



**HAL**  
open science

# Statuts d'occupation, endettement des ménages et exubérance des marchés du logement

Christian Tutin

► **To cite this version:**

Christian Tutin. Statuts d'occupation, endettement des ménages et exubérance des marchés du logement : Trajectoires européennes. Colloque annuel ASRDLF 2014, Association de Science Régionale de Langue Française, Jul 2014, Marne la Vallée, France. hal-01412376

**HAL Id: hal-01412376**

**<https://hal.science/hal-01412376>**

Submitted on 8 Dec 2016

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Statuts d'occupation, endettement des ménages et exubérance des marchés du logement : trajectoires Européennes

Communication au colloque ASRDLF 2014 –  
Cité Descartes – Marne la Vallée – 7-9 juillet 2014

## *Atelier T11-3 : Formation des prix et marché du logement dans l'espace urbain*

Christian Tutin (Lab'Urba / UPEC)

[christian.tutin@u-pec.fr](mailto:christian.tutin@u-pec.fr)

Université de Paris Est Créteil

FSEG – Mail des Mèches

61 Avenue du Général de Gaulle

94 010 Créteil Cedex

### **Résumé**

Loin de représenter une exception, la forte résilience manifestée par les marchés français du logement depuis l'éclatement de la crise financière en 2007 a également été constatée dans la plupart des pays d'Europe du Nord-Ouest, de la Belgique à la Finlande, et de la Suède à la Grande-Bretagne. Un « modèle nordique » de fonctionnement des marchés immobiliers semble ainsi se dessiner.

Le contraste est violent avec les différentes périphéries de l'Union, qu'il s'agisse des pays baltes ou de la Hongrie, des pays méditerranéens, ou de l'extrême Ouest (Irlande, Islande). Quant aux marchés allemand, autrichien et suisse, remarquablement stables avant la crise, ils se sont réveillés depuis, et sont aujourd'hui en état de « boom ».

On se propose ici de préciser et d'interpréter cette diversité des dynamiques immobilières en Europe. Dans une première partie, sont identifiées les trois dynamiques de prix du logement, correspondant respectivement aux trois groupes de pays, « nordiques », « germaniques » et « périphériques ».

Dans une seconde partie, on s'attachera plus précisément aux caractéristiques du groupe « nordique », dont fait partie la France. Les similarités avec la Belgique, la Suède et la Grande Bretagne seront plus particulièrement questionnées. Les structures de statuts d'occupation ainsi que le fonctionnement des marchés du crédit seront notamment interrogés en tant que facteurs explicatifs des trajectoires de prix du logement, ainsi que les degrés très différents de hiérarchisation des systèmes urbains, et les orientations de politiques du logement. Il ressort de cette analyse comparative que seule une combinaison de ces éléments permet de rendre compte des dynamiques constatées. Le poids relatif de la propriété occupante joue finalement un rôle mineur par rapport aux niveaux et conditions d'endettement des ménages, qui rendent compte à la fois de l'exubérance d'avant crise, et de l'évolution différenciée des prix depuis 2008. Enfin, le caractère auto-entretenu des hausses de prix dans les pays nordiques – et le fait que le poids important du locatif social n'ait joué aucun rôle stabilisateur semble, comme en France, renvoyer à l'évolution récente des structures socio-spatiales et des comportements résidentiels, génératrice d'effets de report cumulatifs.

Au total, le caractère totalement atypique, par rapport aux épisodes précédents, du boom des années 1997-2007, renvoie selon nous à l'émergence progressive, depuis 30 ans, d'un nouveau régime de marché, issu des changements structurels intervenus depuis une trentaine d'années aussi bien dans le système d'habitat que dans le régime de croissance et le système de crédit. Cette interprétation est développée sur le cas français.

**Mots clés :** Marchés du logement, Crédit au logement, Statuts d'occupation

## **Introduction : Marchés du logement, une exception française ?**

Autant que la puissance et la durée du mouvement général de hausse des prix du logement, la décennie 1996-2007 a été également marquée par la diversité des trajectoires entre pays Européens. Si la baisse des taux d'intérêt et la bonne conjoncture macroéconomique expliquent une bonne partie des hausses, ces facteurs communs aux différents pays ne rendent compte ni de leur accélération à partir de 2002, ni des différences constatées d'un pays à l'autre.

Dans nombre de pays, la résistance des prix à la baisse après la crise financière de 2007 constitue un autre sujet d'interrogation. Les situations de crise immobilière ouverte, avec baisse rapide des prix, restent en effet en nombre limité, en fait cantonnées aux périphéries de l'Union européenne (Irlande, Espagne, pays baltes). De l'Angleterre à la Finlande, en passant par la Belgique et la France, les marchés ont fait preuve d'une étonnante résilience. Ce qui semble démentir le diagnostic souvent porté de « bulle spéculative » pour qualifier le spectaculaire relèvement des valeurs immobilières (Timbeau [2013] parle ainsi de « bulles robustes »). Au-delà d'un phénomène conjoncturel, le boom immobilier enclenché dans la seconde moitié des années 1990 semble bien signaler l'entrée dans un nouveau régime de marché. L'hypothèse de la bulle spéculative ne serait alors qu'une facilité, qui évite d'avoir à s'interroger plus avant sur ce « nouveau régime ».

On est ainsi conduit à s'interroger sur le rôle de facteurs structurels, qui ne figurent pas dans la liste habituelle des « fondamentaux », et renvoient d'abord aux caractéristiques des systèmes d'habitat et de crédit, et à leurs transformations récentes.

Les structures très différentes de statuts d'occupation, et les formes également diverses de régulation des marchés locatifs, constituent un premier élément d'explication, notamment pour rendre compte de ce qu'on peut appeler « l'exception allemande ». Mais qui ne vaut guère s'agissant de pays, comme la France et les pays nordiques, où l'exubérance des marchés, et leur résilience d'après crise, ne sont pas explicables par un dépérissement du parc locatif, qui accueille toujours autour de 40% des ménages.

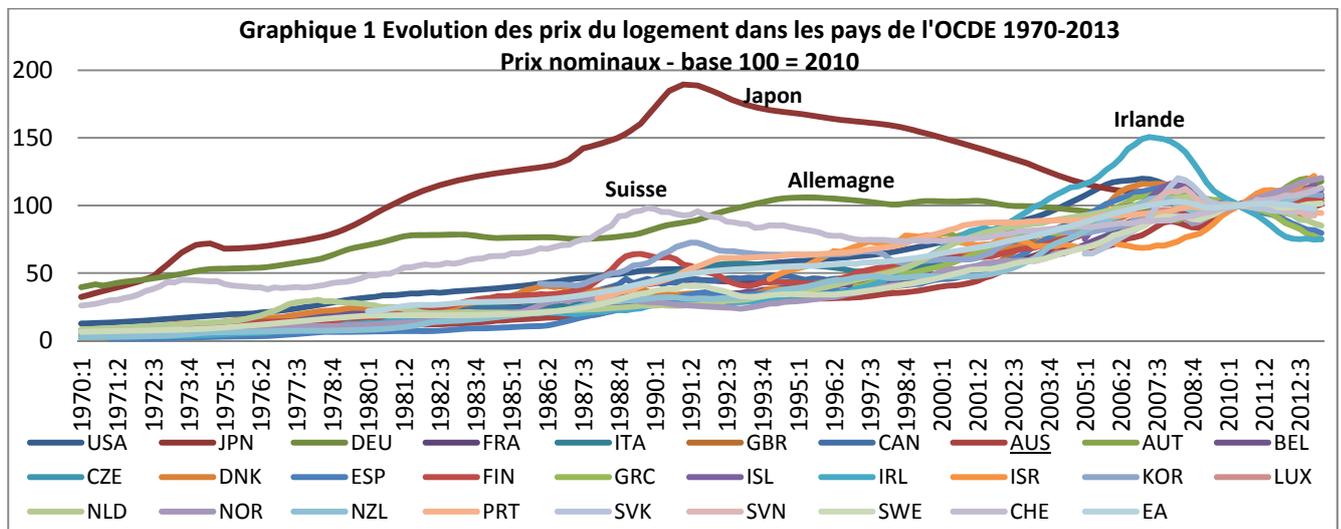
Si la dérégulation des prêts hypothécaires, et de façon générale l'assouplissement des conditions de crédit (baisse des taux, allongement des durées) rendent assez bien compte des dynamiques nordiques ou britannique, cela soulève le cas de l'exception française, qui reste avec l'Allemagne l'un des principaux exemples de marchés hypothécaires encore très régulés (pas d'extraction, ni de prêts « interest only », très faible degré de titrisation). Pour en rendre compte, il faut sans doute prendre en considération une autre série de changements « structurels », à savoir l'évolution des comportements résidentiels, et les modifications qui en découlent des structures de peuplement et de la géographie sociale des villes. C'est ce que nous avancerons dans une troisième section, après avoir dressé dans la section 1 un état de la diversité des trajectoires européennes, et établi dans la section 2 un rapprochement entre la situation française et celle des autres pays nordiques, aux évolutions très proches. La section 3 revient sur le cas français, et son degré "d'exceptionnalité".

# 1. DIVERSITE DES MARCHES EUROPEENS : TROIS DYNAMIQUES TYPES ET QUELQUES FAITS STYLISES<sup>1</sup>

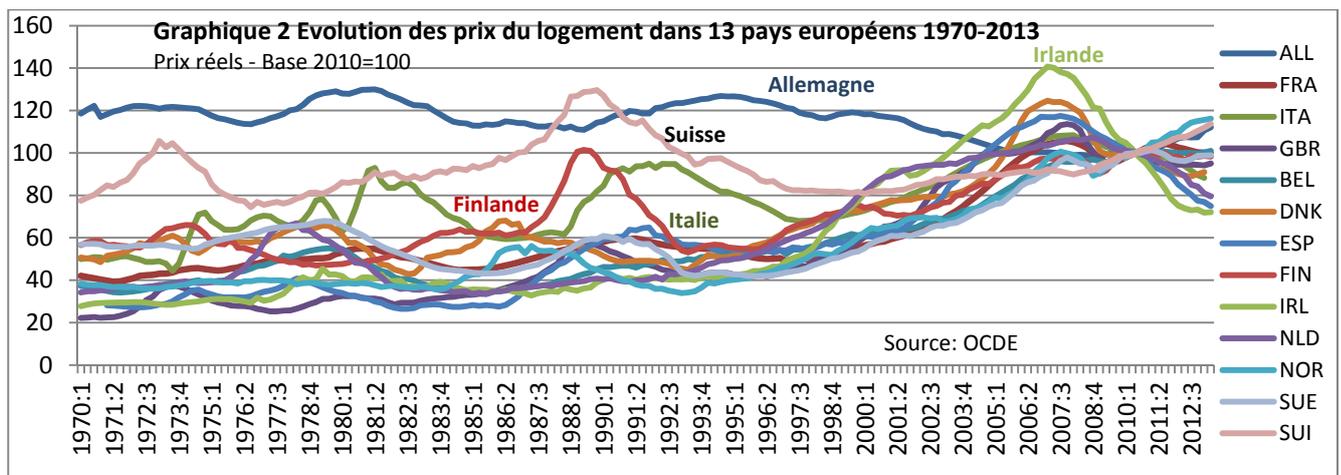
## 1.1 Des dynamiques contrastées

### 1) Une poussée générale

A considérer l'évolution des prix nominaux du logement dans les 29 pays membres de l'OCDE pour lesquels il existe des données longues, le mouvement historique depuis 1970 apparait très homogène, ne laissant ressortir que quelques évolutions vraiment atypiques, au Japon, en Allemagne et en Suisse sur la longue période, et en Irlande, en Finlande et au Danemark sur les périodes plus courtes.



L'image est évidemment quelque peu différente en prix réels, et limitée aux pays européens qui nous intéresseront dans la suite. Aux exceptions allemande, suisse et finlandaise s'ajoute une exception italienne, sous la forme d'une très forte volatilité des prix du logement.



<sup>1</sup> Cette section reprend de nombreux éléments de Tutin et Vorms (2013).

Dans les deux cas, la trajectoire française apparaît noyée dans un peloton très serré de pays européens.

