

# CRÉDIT ET MARCHÉ DU LOGEMENT DANS L'UNION EUROPÉENNE

par Ricardo Vergès Escuin \*

*L'Observateur de l'immobilier*, 53, mai 2000, 16-23

Revue du Crédit Foncier de France

---

Dans les pays méditerranéens, notamment l'Espagne, la période du passage à la monnaie unique a été marquée par une accélération du crédit. Effet naturel d'une croissance économique soutenue entraînant un boom immobilier, avec une évolution des pratiques d'endettement favorisée par la baisse des taux, ou impact d'un recyclage dans la pierre des trésors cachés dans les bas de laine ?

Ricardo Vergès Escuin paraît pencher pour la seconde hypothèse, tant les comportements qu'il met en évidence s'écartent de ceux d'autres pays européens, également en forte croissance. Mais, force lui est de constater que la diversité des structures des marchés immobiliers et des pratiques d'endettement, voire la qualité de certaines données, rendent les comparaisons délicates.

L'auteur se garde donc de conclure, sinon par un appel à la régulation des marchés, ce qui, en France, n'évoque pas que des souvenirs vieux de dix ans : les craintes de surchauffe sur le marché non résidentiel sont récentes et il n'est plus question aujourd'hui de compter sur les fonds publics pour résorber les conséquences financières des crises immobilières.

---

- Professeur honoraire à l'Université de Montréal  
Coordinateur de statistique du Conseil supérieur des Collèges d'architectes d'Espagne  
Directeur de Red Vergès, S.L.  
[redverges@arquired.es](mailto:redverges@arquired.es)

## 1. INTRODUCTION

On se souviendra que la période de fin des années 80 et début des années 90, fut marquée par la hausse des prix et le réchauffement du marché foncier et immobilier dans de nombreux pays européens (et non européens, voir Renaud, 1995). Cela n'était sans doute pas étranger au cycle monétaire initié en 1986-87, encore en plein boom inflationniste de l'Europe. Mais au fur et à mesure que les prix à la consommation cédaient et que les taux réels d'escompte et crédit bancaire rentraient partout dans l'ordre, tant le crédit à la consommation comme le marché hypothécaire purent connaître une expansion notoire, particulièrement dans les pays de forte croissance économique comme l'Irlande et les Pays-Bas.

Cependant, à l'approche de l'entrée en vigueur de la monnaie unique, on a pu observer des fortes augmentations de l'encours du crédit bancaire notamment dans les pays méditerranéens, augmentations qui ont pu répercuter parfois plus sur l'encours hypothécaire, surtout résidentiel, que sur celui de la consommation. Dans le cas précis des pays ibériques, cet accroissement hypothécaire est concomitant avec un cycle de construction de logements absolument inattendu et de proportions comparables à celui que l'Allemagne a dû réaliser tout au long des années 90 pour parer aux effets de la réunification.

Ces quelques énoncés suffisent pour montrer que les évolutions du crédit, du crédit hypothécaire et de l'activité résidentielle n'ont pas suivi partout la même trajectoire. Or, entrés déjà dans l'ère euro, et dans une perspective de globalisation financière au moins à échelle européenne, il est important d'identifier les différences structurelles de tous ces marchés. Pour cela, dans une perspective comparée, la présente étude propose une analyse des ratios du financement hypothécaire dans huit pays de l'Union Européenne. Cette analyse se fera en amont, en regard de l'ensemble de l'économie et du crédit et, en aval, en regard de l'activité du secteur logement.

Il convient d'ajouter que la simplicité conceptuelle et la relative abondance de données explique l'usage assez généralisé de ce type de ratios à l'heure d'aborder l'étude de comportements comme la propension pour l'épargne, la préférence pour la liquidité, le niveau d'endettement ou la demande pour certains types d'investissement. Il faut mettre en garde, cependant, sur le caractère hybride de certains ratios dont le numérateur peut représenter un stock (i.e. encours de crédit) tandis que le dénominateur peut être un flux (production agrégée). En tout cas, la comparaison proposée exige l'usage de bonnes séries sur les agrégats suivants dans chaque pays:

1. Produit intérieur brut aux prix du marché
2. Encours du crédit privé consenti par les institutions financières aux résidents
3. Encours du crédit hypothécaire total et résidentiel
4. Logements commencés.

## 2. SÉRIES STATISTIQUES

Les séries du PIB sont celles de l'OCDE (1999 et s.) (voir Annexe: Données). Elles sont en monnaie nationale constante de 2000 et ont été dérivées de celles en monnaie courante grâce aux indices de la propre OCDE. Elles peuvent être aussi calculées en euros courants en appliquant les taux de change historiques. Cependant, il n'est pas possible d'élaborer une table en euros constants puisque l'indice correspondant n'est pas disponible. Ceci vaut aussi pour les séries suivantes.

Les séries d'encours du crédit privé proviennent des Statistiques Financières Internationales du Fonds Monétaire International (FMI, 2001). Le terme crédit privé correspond à l'agrégat 32d du FMI: crédit consenti par les banques et institutions financières aux résidents, incluant l'hypothécaire, naturellement. L'agrégat 32d a subi des modifications de concept dans certains pays, ce qui rend difficile la comparaison des séries. Celle-ci est la raison pour laquelle l'étude a dû exclure les pays scandinaves, la Belgique et la Grèce. Les données de l'Espagne ont été révisées récemment (BdE, 2001).

