

L'HYPOTHEQUE ET LE CREDIT

HYPOTHECAIRE AU ROYAUME-UNI

En Anglais, le mot *mortgage* signifie à la fois hypothèque, crédit hypothécaire et crédit immobilier. Cette confusion de vocabulaire reflète le fait qu'il n'existe pas, au Royaume-Uni, de crédit immobilier autre qu'hypothécaire.

L'étude du crédit hypothécaire se confondrait donc avec celle du crédit immobilier si le crédit hypothécaire mobilier n'avait connu un essor important sur la période récente. Les ménages britanniques ont profité de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des prix du logement pour refinancer leurs emprunts immobiliers et en accroître le montant.

Cette annexe décrit le fonctionnement du système britannique de crédit hypothécaire dans son ensemble, immobilier et mobilier. La situation britannique est particulièrement digne d'intérêt étant données l'importance des taux d'endettement immobilier et d'accession à la propriété par rapport à la France, ainsi que la profondeur du marché du crédit hypothécaire.

L'analyse repose d'une part sur une étude bibliographique, et notamment sur l'ouvrage de la Fédération hypothécaire européenne (F.H.E.) *Efficiency of mortgage collateral in the European Union* (juin 2002), et d'autre part sur les éléments recueillis lors d'un déplacement de la mission à Londres les 12 et 13 juillet 2004, au cours duquel les interlocuteurs suivants ont été rencontrés :

- M. John MEADOWS, *Head of the Land Registry's International Unit*, *Land Registry* (agence nationale de la publicité foncière) ;
- Mme Kate MAIN, *Senior Policy Advisor* au *Council of Mortgage Lenders* (organisation professionnelle des établissements de crédit hypothécaire) ;
- M. Peter McDERMOTT, chef du bureau *General Insurance Mutuals and Inclusions* au *HM Treasury* ;
- M. Chris MARKS, *Head of the Treasury*, et Melle Laura MAC KENDRICK, chargée des relations publiques chez *Kensington Group* (établissement de crédit spécialisé dans le marché *subprime* des emprunteurs « risqués ») ;
- Pr. David MILES, professeur à l'*Imperial College*, auteur du rapport *The UK mortgage market : taking a longer term view*, mars 2004 ;
- MM. Christophe ANGELY, *Managing Director*, Christian FRIGHIAN, Arjan VERBEEK et Jean-Marc LEJEUNE, *Directors*, chez *Barclays Capital* ;
- Mme Suzan DE MONT, *Mortgage Policy Manager*, et M. Keith HALE, *High Street Firms Division*, *Financial Services Authority* (autorité de régulation des services financiers, notamment chargée de la supervision du marché du crédit hypothécaire à compter du 1^{er} novembre 2004).

1. LE MARCHE BRITANNIQUE DU CREDIT HYPOTHECAIRE

1.1. Données générales sur l'endettement immobilier et l'accession à la propriété

Le poids des crédits immobiliers dans l'économie britannique (64% du PIB) est très supérieur à celui observé en France (25% du PIB). Cette différence provient certes en partie d'une propension des ménages à s'endetter plus prononcée outre-Manche : l'endettement moyen des ménages britanniques se situe à 110% de leur revenu disponible brut, contre 60% pour les ménages français. Mais la facilité d'accès au crédit hypothécaire ainsi que la profondeur du marché expliquent également une partie de cette différence.

La proportion des ménages propriétaires de leur logement est également supérieure au Royaume-Uni : 69%, contre 56% en France. Les caractéristiques comparées des ménages propriétaires et accédants peuvent être résumées dans les tableaux ci-après :

Tableau 1

	Royaume-Uni	France
Part des ménages propriétaires de leur logement	69%	56%
Age moyen des propriétaires accédants	41	42,3
Age moyen de l'ensemble des propriétaires	50	55
Revenu moyen des ménages propriétaires accédants (1)	29 120 £ (environ 43 330 €)	30 352 €
Revenu moyen de l'ensemble des ménages (2)	21 320 £ (environ 31 730 €)	26 472 €
(1)/(2)	137%	115%

Source : Enquête logement 2002 (INSEE), *Office of the Deputy Prime Minister* 2002.