Les exceptions allemande et suisse doivent être relativisées. En effet, les prix allemands montaient au moment où la crise immobilière faisait rage dans les autres pays européens, au début des années 1990. Et ils avaient été très stables pendant le boom de la seconde moitié des années 1980. Il s'agit donc plus d'une évolution à contre-courant des conjonctures des autres pays européens que d'une stabilité sur longue période, même s'il est vrai que les prix réels n'ont qu'un peu plus que doublé, alors qu'ils ont été *décuplés* dans les autres pays entre 1970 et 2013.

## 2) Trois groupes de pays en Europe

L'examen des profils d'évolution des prix du logement depuis 1995, représentée sur les graphiques 3-a à 3-b ci-dessous suggère un classement des pays européens en trois groupes, que l'on peut respectivement qualifier de marchés stables, exubérants et volatiles.

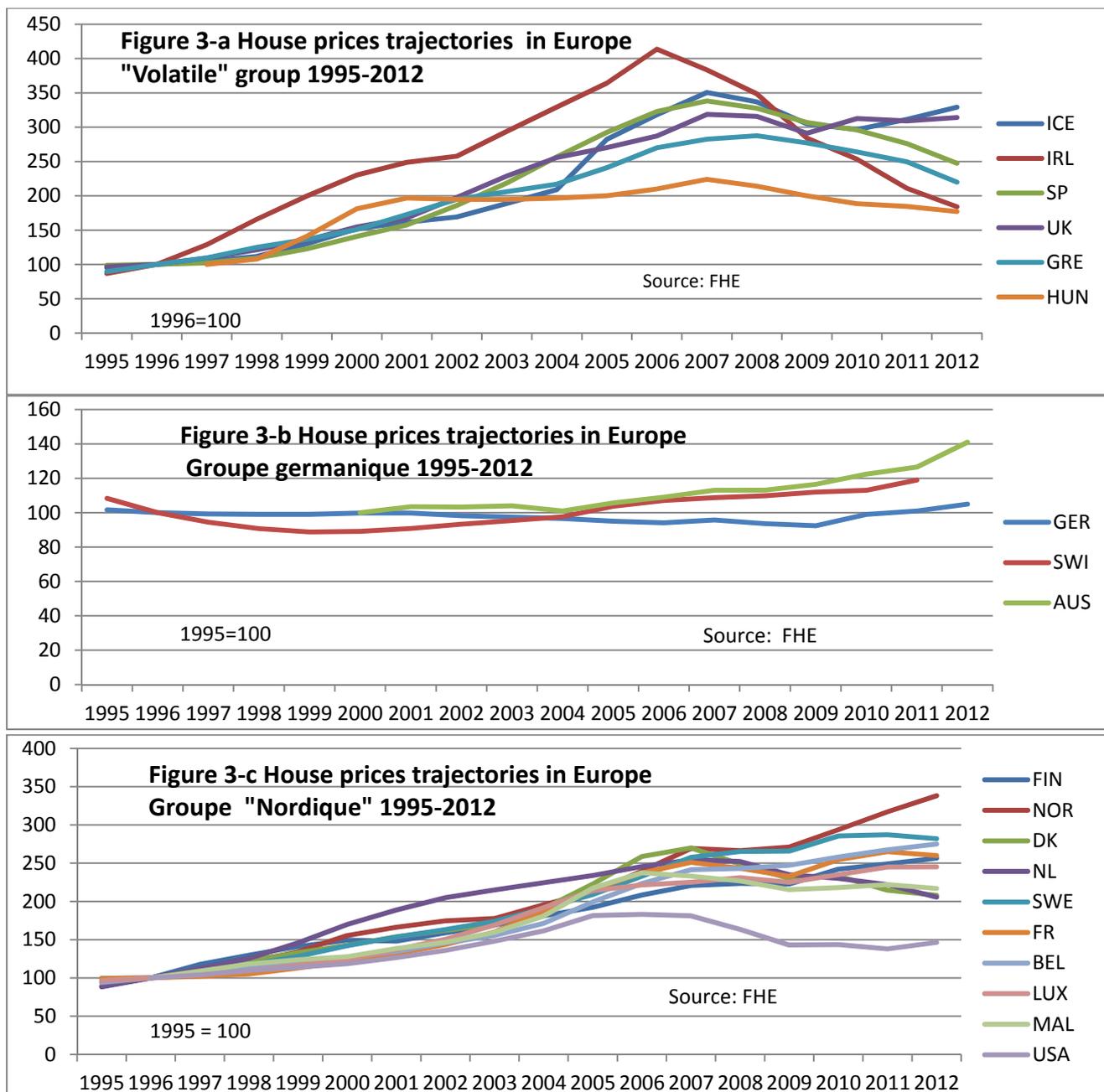
Le groupe "stable" (graphique 3-a) ne comprend que les trois pays "Germaniques" : Allemagne, Autriche et Suisse. La hausse des prix du logement n'y a pas dépassé 20% en 10 ans (et l'Allemagne a même connu une légère baisse), et ils connaissent des hausses sensibles depuis 2010.

Le groupe "exubérant" (graphique 3-b) rassemble la France et tous les pays "Nordiques" : Scandinavie, Benelux et Finlande, qui se sont montrés à la fois fortement haussiers avant 2007 et très résilients (avec des nuances – voir ci-dessous) après 2007. Tous ces pays ont connu des hausses de prix (au moins 150% en termes nominaux, soit environ 100% en termes réels) plus de fois supérieures à celles enregistrées aux Etats-Unis entre 1996 et 2007. Et aux exceptions près du Danemark et des Pays-Bas, ils ont tous enregistré, après un bref trou d'air en 2008 et/ou 2009, un rapide retour aux pics d'avant crise.

Le groupe "volatile" (ou "périphérique") se compose (graphique 3-c) de PECO : pays Baltes, Hongrie, des pays de l'extrême ouest (Irlande, Islande) et de certains pays méditerranéens : Espagne, Grèce et Chypre ... Les hausses de prix y ont dépassé les 200%, et pour certains (Islande, Irlande) les 300%, entre 1996 et 2007 ; et les baisses ont été considérables (plus de 30%) après la crise. Tous ces pays ont vu une crise immobilière « classique » (c'est-à-dire liée à un excès d'offre massif dans le neuf) s'enclencher suite à la crise financière de 2007.

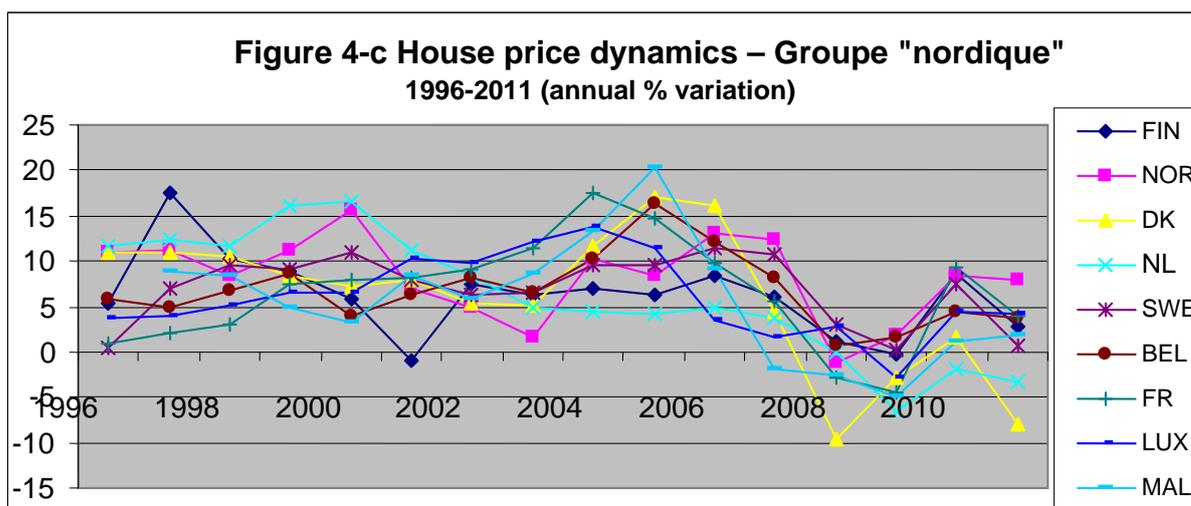
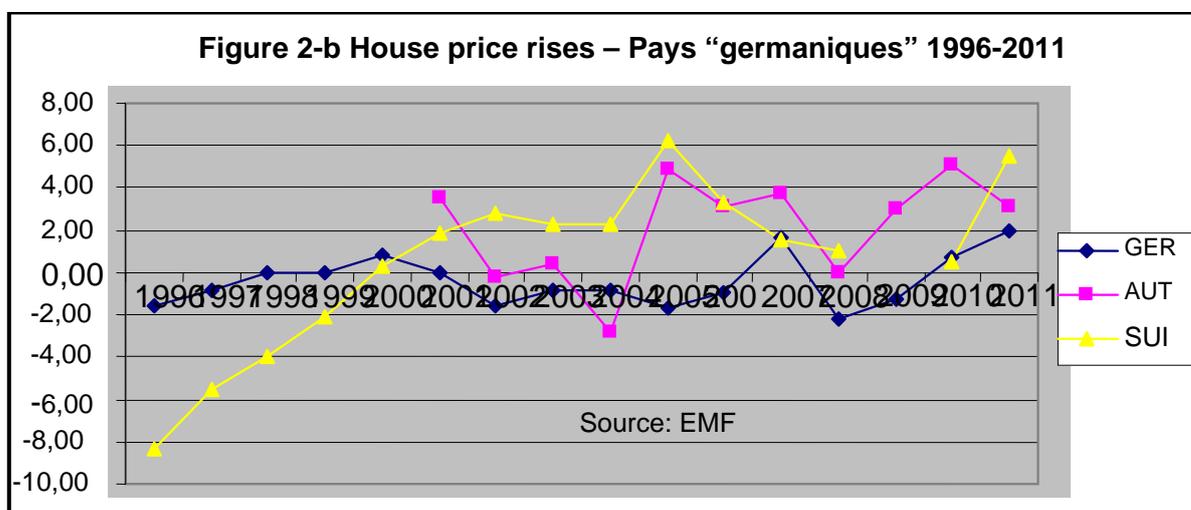
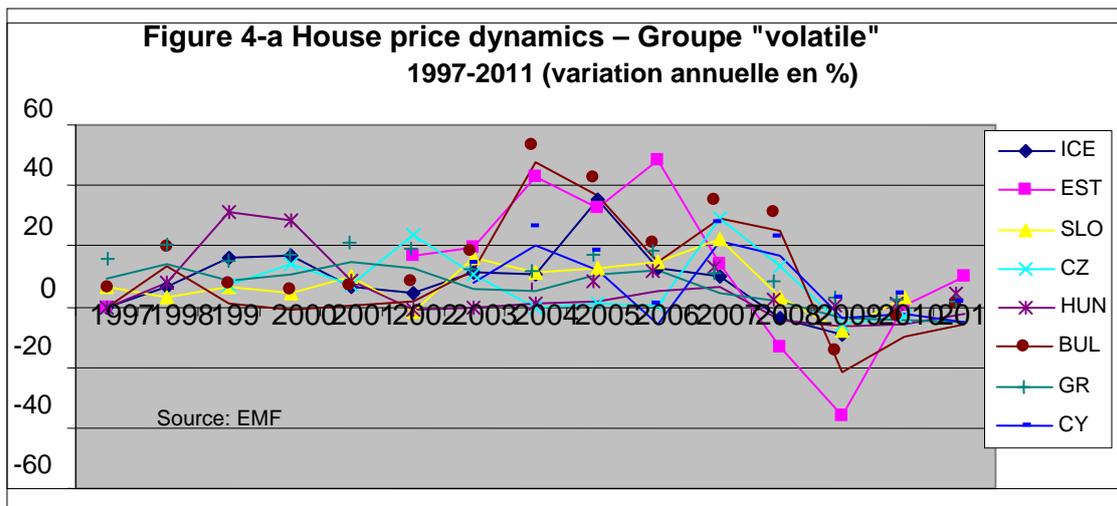
On notera que ni le Portugal, ni l'Italie ne font partie de ce groupe : avec des hausses de prix très modérées au regard des autres pays méditerranéens, ces deux pays se situent entre le groupe « stable » et le groupe « exubérant ».

Le Royaume-Uni se place quant à lui dans une position intermédiaire entre volatilité et exubérance : on y constate la même exubérance que les marchés "volatiles", mais aussi le même degré de résilience que dans les pays du groupe « nordique ».