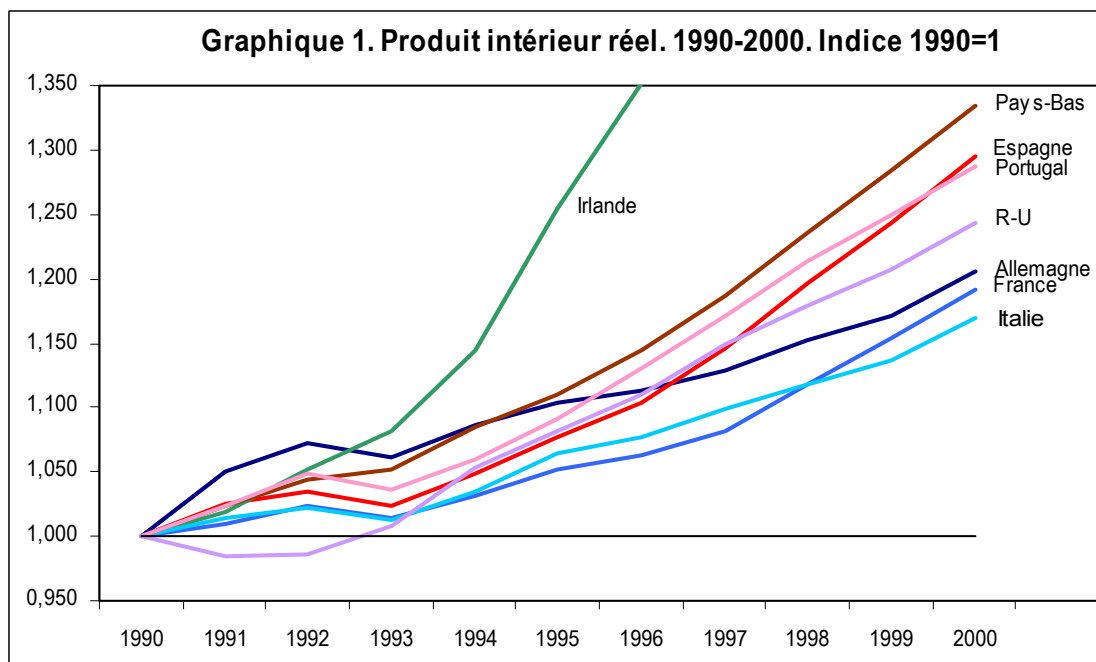
Les encours des crédits hypothécaires résidentiels et non résidentiels proviennent pour la plupart de la Fédération Hypothécaire Européenne (FHE). Les données de certains pays ont dû faire l'objet d'un traitement préalable. D'autres n'offrent pas un matériel suffisant et ont dû être aussi exclues de l'étude: ce sont l'Autriche et le Luxembourg. Les résultats sont en monnaie nationale constante de 2000 grâce aux indices ci-avant. Les données de l'Espagne, également révisées, proviennent de l'AHE (2001).

Les séries des logements commencés proviennent des propres pays, reproduites et actualisées par les publications de différentes institutions européennes dont la FHE ou Euroconstruc (Bellicini, 2001).

### 3. RATIOS DU CRÉDIT PRIVÉ

#### 3.1. Évolution du PIB

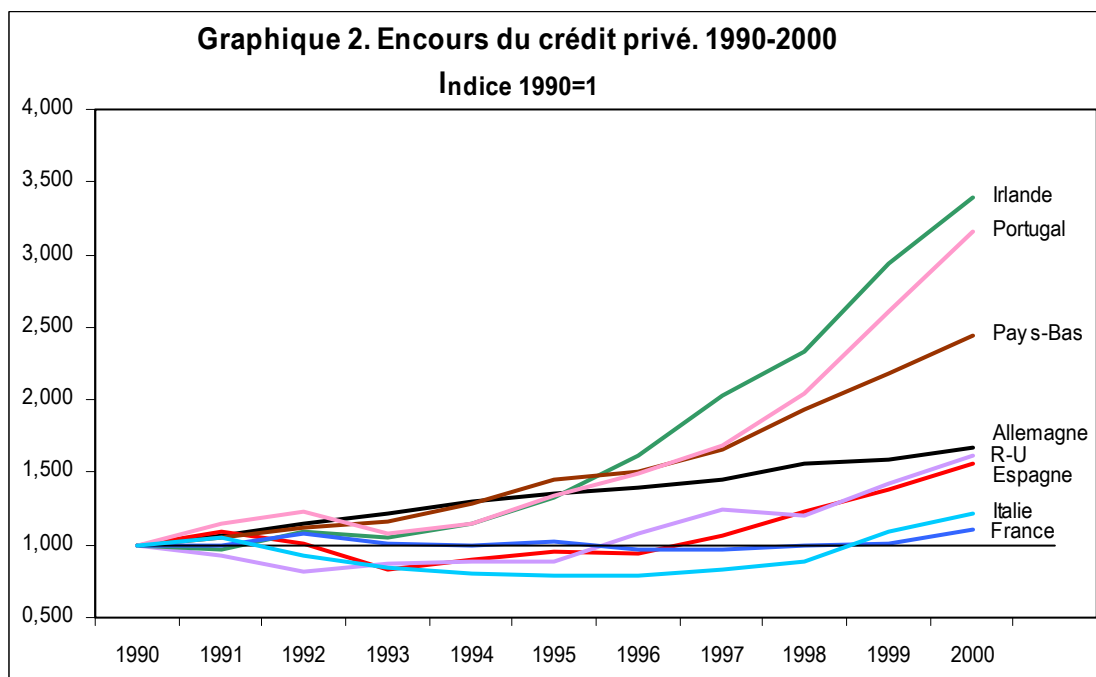
La période 1987-2000 étudiée marque d'importantes transformations dans l'économie de certains pays européens. Cela a forcément une incidence sur l'épargne et par conséquent sur la structure du crédit. Il est donc indispensable au départ de jeter un coup d'œil à l'évolution du produit intérieur brut réel, au moins à partir de 1990 où les données apparaissent déjà consolidées. Le graphique 1 montre ladite évolution en indice de base 1990=1.



L'on remarquera la croissance soutenue depuis 1993 des pays de l'UE, l'Irlande et les Pays-Bas en tête. Dans le premier, la forte industrialisation venant d'outremer a sans doute été rendue possible par le "renvoi d'ascenseur" d'Ellis Island... ainsi que par des politiques fiscales qui pour le moment semblent avoir atteint leur but. Par contre, deux des grands pays, l'Allemagne et l'Italie, affichent un rythme de croissance plus réduit. A remarquer, également, la bonne performance des pays ibériques qui possèdent peu d'industries de rendements croissants à cause de leur faible niveau en R+D, mais dont les différents secteurs d'activité réussissent à importer la technologie nécessaire à leur croissance grâce à une balance commerciale renflouée de façon permanente par les revenus du tourisme.