Tableau 2

	Royaume-Uni	France
Prix moyen des logements achetés par les accédants récents	155 627 £ (environ 231 590 €)	120 000 €
Endettement moyen	98 045 £ (environ 145 900 €)	81 000 €
Part du prix financé par la dette	63%	67%
Durée moyenne du crédit	23	15
Mensualités sur revenu net	16,0%	19,7%
Revenu moyen des accédants récents	38 538 £ (environ 57 350 €)	38 200 €

Source : Enquête logement 2002 (INSEE), *Office of the Deputy Prime Minister* 2002.

Les propriétaires accédants britanniques sont donc en moyenne plus riches, plus jeunes et davantage endettés que leurs homologues français. Ils sont également plus riches en termes relatifs, mais cet élément est à prendre avec précaution : ce n'est pas le cas au moment même de l'accession et il faudrait connaître la distribution des accédants à la propriété en fonction de leur revenu. La différence entre les taux de détention d'un logement en France et au Royaume-Uni est particulièrement importante pour la population jeune, comme le montrent les tableaux suivants :

Tableau 3

Royaume-Uni	
Age	Taux de détention
< 25 ans	23%
25 – 34 ans	59%
35 – 44 ans	74%
45 – 64 ans	78%
65 – 74 ans	73%
> 75 ans	65%
Ensemble	69%
Ecart-type	12%
Coefficient de variation ¹	17%

Source : *Office of the Deputy Prime Minister* 2002.

¹Le coefficient de variation est le rapport entre l'écart-type et la moyenne.

Tableau 4

France	
Age	Taux de détention
< 30 ans	12%
30 – 39 ans	43%
40 – 49 ans	60%
50 – 64 ans	69%
> 65 ans	71%
Ensemble	56%
Ecart-type	19%
Coefficient de variation	34%

Source : Enquête logement 2002 (INSEE).

Au total, l'accèsion à la propriété est globalement plus précoce et plus large au Royaume-Uni qu'en France.

1.2. Les caractéristiques du crédit hypothécaire

Les crédits hypothécaires bruts accordés en 2003 se sont élevés à 271 Md£, en progression de 24% par rapport à 2002, année qui avait elle-même connu une augmentation de 36% par rapport à 2001.

L'importance de ces chiffres s'explique pour une large partie par le refinancement des crédits par les ménages à un meilleur taux (*re-mortgaging*), qui a également atteint un record, totalisant 45% des nouveaux crédits en 2003, contre 37% en 2002. Le refinancement des emprunts a été favorisé par le niveau historiquement bas des taux d'intérêt, qui a également incité les ménages britanniques à contracter des crédits hypothécaires non immobiliers (cf. *infra*).

L'endettement est principalement à taux variable ou aisément renégociable (plus de 70% des crédits), ce qui contraste avec la situation française où les emprunts sont, dans leur majorité, à taux fixe (80% des crédits immobiliers).

Cette prépondérance du crédit à taux variable favorise la fluidité du marché et notamment le changement de créancier, mais elle n'est pas sans inconvénients :

- pour la solvabilité des ménages en cas de hausse des taux ;
- pour l'efficacité de la politique monétaire. En effet, si les canaux de transmission de la politique monétaire sont globalement plus efficaces au Royaume-Uni qu'en France, la tâche de la Banque d'Angleterre est néanmoins rendue difficile par le risque de surréaction du marché de l'immobilier à une modification des taux.

Ces deux problèmes sont étudiés en détail dans le récent rapport du professeur Miles¹, remis au Chancelier de l'Echiquier. Selon ce rapport, l'adoption majoritaire du crédit hypothécaire à taux variable serait la conséquence d'imperfections de marché :

- d'une part, les ménages sous-estiment les risques de taux dans leurs décisions d'investissement immobilier ;
- d'autre part, la forte concurrence sur le marché du crédit hypothécaire pousse les banques à tirer parti de la relative myopie des emprunteurs en proposant des taux variables à deux étages (taux très avantageux les deux premières années, environ à LIBOR + 4 pdb, taux élevé les années suivantes, environ à LIBOR + 166 pdb).