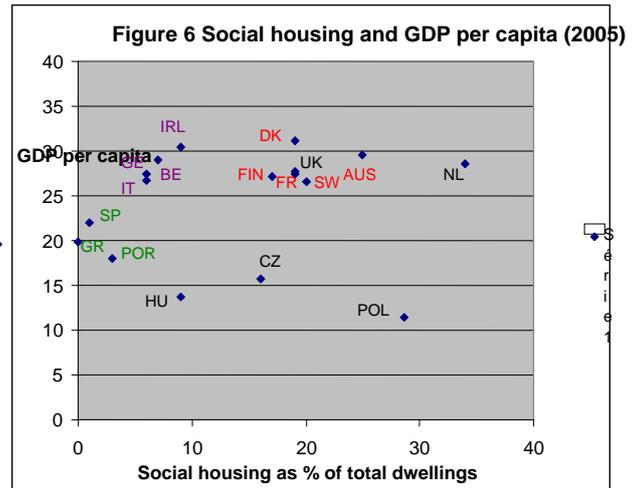
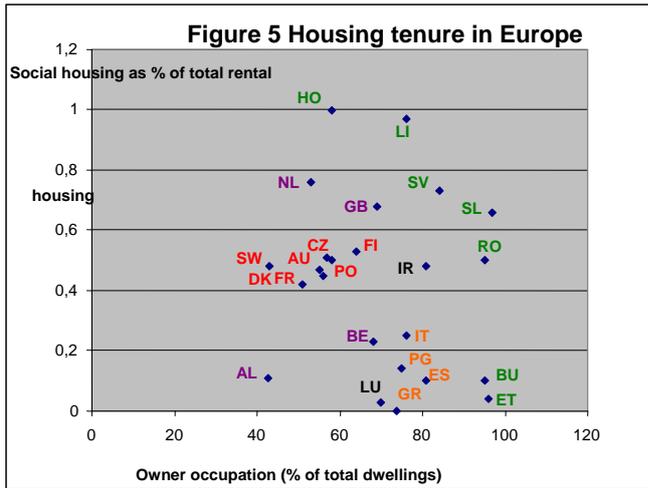


La dynamique des prix est également très semblable au sein de chacun des trois groupes (voir graphiques 4-a à 4-c ci-après).

Cette typologie peut surprendre, car elle est très éloignée des typologies habituelles maniées par les théories de la régulation, ou en sciences politiques (libéral, social démocrate et corporatiste, par exemple (Esping-Andersen [1990])). Les politiques du logement et le système d'habitat français sont cependant très proches de ceux des pays scandinaves, proximité qui s'est trouvée renforcée au cours des dernières décennies par les évolutions intervenues dans ces pays, à mesure que le modèle scandinave était amendé, notamment dans l'orientation des politiques et des systèmes de financement du logement.



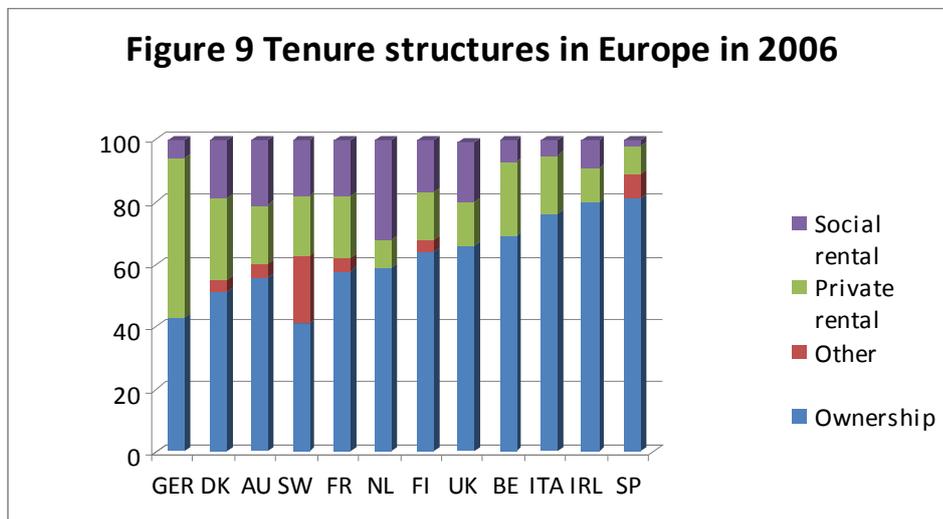
En tout cas, comme le montrent les deux graphiques ci-dessous, les pays du groupe « nordique » avaient en commun au milieu des années 2000, lorsque le boom immobilier a démarré, des niveaux de richesse et des structures très proches de statuts d'occupation.



## 1-2 Statuts d'occupation et exubérance des marchés :

Le fait que les marchés les plus stables furent aussi ceux où la proportion de propriétaires est la plus faible, à savoir les trois pays germaniques : Allemagne, Suisse et l'Autriche – plus spécialement Vienne), tandis qu'à l'inverse le degré maximum de volatilité s'est observé là où le marché locatif est devenu résiduel (comme en Espagne, Islande et certains pays de l'Est), suggère un lien étroit entre structure des statuts d'occupation et degré d'exubérance des marchés. Tous les pays qui ont connu des hausses supérieures à 300% sur la décennie 1996-2007 avaient aussi des taux de propriété occupante supérieurs à 80% en 2007.

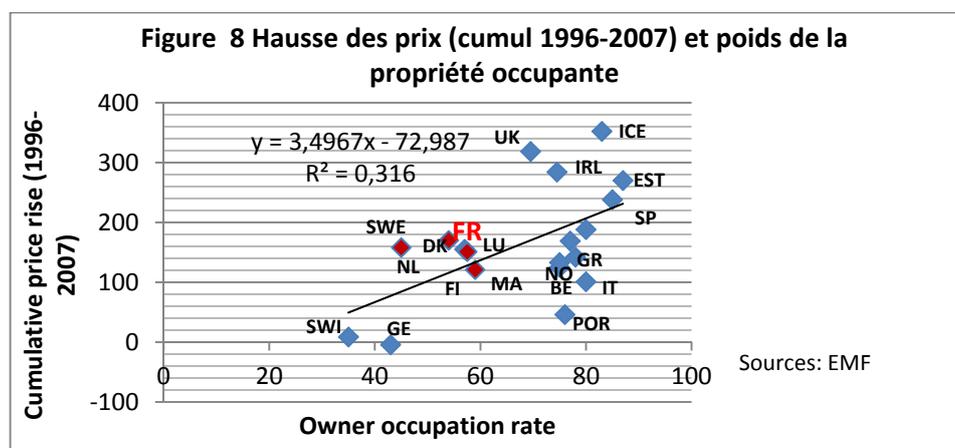
Mais cette relation ne se vérifie pas dans un grand nombre de cas, notamment ceux de la France et des pays Nordiques dans leur ensemble, où les marchés ont été particulièrement exubérants, malgré le poids important du secteur locatif (de 40 à 45% des résidences principales), et sa forte composante de locatif social (15% ou plus), dont on aurait pu attendre qu'il joue un rôle modérateur, notamment dans des pays comme la Suède et les Pays-Bas, traditionnellement considérés comme des modèles de marché locatif « unitaire » au sens de Jim Kemeny (1995), c'est-à-dire où le secteur locatif social joue un rôle pilote, voire dominant.



Elle ne vaut pas non plus pour un certain nombre de pays méditerranéens, comme l'Italie<sup>2</sup> et le Portugal, où la proportion de propriétaires occupants n'est guère moins importante qu'au Royaume-Uni (de l'ordre de 70%), et les marchés du logement beaucoup plus stables, non seulement que dans les pays du groupe « volatile », mais aussi que dans ceux du groupe « exubérant ».

Ce caractère incertain du lien entre poids relatif de la propriété occupante et degré d'exubérance immobilière se traduit par un faible taux de corrélation ( $R^2$  de seulement 0,32) entre taux de propriétaires occupants et hausse des prix sur la décennie 1996-2007.

Un dernier point doit être souligné quant au rôle de la propriété occupante : sauf dans les PECO, en raison des privatisations massives de logements publics, le taux de propriétaires occupants n'a pas subi de saut quantitatif majeur dans la première moitié des années 2000. Les Pays-Bas et la Suède se sont engagés dans des politiques de vente, qui sont restées d'ampleur limitée. Et en Angleterre, la quasi-totalité des 2,5 millions de ventes réalisées dans le cadre du *right to buy* instauré par Margaret Thatcher ont eu lieu avant 1995. Il n'y a donc pas eu de choc sur les statuts susceptible d'avoir déclenché ou accompagné le boom immobilier. Celui-ci a été un boom de la propriété, mais pas de l'accession. Ainsi, en France, le pourcentage de propriétaires ne s'est-il accru que d'un petit 2% entre 2002 et 2012, tandis que celui des accédants baissait de 21% à 18% (d'après les comptes du logement de l'INSEE).



Certes, un flux non négligeable de primo accédants a bien existé dans tous les cas, un nombre important de jeunes ménages ayant pu profiter de l'assouplissement des conditions de crédit, mais le marché de la propriété est resté, très majoritairement, un marché qui se tenait *entre propriétaires et sur le parc ancien*.

<sup>2</sup> L'Italie compte une forte proportion de propriétaires, mais peu d'accédants.

### 1.3 Quelques faits stylisés

Nous allons maintenant nous intéresser plus spécialement au groupe « nordique », dont fait partie la France, et à la Grande-Bretagne, en vue de dégager quelques traits communs susceptibles d'éclairer la dynamique à l'oeuvre sur les marchés du logement. Quatre points ont plus particulièrement retenu notre attention :

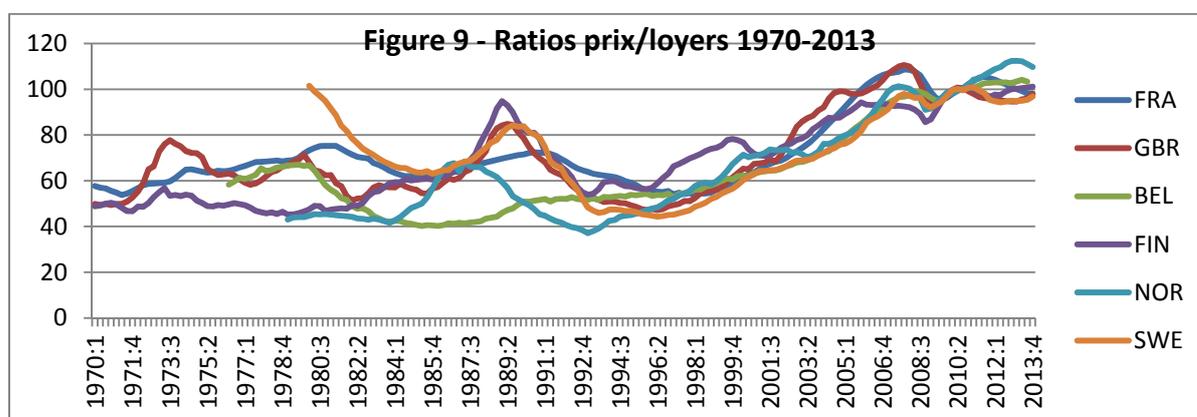
- la déconnexion entre prix du logement d'un côté, et loyers et revenus de l'autre ;
- la relation « atypique » entre prix et volumes échangés ;
- la domination des marchés de l'ancien sur ceux du neuf ;
- et, bien entendu, le lien très étroit entre prix et crédits au logement.

Ces quatre éléments nous semblent dessiner les contours d'un régime de marché particulier, qui s'accorde mal avec les « lois » habituelles de l'offre et de la demande.

#### 1) Déconnexion générale : pas de retour à la normale

Qu'il s'agisse du ratio prix/loyers ou du ratio prix/revenu, nos 6 pays enregistrent des niveaux très éloignés de leur moyenne trentenaire, sans qu'aucune tendance à un quelconque retour à la normale se manifeste après 2007.