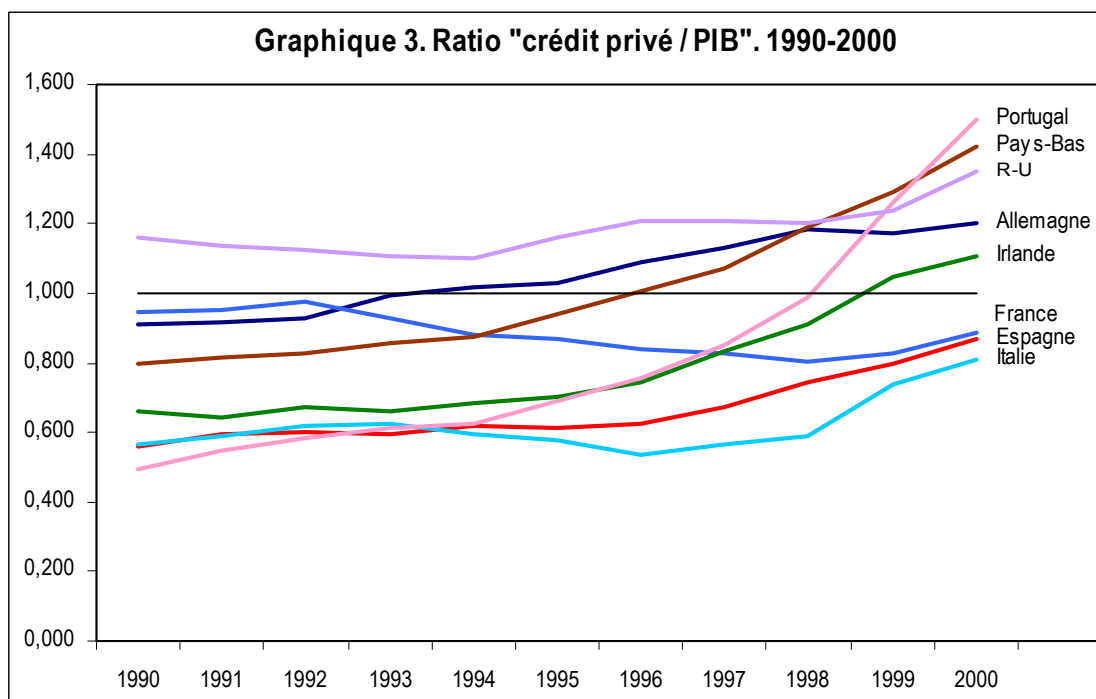
#### 3.2. Evolution du crédit privé

Examinons à présent l'évolution du crédit privé, en termes comparables à celle du PIB. Dans le graphique 2, l'on peut observer que, à part les cas de l'Irlande et des Pays-Bas, les indices de croissance du crédit ne suivent pas forcément ceux de la croissance économique. Par ailleurs, ces deux pays apparaissent "encadrés" entre le Portugal (dont l'accroissement de l'endettement est porté au paroxysme) et les autres deux pays méditerranéens (Espagne, Italie). Quant aux pays "centraux", le niveau de l'endettement privé y est resté modérément croissant (Allemagne et Royaume Uni) ou bien pratiquement stable (France).



### 3.3. Le ratio "Crédit privé/PIB"

Les séries du crédit et du produit intérieur brut permettent de calculer le ratio entre les deux concepts à partir des données des tables 1 et 2 de l'Annexe. Le graphique 3 montre l'évolution du ratio depuis 1990.



Ce graphique met en évidence que jusqu'à 1996 ou 1997, le ratio du crédit privé par rapport à la production agrégée a évolué de forme assez régulière, soit dans le sens progressif (Allemagne, Pays-Bas, Irlande et Portugal), soit dans le sens régressif (France) ou encore de forme constante avec des fluctuations assez allongées (Royaume-Uni, Italie et Espagne). Bien sûr, il faut se garder de vouloir expliquer ces différences, sauf peut-être pour quelques cas bien connus: l'Allemagne qui a dû financer la réunifi-

cation ou les Pays-Bas et l'Irlande lesquels ont choisi, plus que la moyenne, la difficile voie de la croissance technologique. En effet, pour trouver d'autres explications il faudrait au préalable lever d'une part la difficulté conceptuelle déjà mentionnée sur la nature hétérogène du ratio et, d'autre part, éclaircir les doutes qui planent sur certaines séries financières qui n'en finissent pas d'être révisées par le FMI.

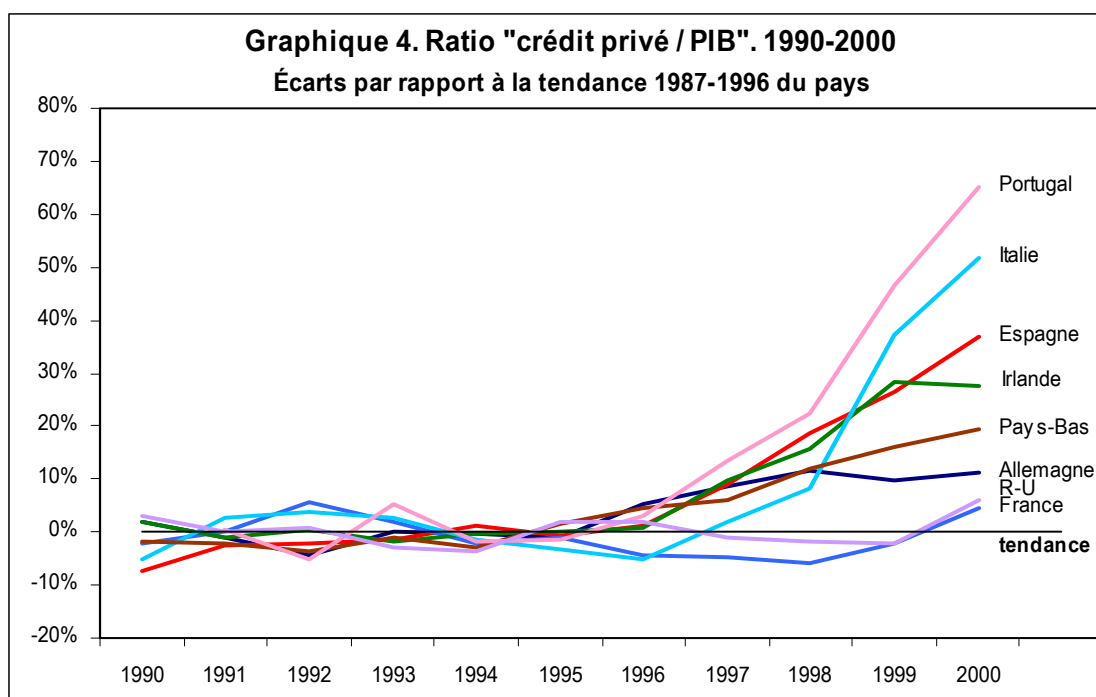
Quoi qu'il en soit, il est évident que jusqu'à 1996 environ, chacun des huit pays développait une certaine tendance dans son endettement qui se traduisait par un ratio "Crédit privé/PIB" soit stable, soit croissant, soit décroissant. Le graphique 3 montre aussi que, par la suite, certains de ces pays ont maintenu leur tendance antérieure tandis que d'autres en ont dévié substantiellement, toujours dans le sens d'un fléchissement à la hausse. En d'autres termes, les premiers semblent l'avoir conservé tandis que les deuxièmes l'ont changé dans le sens d'une plus grande vitesse différentielle d'endettement par rapport à la croissance des ressources, c'est à dire du PIB.

