



L'endettement immobilier des ménages influence-t-il la transmission de la politique monétaire au Royaume-Uni ?

La transmission de la politique monétaire au Royaume-Uni dépend-elle de la situation d'endettement immobilier des ménages ? Cet article montre que les variations des taux d'intérêt directeurs de la Banque d'Angleterre produisent un effet plus fort sur la consommation lorsqu'une plus grande partie des ménages sont contraints financièrement et proches de leurs limites d'emprunt immobilier. En outre, l'impact de la politique monétaire dépend en partie de la dynamique passée des prix immobiliers et donc de la capacité de refinancement des ménages. Toutefois, l'effet du niveau d'endettement sur la politique monétaire au Royaume-Uni n'est pas symétrique : la hausse des taux d'intérêt est plus efficace que la baisse car elle pousse les ménages vers leur contrainte financière. Elle réduit donc relativement plus leur consommation qu'une baisse ne l'accroît.

Paul HUBERT

Direction des Études microéconomiques et structurelles
Chercheur associé à Sciences Po - OFCE

Codes JEL
E21, E52,
E58

Cet article présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

2,9

la valeur du ratio « montant de l'emprunt immobilier sur le revenu annuel des ménages » au Royaume-Uni entre 2005 et 2017

15%

la part des ménages avec un ratio « emprunt sur revenu » supérieur à 4 au Royaume-Uni entre 2005 et 2017

2,6 points de pourcentage

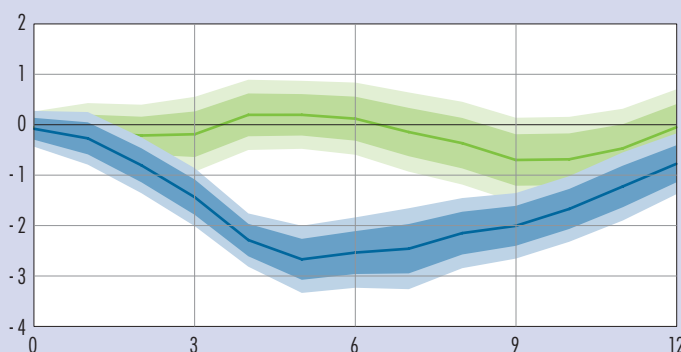
la différence dans l'effet de la politique monétaire sur la consommation totale à un horizon de six mois, selon que la part des ménages très endettés est faible ou forte, au Royaume-Uni entre 2005 et 2017

Effet au Royaume-Uni de la politique monétaire sur la consommation totale en fonction du niveau d'endettement des ménages entre 2005 et 2017

(axe des abscisses : durée en mois ; axe des ordonnées : en %)

— Ménages très endettés : % élevé

— Ménages très endettés : % faible



Note : Réponse de la consommation totale à une hausse de 1 point de pourcentage du taux directeur de la banque centrale. Les effets sur la consommation sont différenciés selon la part des ménages vulnérables financièrement (part élevée, soit 8%, représentée par les bandes bleues, part faible, soit 2%, pour les bandes vertes). Les ménages sont définis comme vulnérables financièrement en fonction de leur ratio emprunt sur revenu. Sources : *Product Sales Database* (PSD), Banque d'Angleterre, Cumming et Hubert (2021a).



1 L'hétérogénéité des situations financières influe sur les effets de la politique monétaire

La littérature économique fournit de plus en plus de preuves empiriques du fait que les ménages adaptent leur consommation de façon différenciée face aux chocs de revenu – c'est-à-dire que les ménages diffèrent dans leur propension marginale à consommer¹. Les différentes contributions dans ce domaine classent les ménages en fonction du montant d'actifs liquides qu'ils détiennent. Les ménages avec peu de liquidités ont tendance à avoir des propensions marginales à consommer élevées et consomment donc une part importante de leurs revenus. Ces ménages sont dénommés « contraints au jour le jour » dans la littérature². Ils peuvent être soit « pauvres » (s'ils ne possèdent aucun actif) ou « riches » (s'ils possèdent un patrimoine positif, mais illiquide, par exemple s'ils sont propriétaires de leur résidence principale, mais ont des liquidités très limitées et des dépenses contraintes élevées comme leur mensualité d'emprunt)³. À partir de cette classification, Slacalek *et al.* (2020) montrent que 10% des ménages de la zone euro sont « contraints au jour le jour et pauvres », 12% sont « contraints au jour le jour et riches » et 78% sont « non contraints au jour le jour ».