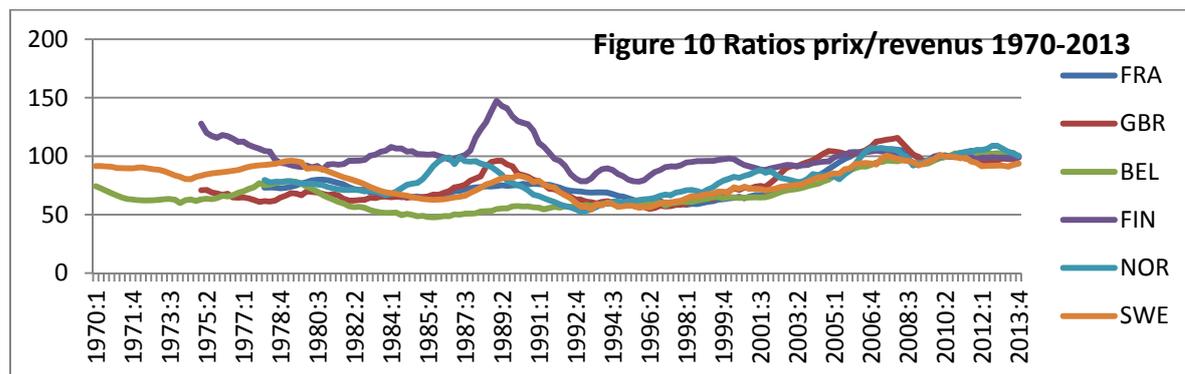
La déconnexion entre prix et loyers, illustrée par le graphique 9, est spectaculaire, et très générale.



S'agissant du ratio prix / revenu (graphique 10), la déconnexion est particulièrement nette pour la France, la Belgique et l'Angleterre, et moins nette pour le Finlande, la Norvège et la Suède. Dans le cas français, c'est ce qu'il est maintenant convenu d'appeler la « sortie du tunnel de Friggit ».

On notera que le décrochage des prix par rapport aux revenus s'accroît partout au moment où la croissance fléchit, dans les années 2001-2003 qui suivent l'éclatement de la

bulle internet, ce qui pourrait suggérer un phénomène de vases communicants entre la bourse et l'immobilier<sup>3</sup>.



## 2) Prix et volumes

On observe (graphiques 11-a à 11-f ci-contre) soit une absence de relation, comme en France<sup>4</sup> ( $R^2 = 0,08$ ), Finlande ( $R^2 = 0,11$ ) et Royaume-Uni ( $R^2 = 0,11$ ), ou une forte corrélation positive comme en Belgique ( $R^2 = 0,74$ ) et en Suède ( $R^2 = 0,58$ ). Seul le Danemark exhibe une relation inverse (quoique faible :  $R^2 = 0,36$ ) entre prix et quantités, conforme à l'idée que l'on se fait d'une fonction de demande.

Autrement dit, la hausse des prix, dans la plupart des cas, n'assèche pas la demande. Là encore, la même chose avait pu être constatée pendant le boom de la seconde moitié des années 1980, et avait fait à l'époque l'objet de tentatives d'explication (Hort xxxx).

## 3) Transactions et constructions

Le graphique 12 ci-après représente, à travers le ratio transactions / constructions la part relative des marchés de l'ancien et du neuf. Dans tous les pays Européens, et plus particulièrement dans le groupe « nordique », les marchés du logement sont très majoritairement des marchés de l'existant.

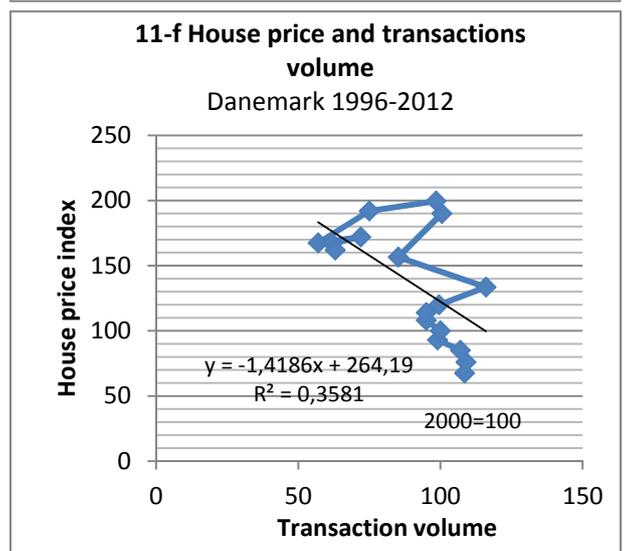
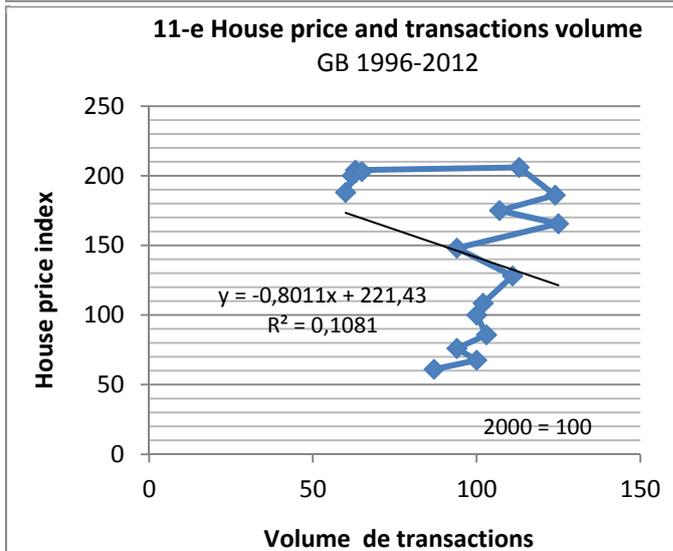
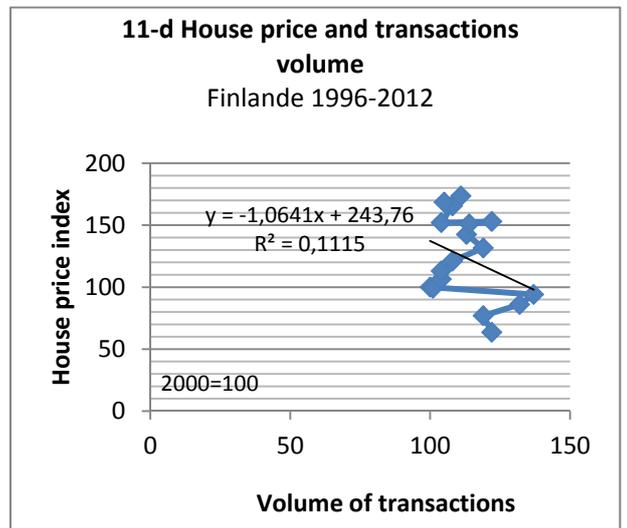
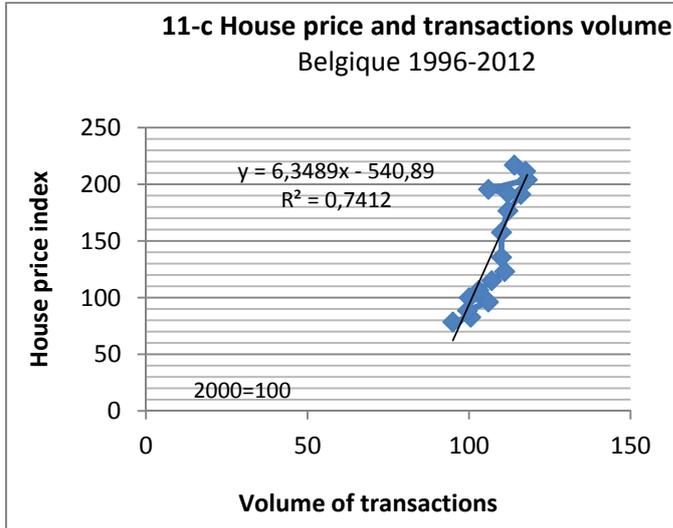
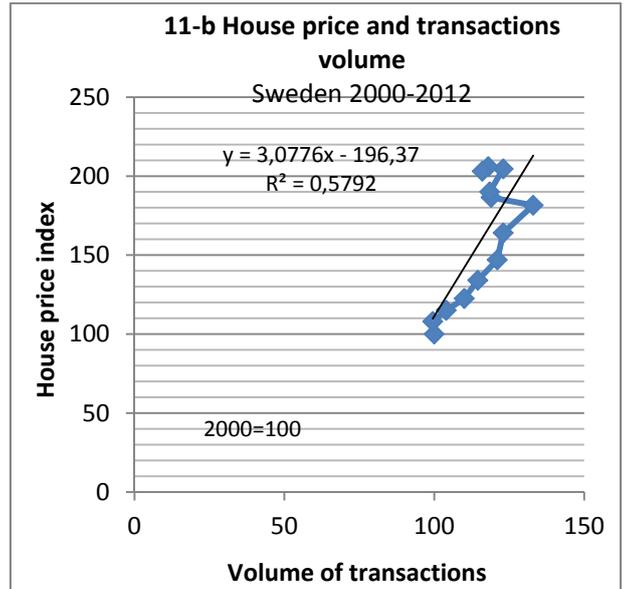
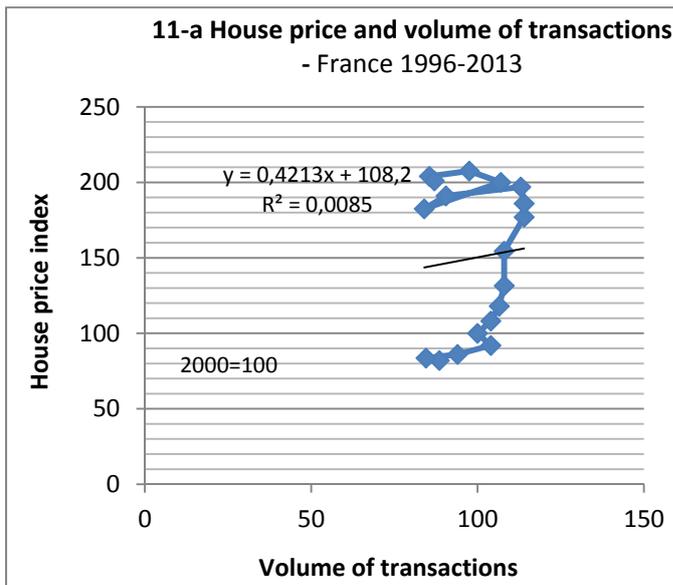
La proportion est variable selon les pays :

- au Royaume-Uni et dans le groupe "Nordique", le marché du neuf ne représente que 15% à 30% du total des transactions.
- Sa part est particulièrement faible (un cinquième seulement, voire moins selon les années) au Royaume Uni et en Suède, où les taux de construction sont extrêmement bas (autour de 0,5%).
- La proportion est d'un tiers à la moitié en Belgique, Finlande, France et Allemagne (après 2010).

<sup>3</sup> D'autant que le même phénomène d'accélération des hausses de prix avait déjà été constaté 15 ans auparavant, après le krach boursier d'octobre 1987. Et explique sans doute pour une part la remontée des prix en 2010.

<sup>4</sup> Où la « toile d'araignée de Comby » a popularisé l'idée d'une cocyclicité des prix et des volumes.

**GRAPHIQUES 11 PRIX DU LOGEMENT ET VOLUMES DE TRANSACTIONS**

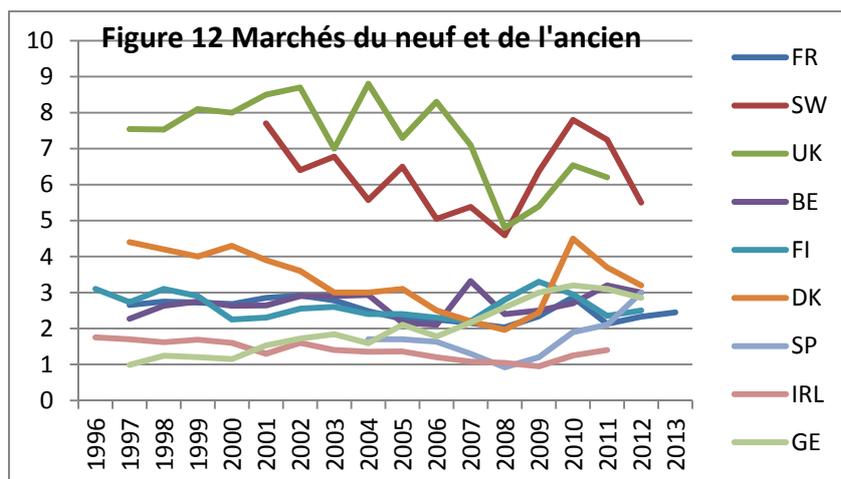


(Source : Hypostats, EMF)

- En Espagne et en Irlande par contre (comme en Allemagne avant 2010), les achats de logements neufs sont plus importants que les transactions sur l'ancien.

