeur du patrimoine diminuerait, mais pas la dette correspondante. Il convient donc d'utiliser cette méthode avec prudence pour apprécier le caractère soutenable de l'endettement.

…ni le service de la dette

La couverture d'intérêt ne marque pas de tendance nette à la hausse dans la plupart des pays. Le recul des taux des prêts est venu compenser les effets de l'accroissement de l'endettement, de sorte qu'en moyenne les ménages ne consacrent pas au service de leur dette une part plus importante de leur

[3] Les études de Borio et McGuire ainsi que de Tsatsaronis et Zhu dans cette édition du *Rapport trimestriel BRI* examinent les causes possibles de la hausse des prix du logement.

revenu que dans le passé[4]. Le poids de cette dette atteint déjà, néanmoins, des niveaux records dans certains pays et risque de s'alourdir si les taux hypothécaires remontent.

L'endettement est très variable selon les ménages

Les chiffres cumulés de l'endettement du secteur des ménages masquent d'importantes divergences dans sa répartition. Ainsi, selon l'étude américaine *Survey of consumer finances* de 2001, les ménages ayant contracté un emprunt hypothécaire ne représentent que quelque 45 %, tandis qu'un quart d'entre eux environ ne sont pas du tout endettés. En outre, des données transversales en provenance d'Australie, des États-Unis et de Suède révèlent une courbe en cloche de l'endettement en fonction de l'âge. Globalement, les jeunes ménages sont relativement peu endettés par rapport à leur revenu (mais ce ratio augmente considérablement s'ils sont endettés). On retrouve ce type de courbe pour la proportion de propriétaires occupants, ce qui indique que les prêts hypothécaires constituent l'essentiel de l'endettement des ménages.

Ces problèmes de répartition ont d'importantes implications pour le caractère soutenable de l'augmentation de l'endettement et pour ses conséquences macroéconomiques. On ne dispose guère de données, malheureusement, sur l'évolution dans le temps de cette répartition au sein des ménages.

Causes de l'augmentation de l'endettement

Les emprunts permettent de lisser la consommation sur le cycle de vie

Le modèle du cycle de vie d'Ando et Modigliani (1963) s'avère utile pour étudier l'évolution de l'endettement des ménages. Lors des périodes de faible revenu par rapport au revenu moyen sur une vie, le ménage empruntera pour financer sa consommation courante et remboursera lorsque son revenu aura augmenté. Étant donné que la plupart des ménages bénéficient d'une hausse de leur revenu pendant leur vie (active), leur endettement tendra à être élevé par rapport à leur revenu au début de leur vie, pour diminuer progressivement avec l'âge.

Les contraintes de liquidité compliquent encore la situation. Au début de leur vie active, les ménages ont un revenu relativement bas et ne sont pas toujours en mesure d'emprunter autant qu'ils le voudraient, notamment pour acquérir un logement, qui représente en général leur plus grosse dépense. Dans la plupart des pays, les établissements de crédit ne prêtent pas la totalité de la valeur du bien concerné et demandent un apport personnel. Les jeunes ménages doivent donc louer un logement, tout en économisant l'argent requis pour ce versement. Par la suite, l'augmentation de leur revenu et de leur épargne leur permet d'emprunter le gros montant nécessaire à une acquisition.

---

[4] Cette mesure risque de donner une fausse idée de l'incidence des remboursements d'intérêts hypothécaires sur la situation financière des ménages, en raison des variations dans les taux d'accession à la propriété (Dynan *et al.* (2003)). Si ces derniers s'élèvent, les ménages qui louaient jusqu'alors leur habitation remplacent le paiement d'un loyer par le remboursement d'un crédit hypothécaire, ce qui affecte beaucoup moins leur revenu disponible, déduction faite des frais liés à l'habitat, que ne le suggère l'accroissement du ratio du service de leur dette.

Cela explique en partie la courbe en cloche, observée dans plusieurs pays, de l'endettement et de l'accession à la propriété sur la durée d'une vie.