Le rapport Miles préconise certaines pistes d'améliorations, et notamment :

- une meilleure sensibilisation des emprunteurs aux risques encourus en s'endettant à taux variable. Cette proposition va dans le sens du renforcement des obligations d'information du consommateur tel qu'il ressort des nouvelles règles mises en place par la Financial Services Authority (FSA, cf. *infra*) ;
- la mise en place de mesures visant à décourager les banques d'offrir des crédits à deux étages ;
- l'aménagement de la réglementation pour faciliter le refinancement sur les marchés financiers des crédits à taux fixe (obligations foncières et titrisation). Notamment, une réglementation spécifique sur les obligations sécurisées pourrait être introduite (cf. *infra*, §3).

1.3. Les différents établissements de crédit hypothécaire

Les acteurs dominants du marché du crédit hypothécaire ont longtemps été les *building societies*, organismes mutualistes nés au dix-neuvième siècle, spécialisés dans la collecte des dépôts de leurs adhérents et le prêt aux acquéreurs immobiliers. La part des banques commerciales sur ce marché était très faible. A partir des années 1980, la déréglementation bancaire et l'accroissement de la concurrence ont modifié profondément le paysage des établissements de crédit hypothécaire :

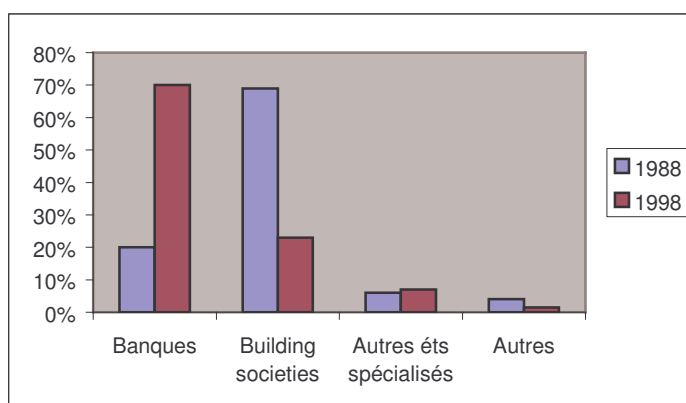
- l'entente sur les prix (*the building societies cartel*) qui s'était progressivement constituée entre les *building societies* a éclaté au début de la décennie 1980 ;

¹ The UK mortgage market : taking a longer term view, mars 2004.

- de nouveaux acteurs sont apparus sur le marché. Les *centralised lenders*, qui refinancent leurs crédits sur le marché et non à partir de dépôts, sont apparus au cours des années 1980. Les *sub-prime lenders* (tels que *Kensington Group*), spécialisés dans le crédit aux emprunteurs ne répondant pas aux critères traditionnels de sélection (revenus irréguliers, entrepreneurs individuels, personnes en difficulté, se sont développés au début des années 1990 grâce à l'amélioration des outils de scoring ;
- le *Building Societies Act* de 1986 a autorisé les *building societies* à modifier leur statut et à devenir des établissements bancaires, leur permettant de diversifier leurs sources de financement. Ce fut par exemple le cas d'importants établissements prêteurs, comme *Abbey National*, puis *Halifax*, *Woolwich* et *Northern Rock* ; dans le même temps, les banques classiques ont accru leur présence sur le marché des prêts immobiliers ;
- la pression de la concurrence et l'impératif de réduction des coûts a conduit à la segmentation des procédures du crédit hypothécaire (*unbundling of the mortgage process*). De nombreuses tâches sont aujourd'hui confiées à des acteurs extérieurs aux prêteurs principaux : des courtiers (*brokers*), des organismes qui effectuent une première sélection des dossiers (*packagers*) ou encore des sociétés spécialisés dans la titrisation des créances hypothécaires.

Les parts de marché sur l'encours de crédits en circulation ont très profondément évolué comme le montre le graphique suivant :

Graphique 1



Source : Banque d'Angleterre.

1.4. La protection de l'emprunteur

Les normes de protection des emprunteurs ont d'abord eu pour origine les établissements prêteurs eux-mêmes. Le *Council of Mortgage Lenders* (CML), la fédération professionnelle des établissements de crédit hypothécaire², a rendu obligatoire à compter de 1997 l'approbation par ses adhérents d'un ensemble de règles déontologiques regroupées dans le *CML Mortgage Code*. Ce code comprend des engagements des établissements prêteurs concernant notamment :

² Qui représente plus de 98% du marché.