Dans le cas français, il faut ajouter que l'importante proportion de logements sociaux dans la construction neuve (beaucoup plus élevée qu'ailleurs) surdimensionne le poids du neuf. Mais même en s'en tenant à l'offre marchande, le taux de construction reste plus élevé que dans les autres pays du groupe nordique.

Dans tous les cas, cela signifie que la capacité de l'offre neuve à peser sur les prix s'en trouve extrêmement limitée, d'autant que le neuf et l'ancien ne sont pas concurrents sur les mêmes espaces et sur les mêmes segments de marché.



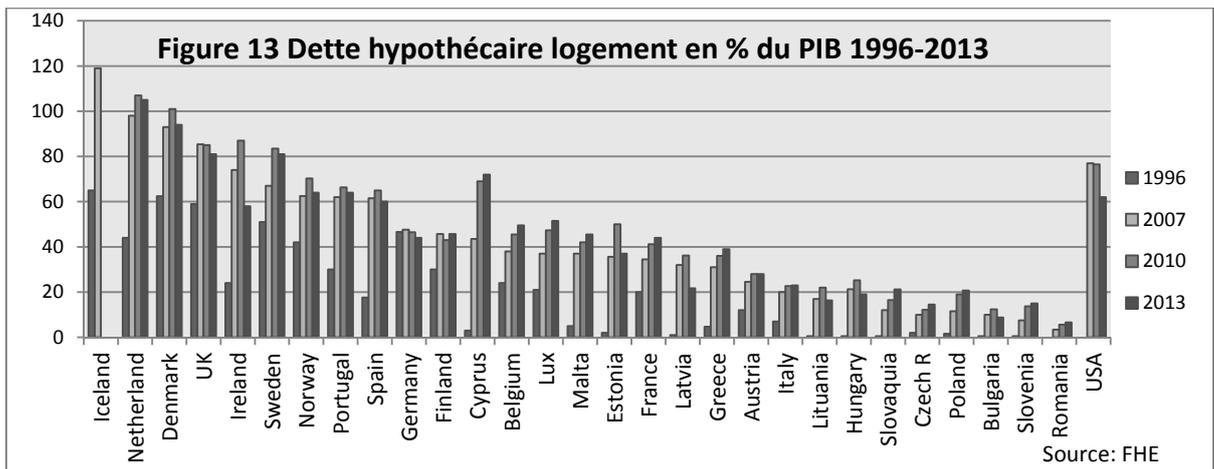
#### 4) Crédit au logement et dynamique des prix

Le dernier grand fait stylisé concerne, évidemment, la montée de l'endettement des ménages pour le logement, qui a concerné l'Europe tout entière.

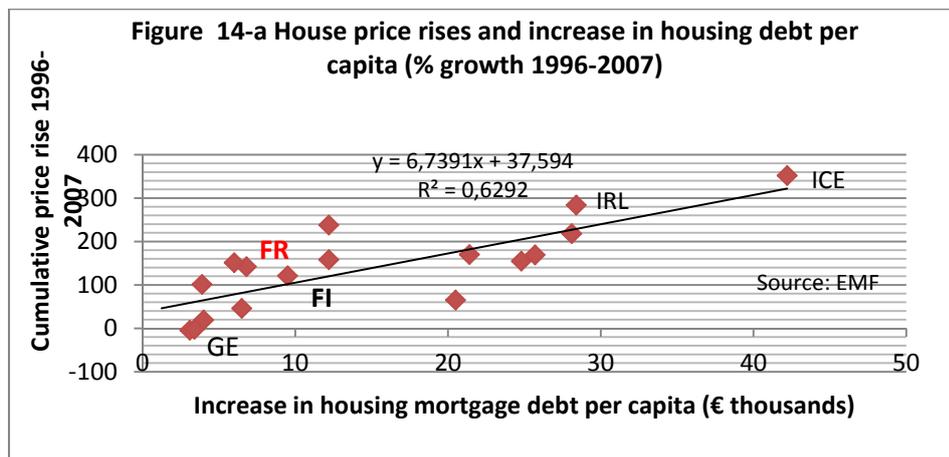
En France, l'encours des prêts résidentiels a triplé en 15 ans, et le taux d'endettement pour le logement a plus que doublé, passant de 20% en 1997 à 43% du PIB (65% du RDB) en 2012, tout en restant extrêmement modéré en comparaison de la plupart des autres pays européens. Les pays nordiques atteignent des taux, et des niveaux d'endettement par tête très élevés : ceux du Danemark et des Pays-Bas, en particulier, dépassent les 100% du PIB<sup>5</sup>.

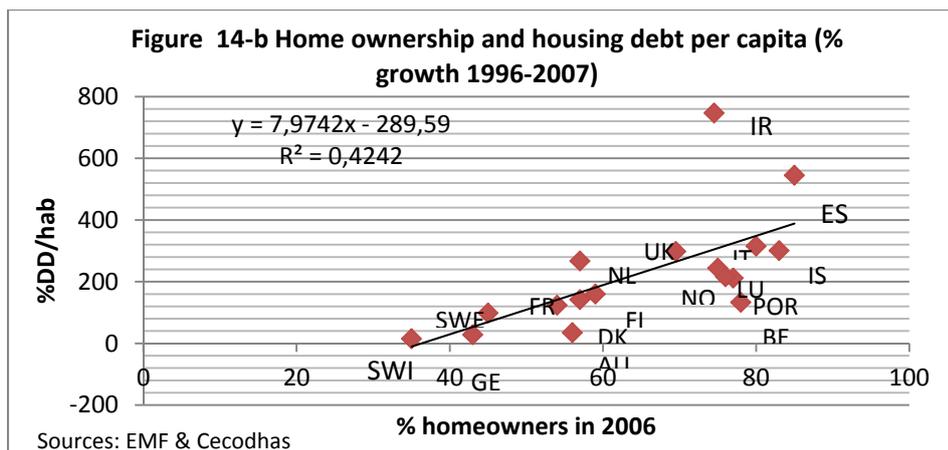
<sup>5</sup> Il convient toutefois de relativiser ce constat. En effet, une part importante des prêts néerlandais et danois est constituée de prêts *in fine* pour lesquels l'amortissement du capital est remplacé par un versement sur une assurance laquelle permet le remboursement en une seule fois à l'échéance du prêt. Jusqu'au remboursement final, le CRD est donc égal au capital emprunté à l'origine, les mensualités de remboursement étant virées sur le compte d'assurance. Un système comparable a existé en Angleterre avec l'*endowment*. Le niveau d'endettement hypothécaire s'en trouve majoré, en particulier dans les périodes où l'endettement croît rapidement. Sans l'éliminer complètement, la considération des taux de croissance de la dette hypothécaire entre 1996 et 2007 réduit la difficulté : elle met en effet (voir graphique 13 ci-dessous) le Danemark et les Pays-Bas dans une position proche de celles de l'Irlande et de l'Islande.

Partout, sauf au Royaume-Uni (ce qui signale sans doute un *credit crunch* particulier), les encours de prêts résidentiels (et les taux d'endettement) ont continué d'augmenter après 2007. Sur ce point encore, on relève une exception allemande, qui confirme le lien étroit entre prix et crédit : les ménages allemands sont presque les seuls dont l'endettement logement (que ce soit en % du RDB ou du PIB) n'a pas augmenté entre 1996 et 2010, partant certes d'un niveau relativement élevé, double du niveau français par exemple, et qui avait fortement augmenté dans la décennie précédente.



Hausse des prix et hausse des crédits logement sont presque une seule et même chose : le coefficient de corrélation entre les deux est, selon les pays, de 0,88 à 0,98 (voir les graphiques 15-a à 15-f ci-après). Or, la croissance de la dette logement des ménages est quant à elle très liée au taux de propriétaires occupants (graphique 14-b).





Il y a donc bien une relation entre structure des statuts d'occupation et degré d'exubérance des marchés, mais elle est indirecte, car médiée par l'endettement logement des ménages. Dès lors, on peut supposer que le degré de résilience des marchés dépend de la soutenabilité de cette dette<sup>6</sup>.

$$\begin{aligned} \text{GPL} &= \text{F1}(\text{GEDL}) && (R^2=0.63)^7 && [1] \\ \text{GEDL} &= \text{F2}(\text{PPO}) && (R^2=0.42) && [2] \\ \text{GPL} &= \text{F3}(\text{PPO}) && (R^2=0.35) && [3] \end{aligned}$$

Avec :

GPL = variation des prix du logement ; PPO = proportion de propriétaires occupants (ou mieux d'accédants et GEDL = variation de la dette résidentielle

Sur les graphiques 14-a et 14-b, comme sur le graphique 7 plus haut, on vérifie que la France est très proche des autres pays du groupe « nordique ».

Bien entendu, les fonctions F1 à F3 devraient incorporer un ensemble d'autres variables représentées dans le système suivant par les vecteurs [X], [Y] and [Z] :

$$\begin{aligned} \text{GPL} &= \text{F1}(\text{EDL}, [\text{X}]) && [1\text{-a}] \\ \text{GEDL} &= \text{F2}(\text{PPO}, [\text{Y}]) && [2\text{-a}] \\ \text{GPL} &= \text{F3}(\text{PPO}, [\text{Z}]) && [3\text{-a}] \end{aligned}$$

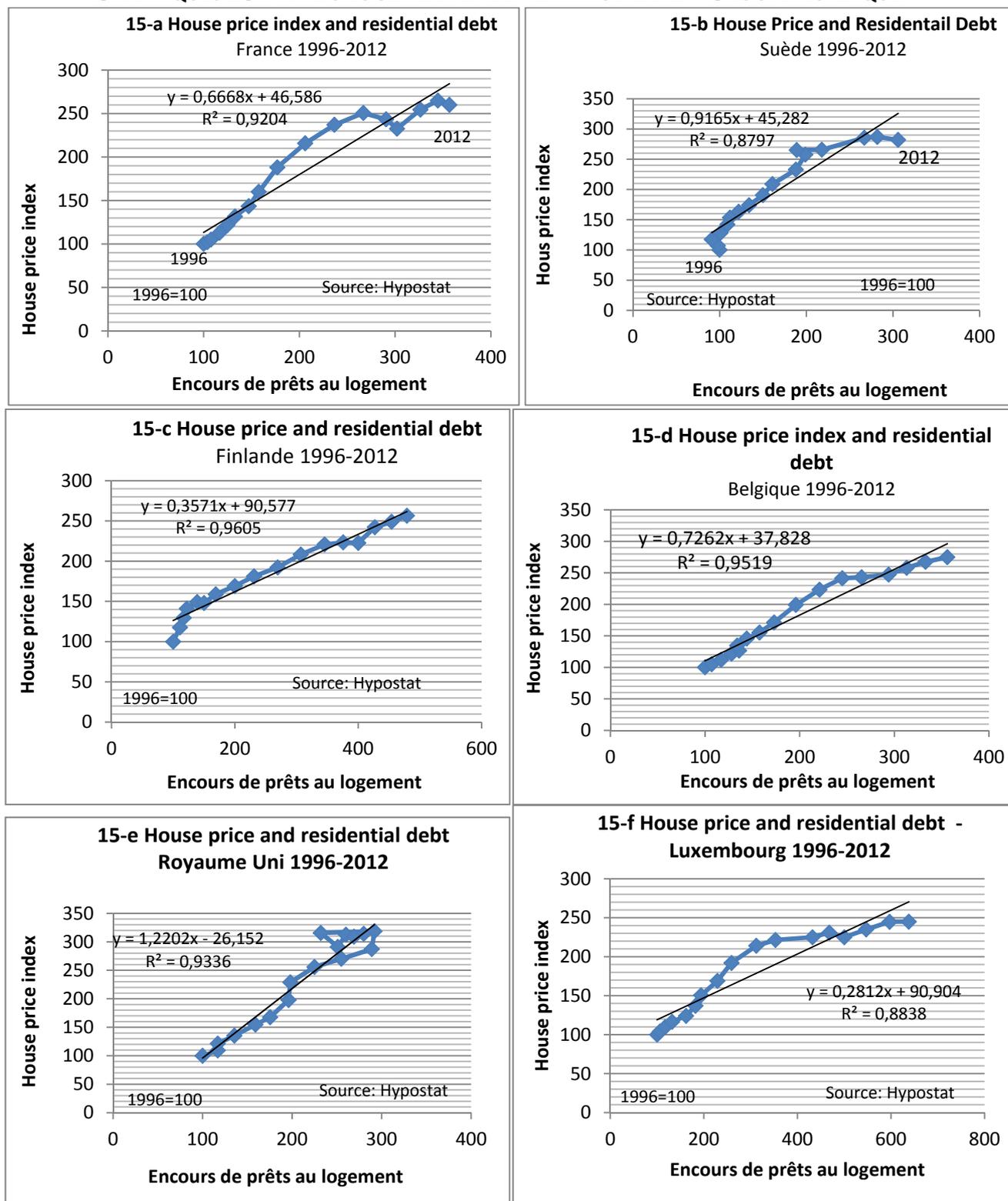
Avec :

- Un vecteur [X] composé des variables "fondamentales" usuelles (évolution démographique, revenu, coûts de construction, loyers, etc) plus des indicateurs d'orientation des politiques du logement (puissance relative des dispositifs de soutien à l'accession et/ou degré de non-neutralité de la structure fiscale) ;

<sup>6</sup> C'est notamment ce que nous essayerons de vérifier dans la section 3.