### 3.4. Tendances ou cycles?

Pour mesurer s'il y a eu changement de tendance et de quelle intensité dans le ratio "Crédit privé/PIB", il suffirait de déterminer la tendance antérieure et postérieure au moment présumé du changement dans le pays considéré. Toutefois, devant le petit nombre d'observations faites après ledit changement, il a été jugé préférable estimer seulement la tendance antérieure, la projeter jusqu'à l'an 2000 et mesurer ensuite les écarts des observations par rapport à cette projection, en les comparant d'un pays à un autre.

Les caractéristiques de cette analyse figurent dans l'Annexe: Méthodologie. En résumé, la détermination des tendances a été effectuée par régression bi-logarithmique GLS (Cochrane-Orcutt) sur la période 1987-1996 entre d'une part les encours du crédit (Y) et d'autre part le PIB (X) en euros courants. Cette période s'est avérée être celle qui produit les meilleurs résultats, puisqu'ils sont très significatifs dans tous les cas: trois d'entre eux atteignent un  $r^2$  de 0,99 (Allemagne, Espagne et Irlande) et tous les autres dépassent 0,95 sauf la France (0,90) et l'Italie (0,86). Par conséquent, il peut être affirmé qu'il existait une tendance dans les huit pays étudiés et qu'elle était concave en France et en Italie et convexe ailleurs.

Le graphique 4 montre un axe d'abscisse zéro qui réunit les tendances 1987-1996 de différents pays après les avoir linéarisées et superposées. C'est par rapport à cet axe que se mesurent les écarts en pourcentage (décimal) des observations tant avant comme après l'année de changement. Par exemple, si en appliquant la fonction de régression d'un pays au PIB d'une année on estime une tendance de 100 milliards d'euros en volume de crédit et que l'observation est de 110, alors la courbe du pays en cette année-là indiquera tout simplement 10% (seule la période 1990-2000 est représentée).



Examinons d'abord les pays non méditerranéens (incluant la France). Il apparaît clairement que, à partir de 1997, le ratio du crédit privé a subi une inflexion dans certains pays et pas dans d'autres. En Irlande et les Pays-Bas cette inflexion a atteint autour de 25% en l'an 2000, tandis qu'en Allemagne elle n'a été que de 10 ou 12%. Par contre, au Royaume-Uni et en France, la déviation d'après 1996 a été négative et s'est redressée seulement en l'an 2000 pour atteindre quelque 5%.

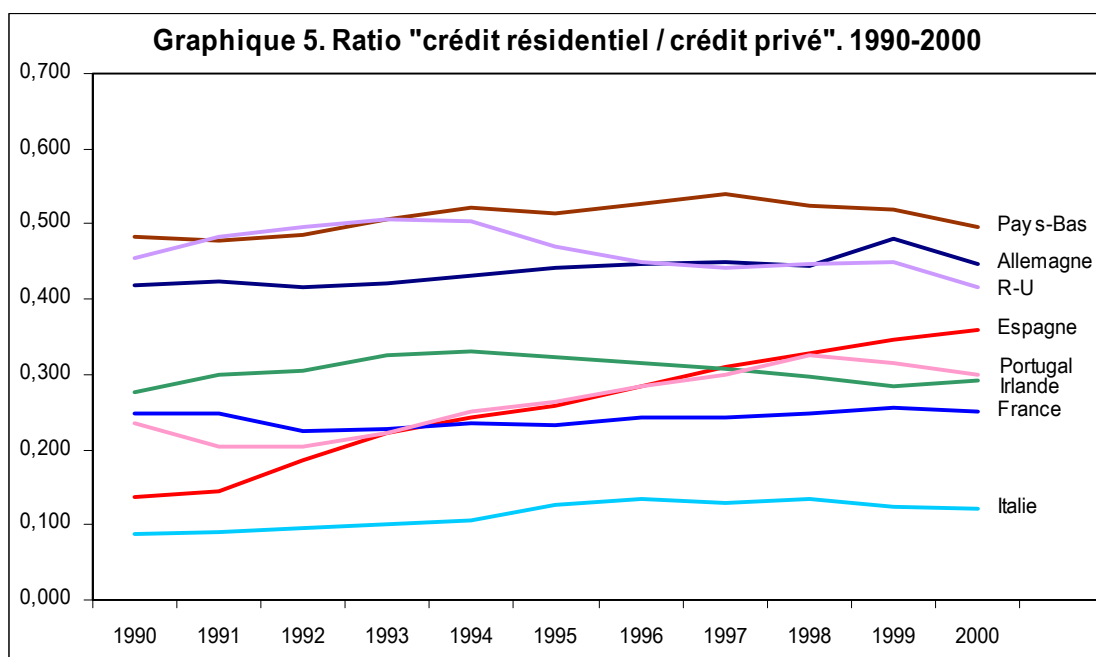
Mais c'est dans les pays méditerranéens que l'on observe les plus grands écarts par rapport à la tendance d'avant 1997, avec des accroissements de 38% en Espagne et de 50 à 65% au Portugal et en Italie. Comme cela représente une augmentation pour le moins imprévisible du volume de crédit concédé par les institutions, il convient alors de voir quel emploi a été fait de ces actifs dans ces pays.