En réponse à une variation des taux directeurs (un assouplissement de la politique monétaire par exemple), les ménages « non contraints au jour le jour » se comportent conformément à l'hypothèse du revenu permanent : leurs habitudes de consommation restent principalement inchangées à la suite d'une augmentation transitoire de leurs revenus liée aux effets indirects de la politique monétaire (augmentation de l'activité économique et donc des revenus)⁴. En revanche, leur consommation peut être stimulée par le canal de substitution intertemporelle et le rôle des taux d'intérêt sur l'arbitrage entre consommation et épargne. À l'inverse, face à la même politique monétaire expansionniste, la consommation des ménages « contraints au jour le jour » est majoritairement stimulée à travers les effets indirects (cf. encadré).

L'impact des effets indirects est fortement biaisé vers ces ménages, car ils ont en moyenne des revenus inférieurs et bénéficient de manière plus que proportionnelle des nouveaux emplois créés et des hausses de salaires. L'effet de ce canal sur la consommation est amplifié par leurs propensions marginales à consommer plus élevées que celles des autres ménages. En résumé, le canal de substitution intertemporelle joue un rôle majeur pour les ménages « non contraints au jour le jour » qui détiennent des encours importants d'épargne. Les autres canaux de transmission (fonctionnant par le biais de l'évolution des prix immobiliers ou de la croissance économique agrégée par exemple) jouent un rôle plus important pour les ménages « contraints au jour le jour » qui ne possèdent pas d'économies (*i.e.* d'actifs liquides) pour lisser leur consommation face à des chocs économiques.

L'hétérogénéité des ménages peut ainsi jouer un rôle clé dans la transmission de la politique monétaire. Il apparaît important de tenir compte des différences entre les ménages – en matière de propension marginale à consommer, de patrimoine, de revenus et de sensibilité de ces revenus au cycle économique – pour évaluer l'impact de la politique monétaire sur la consommation.

2 Le ratio emprunt sur revenu comme indicateur des contraintes financières des ménages britanniques

Si la littérature s'est principalement attachée à étudier les différences de réactions des ménages selon leurs actifs, l'endettement (*i.e.* niveau et/ou condition) est également susceptible de jouer un rôle. Ainsi, Cloyne *et al.* (2020) montrent, sur des données américaines et anglaises, que c'est le statut vis-à-vis de la résidence principale qui influence le plus la réponse à la politique monétaire : alors que la consommation des locataires et des propriétaires ayant fini de rembourser leur emprunt immobilier (*i.e.* les propriétaires nets) ne réagit pas à la politique monétaire, celle des propriétaires ayant un emprunt immobilier en cours y répond. De plus, Wong (2021) documente, aux États-Unis, l'importance

1 Voir Jappelli et Pistaferri (2010) ou Christelis *et al.* (2019).

2 La littérature retient généralement comme mesure empirique de cette contrainte de liquidité que les ménages sont « contraints au jour le jour » s'ils détiennent des actifs liquides nets positifs qui équivalent à moins de deux semaines de revenu.

3 Voir Weidner *et al.* (2014).

4 Voir Kaplan *et al.* (2018) et Bilbiie (2020).



ENCADRÉ

Canaux directs et indirects de transmission de la politique monétaire

Les effets de la politique monétaire sur les ménages peuvent être regroupés en deux grandes catégories : directs et indirects.