<sup>7</sup> On relèvera que la corrélation est bien meilleure avec les variations de la dette nominale par tête qu'avec n'importe quel ratio "pur" (% du PIB ou du RDB), ce qui suggère fortement que, quel que soient les taux en question, la seule chose qui compte est la somme d'argent par tête d'endetté qui a été affectée aux transactions immobilières par le système bancaire.

## GRAPHIQUES 15 PRIX DU LOGEMENT ET DETTE IMMOBILIERE – GROUPE NORDIQUE



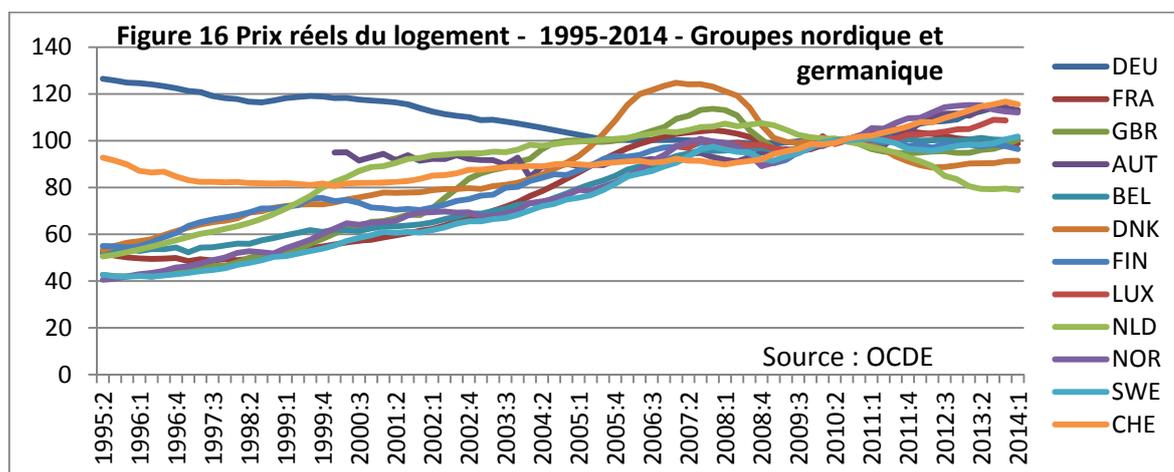
- Un vecteur [Y] décrivant les conditions du crédit au logement : non seulement le taux d'intérêt, mais aussi le type de prêt (intérêts fixes ou variables, maturité des prêts), le degré de « complétude » des marchés hypothécaires (existence ou non de l'extraction hypothécaire, titrisation des crédits hypothécaires, etc), et de concurrence bancaire, etc.
- Et un vecteur [Z] qui combinerait les vecteurs [X] et [Y].

Notre hypothèse est que, depuis le début des années 1980, les profonds changements intervenus dans tous les pays d'Europe de l'Ouest, aussi bien dans les systèmes de financement du logement que dans l'orientation des politiques de logement ont engendré un nouveau régime de marchés, beaucoup plus instable. D'où la suggestion d'inclure un certain nombre de facteurs "institutionnels" dans nos vecteurs [X], [Y] et [Z]<sup>8</sup>.

## 2. SYSTEMES D'HABITAT ET FINANCEMENT DU LOGEMENT : LA FIN DU MODELE SCANDINAVE ?

Il s'agit dans cette seconde section de tenter d'identifier les éléments d'unité et de diversité des trajectoires au sein du groupe « nordique », l'objectif étant de mieux saisir ce qui fait la spécificité du cas français. Après avoir pointé les caractéristiques qui nous semblent constitutives d'un nouveau « régime de marché », on cherchera à identifier les éléments qui font les spécificités nationales.

Par exemple, après 2007, deux pays du groupe "nordique" ont enregistré de fortes baisses des prix du logement : le Danemark et les Pays-Bas. Mais dans les 7 autres pays, comme le montre la figure 16, les prix réels étaient toujours, fin 2013, proches de leur pic de 2007, voire au-dessus, tandis qu'ils connaissaient une hausse soutenue dans les 3 pays germaniques, contrastant fortement avec leur stabilité dans la période précédente. La Norvège, en tant que pays pétrolier est évidemment un cas particulier. Mais celui des 6 autres pays appelle explication.



<sup>8</sup> Un exemple d'une telle stratégie de modélisation peut être trouvé dans Andrews (2010) qui inclut, à côté des habituels déterminants "structurels", tels que le taux de chômage, le revenu disponible réel ou la croissance démographique, tout un ensemble d'indicateurs qualitatifs de caractéristiques institutionnelles : régulation du secteur bancaire, flexibilité de l'offre de logements, abattements fiscaux, coûts de transaction, et même densité de population.

## 2-1 Un nouveau régime de marchés

Un nouveau régime de marchés, déjà préfiguré dans le boom des années 1980, a émergé dans les années 1990, caractérisé par divers changements « structurels » du système d'habitat, des politiques de logement et du système de crédits.

### 1) La structure des marchés

Dans les pays « mûrs » que sont les pays d'Europe du Nord-Ouest, les marchés du logement possèdent trois grandes caractéristiques :

- D'abord, comme nous l'avons vu plus haut, dans tous ces pays le marché d'acquisition (et non de location) domine très largement ; le secteur locatif s'est même réduit comme peau de chagrin dans certains pays, au point de frôler parfois l'extinction. Même en France, où le locatif privé reste important, il n'écoule qu'1/6 de la production, et les acquisitions pour mise en location dans l'ancien sont rares.
- Ces marchés de la propriété occupante sont d'abord des marchés de l'ancien (deux tiers des transactions en France<sup>9</sup>, bien plus encore dans les autres pays du groupe « nordique »), qui se tiennent principalement entre propriétaires. Le cœur du marché est fait d'échanges entre ménages qui vendent et (r)achètent à leurs semblables. Dans ces conditions, la représentation du marché comme lieu de rencontre entre une offre et une demande conçues comme deux forces indépendantes l'une de l'autre est dépourvue de sens. L'offre n'est rien d'autre que la réciproque de la demande. Comme le signalait Walras dans un modèle d'échange pur (i.e. sans production), « *on n'offre pas pour offrir, mais pour pouvoir demander* » (EPPP, p. ).

L'offre est éventuellement médiée par des intermédiaires professionnels (agences immobilières et marchands de biens) mais ceux-ci ne sont pas des « producteurs » dotés de fonctions de coût tels qu'on les imagine dans la représentation usuelle des marchés.

- Enfin, la construction neuve est limitée (taux de construction de 1 à 1,5%, et moins de 1% si l'on ne considère que l'offre marchande (celle des promoteurs privés). De plus, elle n'est présente que sur certains segments de marché, géographiquement délimités.

Dans un tel système de marchés, le modèle structurel des manuels ne fonctionne pas.

### 2) La dynamique des prix

La sagesse économique conventionnelle (celle du modèle Poterba) est prise en défaut, qui voudrait qu'à long terme les prix de marché ne fussent rien d'autre que la capitalisation des loyers futurs, que les prix de demande et les prix d'offre s'égalisent grâce aux ajustements de stock (par la construction neuve), de sorte que si les loyers ne sont pas arbitrairement

---

<sup>9</sup> En fait, beaucoup plus, si l'on retire des transactions les logements neufs dont la production ne donne pas lieu à un « marché », parce qu'ils font l'objet d'une autopromotion, soit de la part des bailleurs sociaux, soit de la part des ménages eux-mêmes (pour les deux tiers des pavillons neufs, qui représentent eux-mêmes autour de 60% de la production en France).

contrôlés les marchés du logement devraient être à la fois autorégulés et efficaces. A l'inverse de cette représentation :

- Les loyers ne sont plus « directeurs » ;
- Les prix de production (sur le neuf) ne sont plus des « attracteurs » pour les prix de marché ; les prix de l'ancien deviennent « autonomes » ; il y a en quelque sorte inversion de la relation entre prix du neuf et prix de l'ancien, le second ne pouvant plus se déduire du premier par application d'une décote.
- Le prix du sol en milieu urbain dense, là où les terrains à bâtir résultent d'un recyclage, est de ce fait déterminé par les prix de l'ancien.
- Les chocs de demande (via le crédit) sont plus fréquents et plus forts ;
- De même que l'impact de la conjoncture immobilière sur la conjoncture générale s'en trouve renforcé (la volatilité britannique en est la meilleure illustration).

## **2.2 Fondamentaux et structures institutionnelles**

L'évolution des marchés du logement depuis une quinzaine d'années représente un sérieux défi pour les économistes ; aucune des explications les plus évidentes ne rend compte des différences de trajectoires constatées entre pays. Ainsi, l'argument de la pénurie d'offre, souvent avancé en France, et qui justifie l'objectif gouvernemental - parfaitement irréalisable - de 500.000 logements neufs annuels, ne vaut pas au regard de la forte réactivité de la construction, et de son taux relativement élevé (plus de deux fois supérieur au taux anglais et trois fois supérieur au taux suédois). Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt et l'allongement des durées expliquent une large part de la hausse constatée, tout en laissant, même combinés avec le revenu et/ou l'emploi, une part d'inexpliqué. Pour autant, l'existence d'une bulle immobilière généralisée dans le groupe de pays qui nous intéressent n'est pas non plus une évidence. Elle le deviendra peut être si ... elle éclate, mais pour le moment la résilience des marchés la dément.

Le fait que le modèle standard ne rende pas compte de la dynamique actuelle des prix du logement n'implique pas nécessairement que les marchés Européens aient été emportés dans une bulle spéculative. Les changements qualitatifs intervenus dans les contextes financier et institutionnel dans lesquels jouent les marchés suggèrent en effet que des facteurs traditionnellement absents des modèles « structurels » ont pu jouer dans ce qui n'apparaît alors plus comme emballement spéculatif, mais comme réponse des marchés aux nouvelles facilités que leur offraient les systèmes financier et politique. En introduisant certains de ces facteurs, un certain nombre d'auteurs (Andrews [2010], Meen [2008, 2009]) ont d'ailleurs réussi à augmenter la force explicative des modèles. Alors que la stratégie de Meen est assez opportuniste (elle consiste à rajouter des variables en fonction de l'apparition de nouvelles interrogations) celle d'Andrews est plus intéressante : elle explique la dynamique des prix comme résultat d'une démultiplication (ou d'un freinage) de l'impact des « chocs de demande » (démographique ou financier) par les degrés, différenciés selon les pays, de libéralisation des marchés du logement, du crédit et du travail. Les institutions qui encadrent

les marchés du logement apparaissent ainsi comme les nouveaux déterminants « fondamentaux » des prix.

### **1) Les conditions de financement : le tournant des années 1980**

Le rôle premier dans ces changements institutionnels qui ont instauré le nouveau régime de marchés revient incontestablement au système de crédit. Ce nouveau régime financier apparu depuis une trentaine d'années ne se caractérise pas seulement par le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, qui n'est sans doute pas appelé à durer, mais par un bouleversement d'ensemble du système de crédit, à commencer par l'intrusion massive des banques dans le crédit au logement, dès les années 1980 (voir Renaud [1997]), et bien sûr la dérégulation des marchés hypothécaires et la titrisation croissante des crédits immobiliers.