Les contraintes de liquidité se sont atténuées…

Les contraintes de liquidité expliquent pourquoi les modifications survenues dans la structure du marché du crédit semblent avoir eu un impact sensible sur le développement des emprunts des ménages. Dans les années 80 et 90, pratiquement tous les pays développés ont été marqués par la déréglementation financière, dont l'échelonnement et l'ampleur ont cependant fortement varié de l'un à l'autre. L'expansion des emprunts des ménages reflète donc peut-être en partie le passage d'un degré d'endettement suboptimal (du point de vue des ménages) pendant la période antérieure à la déréglementation à un niveau plus élevé maintenant qu'il leur est plus facile d'obtenir des liquidités. Cela leur a probablement permis de mieux gérer leurs dépenses de consommation sur le cours de leur vie.

…sans pour autant disparaître

En dépit de la déréglementation, certains ménages ont encore du mal à se procurer des liquidités, en raison de la persistance d'éléments institutionnels touchant, en particulier, les prêts au logement. Les établissements financiers imposent en général un seuil de revenu disponible pour le service de la dette, ce qui réduit le montant maximal du crédit potentiel. Autrement dit, le coût de l'emprunt peut exercer sur l'endettement des ménages une influence, outre celle qui résulte directement, en termes réels, d'une baisse des taux d'intérêt. Pour un même revenu, un repli des taux nominaux permet, en effet, de relever le plafond du prêt (Stevens (1997) et Wadhwani (2002)).

Une baisse de l'inflation peut gonfler l'endettement par rapport au revenu…

Les effets de l'inflation et des taux d'intérêt sont illustrés dans le graphique 3 (voir aussi Miles (1994), Banque d'Angleterre (2002) et Banque de Réserve d'Australie (2003b)). Soit un emprunt hypothécaire sur 30 ans à remboursements constants dans le temps : avec un crédit standard, au début les versements mensuels comprennent surtout des intérêts et relativement peu de principal, puis, au fil des ans, la part des intérêts diminue et celle du principal augmente.

…car les taux sont plus faibles et la croissance du revenu est moins rapide

Lorsque l'inflation augmente, et simultanément les taux d'intérêt nominaux, la part des versements par rapport au revenu est plus importante au début et diminue nettement par la suite. La valeur nominale des remboursements reste constante, mais leur valeur réelle baisse rapidement, du fait de la croissance supérieure du revenu nominal du ménage. Quand l'inflation régresse, pour un emprunt de même montant, les premiers paiements sont moins élevés par rapport au revenu, mais ils décroissent moins vite sur la durée résiduelle du prêt, car la valeur réelle de la dette s'amenuise plus lentement[5]. Vu que l'inflation s'est atténuée, la baisse correspondante des taux nominaux a permis aux ménages d'emprunter davantage pour un seuil donné du service de la dette.

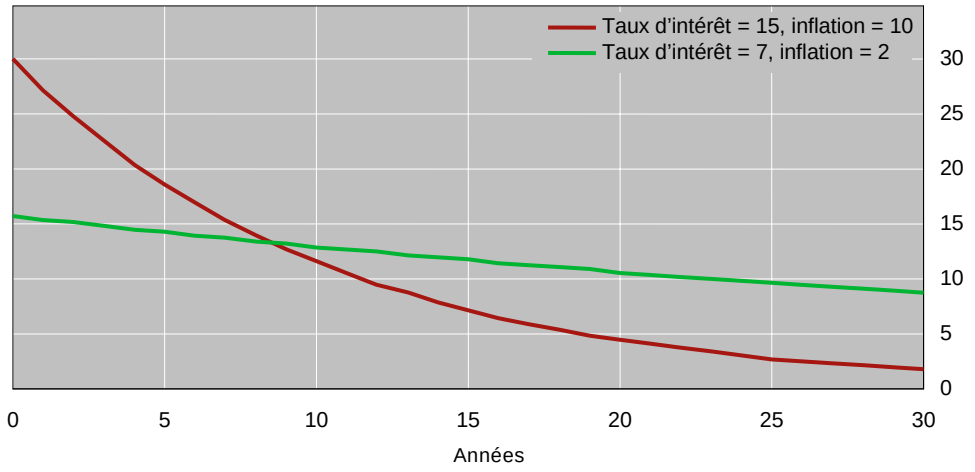
Le système fiscal influe également sur l'endettement

Le système fiscal exerce également des effets, variables selon l'inflation, sur l'endettement des ménages. Dans plusieurs pays, les intérêts des crédits hypothécaires des propriétaires occupants, et même dans certains cas une

[5] En réalité, dans un contexte déflationniste, on pourrait concevoir que les remboursements augmentent par rapport au revenu, étant donné que la valeur réelle de la dette s'accroît.