- Les **effets directs** désignent les conséquences immédiates de la variation des taux d'intérêt directeurs. Celle-ci influence les taux d'intérêt associés à l'épargne (livret d'épargne, assurance-vie, etc.) et aux emprunts (immobilier ou à la consommation) des ménages. En fonction de la structure de l'épargne et des emprunts, on parle de revenu financier net des ménages, ou de leur exposition nette aux taux d'intérêt. C'est historiquement et théoriquement le principal canal de transmission de la politique monétaire. Il est hétérogène parmi les ménages car il est fonction de la composition de leurs portefeuilles d'actifs et de passifs. Par exemple, une baisse des taux d'intérêt directeurs réduira les paiements d'intérêts des ménages endettés à taux variable. Elle réduira également les revenus financiers des ménages qui détiennent des actifs à court terme (dont les rendements baisseront). Un second effet direct de la politique monétaire est de modifier les incitations à l'épargne des ménages (substitution intertemporelle). Cet effet est également hétérogène selon les ménages, car il concerne principalement les ménages qui disposent d'une épargne liquide qu'ils seront en mesure d'ajuster.
- Les **effets indirects** opèrent à travers les réponses agrégées (*i.e.* d'équilibre général) des prix et des salaires (et donc des revenus du travail et de l'emploi). Lorsque les taux directeurs sont réduits, l'accroissement de la consommation des ménages et des investissements des entreprises qui en résulte entraîne une augmentation de la croissance économique qui exerce une pression à la hausse sur l'emploi et les salaires. Cet effet indirect, qui fonctionne par le biais de la baisse du chômage et la hausse des revenus du travail, conduit à des augmentations supplémentaires de la demande globale. Ce canal a également des conséquences hétérogènes dans la mesure où différentes sources de revenus (par exemple, salaires ou revenus du capital) ou différents types d'emplois (par exemple, peu ou plus qualifiés) n'ont pas les mêmes élasticités vis-à-vis des variations de la croissance économique. Les effets indirects passent aussi par l'effet de la politique monétaire sur les prix immobiliers et le prix des actifs financiers qui peut alimenter un effet richesse.

de la renégociation des prêts immobiliers pour expliquer les comportements de consommation des ménages. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la très grande majorité des prêts immobiliers est octroyée avec un taux d'intérêt fixe pour une période donnée (entre deux et cinq ans en moyenne)⁵. À l'issue de cette période, le taux d'intérêt devient variable, les ménages pouvant renégocier leur prêt et repartir pour une période de taux fixe d'à nouveau deux à cinq ans. Au Royaume-Uni, plus de 80 % des ménages renégocient leur prêt à cette échéance et se réengagent pour une nouvelle période de deux à cinq ans avec un nouveau taux fixe. La décision

des ménages de contracter un prêt à taux fixe ou variable dépend en grande partie du niveau des taux d'intérêt et des anticipations de taux futurs.

Un récent travail (Cumming et Hubert, 2021a) étudie dans quelle mesure l'endettement des ménages influence la transmission de la politique monétaire à la consommation au Royaume-Uni. À partir de données microéconomiques sur les caractéristiques des prêts immobiliers couvrant l'ensemble des 14 millions de prêts immobiliers contractés au Royaume-Uni entre 2005 et 2017, le rôle de l'hétérogénéité de la dette des ménages est analysé⁶.

⁵ Par exemple, cette part s'élevait à 92% en juin 2017 au Royaume-Uni. À la même date, le stock de prêts à taux d'intérêt fixe était de 60%.

⁶ L'échantillon considéré inclut la crise financière de 2008 et la mise en place des politiques non conventionnelles. Différents indicateurs alternatifs de l'orientation de la politique monétaire sont utilisés pour mesurer ses effets au cours de cette période.



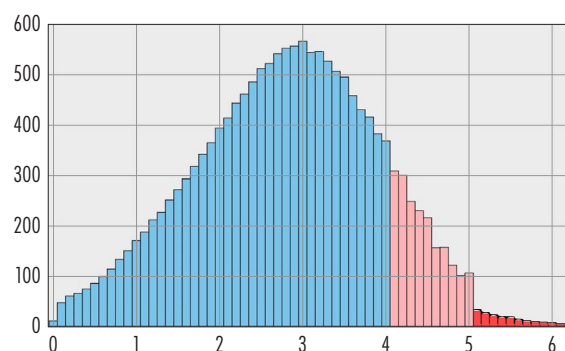
Une mesure de leur vulnérabilité financière est construite en utilisant un riche éventail d'informations sur leur endettement (cf. annexe). Cette approche vise à isoler les personnes les plus susceptibles de changer brusquement de comportement de consommation au sein du groupe des ménages endettés et met en lumière le fait que les ménages endettés sont plus ou moins vulnérables sur le plan financier. Le mécanisme que cet article tente d'identifier n'est pas uniquement lié au fait que les emprunts immobiliers contractés peuvent l'être avec un taux d'intérêt variable – et donc que les variations de politique monétaire ont un impact direct sur les mensualités d'emprunt. Le mécanisme à l'œuvre peut aussi découler du fait que la politique monétaire a des effets indirects sur les revenus des ménages et que les marges de manœuvre des plus endettés sont limitées en réponse à des variations de politique monétaire.