#### 4. RATIOS DU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE

La FHE publie des séries de l'ensemble du crédit hypothécaire non résidentiel des pays européens. La somme de ces séries avec celles du résidentiel pourrait donner lieu à l'étude d'un ratio de l'ensemble du crédit hypothécaire par rapport à l'ensemble du crédit. Cependant, il apparaît à l'examen des résultats préliminaires, que cela ne présente pas tout l'intérêt que l'on pouvait en attendre en raison de la fragilité des données sur le non résidentiel. En effet, dans la plupart des pays l'importance de ce secteur au niveau du financement est très réduite, soit autour de 5 à 10% de tout le crédit. Seulement aux Pays-Bas apparaissent des taux plus importants, d'ailleurs très variables, de l'ordre de 20 à 40%. C'est évident qu'un effort devra être fait dans la définition et unification des critères statistiques relatifs à ce secteur dont la place est de plus en plus importante dans l'ensemble du financement du bâtiment.

##### 4.1. Ratios du crédit hypothécaire résidentiel

Toutes ces raisons conduisent à négliger l'étude de l'ensemble de l'hypothécaire et à passer directement au crédit résidentiel. Son ratio représente le poids des encours d'hypothèques résidentielles dans l'ensemble des encours du crédit privé. Il s'obtient en divisant les données de la table 4 par les données de la table 2 de l'Annexe et il est représenté dans le graphique 5.



On peut distinguer trois groupes de pays dans ce graphique. Dans le premier, les encours hypothécaires résidentiels se situent en dessus de 40% de tout le crédit sans dépasser 55%: ce sont l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Le deuxième groupe se situe entre 20% et 35%, ce sont la France, l'Irlande et le Portugal. Dans le troisième groupe, il ne reste que l'Italie laquelle se situe en dessous de 15%. Quant à l'Espagne, elle vient précisément de ce troisième groupe et paraît décidée à dépasser tout le monde pour aller rejoindre le premier groupe, accompagnée jusqu'à récemment par le Portugal (la Grèce y figurerait aussi si les données restantes étaient complètes). Nous y reviendrons.

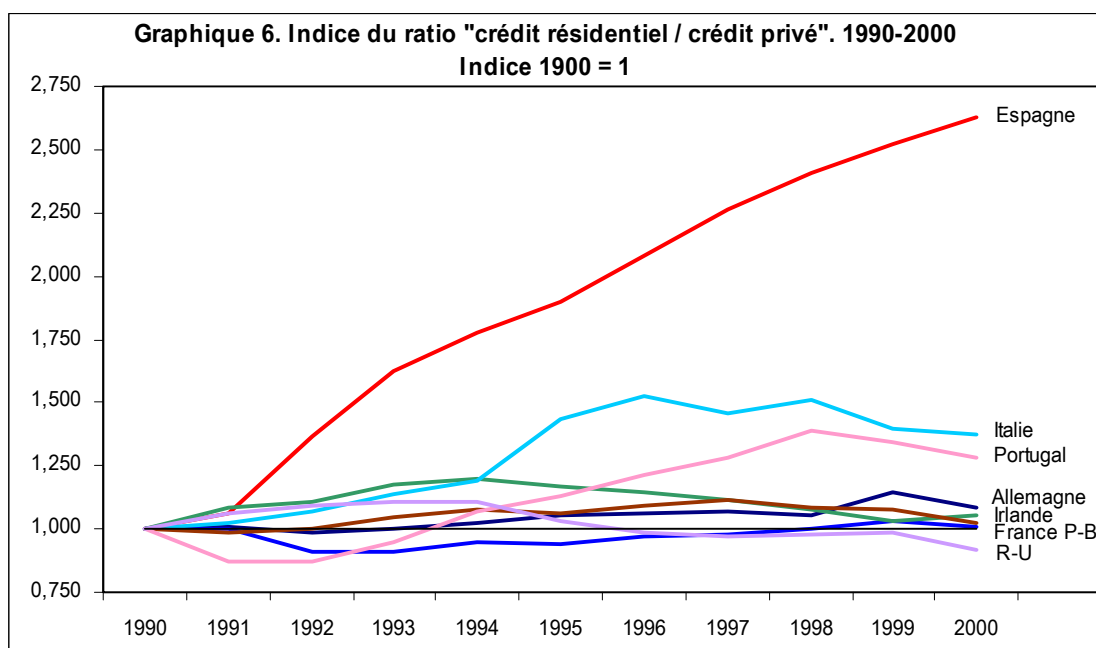
A la vue de ces résultats il y aurait lieu de se poser un certain nombre de questions: ¿à quoi correspondent ces distincts ratios selon les pays? ¿Sont-ils représentatifs de comportements différenciés en ce que l'on pourrait appeler la "propension pour la pierre"? ¿Ou bien existe-t-il tout simplement des systèmes différents de financement sectoriel? Bien sur, pour répondre à ces questions il faudrait étudier la structure des systèmes de financement propres à chaque pays et le chiffre d'affaires dans chaque cas. À défaut d'une telle étude nous penchons pour l'existence de systèmes différenciés.

En effet, on sait que dans le tout premier groupe, il y a des figures de financement qui sont moins courantes dans d'autres pays. C'est le cas des hypothèques commerciales dont la finalité peut être le crédit à des petites et moyennes entreprises garanti par la propriété résidentielle. De plus, comme le régime de loyer y est plus étendu qu'ailleurs, c'est possible aussi que le patrimoine s'y trouve plus hypothéqué de façon plus permanente qu'ailleurs. Quant au deuxième groupe, il serait formé par les pays qui limitent la destination du crédit hypothécaire au financement de l'achat du propre bien.

Reste le troisième groupe, essentiellement méditerranéen, auquel appartenait d'ailleurs l'Espagne jusqu'à la fin des années 80. Comme il est impensable que ces pays aient pu construire tant de logements durant le dernier quart de siècle sans avoir eu recours au crédit autant qu'ailleurs, il faut trouver une raison à la faiblesse des chiffres hypothécaires d'avant 1990. Ce qui a dû faire défaut ce n'est pas tant la masse de crédit comme l'usage de garanties par droits réels. Et comme l'information sur le crédit résidentiel ne provient pas de la finalité des opérations sinon de la spécificité de la garantie, il devenait impossible de distinguer les crédits sans hypothèque destinés au logement de ceux destinés à autre chose.