Ménages : part du service de la dette dans le revenu

En % ; sur la durée du prêt hypothécaire



Sources : calculs de l'auteur. Graphique 3

partie du principal, sont déductibles de l'impôt[6]. Dans des pays comme la Finlande, la Norvège et la Suède, des taux d'intérêt réels négatifs après impôt ont contribué à une rapide expansion des prêts immobiliers pendant la seconde moitié des années 80.

Le recul de l'inflation a deux conséquences pour le ratio endettement/revenu : il en accroît nettement le premier élément, puisque les ménages empruntent davantage lorsque les taux nominaux baissent, et il freine la croissance du revenu nominal ; de la sorte, la valeur nominale de la dette s'érode plus lentement pour chaque ménage considéré individuellement, ce qui fait monter rapidement le ratio endettement/revenu de l'ensemble du secteur.

Pour une large part, l'augmentation constatée de l'endettement des ménages peut donc s'expliquer par la conjonction d'un repli des taux d'intérêt, tant en termes réels que nominaux, et de la déréglementation financière. Soit, par exemple, une baisse des taux de 15 % à 7 %, un recul de 9 % à 4 % de la croissance du revenu nominal (à l'image de ce qui s'est produit dans certains pays lors des deux dernières décennies) et des emprunts des ménages donnant lieu à un remboursement initial représentant 30 % de leur revenu. Cela pourrait plus que doubler le ratio global endettement/revenu (Banque de Réserve d'Australie (2003b)). Barnes et Young (2003) ont réalisé un calcul similaire pour les États-Unis et démontré que l'accroissement de l'endettement des ménages dans les années 90 peut être en grande partie attribué à ces deux facteurs (mais pas celui des années 80).

[6] Le Groupe des Dix (2003) décrit les différences d'un pays à l'autre du traitement fiscal appliqué à l'immobilier et les conséquences qui en ont découlé pour les prix du logement et les emprunts des ménages.

Implications macroéconomiques

Que les ménages aient « surempruntés » ou non, l'accroissement de leur encours d'endettement comporte d'importantes implications macroéconomiques, notamment une sensibilité accrue aux variations de leur revenu, des taux d'intérêt et des prix du logement. On ne peut exclure non plus, dans certains pays, une inversion du processus de prêts garantis par le patrimoine immobilier, qui a permis de relancer la consommation ces dernières années.

Les ménages seront plus sensibles…

Comme mentionné ci-avant, le recul de l'inflation a eu deux conséquences sur les emprunts des ménages. Premièrement, la diminution du coût du crédit a permis à un plus grand nombre d'entre eux d'emprunter et/ou a augmenté le taux d'endettement moyen par ménage. Ainsi, dans plusieurs pays, malgré la baisse des taux d'intérêt, les ratios agrégés du service de la dette sont actuellement proches de leurs plus hauts niveaux des décennies passées. Deuxièmement, la valeur réelle de la dette (établie en termes nominaux) ne fléchit pas aussi vite qu'auparavant ; ces dernières années, les ménages peuvent être surpris par la part de revenu qui reste nécessaire pour servir leur dette, de sorte que la consommation est inférieure au niveau désiré. La hausse du ratio global endettement/revenu signifie qu'ils seront plus exposés aux chocs et le resteront également plus longtemps qu'auparavant.

Baisse du revenu des ménages

…aux baisses de leur revenu, notamment à cause du chômage,…

Le chômage constitue le choc le plus grave et le plus significatif pour le revenu des ménages. Plus leur endettement et le service de leur dette sont élevés, plus ils sont sensibles à une montée du chômage, dont l'effet négatif sur l'économie se trouve encore amplifié. Les ménages endettés ont davantage de difficultés à honorer leurs remboursements en période de chômage et risquent alors de ne plus pouvoir y faire face. Cette situation est de nature à renforcer l'incidence des ventes d'urgence, la probabilité d'une spirale baissière des prix du logement et les effets de patrimoines négatifs (lorsque la valeur du bien immobilier devient inférieure à l'encours du crédit). Elle sera d'autant plus difficile à vivre si la cause de la hausse du chômage met déjà le marché de l'immobilier sous pression. Les difficultés de financement seront encore aggravées si la montée du chômage s'accompagne d'un relèvement des taux d'intérêt, comme cela s'est produit au Royaume-Uni et en Scandinavie au début des années 90. Pour des raisons similaires, lors d'un ralentissement économique, l'augmentation de l'endettement des ménages risque également de réduire leur capacité à changer d'horizon pour chercher un emploi ailleurs[7].