Les emprunteurs récents qui se sont fortement endettés en comparaison de leurs revenus sont susceptibles de détenir leur richesse principalement sous forme d'actifs illiquides (leur bien immobilier), de disposer de peu d'actifs liquides (après paiement de leur apport) et d'avoir des mensualités qui représentent une fraction substantielle de leur revenu disponible. Cet article se concentre donc sur les nouveaux emprunts récemment contractés car la charge mensuelle des remboursements est la plus élevée au moment de la souscription d'un prêt immobilier⁷. Les ménages sont considérés comme financièrement vulnérables quand le ratio du montant de leur emprunt immobilier sur leur revenu (*loan-to-income* ou LTI en anglais) est élevé (cf. annexe). Ce seuil est fixé à 4 (cf. graphique 1a) pour deux raisons. Il est égal au seuil retenu pour les recommandations macroprudentielles du *Financial Policy Committee* de la Banque d'Angleterre vis-à-vis des banques⁸ et il correspond en moyenne à une charge de remboursements de 35% des revenus bruts, ce qui est conforme également à la limite recommandée par le *Financial Policy Committee* pour les banques vis-à-vis de leurs clients. Cet article fait l'hypothèse qu'il est difficile pour les ménages avec un ratio supérieur à 4 de lisser leur consommation en réponse à des chocs économiques.

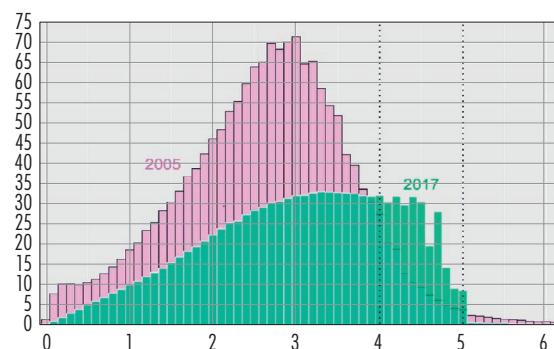
G1 Distribution du ratio emprunt sur revenu

(axe des abscisses : ratio emprunt sur revenu ; axe des ordonnées : nombre d'emprunts en milliers)

a) Sur tout l'échantillon de 2005 à 2017



b) En 2005 et en 2017



Note : Le graphique a) montre la distribution du ratio emprunt sur revenu (brut) pour les 14 millions de prêts octroyés au Royaume-Uni sur la période 2005-2017, avec une mise en exergue des prêts octroyés avec un ratio supérieur à 4 (rose) et à 5 (rouge). Le graphique b) présente la distribution en 2005 et 2017 spécifiquement.

Sources : *Product Sales Database* (PSD), Banque d'Angleterre.

Le principal défi consiste à comparer ces niveaux d'endettement dans le temps ou l'espace et à définir ce que l'on entend par un ménage très endetté ou surendetté. Selon certaines mesures, les ménages britanniques seraient plus endettés aujourd'hui qu'ils ne l'ont jamais été dans le passé, en partie à cause de la forte hausse des prix de l'immobilier (cf. graphiques 1a et 2). En raison de l'évolution considérable des taux d'intérêt entre 2005 et 2017, le coût du crédit a fortement baissé. Il est donc biaisé de comparer deux ratios d'emprunt sur revenu en 2005 et 2017. Cet article estime donc une mesure

⁷ Car les revenus ont tendance à augmenter avec le temps ; en outre, les prêts immobiliers sont renégociés tous les deux ans environ dans l'échantillon considéré.

⁸ Il existe aussi depuis 2014 une limite fixée par le *Financial Policy Committee* contraignant les banques à ne pas accorder plus de 15% de leurs emprunts immobiliers à un niveau de LTI supérieur à 4,5.



G2 Évolution du ratio emprunt sur revenu moyen par mois entre 2005 et 2017



Sources : Product Sales Database (PSD), Banque d'Angleterre.

de la part des ménages très endettés comparable dans le temps. Celle-ci tient compte des effets des changements dans la réglementation, du comportement d'offre de crédit des banques, des préférences individuelles, des effets géographiques et d'autres évolutions macroéconomiques.