- l'usage d'un langage simple et compréhensible par tous ;
- l'offre d'une information complète sur les produits disponibles et de conseil sur la situation financière de chaque client potentiel ;
- la transparence concernant les taux d'intérêt et les divers frais ;
- la confidentialité des informations transmises ;
- la conduite des créanciers lors des procédures de recouvrement.

Toutefois les pouvoirs publics ont considéré que ces normes volontaires ne pouvaient pas garantir une protection suffisante des emprunteurs. La régulation de ce secteur a été confiée à l'autorité indépendante des marchés financiers, la *Financial Services Authority* (FSA), à compter du 31 octobre 2004. Cette dernière a établi un nouveau corpus de règles applicables aux établissements de crédit hypothécaire et aux différents intermédiaires du marché, plus contraignant et plus précis. Pour l'essentiel, ces nouvelles règles renforcent celles précédemment incluses dans le *Mortgage Code*. Ce dernier est retiré dès l'entrée en application du régime de la FSA. Il est à noter que les nouvelles règles de la FSA concernant le crédit hypothécaire sont relatives uniquement à la protection du consommateur, et non au contrôle prudentiel ou concurrentiel, pour lesquels les règles préexistantes continuent de s'appliquer.

2. LES FORMALITES RELATIVES A L'HYPOTHEQUE

2.1. Constitution de l'hypothèque

La procédure de constitution d'un *mortgage* est très souple. Peu de règles formelles s'appliquent au contrat de prêt hypothécaire (qui contient à la fois le contrat de prêt et la sûreté immobilière), ce dernier devant simplement être un contrat écrit. La constitution de l'hypothèque n'est pas subordonnée à une obligation de conseil juridique préalable, ni de la part d'un notaire (les notaires, au sens d'officiers ministériels, n'existent pas au Royaume-Uni), ni de la part d'un avocat. Cependant, le contrat doit être conclu devant une personne tierce qui certifie la signature de l'acte.

Une réforme législative en cours de préparation vise à créer une procédure électronique de constitution des hypothèques. Le recours à la signature électronique supprimerait l'obligation de conclure les actes de prêts hypothécaires devant témoin. Par ailleurs, la transmission au *Land Registry* pour publication au fichier immobilier serait également électronique, et non sur base papier comme c'est le cas actuellement.

2.2. Enregistrement/publication de l'hypothèque

2.2.1. Le Land Registry

Le Royaume-Uni n'a pas de registre centralisé de tous les *mortgages*. Trois systèmes différents de publicité foncière coexistent en Angleterre et au Pays de Galles, en Ecosse et en Irlande du Nord. Chacun dépend, non pas du ministère des finances, mais du département ministériel chargé de la justice dans chacune des trois entités décentralisées.

Le *Land Registry*, créé en 1862, est l'agence chargée de la publicité foncière en Angleterre et au Pays de Galles. Outre la publicité foncière, le *Land Registry* se voit confier certaines missions qui relèvent en France du cadastre. Le *Land Registry* est organisé en un siège

à Londres, un centre informatique à Plymouth et 24 *district land registries*, à compétence géographique.

Son statut d'agence, et non de direction d'administration centrale, lui confère une souplesse de gestion appréciée par ses gestionnaires. Le budget de l'agence, ses effectifs et ses tarifs sont négociés annuellement avec le *Treasury*. Ses effectifs, en constante diminution, sont passés de 13 000 en 1988 à 8 500 en 2004. Les frais perçus par l'agence sont uniquement destinés à couvrir ses coûts, avec une marge bénéficiaire permettant d'investir. L'agence a dégagé des résultats largement bénéficiaires au cours des dernières années (75,6 M£ en 2003).

L'enregistrement des titres de propriété au *Land Registry* n'étant obligatoire que depuis 1990, le registre foncier n'est aujourd'hui pas exhaustif. L'agence comptait 19 millions de titres de propriété enregistrés début 2004, soit environ 85% de l'immobilier en Angleterre et au Pays de Galles. Le programme stratégique 2004-2014 du *Land Registry* prévoit cependant de parvenir à un enregistrement exhaustif de la publicité foncière en 2014.

2.2.2. La procédure d'enregistrement

Une fois conclu, le contrat de prêt hypothécaire est transmis par le prêteur au *Land Registry* pour enregistrement. Le registre de publicité foncière comprend trois parties :

- l'une relative à l'immeuble, avec une description de ce dernier et la référence à d'éventuels plans officiels ;
- l'une relative au propriétaire, avec l'état civil de ce dernier ;
- l'une relative aux *charges*, qui retrace l'ensemble des sûretés immobilières.