Certes, le chômage ne touche généralement qu'une partie relativement faible de la population et l'on n'a jamais observé d'étroite corrélation entre les

[7] En effet, la nécessité de vendre le logement pour rembourser le crédit peut fortement augmenter le coût de la recherche d'un emploi sur des marchés du travail éloignés. Blanchard et Katz (1992) ainsi que Decressin et Fatas (1995) insistent sur l'importance de la mobilité de la main-d'œuvre aux États-Unis et en Europe. Gardner *et al.* (2001) de même que la BCE (2003) examinent la relation entre accession à la propriété et mobilité.

ménages à haut risque dans ce domaine et ceux qui sont fortement endettés. Néanmoins, comme les particuliers doivent aujourd'hui assurer plus longtemps un service de la dette plus lourd, il est davantage probable, alors que cette obligation demeure importante par rapport à leur revenu, qu'ils soient touchés par le chômage.

Baisse des prix du logement

…au recul des prix du logement…

Même en l'absence de ralentissement économique, un endettement accru accentue l'exposition des ménages aux baisses des prix du logement, synonymes de patrimoines négatifs. De telles baisses peuvent entamer la confiance des consommateurs et freiner leurs dépenses, comportements encore amplifiés par un retournement dans les financements adossés au patrimoine immobilier (voir plus loin). Les difficultés financières n'augmentent toutefois pas nécessairement, car il incombe aux ménages de savoir gérer leurs crédits hypothécaires selon le taux d'intérêt et leur revenu plutôt qu'en fonction de la valeur de leur logement.

Variations des taux d'intérêt

…et aux variations des taux d'intérêt

Les variations des taux touchent généralement beaucoup plus de ménages qu'une montée du chômage ; cette sensibilité est étroitement conditionnée par la nature de leurs emprunts hypothécaires, selon qu'ils sont surtout à taux fixe ou à taux variable, ce qui diffère beaucoup d'un pays à l'autre (tableau 1)[8]. Elle dépend également de la façon dont ils ont anticipé ces variations en contractant leur crédit : l'impact sera différent s'ils les ont considérées comme correspondant à une évolution normale sur le cycle économique ou s'il s'est agi d'un changement de régime impliquant une totale modification de la structure du prêt en termes nominaux (par exemple, passage d'un environnement de taux élevés à des taux faibles).

Emprunts hypothécaires des ménages : type de taux prédominant

Allemagne	Fixe	Grèce	Variable
Australie	Variable	Irlande	Variable
Autriche	Fixe	Italie	Mixte
Belgique	Fixe	Japon	Mixte
Canada	Fixe	Norvège	Variable
Danemark	Fixe	Pays-Bas	Fixe
Espagne	Variable	Portugal	Variable
États-Unis	Fixe	Royaume-Uni	Variable
Finlande	Variable	Suède	Variable
France	Fixe	Suisse	Variable

Sources : Borio (1995), sur la base de la majeure partie de l'encours d'hypothèques ; BCE (2003).

Tableau 1

[8] Pour une analyse similaire de cette question, voir Miles (1994, 2003) et FSA (2001).

Avec des taux hypothécaires fixes, les effets peuvent être moindres

Dans les pays où les taux hypothécaires sont majoritairement fixes, comme en Allemagne, aux États-Unis et en France, l'évolution de la politique des taux sur un cycle économique ne devrait avoir, théoriquement, qu'une faible incidence sur les crédits hypothécaires. Le taux de ces emprunts est davantage lié, en effet, aux taux longs et, de ce fait, au taux officiel moyen escompté pour toute la durée du crédit.