Selon le degré de dérégulation qui est intervenu, il en est résulté une fragilisation plus ou moins importante des emprunteurs, et des systèmes bancaires. Les pays qui ont subi le plus lourdement les conséquences de la crise financière sont généralement ceux qui ont associé une forte croissance de la dette résidentielle à un degré avancé de dérégulation du système de crédit. Nous avons cherché à rendre compte de cette relation en construisant un indicateur composite de fragilité financière, associant des critères de niveau et rythme d'endettement à des indicateurs (empruntés au FMI et à l'OCDE) de dérégulation des marchés du crédit<sup>10</sup>. Les deux graphiques ci-dessous montrent le résultat de la confrontation de cet indice au rythme des mouvements de prix.

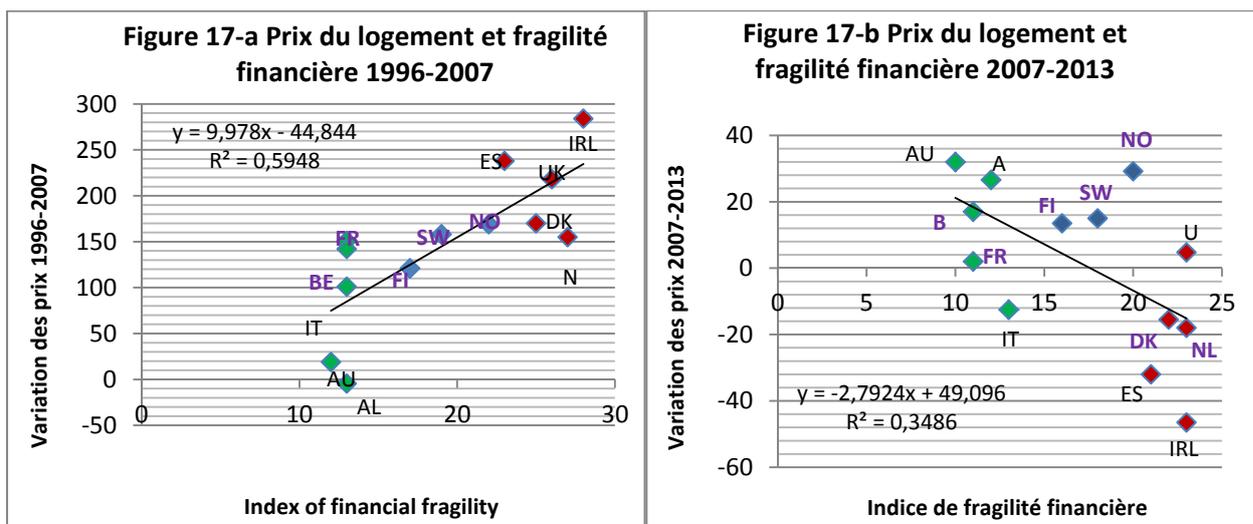
A part le Royaume-Uni, les pays "résilients" sont, parmi le groupe « exubérant », ceux où la robustesse financière du système crédit au logement est la plus forte. Au contraire, le Danemark et les Pays-Bas, qui ont enregistré une baisse continue des prix depuis 2007, affichent un haut degré de "fragilité" financière, supérieur même à celui de l'Espagne. La Belgique, la Finlande et la France affichent à la fois une forte exubérance et une robustesse financière<sup>11</sup> proches de celles de l'Allemagne et l'Autriche. Le Royaume Uni fait figure d'exception, étant à la fois sur-exubérant avant 2007 et très résilient depuis 2009, malgré un indice de fragilité financière nettement plus élevé que celui des pays nordiques. Sans surprise, l'Espagne et l'Irlande cumulent un indice élevé de fragilité financière et une exubérance particulière des marchés entre 1997 et 2007. La relation est moins bonne, mais l'ordonnancement des pays le même, si l'on considère la variation cumulée des prix du logement depuis 2007.

Ainsi le décrochage des prix au Danemark et aux Pays-Bas (voir graphique 16 ci-dessus), qui contraste avec la forte résilience manifestée en Belgique, en France, au Luxembourg ou en Suède, serait-il à relier à une fragilité financière plus grande des ménages, même en tenant compte de la nature particulière des prêts dans ces deux pays (voir note 4 p. 11).

---

<sup>10</sup> Voir en annexe sa construction.

<sup>11</sup> Robustesse au regard de la dette logement des ménages, ce qui ne préjuge pas de l'existence d'autres facteurs de fragilité financière.



2) En même temps qu'évoluaient les systèmes de financement du logement, l'orientation des politiques du logement s'est profondément modifiée dans les années 1980 et 1990. Partout, les aides à la pierre ont reculé au profit des aides à la personne ; partout également, le soutien à l'accèsion s'est renforcé au détriment du soutien au locatif. C'est en France que les politiques du logement ont connu le moins de bouleversements dans leurs grands équilibres (entre statuts d'occupation, comme en termes de coût global – autour de 2% du PIB). Mais dans les pays scandinaves, le modèle socialdémocrate hérité des années 1930 et 1940 a été sérieusement amendé, y compris dans sa composante logement<sup>12</sup>. La Suède a par exemple tourné le dos à sa conception traditionnelle d'un « logement public pour tous » (en l'occurrence municipal). Les politiques d'encadrement (voire de socialisation) du marché foncier ont été peu à peu abandonnées.

Les réformes libérales de l'Etat-providence ont sans doute renforcé la préférence pour la propriété, le déclin programmé des protections sociales facilitant un changement de logique de l'accèsion, d'une logique de sécurisation du parcours résidentiel au profit d'une logique de valorisation du patrimoine, en tant qu'assurance contre des risques chômage, santé, vieillesse, etc, de moins en moins bien couverts par les dispositifs collectifs. La proximité des dynamiques de marché entre la France et les pays nordiques renverrait ainsi à l'affaiblissement du modèle socialdémocrate.

Compte tenu du caractère à la fois segmenté et localisé des marchés du logement, un dernier type de considérations devrait être envisagé : celui du rôle éventuellement joué par les facteurs « urbains » que sont les formes et les degrés de polarisation spatiale, à la fois entre villes et au sein des villes. Le « modèle rhénan » d'organisation urbaine pourrait être l'une des clés de l'exception allemande et suisse par rapport aux autres pays du Nord-Ouest de l'Europe. Comme nous allons le voir maintenant, la dimension spatiale des conjonctures immobilières éclaire en tout cas singulièrement le cas français.

<sup>12</sup> Au Danemark, le gouvernement libéral était même allé jusqu'à supprimer le Ministère du logement, avant que celui-ci ne soit rétabli par l'actuel gouvernement social-démocrate, qui a également relancé la construction de logements sociaux.

### **3 LE CAS FRANÇAIS : DE L'EXCEPTION PARISIENNE AU DESEQUILIBRE GENERAL**

A défaut d'exception, il y a bien un « mystère » français, mais qui se pose de la même façon pour une demi-douzaine d'autres pays d'Europe du Nord-Ouest, qui comme la France ont connu à la fois une exubérance pré-2007 et une résilience post-2007 des marchés du logement. La relative robustesse du système de crédit au logement et le maintien de taux d'intérêt « historiquement bas » ne suffisent pas à expliquer le maintien des prix à des niveaux très proches de leur pic de 2007, voire au-dessus en Ile-de-France, pas plus que les variables classiques des modèles usuels ne permettraient d'expliquer l'accélération des hausses de prix à partir de 2002.

Il faut ajouter que toute explication du relèvement massif des prix depuis 15 ans doit rendre compte de la remarquable uniformité géographique des hausses, notamment par rapport à ce qui s'était passé au cours du boom précédent, qui fut presque exclusivement parisien. Cela passe par la considération des comportements résidentiels, et de la façon dont ils interagissent avec les structures spatiales.

Répondre à l'ensemble de ces exigences exige nous semble-t-il de renoncer à la vision traditionnelle de l'équilibrage des marchés, au profit d'une vision en termes de déséquilibre, associée à une représentation spatialisée des marchés.

#### **3.1 L'hypothèse du déséquilibre**

Comme le soulignaient Rothenberg, Galster, Butler and Pitkin (*The Maze of Urban Housing Markets*, 1991), l'hétérogénéité et la durabilité du bien logement impliquent un degré élevé de segmentation du marché, les segments devant s'entendre ici comme des ensembles de couples stables (O/D) représentés par l'ensemble des logements substituables pour une même tranche de clientèle. La segmentation implique une multiplicité de sous-marchés, ce qui pose autrement le problème de l'équilibrage, comme problème d'appariement (entre logements et ménages de différents types), plutôt que d'égalisation d'une offre et d'une demande indistinctes.

Il s'agit d'ajuster en permanence l'une à l'autre structure du parc et structure de la demande, dont il n'y a aucune raison de penser qu'elles sont spontanément compatibles. A court terme (dans le temps du marché), l'hétérogénéité des biens comme des ménages induit une complexité des transactions (coûts d'information et de transaction) et des défauts d'appariement. A moyen et long terme, l'inertie du stock (délais de production ou difficultés à mobiliser le foncier) empêche l'adaptation de la structure du parc à celle d'une demande perpétuellement changeante. Pour toutes ces raisons, le déséquilibre semble devoir être la situation normale des marchés du logement.

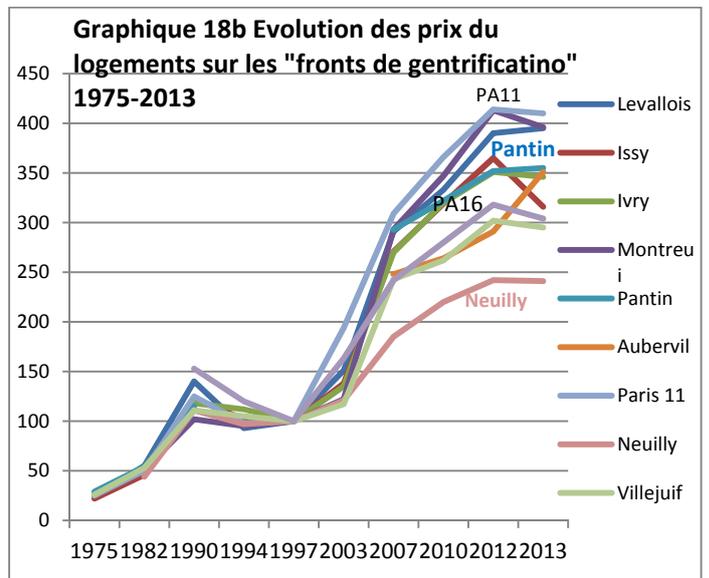
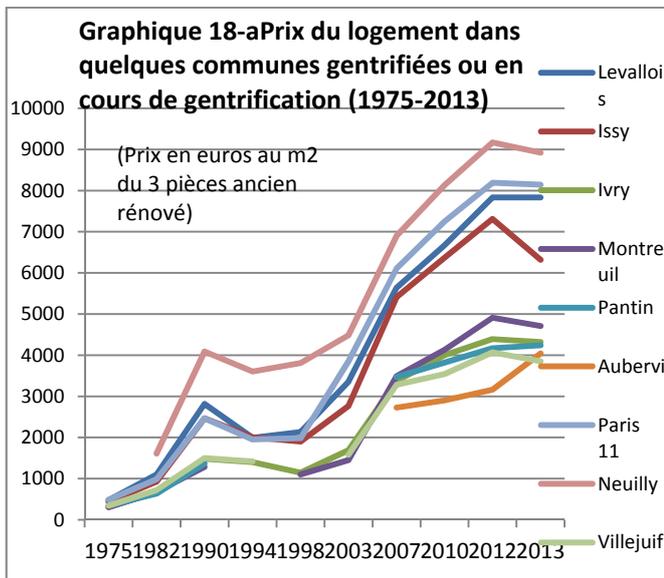
#### **3-2 Une histoire d'espaces**

La dimension spatiale ajoute encore à la complexité de l'ajustement. Des logements d'un certain type doivent être disponibles au bon moment *et au bon endroit* dans la bonne proportion. Les rationnements qualitatifs (sur les lieux) sont aussi importants que les

rationnements quantitatifs (sur les surfaces). Dans des systèmes d'habitat où les taux de construction, et donc l'ajustement par les stocks sont très faibles, il n'est pas nécessaire que les déséquilibres initiaux soient très importants pour enclencher des réactions en chaîne. Parce qu'ils entraînent des effets d'éviction et de report, et parce qu'ils créent des irréversibilités (effets de cliquet et verrouillage spatial), des déséquilibres partiels et limités peuvent avoir des conséquences sur l'ensemble des sous-marchés.