L'enregistrement des données de publicité foncière est simplifié depuis l'informatisation du *Land Registry*, qui a débuté en 1986. Cette dernière a permis notamment d'améliorer les délais d'enregistrement des actes. En 2003, 86% des formalités sont enregistrées dans les 20 jours. Une différence importante subsiste toutefois entre les immeubles figurant déjà au fichier (la formalité est alors enregistrée dans la journée) et les immeubles devant être enregistrés dans le fichier pour la première fois (le délai est alors d'environ 30 jours).

L'accès aux informations du fichier immobilier était réservé, avant 1990, aux propriétaires fonciers ou sur autorisation de ces derniers. Depuis cette date, l'accès est ouvert à la consultation de l'ensemble du public. Un système de consultation en ligne s'est progressivement développé, et fonctionne aujourd'hui de manière efficace : le service « *Land Registry on line* » permet aux particuliers d'obtenir par Internet, pour des frais inférieurs à 3 £, toute information figurant au registre immobilier.

2.3. Coûts de constitution et d'enregistrement

Les coûts de constitution et d'enregistrement du *mortgage* se répartissent de la manière suivante :

- les frais d'évaluation du bien immobilier (*valuation fees*), versés à l'établissement prêteur ;
- les frais de dossiers (*arrangement fees*) versés à l'établissement prêteur ;
- les éventuels frais de courtage et de *packaging* versés aux intermédiaires ;
- les frais de conseil juridique (*legal fees*), versés à un avocat ;

- les frais d'enregistrement (*registering fees*), versés au *Land Registry*.

Il est à noter que l'hypothèque ne fait l'objet d'aucune fiscalité au Royaume-Uni. Les seules recettes perçues par les pouvoirs publics sont les frais d'enregistrement au Land Registry dans le cas d'une hypothèque qui n'est pas prise à l'occasion de l'acquisition du bien immobilier. En cas de transaction immobilière simultanée, seuls les frais d'enregistrement de celle-ci sont dûs.

Une comparaison avec le cas français peut être effectuée en se limitant au périmètre de ce qui est versé, en France, aux notaires et à l'Etat. Les frais correspondant au Royaume-Uni sont les *legal fees* et les *registering fees*. Deux cas sont à distinguer, selon que l'hypothèque est constituée simultanément, ou non, à l'achat d'un bien immobilier.

Dans le premier cas, la constitution et l'enregistrement de l'hypothèque n'entraînent aucun frais supplémentaire à l'égard de l'avocat et du Land Registry par rapport à ce qui leur est dû pour l'acte de vente.

Dans le deuxième cas (si, par exemple, le prêt est renégocié avec un autre établissement prêteur : situation de *re-mortgaging*), les frais juridiques sont d'environ 350£³ (environ 520 €) en moyenne. Quant au tarif du *Land Registry*, il s'établit conformément au tableau suivant :

Tableau 5

Montant de l'hypothèque	Frais d'enregistrement
0 – 100 000 £ (environ 0 – 148 810 €)	40 £ (environ 60 €)
100 001 – 200 000 £ (environ 148 811 – 297 619 €)	50 £ (environ 74 €)
200 001 – 500 000 £ (environ 297 610 – 744 048 €)	70 £ (environ 104 €)
500 001 – 1 000 000 £ (environ 744 049 – 1 488 095 €)	100 £ (environ 148 €)
Supérieur à 1 000 001 £ (environ 1 488 096 €)	200 £ (environ 298 €)

Source : *Land Registry*.

Au total, la comparaison entre la France et le Royaume-Uni peut être résumée dans le tableau suivant, pour une hypothèque de 100 000 € (environ 67 200 £).

Tableau 6

	Coûts en France de l'hypothèque conventionnelle	Coûts en France du privilège de prêteurs de deniers	Coûts au Royaume-Uni en cas d'acquisition simultanée	Coûts au Royaume-Uni sans acquisition simultanée
Conseil juridique	900 € 1 104 €	900 € 1 104 €	0 €	520 €
Etat et collectivités locales	800 € 1 036 €	60 € 298 €	0 €	60 €
Total	1 700 € 2 140 €	960 € 1 402 €	0 €	580 €
% du capital emprunté	1,7% 2,1%	1,0% 1,4%	0,0%	0,6%

Encore cette comparaison ne tient-elle pas compte du coût élevé de la mainlevée en France.