#### 4.2. Evolution des ratios résidentiels

Ce qui précède suggère une analyse plus poussée de l'information. Les indices en base 1990 peuvent nous y aider. Le choix de cette année est approprié parce que c'est par après que se sont stabilisés les marchés après les avatars du cycle immobilier des années antérieures. Les résultats s'obtiennent en divisant le ratio de l'année courante par celui de l'année de base.



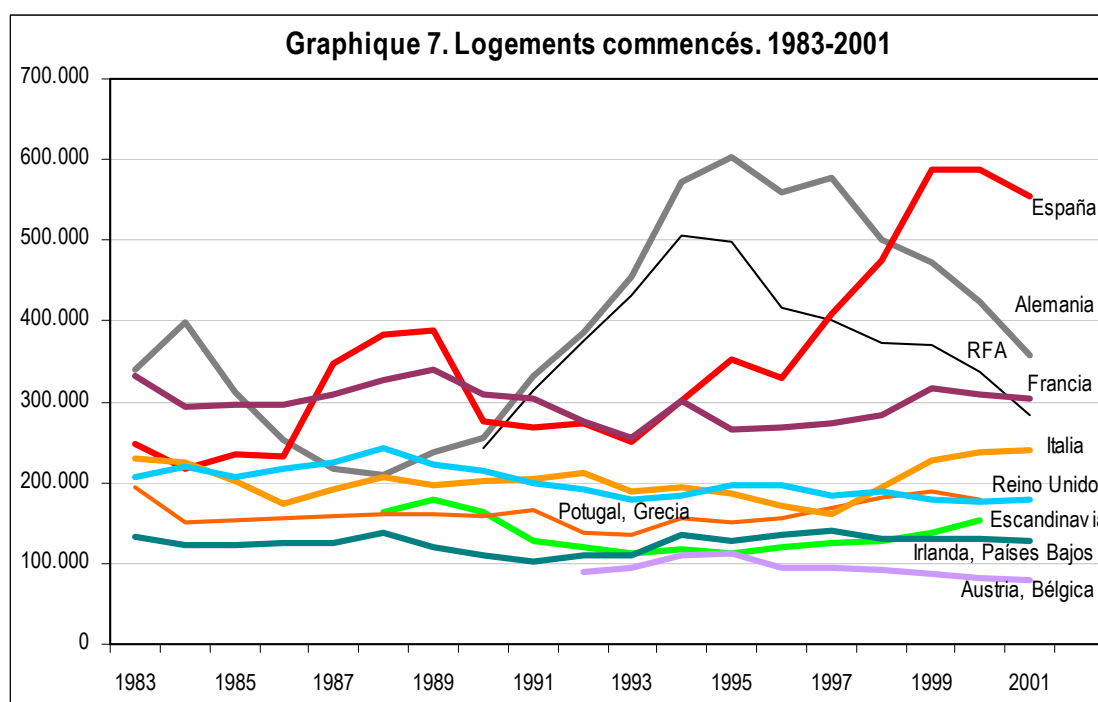
Ce graphique met en évidence la relative stabilité de l'emploi hypothécaire de l'épargne à des fins résidentielles dans les cinq pays non méditerranéens. En effet, ces pays n'ont pas changé de forme substantielle les quotas de crédit résidentiel par rapport à l'ensemble du crédit, tout au moins depuis 1990, puisque les indices correspondants oscillent à l'intérieur d'une fourchette qui va de 0,9 à 1,2. Par conséquent, à la vue de l'information disponible, on peut dire que même lorsque le crédit privé a dévié à la hausse par rapport à la tendance relative au PIB (Pays-Bas et Irlande), le surplus de crédit a servi à financer des investissements résidentiels dans la même proportion qu'auparavant.

Il en va autrement des trois pays méditerranéens dont on voit qu'ils ont connu, durant les dernières cinq ou six années (ou davantage dans le cas de l'Espagne), d'importants gains de quota du crédit résidentiel. Il faut donc voir s'il y a une relation entre l'accroissement des encours hypothécaires résidentiels et l'évolution du secteur logement.

## 5. CRÉDIT ET BÂTIMENT RESIDENTIEL

### 5.1. Logements commencés

Le graphique 7 montre l'évolution des logements commencés dans chaque pays entre 1986 et 2001. Étant donné la magnitude des variations dans les agrégats financiers étudiés, on sera d'accord qu'il ne faut pas trop s'attarder sur les traditionnels et toujours actuels cycles de courte durée du logement (de la Morvonnais, 2000). Il faut se concentrer, par contre, sur les pays qui ont des cycles de construction résidentielle de grand volume, à savoir l'Allemagne, les pays ibériques et, dans une bien moindre mesure, l'Italie.



On remarquera d'emblée que, après une forte dépression durant les cinq dernières années 80, le cycle de l'Allemagne a occupé toute la décennie 90. Sa raison d'être a été, évidemment, la réunification du pays pour loger tant ceux qui sont venus de l'Est comme ceux qui y sont restés. Quant à l'objet du cycle de l'Espagne et du Portugal, il s'avère double. Il y a, d'une part, le tourisme galopant qui vient de gober le peu qui restait des 2000 km de première ligne de plage et il y a, d'autre part, les développements autour des grandes et petites cités qui sont en train de vider littéralement les centres-ville dont les prix n'en finissent pas de monter, affectés par la croyance en la revalorisation de l'immobilier (il faut dire qu'en Espagne il n'existe pas de séries de prix des transactions du logement usagé, mais seulement des évaluations demandées par les banques lors de l'octroi d'hypothèques).

Cette euphorie n'est pas un fait nouveau. Déjà, l'Espagne se démarqua très nettement des autres pays européens lors du cycle consécutif à l'augmentation des taux réels d'intérêt de 1987, cycle dont la modeste pointe est visible pour eux tous, Allemagne exclue, dans le graphique 7. Mais cette pointe se transforma en Espagne en un véritable boom de projets résidentiels qui se terminèrent entre 1989 et 1991 et dont l'excédant ne trouva de débouché que grâce à l'élargissement du portefeuille hypothécaire de banques et caisses d'épargne<sup>(1)</sup>. Cela explique le démarrage foudroyant dès 1991 de l'endettement résidentiel dans ce pays (graphiques 5 et 6).