Un changement de régime de taux aura un effet asymétrique sur les ménages. S'il y a une évolution à la baisse, les détenteurs d'emprunts seront incités à refinancer leurs crédits hypothécaires au taux inférieur, gonflant ainsi le montant de leur revenu disponible à d'autres fins, le plus souvent pour des dépenses de consommation, en profitant de la diminution de leurs remboursements mensuels. L'ampleur de ce phénomène dépendra du coût du refinancement, qui est relativement bas au Danemark et aux États-Unis, mais assez élevé dans d'autres pays pratiquant les taux fixes (voir l'étude de Frankel *et al.* dans cette édition du *Rapport trimestriel BRI*). S'il y a hausse des taux, en revanche, les détenteurs d'emprunts à taux fixe seront protégés ; seuls les nouveaux emprunteurs seront affectés, selon une ampleur qui ne sera guère influencée par le niveau d'endettement cumulé des ménages.

Le risque est supporté par les établissements financiers et les fonds de pension

Si une évolution des taux à la hausse peut n'avoir aucune influence sur les ménages, il n'en est pas de même pour les établissements de crédit, surtout si elle survient après une période où de nombreux ménages se seront refinancés à des taux inférieurs. Les établissements devront faire face à des coûts de financement plus élevés mais, leurs actifs étant essentiellement rémunérés à taux fixe, ils n'en tireront pas davantage de revenus en raison de la montée des taux. En revanche, le recours plus fréquent à la titrisation des hypothèques pourra les protéger des effets de la hausse. Ce seront alors les détenteurs du produit titrisé, généralement des fonds de pension, qui seront les plus exposés à ce risque (FMI (2003)). Les ménages supporteront toujours, cependant, le risque en dernier ressort ; toutefois, comme il sera transmis par le biais des modifications de la valeur des pensions, les répercussions sur la consommation seront probablement beaucoup plus graduelles. Les conséquences macroéconomiques seront donc sans doute plus faibles et/ou plus étalées dans le temps que si le ménage assume directement le risque de taux.

Les taux variables font supporter le risque aux ménages

Dans les pays où les prêts hypothécaires sont essentiellement à taux variable, comme l'Australie, l'Espagne, l'Irlande et le Royaume-Uni, les conséquences de l'accroissement de l'endettement des ménages sont potentiellement beaucoup plus importantes, car ces taux sont alignés de manière plus directe sur le taux officiel et varient souvent à l'identique. Ce sont alors les ménages détenant des crédits hypothécaires, plutôt que les établissements financiers, qui supportent de plein fouet le risque de taux.

Les ménages peuvent être en mesure d'amortir l'impact…

L'ampleur de l'impact est différente, là encore, selon que l'évolution des taux se situe dans la fourchette des variations cycliques normales ou qu'il s'agit d'un changement du régime. L'effet de la modification du taux officiel sera limité, dans la mesure où les ménages considèrent le taux variable comme effectivement fixe pendant toute la durée du prêt et où les taux varient

à l'intérieur du cycle dans les limites qu'ils ont anticipées[9]. Par exemple, si le taux est à un plus bas cyclique, ils peuvent répercuter cette baisse momentanée dans leurs remboursements mensuels, sans guère d'incidence sur la consommation. Un moyen simple d'épargner dans de telles situations est de maintenir les versements inchangés et de rembourser ainsi le principal plus vite que nécessaire. Cette marge de remboursements anticipés constituée en période de taux faibles peut également permettre aux ménages de conserver des paiements constants lorsque les taux montent, ce qui dilue, là encore, l'impact des hausses de taux sur la consommation.

S'ils estiment que le recul des taux peut être permanent, les ménages peuvent choisir d'augmenter leurs emprunts et/ou leurs dépenses liées au logement ou à toute autre forme de consommation. À l'inverse, en cas de montée durable des taux, seuls les emprunteurs qui remboursent le minimum requis seront initialement affectés. En l'absence de marge de remboursements anticipés, leurs versements seront directement majorés, ce qui réduira pratiquement d'autant la consommation. Avec la poursuite de la hausse, cette marge diminuera pour un nombre croissant de ménages, avec des répercussions accrues sur la consommation.