La dynamique géographique des prix doit nous renseigner sur la nature des déséquilibres déclencheurs. Le fait que, contrairement à ce qui s'était passé dans la seconde moitié des années 1980, la hausse des prix n'ait pas démarré dans les zones les plus chères des villes centres, et que celles-ci aient enregistré, jusqu'en 2007, des hausses globales plus faibles que des espaces résidentiels intermédiaires, voire populaires (mais proches de zones fortement valorisées), semble désigner une pression initiale provenant d'un manque de logements intermédiaires dans les espaces centraux. Les classes moyennes et moyennes supérieures auraient ainsi été amenées à investir des espaces populaires, chassant à leur tour les classes populaires vers des espaces périphériques. En région parisienne, cela correspond à un déplacement du « front de gentrification » du nord-est parisien vers les communes populaires de première couronne, en Seine St Denis (Pantin, Aubervilliers) et dans le Val de Marne (Villejuif, Kremlin Bicêtre).

On vérifie, sur les graphiques 18-a et 18-b ci-dessous, que si Neuilly, Paris 11°, Issy et Levallois restent nettement survalorisés par rapport aux banlieues populaires (et voient même l'écart nominal de prix s'accroître – effet de cliquet), en termes relatifs la hausse des prix à partir de 1997 a été plus forte dans Paris 11° et dans ces dernières qu'à Neuilly.



Assez clair sur l'espace parisien, ce mouvement a sans doute également été à l'œuvre dans des métropoles régionales comme Bordeaux, Lyon, Montpellier, Toulouse, etc, et peut être plus largement encore. Certaines de ces métropoles régionales étant plutôt à un stade qui fut celui de Paris dans les années 1980, de gentrification des quartiers populaires *centraux*.

### **3-3 Un double régime de déséquilibre**

Cette lecture spatiale du boom 1997-2007 suggère donc la coexistence d'un double régime de déséquilibre :

- Un régime « périphérique », dans le périurbain modeste, tiré par le crédit (ratios LTV élevés) et les revenus, et soutenu par les politiques publiques (Pass Foncier, PTZ) ;
- Un régime « patrimonial » (en proximité des centres valorisés), tiré par les gains en capital ; la facilité du crédit contribue à y entretenir la hausse dans la seule mesure où elle aide à combler l'écart entre prix d'achat et prix de vente; mais les ratios LTV restent faibles, et les prix sont de plus en plus déconnectés des revenus. Le pouvoir d'achat immobilier des ménages se nourrit de la hausse des prix, de sorte que ce régime est auto-entretenu.

C'est la concomitance de ces deux dynamiques sur des types d'espaces résidentiels très différents qui expliquerait l'uniformité des mouvements de prix constatée jusqu'en 2007. Le régime « périphérique » est évidemment beaucoup plus fragile que le régime « patrimonial », car il est porté par des ménages qui sont au bord de la solvabilité.

De fait, après la remontée des prix de la fin 2010, suite au trou d'air passager de 2009, les hausses ont été beaucoup plus sélectives, et l'on tend à revenir à une dynamique spatiale des prix du type de celle qui a prévalu dans les années 1980 : résistance des prix, voire hausse maintenue dans les secteurs très valorisés, présentant des risques limités de perte en capital sur le long terme, et baisses prononcées dans les secteurs moins valorisés.

## Conclusions

Il n'y a pas à proprement parler d'exception française ; la France relève en effet d'un groupe d'une petite dizaine de pays Européens, que nous avons qualifiés de groupe « nordique », caractérisés par la même succession d'exubérance exceptionnelle jusqu'en 2007, et de résilience inattendue après 2009, le passage de la crise ne s'étant traduit que par une brève période de baisse limitée des prix.

L'évolution des prix du logement depuis une vingtaine d'années pose bien un défi aux économistes : celui d'expliquer une vague haussière aussi forte et aussi prolongée, qui a porté les ratios prix/loyers ou prix/revenus à des niveaux sans précédent connu, et sans retour perceptible à des valeurs plus « normales ».

Nous avons attribué ce relèvement historique à trois séries de facteurs :

- L'autonomisation du marché de l'ancien à la fois par rapport au marché du neuf et au secteur locatif ;
- Les mutations des systèmes de financement du logement et la baisse prolongée des taux d'intérêt ;
- La préférence pour la propriété favorisée par la réorientation des politiques du logement et la fiscalité ;

Enfin, nous avons suggéré qu'une explication complète devrait prendre en considération les modifications des comportements résidentiels et des structures urbaines. Inspirée par l'exemple francilien, cette lecture spatiale des conjonctures immobilières comme portées par un double régime de déséquilibre, reste à vérifier sur les métropoles régionales. Est-elle extensible aux autres pays de notre groupe « nordique » ? Plusieurs d'entre eux (Danemark, Suède) possèdent en tout cas des systèmes urbains aussi hiérarchisés que le système français, au sein desquels se manifestent depuis quelques années des tendances à la polarisation sociospatiale jusque là inexistantes, et qui caractérisent lourdement le système urbain français.

## BIBLIOGRAPHIE

- ANDRE C. (2010), "A bird's eye view of OECD housing markets", *OECD Economics Department Working Papers*, N°746, Paris: OECD Publishing.
- ANDREWS D. (2010), "Real house prices in OECD countries: the role of demand shocks and structural policy factors", *OECD Economics Department Working Papers*, N°831, Paris: OECD.
- ANDREWS D., CALDERA A. & JOHANSSON A. (2011), "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, N°836, Paris: OECD.
- BCE (2006), "Analyse des évolutions de prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro", *Bulletin mensuel*, Février.
- ESPING-ANDERSEN G. (1990), *The Three Worlds of Welfare Capitalism*, Cambridge: Polity Press & Princeton: Princeton University Press.
- FMI (2004), "What explains the recent run-up in house prices?", *World Economic Outlook*, Chapter 2, Autumn.
- HORT K. (2000). "Prices and turnover in the market for owner-occupied homes", *Regional Science and Urban Economics*, Elsevier, 30, 99-119.
- KEMENY J. (1995), *From Public Housing to the Social Market. Rental Policy Strategies in Comparative Perspective*, London: Routledge.
- MEEN, G. (2002), "The Time-Series Behavior of House Prices: a Transatlantic Divide?", *Journal of Housing Economics*, Vol. 11, p. 1-23.
- (2008) "Ten New Propositions in UK Housing Macroeconomics: an Overview of the First Years of the Century", *Urban Studies*, 45(13), p. 2759-2781.
- (2009) "A Simple Model of Housing and the Credit Crunch in the UK", Communication à la Conférence annuelle de l'ENHR: *Changing Housing Markets: Integration and Segmentation*, Prague, 29 juin – 1<sup>o</sup> juillet, Miméo, 37 p.
- ROTHENBERG, GALSTER, BUTLER AND PITKIN (1991), *The Maze of Urban Housing Markets*, Chicago: the University of Chicago Press.
- TIMBAUD X. (2013), « Les bulles « robustes » - pourquoi il faut construire des logements en région parisienne », *Revue de l'OFCE / Débats et politiques*, N°128, 277-313.
- TUTIN C. (2013) (ed), "Ainsi vont les prix ...", dossier *Etudes Foncières*, N°165, Sept.-Oct., Editions ADEF, p. 35-62 - [www.etudesfoncierres.fr](http://www.etudesfoncierres.fr), ISSN 0183-5912
- TUTIN C. et VORMS B. (2013-a), « House Prices and Housing Finance: How Much of a French Exception? », 25<sup>em</sup> Conférence Annuelle de l'ENHR: *Overcoming the crisis – Integrating the urban environment*, Tarragona, 19-22 Juin.
- TUTIN C. et VORMS B. (2013-b), «What has really changed in French housing finance in the last 25 years? », Joint seminar ENHR/EMF: *Milestones in Housing Finance*, Fédération Hypothécaire Européenne, Bruxelles, 17 et 18 septembre.
- TUTIN C. et VORMS B. (2014), « French Housing Markets after the Subprime Crisis: from Exuberance to Resilience », *Journal of Housing and the Built Environment*, Vol. 27 (2014), N°2, Special Issue: 'Credit crunch and the resilience of housing systems' (editors: Hugo Priemus and Duncan Maclennan).
- VORMS B. (2012), "The effectiveness of the French credit system faced with the challenge of budgetary restrictions", *Housing Finance International*, Summer, 20-24.

## Annexe

L'Indice de Fragilité Financière (IFF) utilisé dans la section 2 est la somme d'un indice de montée de l'endettement (IDH) et d'un indice de risque hypothécaire et bancaire (IRH).

L'indice de montée de l'endettement tient compte, à côté du ratio dette hypothécaire / PIB, de sa variation entre 1996 et 2007, ainsi que du niveau en 2007, et de sa variation de 1996 à 2007, du montant de dette hypothécaire par habitant.

L'indice de risque hypothécaire et bancaire est la somme de l'indice FMI de développement des marchés hypothécaires (DMH), lui-même composite, de l'indice OCDE du degré de régulation bancaire et de la part des prêts logement à taux variable.

Une note de 1 à 5 a été attribuée à chaque pays pour chacun des indicateurs. On obtient ainsi une note de 5 à 25 pour chaque pays.

**Tableau 1 Calcul de la " fragilité financière "**

% taux variables (OCDE)		DMH (FMI)		Régulation bancaire (OCDE)		EDL/Y (EMF)	
1	<15%	1	<25	1	≥2.5	1	<20%
2	15 to 29	2	0.25 to 0.39	2	2 to 2.49	2	20 to 40
3	30 to 69	3	0.4 to 0.59	3	1.5 to 1.99	3	40 to 60
4	70 to 89	4	0.6 to 0.79	4	0.8 to 1.49	4	60 to 85
5	≥90%	5	<0.80	5	<0.8	5	>85%
% var EDL/Y		EDL/h (EMF)		% var EDL/h			
1	<10%	1	<€10,000	1	<100%		
2	10 to 20	2	10 to 15	2	100 to 200		
3	20 to 30	3	15 to 25	3	200 to 300		
4	30 to 50	4	25 to 35	4	300 to 500		
5	≥50	5	>€35,000	5	>500%		

**Table 2 Indice de fragilité financière**

	a. EDL/Y 2007 <sup>a</sup>	b. % var <sup>b</sup> 96-2007	c. EDN /h 2007 <sup>c</sup>	d. % var <sup>d</sup> 96-2007	e. a + b + c + d	f. TIR <sup>e</sup>	g. MD <sup>f</sup>	h. Bank reg <sup>g</sup>	∑ M&B f+g+h	IFF +e
Autriche	2	2	1	2	7	2	2	1	5	12
Allemagne	3	1	2	1	7	1	2	3	6	13
Italie	1	2	1	3	7	3	2	1	6	13
Finlande	2	1	2	1	6	5	3	3	11	17
France	2	2	2	2	8	1	1	3	5	13
Belgique	2	2	2	2	8	1	2	2	5	13
Sweden	4	2	3	1	10	3	4	2	9	19
Norway	4	2	5	3	16	3	3	2	8	22
Danemark	5	4	5	2	17	2	5	2	9	25
Pays-Bas	5	5	4	3	15	3	4	3	10	27
UK	5	3	4	3	13	4	3	4	11	26
Espagne	4	4	2	5	17	4	3	3	10	23
Irlande	3	5	4	5	19	4	2	5	11	28
Islande	5	5	5	4						

a. Taux d'endettement hypothécaire logement en % du PIB. b. Points de PIB. c. Dette logement nominale par tête d'habitant majeur. d. Variation de la dette nominale par tête.

e. Type de taux (% de variable). f. Extraction hypothécaire. i. Indice de développement du crédit hypothécaire (IMF). g. Régulation bancaire (croissant avec la restrictivité (OECD)).

k. Indice de fragilité financière (Vorms et Tutin 2013).

Sources: FHE, FMI, OCDE.