³ Chiffre issu d'une étude du professeur Miles et du *HM Treasury* complémentaire au rapport Miles.

2.4. Mainlevée de l'hypothèque

Lorsque le prêt hypothécaire est remboursé, ou lorsque l'emprunteur veut le refinancer auprès d'un autre établissement de crédit, il peut être fait mainlevée de l'hypothèque (*discharge*).

De même que l'inscription, la mainlevée n'impose pas de recourir à un conseil juridique. Elle n'entraîne par ailleurs aucun frais.

La mainlevée suite au remboursement définitif de l'emprunt a, au Royaume-Uni, un caractère automatique. A échéance du prêt ou lors du remboursement anticipé, l'établissement prêteur notifie au *Land Registry* le règlement intégral de la dette, ce qui entraîne la radiation de l'hypothèque du registre. Il appartient dans ce cas à l'établissement prêteur d'informer l'emprunteur, ou non, de la radiation.

Par ailleurs, une procédure de transaction électronique en matière de mainlevée d'hypothèque est en cours d'expérimentation par le *Land Registry* : la mainlevée est effectuée automatiquement suite à une notification électronique de remboursement de la part de la banque. Cette procédure, qui raccourcit les délais et simplifie les formalités, semble donner satisfaction.

2.5. Exécution de l'hypothèque

La procédure britannique de vente forcée en cas de défaut de l'emprunteur (*possession procedure*), si elle se déroule sous la supervision des cours (*county courts*), confie un rôle majeur à l'établissement prêteur. Après s'être assuré que les arriérés ne pourront raisonnablement être honorés, l'établissement de crédit saisit une cour en vue d'obtenir une ordonnance de saisie (*possession order*), qui lui permettra de mener à bien l'éviction du propriétaire et la vente du bien immobilier. Cette première phase de la procédure est relativement rapide: aux termes des nouvelles règles de procédure civile introduites en 2001, le délai entre le recours de l'établissement de crédit et l'audience du tribunal ne peut excéder huit semaines.

Le juge saisi se trouve devant les alternatives suivantes :

- soit il accorde un délai supplémentaire à l'emprunteur ;
- soit il rejette le recours de l'établissement prêteur ;
- soit il rend une ordonnance de saisie, qui peut être suspensive (s'il demeure une chance pour que les arriérés soient honorés) ou définitive.

Des ordonnances de saisie sont rendues dans environ 75% des recours introduits par les établissements prêteurs, dont 60% sont suspensives.

Une fois la saisie accordée par le juge, l'établissement prêteur peut organiser comme il l'entend la vente forcée du bien. La solution la plus fréquente consiste à mettre le bien en vente auprès d'un agent immobilier dans la localité où se situe celui-ci, ainsi qu'à diffuser des annonces dans la presse locale. En général, les établissements prêteurs sont attentifs à ne pas signaler les biens comme ayant fait l'objet d'une saisie. D'autres procédures de vente sont également mises en œuvre, à moindre échelle, dont notamment la vente aux enchères et la vente par l'intermédiaire d'un marchand de bien interne à la banque.

Si le produit de la vente ne suffit pas à couvrir la dette hypothécaire, l'emprunteur reste tenu de la dette complémentaire.

Les établissements ayant consenti des *mortgages* sont généralement des créanciers de premier rang au *Land Registry*. Les frais payés en priorité par rapport aux créances hypothécaires sont peu nombreux. Il s'agit notamment :

- des frais de justice ;
- le cas échéant, des prêts accordés par les collectivités locales pour réparation des immeubles.

Au total, la procédure de vente forcée est plus rapide que dans le cas français : sa durée moyenne est comprise entre 8 et 12 mois, à comparer à une durée comprise entre 8 et 18 mois dans le cas français, sans compter le délai de la procédure d'ordre⁴.