Compte tenu de la tendance baissière des taux depuis une dizaine d'années, il est possible que beaucoup de ménages endettés soient « en avance » sur leurs remboursements (ce qui diminue la durée de leur crédit). Par conséquent, si les taux venaient à monter sensiblement, la consommation pourrait ne pas être affectée autant que le laisserait supposer l'expansion de l'endettement cumulé des ménages. Pour pallier une telle éventualité, nombre d'entre eux ont réemprunté au taux inférieur de ces dernières années et en ont même profité, dans certains cas, pour augmenter le montant de leur emprunt hypothécaire, le plus souvent pour acquérir un logement plus grand.

…mais ils sont plus sensibles aux variations des taux

En conclusion, dans les pays où les crédits hypothécaires sont essentiellement à taux variable, l'accroissement de l'endettement des ménages a probablement renforcé l'efficacité de la politique monétaire, avec des effets plus ou moins symétriques. L'ampleur de cette conséquence bénéfique sera néanmoins atténuée si les ménages considèrent les taux variables comme étant effectivement fixes pour toute la durée du cycle de taux.

Crédits garantis par le patrimoine immobilier

La propension à emprunter sur la valeur du patrimoine immobilier s'est accrue

La propension croissante des ménages à tirer parti de la valeur de leur patrimoine immobilier pour financer la consommation ou l'acquisition d'autres actifs est l'un des aspects de l'accroissement de leur endettement qui a eu un effet significatif sur la macroéconomie. Cette tendance a joué, ces dernières années, un rôle important dans la relance de la consommation dans de nombreux pays, surtout aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, en Irlande et aux Pays-Bas. Dans ce dernier cas, après avoir eu un effet stimulant pendant quelque temps, le processus s'est récemment inversé : la diminution

[9] Miles (2003) examine certains éléments suggérant que les ménages s'attendent à ce que le taux d'intérêt variable auquel ils ont contracté leur prêt continue à prévaloir pendant toute sa durée, même s'il se situe à un plus bas cyclique.

notable de l'exploitation du patrimoine immobilier, en 2002 et 2003, a lourdement pesé sur l'économie (Nederlandsche Bank (2003)).

La mobilisation du patrimoine immobilier peut se définir comme la différence entre les emprunts nets des ménages garantis par leur logement et leurs dépenses liées à l'habitat sous la forme, par exemple, de l'achat d'un nouveau logement ou de la rénovation des locaux existants. Les ménages obtiennent des liquidités sur la valeur de leur logement lorsque leur emprunt est supérieur à leurs dépenses immobilières et en injectent lorsque c'est l'inverse.

Il est devenu plus facile de mobiliser une partie du capital immobilier

La capacité de mobiliser des liquidités a été fortement renforcée par l'offre accrue de produits tels que les prêts garantis par de l'immobilier et par les coûts de transaction plus faibles sur ces produits. Certains procurent, en fait, aux ménages une ligne de crédit renouvelable contre une garantie immobilière ; ceux-ci ont pu ainsi mieux lisser les baisses de revenu momentanées et emprunter à de meilleures conditions, en tablant sur des majorations futures et en utilisant leur logement comme sûreté, ce qui a réduit notablement leurs contraintes de liquidité[10].

Les liquidités ainsi obtenues peuvent être affectées à divers usages : dépenses de consommation de biens et services durables ou non, remboursements d'autres types de dettes, achats d'autres actifs tels qu'actions ou dépôts bancaires, etc. Étant donné que les taux sur les crédits adossés à l'immobilier sont généralement inférieurs à ceux appliqués à tous les autres types d'emprunts des particuliers, ces derniers sont fortement incités à consolider d'autres formes de prêts avec leurs crédits hypothécaires. Ces ressources peuvent notamment servir à financer des achats de biens durables, qui le seraient sinon à des taux nettement plus élevés[11].

Les prêts adossés aux actifs immobiliers accroissent le revenu disponible et la consommation...