La variation temporelle dans cette variable d'endettement est ensuite utilisée pour étudier si et comment les effets de la politique monétaire dépendent de la part des ménages vulnérables financièrement. Intuitivement, une politique monétaire restrictive entraîne une baisse de la consommation à court et moyen terme, raison pour laquelle les banques centrales augmentent les taux d'intérêt lorsque l'économie est en surchauffe. Cet article vérifie si ce résultat évolue en fonction de la part de ménages vulnérables financièrement.

3 Les effets de la politique monétaire contingents aux contraintes financières

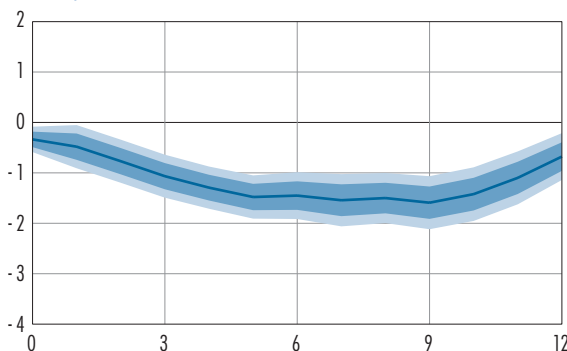
Les estimations indiquent que la politique monétaire du Royaume-Uni est plus efficace lorsqu'une plus grande part des ménages a contracté des engagements de dette élevés. Le graphique 3 montre la réponse de la consommation sur une période de douze mois à une augmentation de 1 point de pourcentage du taux d'intérêt directeur. Sur le graphique 3a, l'effet moyen d'une politique monétaire restrictive est représenté : la consommation se réduit d'un peu moins de 2%. Sur

le graphique 3b, les effets sur la consommation sont différenciés selon la part des ménages vulnérables financièrement (part élevée représentée par les bandes bleues, part faible pour les bandes vertes). L'écart entre ces deux réponses suggère que les effets de la politique monétaire sur la consommation sont plus marqués lorsque la part des ménages qui s'endettent fortement relativement à leur revenu est élevée.

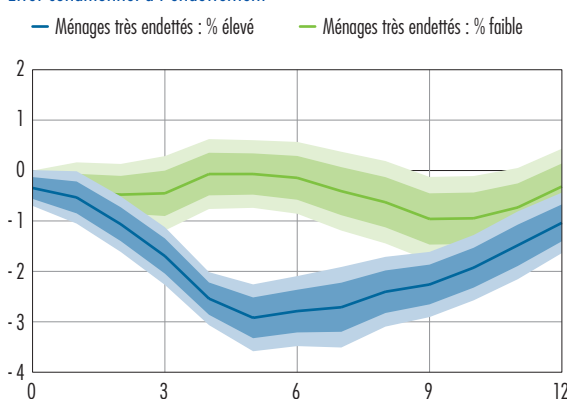
G3 Effet de la politique monétaire du Royaume-Uni sur la consommation totale

(axe des abscisses : durée en mois ; axe des ordonnées : en %)

a) Effet moyen



b) Effet conditionnel à l'endettement



Note : Sur le graphique a), le trait bleu représente la réponse moyenne de la consommation totale à une hausse de 1 point de pourcentage du taux directeur de la banque centrale. Sur le graphique b), les effets sur la consommation sont différenciés selon la part des ménages vulnérables financièrement (part élevée représentée par les bandes bleues, part faible pour les bandes vertes). Les ménages sont définis comme vulnérables financièrement en fonction de leur ratio emprunt sur revenu. Sources : Product Sales Database (PSD), Banque d'Angleterre, Cumming et Hubert (2021a).



Cet effet différencié s'explique probablement par au moins deux mécanismes : premièrement, dans une économie – le Royaume-Uni – où, contrairement à la France les taux d'intérêt des emprunts immobiliers sont variables, lorsque le montant emprunté par les ménages augmente par rapport à leur revenu, l'effet mécanique de la politique monétaire sur le revenu disponible est amplifié. Les ménages qui ont des emprunts importants sont pénalisés par l'augmentation des mensualités de prêt en cas de hausse des taux ce qui réduit leur pouvoir d'achat et donc leur consommation. Par conséquent, plus la part des agents fortement endettés augmente, plus l'effet agrégé sur la consommation s'accroît. La prévalence de taux fixes en France peut ainsi apparaître comme une bonne chose pour les emprunteurs en cas de hausse des taux directs, mais cela signifie aussi que la politique monétaire a potentiellement moins d'effet sur l'économie. Deuxièmement, les ménages proches de leur contrainte financière sont susceptibles de dépenser une proportion plus élevée de leurs revenus (ils ont une propension moyenne à consommer plus élevée). Autrement dit, plus l'emprunteur consacre une part élevée de son revenu au remboursement de sa dette, plus sa consommation dépend de son revenu. La modification du revenu liée à la politique monétaire se répercutera alors plus fortement sur sa consommation. Enfin, autre élément intéressant au regard des questions de stabilité financière, les estimations montrent que cette non-linéarité est directement attribuable à la part des ménages très endettés plutôt qu'au niveau général d'endettement des ménages. Ces résultats mettent aussi en lumière une des nombreuses interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle : l'efficacité de la politique monétaire est influencée par la part des ménages fortement endettés.