## 5.2. Crédit résidentiel et logement

Examinons à présent la relation entre les grands cycles des années 1990 du graphique 7 et le crédit résidentiel selon les graphiques 5 et 6. On peut remarquer qu'en Allemagne, la contrepartie du cycle au niveau du financement privé, hypothécaire en particulier, apparaît beaucoup plus estompée que dans l'autre grand cycle, celui de l'Espagne. Cette moindre contrepartie s'explique par le fait que la masse d'encours hypothécaire allemand durant les années 90 aura été, en moyenne, huit fois supérieure à la masse d'encours espagnole. Par conséquent, même à volume et prix analogues, l'impact financier du cycle de logement sera toujours bien moindre en Allemagne qu'en Espagne ou qu'en d'autres pays méditerranéens (graphiques 4, 5 et 6).

Il reste à expliquer les différences entre l'Espagne et l'Italie. Indéniablement, à la source de l'actuel développement immobilier dans les pays méditerranéens il y a une masse de passif infiltré par capillarité dans les institutions (BBVA, 2002), laquelle par l'effet du multiplicateur bancaire a engendré l'énorme volume d'actif observé depuis 1997 dans le graphique 4. Or, ce phénomène d'infiltration s'est avéré au moins aussi ample en Italie qu'en Espagne, mais ne s'est pas traduit en crédit hypothécaire avec la même intensité dans l'un que dans l'autre. Comment expliquer sinon que, contrairement à l'Espagne, le ratio "résidentiel/crédit privé" italien ait augmenté avant 1995 et se soit maintenu stable depuis lors, malgré l'accroissement récent de l'activité du secteur logement?

Une explication à cela peut se trouver dans la finalité qui est donnée en Italie à l'investissement résidentiel. En effet, le volume de travaux de rénovation n'a cessé de croître depuis qu'on a des données. Au milieu des années 80 il représentait 45% de tout tous les travaux résidentiels, en 1995 il était de 50% et aujourd'hui il atteint 58% (Bellicini, 2001). Par contre en Espagne ou au Portugal la rénovation ne doit même pas atteindre 10% ou 15% du total. Supposons alors que le financement de la rénovation continue d'être partout plus diffus et moins soumis à la garantie réelle que l'investissement en neuf. Ceci ferait que bonne partie du financement de la rénovation se retrouverait dans le crédit non hypothécaire. Et comme la rénovation est prépondérante en Italie et minoritaire en Espagne et au Portugal, cela expliquerait pourquoi la correspondance entre cycle du logement et encours hypothécaire est faible en Italie et forte dans les deux autres pays méditerranéens. Cela expliquerait aussi l'apparente "contre-tendance" italienne du flux de logements commencés, dont le fléchissement à la hausse n'a pointé qu'à partir de 1999.

## 6. CONCLUSION

Ce qui ressort avant tout de cette analyse comparative est la diversité de comportements. Certes, cette diversité pourrait être quelque peu resserrée par une information rétrospective plus précise, surtout en matière d'épargne. Mais il apparaît qu'en matière résidentielle, le marché n'est pas sujet à des contraintes ou à des quotas comparables à celles des marchés de production d'autres biens et services. Il s'en dégage, dans certains pays, une impression de manque de régulation quantitative et qualitative. Au niveau interne, ce sont les institutions financières de ces pays qui risquent d'en payer les conséquences en premier. Elles peuvent se retrouver entre l'enclume d'un passif exigeant et le marteau d'un actif rendu insolvable à la moindre secousse conjoncturelle, d'autant plus que les cautions ou la titrisation ne sont pas développées partout pareil.

Du point de vue européen, ce manque de régulation pourrait susciter l'indifférence si l'on s'en tient aux propres biens, puisque ni les excédents d'immobiliers ni leur impact environnemental sont exportables d'un pays à un autre. Mais il n'en est pas de même en ce qui concerne leur financement, étant donné que la monnaie commune peut se ressentir des distorsions introduites dans les marchés financiers nationaux afin de donner couverture aux surproductions massives. Entre ces distorsions figure l'obligée

---

<sup>1</sup> Le cycle de fin des années 80 a été étudié par l'auteur (Vergès, 1998) qui part de l'observation que les prix de l'usagé montèrent avant ceux du neuf. La hausse des taux réels d'escompte répercutait sur les taux hypothécaires: à logement égal, l'usager devait payer beaucoup plus pour l'hypothèque. Par conséquent, on tendait à récupérer la différence en augmentant le prix de son ancien logement au moment de s'en défaire. Toutefois, certains pays crurent que cette spirale des prix traduisait une « revalorisation de l'immobilier » ce qui engendra un cycle éphémère de construction à contre-courant de la théorie qui veut qu'une hausse des taux inhibe l'activité du secteur (il est possible aussi que les crises boursières de l'époque aient bénéficié à l'immobilier...). Mais les expectatives de pouvoir vendre du neuf à des hauts prix ne durèrent pas longtemps et le cycle s'éteignit de lui-même, sauf en Espagne.

prise en charge des coûts externes d'urbanisation par la ou les administrations (Stiglitz, 1977, Guengant, 1992), qui débouchent le plus souvent en déficit et endettement public.

On se rappellera, à ce propos, que le Commissaire Solbes brandissait tout récemment la menace de sanctions imposables par l'Union à l'Allemagne pour s'approcher du déficit de 3% que ce même pays avait proposée auparavant comme limite aux états membres. Naturellement, devant l'alibi de la réunification, la Commission n'a pas montré aucun empressement en appliquer la sanction, même si les facteurs déficitaires auxquels se sont sûrement ajoutés les coûts externes du boom immobilier, avaient pu être largement sous-estimés par le gouvernement fédéral.

Reste à savoir comment réagira l'U.E. devant des cas plus frivoles. Par exemple, en même temps qu'à l'Allemagne, Solbes signalait aussi à un autre pays déficitaire, le Portugal, dont l'ex-premier ministre Cavaco Silva insinuait récemment que leur perte de croissance économique pouvait être en relation avec les 10 stades de football construits récemment... (et bien du résidentiel en trop). Quant à l'Espagne, il s'annoncent des tensions entre l'administration centrale et celles des communautés autonomes à propos de la stabilité budgétaire. Il faut dire que la première a montré une telle attitude de laisser faire pendant le boom que difficilement peut imposer aux secondes une congélation des travaux nécessaires à l'intégration territoriale de l'énorme excédent résidentiel accumulé durant les cinq dernières années. Le danger d'une augmentation du déficit et /ou de la dette publique risque de planer longtemps sur la scène politique de l'Europe du Sud.