Les prêts adossés au patrimoine immobilier ont stimulé la consommation et l'investissement résidentiel dans les pays concernés. En Australie, on estime qu'ils ont fait progresser le revenu disponible des ménages, et par ricochet la consommation, d'environ 1 point de pourcentage sur chacune des quatre dernières années (Banque de Réserve d'Australie (2003a)), tandis qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis ils ont gonflé les revenus de plus de 2 %

---

[10] On peut se demander si une hausse des prix du logement accroît réellement l'actif net du secteur des ménages. Si elle augmente effectivement le patrimoine des propriétaires existants, elle se traduit également, par compensation, par une majoration du coût implicite des locations. Il se produit un transfert de richesse au sein du secteur entre les propriétaires du moment, d'une part, et les locataires et futurs propriétaires, de l'autre. Le fait que le logement puisse aussi servir de garantie pour emprunter lorsque les ménages sont soumis à des contraintes de liquidité peut expliquer l'effet positif généralement attribué à l'accroissement du patrimoine immobilier sur la consommation.

[11] En se fondant sur une conception légèrement différente des prêts adossés à l'immobilier, Canner *et al.* (2002) ont estimé qu'en 2001 et 2002 près d'un quart des fonds ainsi obtenus aux États-Unis par le biais du refinancement des crédits hypothécaires ont été utilisés pour rembourser d'autres dettes (bien que cela ait concerné plus de la moitié de ces transactions), 16 % ont servi à des dépenses de consommation dont l'achat de biens durables tels qu'automobiles, 10 % ont été investis en actions ou autres instruments financiers, 10 % dans des entreprises ou d'autres biens immobiliers et un tiers a été consacré à l'amélioration de l'habitat.

en 2000 (Davey (2001) et Deep et Domanski (2002))[12]. À l'opposé, l'inversion du processus aurait freiné l'expansion de la consommation des ménages aux Pays-Bas d'environ 0,5 point de pourcentage en 2001 puis 2002, après l'avoir fait progresser de 1 point en 2000 (Nederlandsche Bank (2003)).

Cependant, pour continuer à dynamiser la consommation, les liquidités ainsi obtenues doivent impérativement continuer d'augmenter. Le simple fait de rester constantes entraînerait un tassement de la consommation consécutif à la diminution correspondante du revenu.

...mais peuvent être affectés par un ralentissement de la hausse des prix du logement

Récemment, les prêts adossés à l'immobilier se sont inscrits dans un contexte de hausse des prix du logement. Bien qu'un montant substantiel reste encore potentiellement réalisable, on ne peut exclure qu'en cas de stabilisation ou de baisse de ces prix les ménages ne réduisent le montant de ces mobilisations ou n'injectent même des liquidités dans leur patrimoine immobilier. La relance de leur revenu et de leur consommation pourrait alors s'amenuiser, voire s'inverser, s'ils devaient réviser les perspectives en matière de prix du logement.

Conclusion

L'augmentation de l'endettement des ménages intervenue ces vingt dernières années est consécutive à la baisse des taux d'intérêt et à l'atténuation des contraintes de liquidité, qui leur ont permis de gérer de façon plus satisfaisante leur consommation sur la durée de leur vie. Cette augmentation a cependant accentué leur sensibilité aux variations des taux d'intérêt, des revenus et des prix des actifs. C'est particulièrement le cas dans les pays où les crédits hypothécaires sont essentiellement à taux variable et dans lesquels les ménages supportent le risque de modification des taux officiels. Dans ceux où le taux fixe prédomine, ils sont protégés des effets directs d'une telle évolution, puisque le risque est plutôt assumé par le détenteur final du crédit titrisé ; les effets macroéconomiques de l'accroissement de la dette sont ainsi en partie atténués. Si les banques centrales prennent en compte l'importance accrue de ces effets dans leurs décisions en matière de taux d'intérêt, l'amplitude des cycles de la politique des taux officiels sera sans doute plus faible que par le passé (toutes choses étant égales par ailleurs).

L'alourdissement de la dette des ménages n'est pas susceptible, à lui seul, de provoquer un choc négatif pour l'économie. Sur le plan macroéconomique, il risque en premier lieu d'amplifier les chocs ayant d'autres origines, qui affectent en particulier le revenu des ménages, dont surtout la montée du chômage. Les effets macroéconomiques dépendent également de la répartition de l'endettement entre les ménages. Malheureusement, peu d'informations sont disponibles à cet égard.

Parallèlement, les détenteurs d'hypothèques ont davantage emprunté en gageant leur patrimoine immobilier pour financer leur consommation, ce qui a contribué à la maintenir stable tout au long du récent ralentissement

[12] Voir McConnell *et al.* (2003) pour une étude de la situation récente aux États-Unis.