Les résultats indiquent également (cf. graphique 4) une certaine asymétrie de la transmission de la politique monétaire. Lorsque la part des ménages contraints est importante, les hausses de taux d'intérêt ont un impact plus important (en valeur absolue) que les

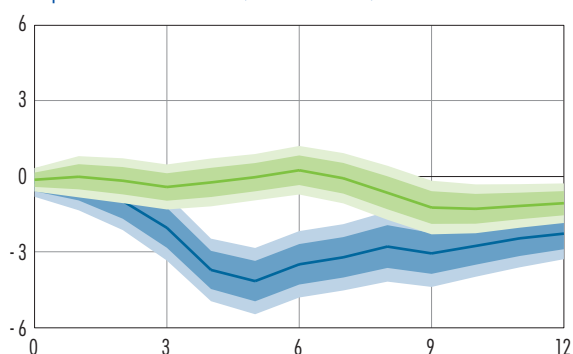
baisses. Dans une certaine mesure, cela n'est pas surprenant. Lorsque le niveau des revenus est très proche de celui des dépenses, subir une baisse de revenus produit des effets (en valeur absolue) très différents de ceux induits par une hausse de revenus.

G4 Effets asymétriques de la politique monétaire du Royaume-Uni sur la consommation totale

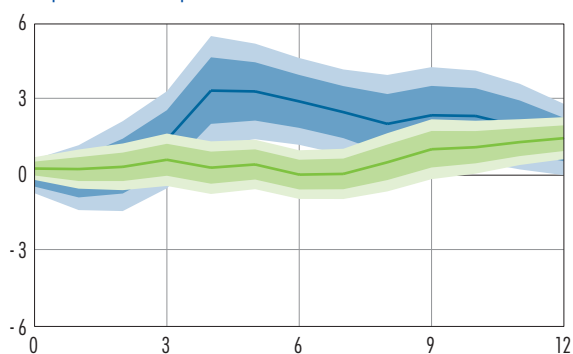
(axe des abscisses : durée en mois ; axe des ordonnées : en %)

— Ménages très endettés : % élevé — Ménages très endettés : % faible

a) Politique monétaire restrictive (hausse des taux)



b) Politique monétaire expansionniste (baisse des taux)



Note : Réponse de la consommation totale à une variation de 1 point de pourcentage du taux directeur de la banque centrale. Les effets sur la consommation sont différenciés selon la part des ménages vulnérables financièrement (part élevée représentée par les bandes bleues, part faible pour les bandes vertes). Les ménages sont définis comme vulnérables financièrement en fonction de leur ratio emprunt sur revenu. Sources : Product Sales Database (PSD), Banque d'Angleterre, Cumming et Hubert (2021a).