3. LE REFINANCEMENT PAR LES PRETEURS DES CREDITS HYPOTHECAIRES

Les dépôts de fonds auprès des banques et des *building societies* ont longtemps constitué la première source de financement des prêts hypothécaires. Au cours des années 1980 sont apparus de nouveaux organismes prêteurs, les *centralised lenders*, se finançant quasi-exclusivement par le marché, mais leur place restait limitée. Ce n'est que dans la période récente, principalement à partir de 1999, que les grands établissements prêteurs ont eu recours à la titrisation (*securitisation*), c'est à dire à l'émission de titres adossés aux crédits, pour diversifier leurs sources de financement. Depuis 2003 se sont développés des sous-marchés spécifiques de titrisation, pour le refinancement des prêts viagers hypothécaires (*equity release*) ou encore des prêts aux emprunteurs «non conventionnels» (*sub-prime*).

Le Royaume-Uni est aujourd'hui l'un des plus importants émetteur de titres adossés à des crédits hypothécaires en Europe. Le marché européen distingue deux catégories de titres :

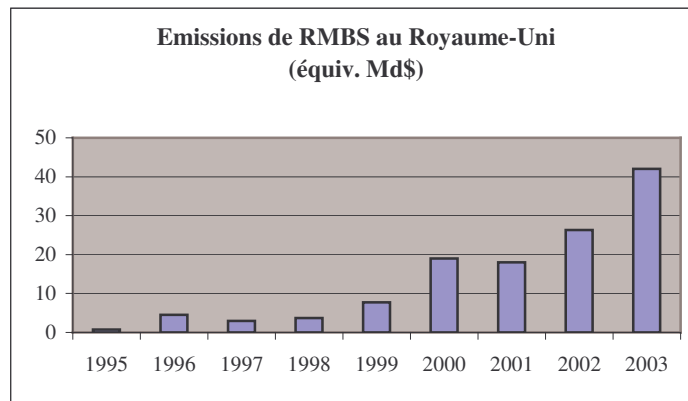
- d'une part, la titrisation sous la forme de *residential mortgage backed securities* (RMBS), qui sont des titres adossés à des crédits immobiliers aux particuliers, avec transfert du risque aux porteurs de ces titres ;
- d'autre part, les obligations sécurisées (aussi appelées *covered bonds*, *mortgage bonds* ou obligations foncières), qui ne transfèrent pas le risque à l'investisseur, mais qui le protègent contre le risque de faillite de l'émetteur en lui donnant un droit privilégié sur un portefeuille de crédits hypothécaires. Les obligations foncières françaises, les *Pfandbriefe* allemandes ou les *Cedulas* espagnoles se rangent dans cette catégorie.

3.1. La titrisation

Sur le marché des RMBS, le Royaume-Uni est le premier émetteur européen. *Moody's* évalue à 49,4 Md€ les émissions de RMBS en 2003 par les établissements britanniques. Le graphique suivant retrace le montant des émissions sur les derniers exercices selon *ING Barings* :

⁴ Chiffres de la Fédération hypothécaire européenne.

Graphique 2



Note : le montant pour 2003 est relatif aux trois premiers trimestres seulement.

Le *Council of Mortgage Lenders* estime aujourd'hui à 7% le pourcentage du portefeuille de crédits hypothécaires britanniques ayant fait l'objet d'une titrisation. Cette proportion est relativement faible⁵, même si elle n'inclut pas l'ensemble du refinancement par le marché, qui peut également s'effectuer par le marché monétaire standard. Elle s'explique par le coût de refinancement avantageux des dépôts ainsi que par le statut juridique des *building societies*, qui limite leur recours aux instruments de marché. Le récent développement du refinancement par des instruments spécifiques de marché semble ainsi davantage motivé par un souci de diversification des ressources des prêteurs que par un avantage en terme de coût.

3.2. Les obligations sécurisées

Contrairement à plusieurs Etats européens, le Royaume-Uni n'a pas institué de cadre législatif spécifique pour l'émission de titres sécurisés adossés à des crédits hypothécaires. L'exemple de l'Irlande, qui a adopté en 2001 une loi⁶ relative aux obligations sécurisées⁷ ayant donné lieu à une première émission en 2003, a suscité un débat sur l'opportunité de l'aménagement d'un tel cadre au Royaume-Uni. Bien que le *HM Treasury* et la Banque d'Angleterre aient marqué leur intérêt pour ce type de réforme, la question n'est aujourd'hui pas tranchée. L'absence de cadre juridique n'a toutefois pas constitué un obstacle à la première émission d'obligations sécurisées en 2004 au Royaume-Uni, effectuée par *HBOS Plc.* pour un montant de 14 Md€.