économique mondial. L'expérience des Pays-Bas démontre cependant que toute décélération ou inversion de ce processus, pouvant provenir d'un tassement de la hausse des prix du logement, risque d'avoir un impact négatif substantiel sur la macroéconomie.

Références

Ando, A. et F. Modigliani (1963) : « The life-cycle hypothesis of saving : aggregate implications and tests », *American Economic Review*, vol. 53, pp. 55-84.

Banque centrale européenne (2003) : *Structural factors in the EU housing markets*, mars.

Banque d'Angleterre (2002) : « Structural factors affecting house prices », *Inflation Report*, août, pp. 8-9.

Banque de Réserve d'Australie (2003a) : « Housing equity withdrawal », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, février, pp. 1-5.

Banque de Réserve d'Australie (2003b) : « Household debt : what the data show », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, mars, pp. 1-11.

Barnes, S. et G. Young (2003) : « The rise in US household debt : assessing its causes and sustainability », *Bank of England Working Paper*, n° 206.

Blanchard, O. et L. Katz (1992) : « Regional evolutions », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1992, n° 1, pp. 1-61.

Borio, C. (1995) : « The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy : a cross-country comparison », *BIS Working Papers*, n° 24.

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

Davey, M. (2001) : « Mortgage equity withdrawal and consumption », *Bank of England Quarterly Bulletin*, printemps, pp. 100-104.

Decressin, J. et A. Fatas (1995) : « Regional labor market dynamics in Europe », *European Economic Review*, vol. 39, n° 9, pp. 1627-1655.

Deep, A. et D. Domanski (2002) : « Marchés immobiliers et croissance économique : enseignements de la vague de refinancements aux États-Unis », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 38-47.

Dynan, K., K. Johnson et K. Pence (2003) : « Recent changes to a measure of U.S. household debt service », *Federal Reserve Bulletin*, octobre.

Financial Services Authority (2001) : « Choosing a mortgage : report of a research review and qualitative research on the mortgage buying process », *Consumer Research 8*, juin.

Fonds monétaire international (2003) : *Global Financial Stability Report*, septembre.

Gardner, G., G. Pierre et A. Oswald (2001) : *Moving for job reasons*, mimeo, Department of Economics, University of Warwick.

Gjedrem, S. (2003) : « Financial stability, asset prices and monetary policy », Banque centrale de Norvège, *Economic Bulletin*, juillet.

Groupe des Dix (2003) : *Turbulence in asset prices : the role of micro policies*, rapport du Groupe de contact sur les prix des actifs.

Kearns, A. (2003) : « Mortgage arrears in the 1990s : lessons for today », Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, *Quarterly Bulletin*, automne.

Macfarlane, I. (2003) : « Do Australian households borrow too much ? », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, avril, pp. 7-16.

McConnell, M., R. Peach et A. Al-Haschimi (2003) : « After the refinancing boom : will consumers scale back their spending ? », Banque de Réserve fédérale de New York, *Current Issues in Economics and Finance*, décembre, pp. 1-7.

Miles, D. (1994) : « Fixed and floating-rate finance in the United Kingdom and abroad », *Bank of England Quarterly Bulletin*, février, pp. 34-45.

Miles, D. (2003) : « The UK mortgage market : taking a longer-term view. Interim Report. Information, incentives and pricing », rapport élaboré à la demande du Trésor du Royaume-Uni.

Nederlandsche Bank (2003) : « Financial behaviour of Dutch households », *Quarterly Bulletin*, septembre, pp. 39-50.

Nickell, S. (2003) : « Two current monetary policy issues », *Bank of England Quarterly Bulletin*, hiver.

Stevens, G. (1997) : « Some observations on low inflation and household finances », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, octobre, pp. 38-47.

Trésor britannique (2003) : « Housing, consumption and EMU », *étude UME*.

Tucker, P. (2003) : « Credit conditions and monetary policy », *Bank of England Quarterly Bulletin*, automne.

Wadhwani, S. (2002) : « Household indebtedness, the exchange rate and risks to the UK economy », *Bank of England Quarterly Bulletin*, été.