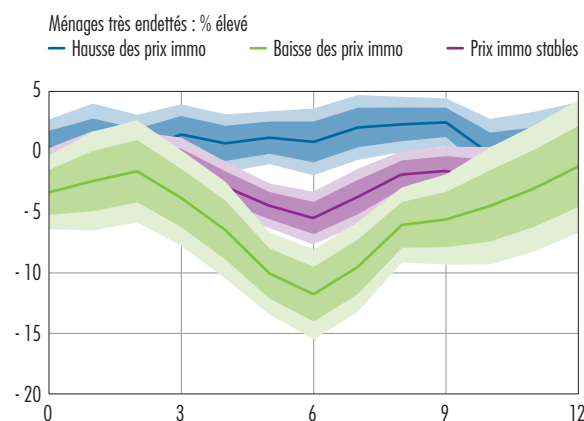


Des résultats complémentaires (Cumming et Hubert, 2021b) suggèrent également que la dynamique des prix immobiliers joue un rôle important (cf. graphique 5). Au Royaume-Uni et dans les pays anglo-saxons en général, il existe un mécanisme d'extraction hypothécaire qui permet aux ménages de tirer parti de la hausse de la valeur de leur patrimoine immobilier pour obtenir des liquidités. Lorsque le prix des logements augmente, les propriétaires sont en mesure de renégocier leurs emprunts plus facilement afin de réduire leurs mensualités ou d'extraire des liquidités pour d'autres dépenses, en particulier l'achat de biens durables. Cela peut compenser certains des effets négatifs d'une hausse des taux d'intérêt. En revanche, lorsque les prix immobiliers baissent, cette possibilité de renégociation disparaît. Dans ce cas, une augmentation des taux d'intérêt accentue l'effet de contraction sur l'économie, rendant la politique monétaire très puissante.

Ce résultat corrobore différents travaux qui montrent l'importance de l'évolution des prix immobiliers et des conditions de renégociation des emprunts immobiliers pour la transmission de la politique monétaire (voir Berger *et al.*, 2017, Beraja *et al.*, 2019, et Eichenbaum *et al.*, 2020).

G5 Effets de la politique monétaire du Royaume-Uni sur la consommation de biens durables conditionnellement au niveau d'endettement et à l'évolution des prix immobiliers

(axe des abscisses : durée en mois ; axe des ordonnées : en %)



Note : Réponse de la consommation de biens durables à une variation de 1 point de pourcentage du taux directeur de la banque centrale lorsque la part des ménages fortement endettés est élevée et selon l'évolution des prix de l'immobilier sur les douze derniers mois. La bande verte représente ainsi l'effet de la politique monétaire lorsque la part des ménages très endettés est élevée et que les prix de l'immobilier ont baissé.

Sources : *Product Sales Database* (PSD), Banque d'Angleterre, Cumming et Hubert (2021b).



Bibliographie

Beraja (M.), Fuster (A.), Hurst (E.) et Vavra (J.) (2019)
« Regional heterogeneity and the refinancing channel of monetary policy », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n° 1, p. 109-183.

Berger (D.), Guerrieri (V.), Lorenzoni (G.) et Vavra (J.) (2017)
« House prices and consumer spending », *Review of Economic Studies*, vol. 85, n° 3, p. 1502-1542.

Bilbiie (F.) (2020)
« The new Keynesian cross », *Journal of Monetary Economics*, vol. 114, p. 90-108.

Christelis (D.), Georgarakos (D.), Jappelli (T.), Pistaferri (L.) et Van Rooij (M.) (2019)
« Asymmetric consumption effects of transitory income shocks », *Economic Journal*, vol. 129, n° 622, p. 2322-2341.

Cloyne (J.), Ferreira (C.) et Surico (P.) (2020)
« Monetary policy when households have debt: new evidence on the transmission mechanism », *Review of Economic Studies*, vol. 87, n° 1, p. 102-129.

Cumming (F.) et Hubert (P.) (2021a)
The distribution of households' indebtedness and the transmission of monetary policy, manuscrit.

Cumming (F.) et Hubert (P.) (2021b)
Household debt distribution and the refinancing channel of monetary policy, manuscrit.

Eichenbaum (M.), Rebelo (S.) et Wong (A.) (2020)
State dependent effects of monetary policy: the refinancing channel, manuscrit.

Jappelli (T.) et Pistaferri (L.) (2010)
« The consumption response to income changes », *Annual Review of Economics*, vol. 2, p. 479-506.

Kaplan (G.), Moll (B.) et Violante (G.) (2018)
« Monetary policy according to HANK », *American Economic Review*, vol. 108, n° 3, p. 697-743.

Slacalek (J.), Tristani (O.) et Violante (G.) (2020)
« Household balance sheet channels of monetary policy: a back of the envelope calculation for the euro area », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115, 103879.

Weidner (J.), Kaplan (G.) et Violante (G.) (2014)
« The wealthy hand-to-mouth », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 48, n° 1, p. 77-153, Spring.

Wong (A.) (2021)
Refinancing and the transmission of monetary policy to consumption, manuscrit.