## SOURCES ET RÉFÉRENCES

- AHE (2001). *Boletín Estadístico del Mercado Hipotecario*. Annuel. Tab. 3.1.1.1.
- BBVA (2001). *Situación inmobiliaria*. Servicio de estudios. Oct. 2001.
- Banco de España. Base de données statistiques. Séries D\_BFEA1000 et D\_BFEA1210.
- Bellicini, L. (2001). Italy. *Construction in Europe*. Euroconstruc. December, pp.185-192 (Roma).
- Fédération Hypothécaire Européenne. *Rapport Annuel*. Tab. 1, 3, 9 et 12. 2000.
- Hyostat. Tab. 1, 3, 10, 13, 22 et 25.
- Fonds Monétaire International (2001b). *Statistiques Financières Internationales*. Mensuel Sept.
- (2001a). *Statistiques Financières Internationales. Annuaire 2000*. NY : FMI.
- Guengant, A. (1992). *Les coûts de la croissance périurbaine*. Paris: ADEF.
- de la Morvonnais, P. (2000). The European Housing Market to 2002. *Construction in Europe. Euroconstruc*. January, pp. 31-42 (Cambridge).
- OCDE (2001). *Perspectives économiques de l'OCDE, 69*. Vol 2001/1. Paris: OCDE.
- (2000). *Comptes nationaux des pays de l'OCDE. Principaux agrégats. 1988-1998*. Vol. I. Paris: OCDE.
- (1999). *Comptes nationaux des pays de l'OCDE. Principaux agrégats. 1960-1997*. Vol. I. Paris: OCDE.
- Renaud, B. (1995). Le cycle global de l'immobilier. *L'observateur de l'immobilier*, 31, 4-18.
- Stiglitz, J.E. (1977). The Theory of Local Public Goods, in M.S. Feldstein, R.P. Imman (Eds.). *The Economics of Public Services*. London: MacMillan.
- Vergés Escuin, R. (1998). El precio de la vivienda urbana, in R. Vergés (ed.). *El precio de la vivienda y la formación de hogar. Seminaris Urbans (II)*. Col·leccions "Urbanitats", 6. Centre de Cultura Contemporània de Barcelona, pp. 117-144.

## ANNEXE: DONNÉES

Les données qui ont servi à l'élaboration des graphiques de la présente étude sont disponibles pour tous les pays de l'Union Monétaire (sauf Luxembourg) et la Norvège, en format Excel. Pour plus d'information écrire à: [redverges@arquired.es](mailto:redverges@arquired.es)

## ANNEXE: MÉTHODOLOGIE

L'étude économétrique de la tendance du ratio entre crédit privé et PIB dans chaque pays est centrée sur la relation entre crédit privé (Y) et PIB (X). Celle-ci a été calculée au moyen d'une régression bilogarithmique GLS (avec ajustement réducteur d'auto-corrélation d'erreurs Cochrane-Orcutt) sur la période 1987-1996, sauf les Pays-Bas et le Portugal où la régression est bilogarithmique OLS parce qu'elle prédit moins de déviation en 1997-2000. Les séries sont en euros courants sauf aux Pays-Bas où les florins produisent un meilleur ajustement. On a du aussi limiter la période du modèle du Ro-

yaume-Uni à 1989-1996 par manque de données antérieures et celles du Portugal à 1991-96 afin d'obtenir une meilleure corrélation. De plus, Les résultats sont les suivants:

|                    | Période modèle | Méthode | béta   | alpha   | r <sup>2</sup> | d (D-W) | rhô     |
|--------------------|----------------|---------|--------|---------|----------------|---------|---------|
| <b>Allemagne</b>   | 1987-1996      | GLS     | 1,4535 | -6,5082 | 0,9918         | 1,8095  | -0,0673 |
| <b>Espagne</b>     | 1987-1996      | GLS     | 1,1149 | -1,9839 | 0,9925         | 1,8174  | 0,6765  |
| <b>France</b>      | 1987-1996      | GLS     | 0,6133 | 5,2878  | 0,9010         | 1,5249  | 0,6166  |
| <b>Irlande</b>     | 1987-1996      | GLS     | 1,2735 | -3,3174 | 0,9986         | 1,9930  | -0,2056 |
| <b>Italie</b>      | 1987-1996      | GLS     | 0,6014 | 4,9288  | 0,8597         | 0,8092  | 0,6395  |
| <b>Pays-Bas</b>    | 1987-1996      | OLS     | 2,2732 | -17,273 | 0,9510         |         |         |
| <b>Portugal</b>    | 1991-1996      | OLS     | 1,9248 | -10,855 | 0,9754         |         |         |
| <b>Royaume-Uni</b> | 1989-1996      | GLS     | 1,1936 | -2,5108 | 0,9605         | 1,8759  | 0,3473  |

Les résultats corrélatifs sont très positifs et augurent d'une bonne prédictibilité de la tendance durant la période récente 1997-2000. Par contre, la qualité stochastique de l'ajustement est parfois incertaine, ce qui se comprend d'une part parce que les liens de causalité entre les deux variables sont conceptuellement incertains et, d'autre part, parce qu'une tendance monotone ne peut qu'expliquer mal une relation qui, en cas d'être observée de façon plus désagrégée, serait probablement cyclo-tendantielle.

Le mesure des écarts par rapport à la tendance s'effectue en pourcentage. Supposons que  $R$  soit l'observation de l'encours du crédit en une année  $t$  quelconque, éventuellement ultérieure à 1996. En cette même année nous disposons de l'estimation  $R_t^*$  de la tendance calculée sur la période 1997-2000. L'écart  $d_t$  recherché sera donc:

$$(1) \quad d_t = (R_t / R_t^*) - 1$$

où  $(2) \quad R_t^* = \text{Exp}(\beta \text{LN}(PIB_t)) + \alpha$

et où  $\text{LN}(PIB_t)$  est le logarithme naturel du produit intérieur brut de l'année  $t$ . Quant à la tendance, elle correspond à l'écart  $d = 0$  pour tous les pays, ce qui permet la représentation homogène en % décimal du graphique 4.