La question du refinancement des crédits hypothécaires est également abordée, au Royaume-Uni, sous l'angle de l'adhésion du pays à l'UEM. La volatilité du marché immobilier a été citée par le Chancelier de l'Echiquier, en juin 2003, comme l'un des facteurs-clés allant à l'encontre d'une adhésion rapide. La prédominance des taux variables sur le marché du crédit hypothécaire, alimentée par des instruments de refinancement à taux variables, explique une part importante de cette volatilité. Le recours à des instruments de refinancement de long terme à taux fixe pourrait permettre d'accroître la stabilité du secteur. C'est en ce sens que le rapport Miles⁸ se prononce en faveur du développement du marché du refinancement par des obligations à taux fixe, notamment par l'intermédiaire d'obligations sécurisées.

⁵ Elle est inférieure à la proportion observée dans plusieurs autres pays européens. Cf. annexe VI intitulée "le refinancement des crédits hypothécaires".

⁶ *Asset Covered Securities Bill* du 18 décembre 2001, entré en vigueur le 22 mars 2002.

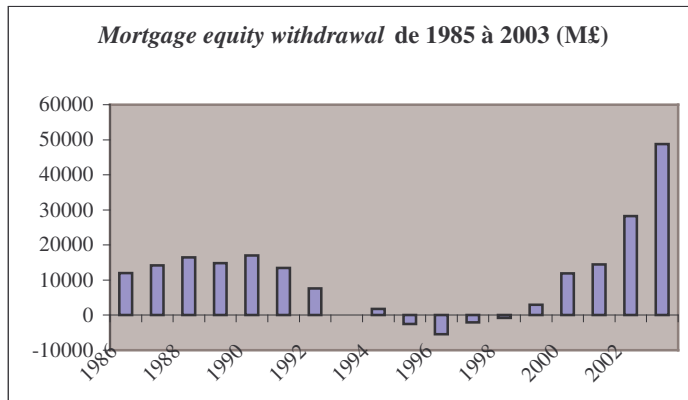
⁷ Equivalent des obligations foncières françaises.

⁸ Rapport précité.

4. LES PRETS HYPOTHECAIRES NON IMMOBILIERS

L'extraction hypothécaire (« mortgage equity withdrawal », cf annexe 1), c'est à dire les sommes que les ménages empruntent sous forme hypothécaire au delà du montant de leur investissement dans le logement, est à un niveau plus élevé au Royaume-Uni que dans la plupart des pays occidentaux. Les séries statistiques montrent que son niveau est fortement corrélé à celui des taux d'intérêt et du prix de l'immobilier. Les données de la Banque d'Angleterre permettent d'établir le graphique suivant :

Graphique 3



Le *mortgage equity withdrawal* a représenté 53 M£ en 2003, en progression de plus de 33% par rapport à l'année précédente, soit environ 7% du revenu disponible des ménages.

Toutefois, le *mortgage equity withdrawal* est une notion macroéconomique qui recouvre d'autres phénomènes que le crédit hypothécaire mobilier (cf annexe I).

C'est essentiellement le développement du refinancement des crédits hypothécaires immobiliers (*re-mortgaging*) qui a conduit les ménages à contracter un endettement hypothécaire à d'autres fins que l'acquisition d'un logement. Sur la période récente, 50% des ménages ayant refinancé leurs prêts hypothécaires dans de meilleures conditions auraient contracté, en outre, un crédit hypothécaire mobilier. 25% des ménages souscrivent des emprunts hypothécaires mobiliers lorsqu'ils déménagent, ou plus exactement accroissent leur endettement hypothécaire à cette occasion plus que ne le justifierait la différence de valeur entre leur bien précédent et le nouveau.

Les tirages supplémentaires (« further advances ») sur des crédits hypothécaires existants sont un phénomène quantitativement plus modeste, mais qui se développe. Ces tirages se font sans formalité nouvelle auprès du *Land Registry*, l'inscription initiale étant suffisante pour garantir les avances complémentaires consenties par le même prêteur.

Graphique 4

Prêts hypothécaires (montant brut)