Annexe

Données mobilisées et méthodologie

Les données hypothécaires utilisées dans cette étude sont collectées par la *Financial Conduct Authority* (FCA) au Royaume-Uni. Cet ensemble de données réglementaires sur les prêts immobiliers, connu sous le nom de *Product Sales Database* (PSD), constitue une mine d'informations sur les caractéristiques de tous les prêts immobiliers distribués depuis avril 2005. Cette base de données contient des informations sur les caractéristiques des emprunteurs, des prêts et des propriétés acquises, pour 14 millions de prêts immobiliers distribués entre 2005 et 2017. Parmi ceux-ci, environ la moitié sont des prêts utilisés pour l'achat d'une propriété et l'autre moitié sont des opérations de renégociation.

Le principal défi est de pouvoir comparer ces niveaux d'endettement dans le temps ou l'espace et de définir ce que l'on entend par un ménage très endetté ou surendetté. Selon certaines mesures, les ménages britanniques sont plus endettés aujourd'hui qu'ils ne l'ont jamais été dans le passé. Le ratio moyen du montant d'emprunt sur revenu annuel est passé d'environ 2,5 en 2005 à un peu plus de 3,0 en 2017. Au cours de la même période, le niveau du 95^e percentile de ce ratio est passé d'environ 4,0 à environ 4,7. Toutefois, ces mesures agrégées du niveau d'endettement passent sous silence certains des éléments cruciaux des décisions des ménages en matière d'endettement, en particulier l'évolution du prix de l'immobilier et des coûts de financement. Afin de définir les prêts à ratio **élevé** d'emprunt sur revenu, ces données microéconomiques permettent de contrôler des caractéristiques des ménages et des banques et d'autres facteurs structurels.

Le ratio d'emprunt sur revenu peut varier selon les ménages pour au moins quatre raisons.

- Les différences peuvent être attribuables aux **caractéristiques sous-jacentes** de l'emprunteur. L'âge, le revenu et la localisation d'un emprunteur sont utilisés par les banques pour évaluer les capacités d'endettement.

- **Ce ratio peut varier dans le temps**, car les taux d'intérêt et les conditions de remboursement fluctuent et affectent ainsi le niveau d'endettement que les ménages sont prêts à et capables de contracter.
- Les différences peuvent être attribuables aux **préférences idiosyncratiques** des emprunteurs. Par exemple, l'aversion au risque et les préférences pour le lissage de la consommation influencent le type de propriété que les gens veulent acheter et la structure de prêt dont ils ont besoin pour le financer.
- De nombreuses banques observent **d'autres informations** sur les emprunteurs, par exemple s'ils détiennent des comptes épargne auprès d'elles. Des informations telles que la cyclicité des revenus, les perspectives d'emploi et le comportement en matière de dépenses peuvent aussi être tirées par les banques de la relation d'intermédiation et des entretiens préalables à l'offre de crédit.

L'approche empirique pour construire la part des ménages fortement endettés comprend deux étapes. Premièrement, la procédure vise à prédire le ratio d'emprunt sur revenu de chaque emprunteur sur la base des caractéristiques observables enregistrées dans le PSD. En excluant les autres facteurs non observables (tels que ceux des deux derniers groupes ci-dessus), cette procédure construit une mesure corrigée, qui semble plus proche de la « vraie » vulnérabilité financière de chaque ménage. Sous l'hypothèse que cette relation est monotone, les ménages avec un ratio élevé sont plus susceptibles de réduire leur consommation face aux chocs défavorables. Deuxièmement, afin de rendre le ratio d'emprunt sur revenu comparable dans le temps, nous corrigeons sa tendance à la hausse liée à l'évolution tendancielle des prix immobiliers.

Imaginons trois ménages avec différents ratios. Le ménage A occupe un emploi stable et contracte un emprunt de 4 fois son revenu ; le ratio prédit par ce modèle est également de 4 sur la base des informations du PSD. Le ménage B



emprunte 5 fois son revenu parce qu'il se sent confiant après avoir tout juste commencé un nouvel emploi avec une trajectoire salariale à la hausse. Le ménage C n'emprunte que 3 fois son revenu pour acheter une maison parce qu'il aime dépenser son argent dans des loisirs coûteux. Le modèle économétrique transforme ces ratios bruts en un score de vulnérabilité. Le ménage B est plus sûr que le ratio brut ne le suggère, la banque ayant estimé que le ménage peut emprunter plus que d'autres. À l'inverse, le ménage C est un peu plus risqué que ne le suggère son ratio brut.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Françoise Drumetz

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

